

医药生物

2024 年 09 月 22 日

上海莱士 (002252)

——海尔掌舵领航，公司开启新征程

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

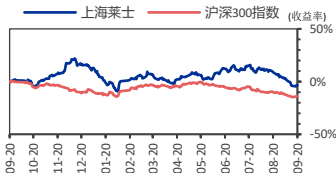
投资要点：

- 海尔集团控股，公司迈入新征程：**上海莱士成立于 1988 年，2008 年 6 月于深交所挂牌上市。公司上市后成功收购了郑州莱士、同路生物、浙江海康及广西冠峰等血制品企业，显著提高了公司的产业规模和产品种类，成为国内同行业中血浆综合利用率、产品结构和品种齐全、质量领先的血液制品生产企业。2024 年 7 月海尔集团入主控股，上海莱士也从此前无实控人状态正式成为海尔集团大健康板块的重要战略布局。
- 中外对照，观行业发展之路：**1) 全球血液制品市场相对成熟，呈现出典型的寡头垄断局面；国内血液市场仍有较大成长空间，目前在营企业不足 30 家，行业集中度有望进一步提升。2) 我国人均供浆量显著低于欧美发达国家，由于我国单采浆站开拓要求较高，且献浆规定较为严格，目前国内血浆量供应存在较大缺口。未来随着浆站数量的增加以及单站采浆量的提升，我国采浆量提升空间巨大。3) 全球血制品消费以静丙和凝血因子为主，而我国以人血白蛋白为主，随着血制品厂家对静丙和凝血因子开发的重视度加强，以及临床医生认知的提升，静丙和凝血因子类产品临床应用有望进一步扩展，需求有望加速提升。
- 资源开拓+产出提升，助公司成长之势：**采浆资源和吨浆产出是影响血制品公司利润的主要因素。上海莱士 2023 年采浆量突破 1500 吨，共拥有单采血浆站 44 家，浆站数国内领先，同时具备新浆站申请资格且跨多省经营，为公司新浆站拓展提供更大的可能性。从单站采浆量来看，公司 2023 年平均单浆站的采浆量为 39 吨，尚有较大提升挖掘空间。此外，公司产品品类丰富，目前拥有 12 个产品批文，其中 11 个产品在产，产品结构均衡，拥有目前国内在售的独家产品冻干人纤维蛋白粘合剂，随着未来下属子公司产品线补足以及自研新产品的上市，公司的吨浆收入和利润有望进一步提升。
- 盈利预测与估值：**我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 86.90/96.40/106.59 亿元，同比增长 9.1%/10.9%/10.6%；归母净利润分别为 23.30/26.14/29.16 亿元，同比增长 30.9%/12.2%/11.6%。我们选取天坛生物、华兰生物、派林生物等 5 家血制品上市公司作为可比公司，给予上海莱士行业平均 23 倍 PE，对应 2024 年目标市值 538 亿元，较当前市值有 23%上行空间，上海莱士浆站数量、采浆量、产品批文数均位列我国血制品行业第一梯队，海尔集团入主后改变了公司此前无实控人的状态，有望给公司成长带来新赋能，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新浆站建设进度及采浆量不及预期；商誉减值风险；在研产品上市进度及市场推广不及预期。

市场数据： 2024 年 09 月 20 日
收盘价 (元) 6.58
一年内最高/最低 (元) 8.68/5.93
市净率 1.4
息率 (分红/股价) 0.46
流通 A 股市值 (百万元) 43,657
上证指数/深证成指 2,736.81/8,075.14
注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 06 月 30 日
每股净资产 (元) 4.63
资产负债率% 4.98
总股本/流通 A 股 (百万) 6,638/6,635
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
凌静怡 A0230522060001
lingjy@swsresearch.com

联系人

凌静怡
(8621)23297818x
lingjy@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7,964	4,252	8,690	9,640	10,659
同比增长率 (%)	21.3	9.0	9.1	10.9	10.6
归母净利润 (百万元)	1,779	1,241	2,330	2,614	2,916
同比增长率 (%)	-5.4	0.2	30.9	12.2	11.6
每股收益 (元/股)	0.27	0.19	0.35	0.39	0.44
毛利率 (%)	40.8	40.9	41.3	41.4	41.8
ROE (%)	6.0	4.0	7.4	7.8	8.1
市盈率	25		19	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 86.90/96.40/106.59 亿元，同比增长 9.1%/10.9%/10.6%；归母净利润分别为 23.30/26.14/29.16 亿元，同比增长 30.9%/12.2%/11.6%。我们选取天坛生物、华兰生物、派林生物等 5 家血制品上市公司作为可比公司，我们给予上海莱士行业平均 23 倍 PE，对应 2024 年目标市值 538 亿元，较当前市值有 23%上行空间，因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。

关键假设点

公司目前主营产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（静丙）及其他血制品。

1) 人血白蛋白：目前白蛋白处于供需平衡阶段，我们预计未来三年公司自产白蛋白维持 5%的稳定增长；公司或与基立福签订长期合同，我们预计代理白蛋白未来三年将维持 10%的增长。自产及代理白蛋白毛利率均维持稳定。

2) 静丙：疫情后静丙处于供需紧平衡状态，目前价格仍维持高位，我们预计 2024-2026 年静丙增速在 12%/15%/10%，毛利率抬升后维持稳定。

3) 凝血因子及其他：随着公司凝血因子类产品线的不断补充，以及销售推广工作的加强，我们认为凝血因子及其他产品的增长有望提速，预计 2024-2026 年增速在 12%/15%/20%。但由于部分省市集采对价格的影响，毛利率逐年略有下滑。

有别于大众的认识

1) 市场认为：血制品集采会对行业造成较大影响。

我们认为：国内药品集采主要以价换量，但血制品不同于多数仿制药的原料可及性高，产能总体过剩，血制品面临的是原料血浆的长期缺口，市场总体供不应求。院外市场和医院端长期存在较大价差，若院内市场的大幅降价或将推动更多血制品流向院外市场，因此集采难以驱动血制品公司大幅降价。

2) 市场认为：静丙的高景气度需求主要受疫情影响，难以持续。

我们认为：我们国内的静丙使用量远低于海外，新冠疫情对于静丙的使用起到了很好的宣教作用，极大地提高了医生和患者对于该产品的认知度，我们认为医生的使用习惯在疫情期间已逐步养成，静丙适应症广泛，在血液科、神内、ICU 等多科室均有较大需求，因此我们认为基于疫情打下的认知基础叠加血制品企业的进一步宣教，静丙的高景气需求将得以持续。

股价表现的催化剂

海尔集团助力拓展新浆站；在研产品顺利获批并上市销售；业绩表现超预期。

核心假设风险

新浆站建设进度及采浆量不及预期；商誉减值风险；在研产品上市进度及市场推广不及预期。

目录

1. 上海莱士：海尔集团成为实控人.....	6
1.1 海尔集团控股，公司迈入新征程.....	6
1.2 经营步入正轨，员工持股彰显信心	7
2. 中外对照，观行业发展之路.....	9
2.1 市场格局：海外巨头垄断，国内集中度有待提升.....	11
2.1.1 海外市场：寡头垄断.....	11
2.1.2 国内市场：集中度逐步提升	12
2.2 供给端：海外采浆成熟，国内“拓浆+挖潜”.....	13
2.2.1 海外供给情况	13
2.2.2 国内供给情况	14
2.3 需求端：海外静丙为主，国内产品结构逐步优化.....	17
3. 资源开拓+产出提升，助公司成长之势.....	18
3.1 采浆资源：存量挖潜，外延开拓.....	19
3.2 吨浆产出：产品丰富，持续补足.....	20
3.2.1 人血白蛋白：自产+代理，发挥差异化优势	21
3.2.2 静丙：构筑品牌优势，持续提升市场占有率.....	21
3.2.3 凝血因子：前瞻性布局，独家产品差异化竞争	22
3.2.4 在研管线持续推进，全面布局提升产出	23
4. 盈利预测与估值分析.....	23
4.1 盈利预测	23
4.2 估值.....	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司历史.....	6
图 2：公司股权结构（截至 6 月 30 日）	7
图 3：2019-2024H1 公司营业收入及增速（亿元）	8
图 4：2019-2024H1 公司归母净利润及增速（亿元）	8
图 5：2019-2024H1 公司血制品业务拆分（亿元）	8
图 6：2019-2024H1 公司人血白蛋白业务拆分（亿元）	8
图 7：2019-2024H1 公司毛利率及净利率情况	9
图 8：2019-2024H1 公司费用率情况	9
图 9：血液及血浆组成成分	10
图 10：血制品生产流程	11
图 11：全球血制品市场规模（亿美元）	11
图 12：1996-2015 年全球并购整合	12
图 13：中国血制品行业大事记	12
图 14：我国血制品市场规模（亿元）	13
图 15：我国血制品竞争格局（按采浆量计算）	13
图 16：美国浆站数量（家）	14
图 17：美国采浆量（吨）	14
图 18：一图看懂全球血制品行业和制品短缺现状	14
图 19：我国采浆量（吨）	15
图 20：我国浆站数（家）	16
图 21：2016 年全球血制品产品结构	17
图 22：2023 年我国血制品产品结构	17
图 23：2019-2023 年人免疫球蛋白医院销售额	17
图 24：2019-2023 年人免疫球蛋白医院销售量	17
图 25：血制品企业投资框架	19
图 26：2023 年上海莱士自产血制品收入拆分（亿元）	20
图 27：2018-2024H1 自产白蛋白销售额	21
图 28：2021-2024H1 进口白蛋白销售额	21
图：- 年公司静丙销售额	

图 30：2023 年样本医院静丙销售格局	21
图 31：2018-2023 年公司人纤维蛋白原样本医院销售额	22
图 32：2018-2023 年公司人纤维蛋白粘合剂样本医院销售额	22
表 1：公司产品	7
表 2：公司员工持股计划考核目标	9
表 3：中国主要血液制品及适应症	10
表 4：2021 年中美供浆情况对比	15
表 5：十四五期间部分省市浆站设置规划	16
表 6：中外血液制品消费量对比	17
表 7：中美获批静丙适应症情况	18
表 8：血制品公司采浆能力对比	19
表 9：血制品公司现有产品批文对比	20
表 10：公司在研项目	23
表 11：公司盈利预测	24
表 12：可比公司估值情况	25

1. 上海莱士：海尔集团成为实控人

上海莱士成立于 1988 年，由美国莱士和上海市血液中心血制品输血器材经营公司合资成立，2007 年转制为股份有限公司，2008 年 6 月于深交所挂牌上市。公司上市后成功收购了郑州莱士、同路生物、浙江海康及广西冠峰等血制品企业，显著提高了公司的产业规模和产品种类，成为国内同行业中血浆综合利用率、产品结构和品种齐全、质量领先的血液制品生产企业。

图 1：公司历史



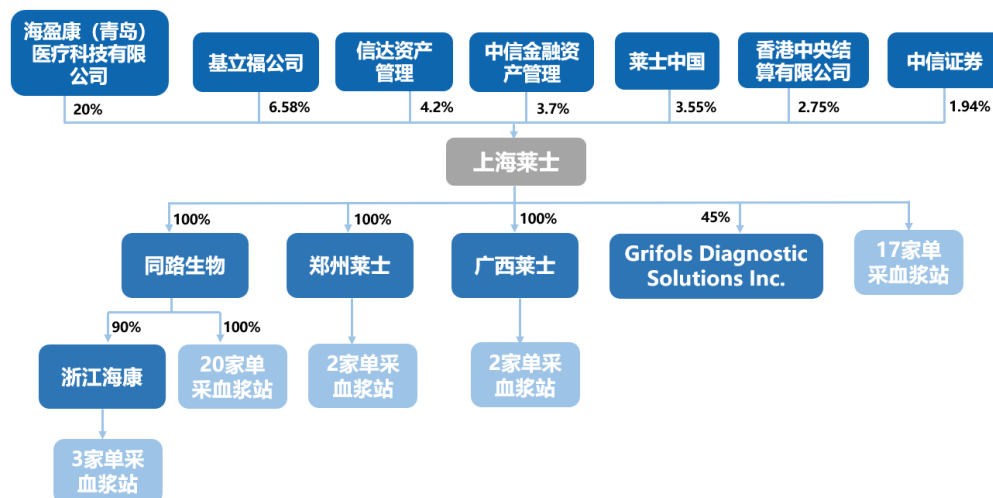
资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.1 海尔集团控股，公司迈入新征程

2018 年 2 月，公司启动海外并购重组，最终方案调整为拟发行股份购买基立福持有的 GDS 合计 45% 股权。2020 年 4 月完成收购，全球血制品巨头基立福成为公司股东，控股 26.2%。2023 年 12 月 29 日公司发布公告，海尔集团出资 125 亿元获得基立福持有的 20% 股权，同时基立福将剩余 6.58% 股权对应的表决权委托海尔集团或其指定关联方行使。2024 年 7 月海尔集团正式成为上海莱士第一大股东和实控人，共计持有 26.58% 股份所对应的表决权。上海莱士也从此前无实控人状态正式成为海尔集团大健康板块的重要战略布局。

公司目前共有上海、郑州、合肥、温州、南宁共 5 个血液制品生产基地，拥有单采血浆站 44 家，其中上海莱士本部 17 家，郑州莱士 2 家，同路生物（不含浙江海康）20 家，浙江海康 3 家，广西莱士 2 家。分布于广西、湖南、海南、陕西、安徽、广东、内蒙、浙江、湖北、江西、山东 11 个省（自治区），浆站数量、遍布区域及采浆量位居行业前列。

图 2：公司股权结构（截至 6 月 30 日）



资料来源：wind，申万宏源研究

公司产品种类丰富，覆盖了白蛋白、免疫球蛋白及凝血因子 3 大类共 12 个品种，是目前国内少数可从血浆中提取六种组分的血液制品生产企业之一，也是国内同行业中凝血因子类产品种类最为齐全的生产企业之一。

表 1：公司主要产品

产品种类	产品名称	上海莱士	郑州莱士	同路生物	浙江海康	广西莱士
白蛋白类	人血白蛋白	√	√	√	√	√
免疫球蛋白类	人免疫球蛋白		√	√	√	√
	静注人免疫球蛋白（pH4）	√	√	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白（pH4）			√		
	乙型肝炎人免疫球蛋白		√	√	√	
	破伤风人免疫球蛋白			√		
	狂犬病人免疫球蛋白			√		
凝血因子类	人凝血酶原复合物	√		√		
	人凝血因子Ⅷ	√		√		
	人凝血酶	√				
	人纤维蛋白原	√				
	人纤维蛋白粘合剂	√				
产品数		7	4	9	4	3

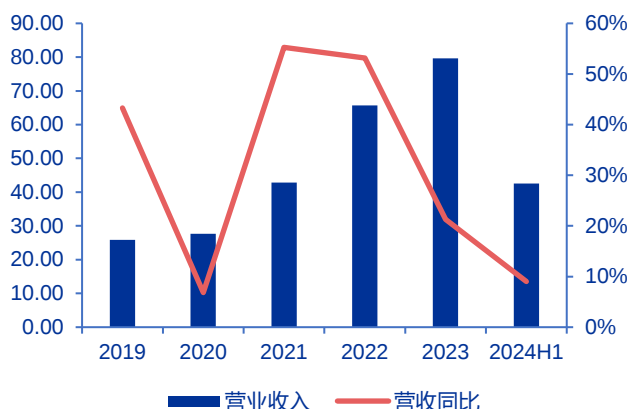
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 经营步入正轨，员工持股彰显信心

2019 年以来，血制品行业全面回暖，公司在全力聚焦主营业务的同时逐步退出投资业务，并且为适应两票制新形势，重新布局商业网络，积极开辟新的战略区域。2019 年公司利润实现扭亏为盈。

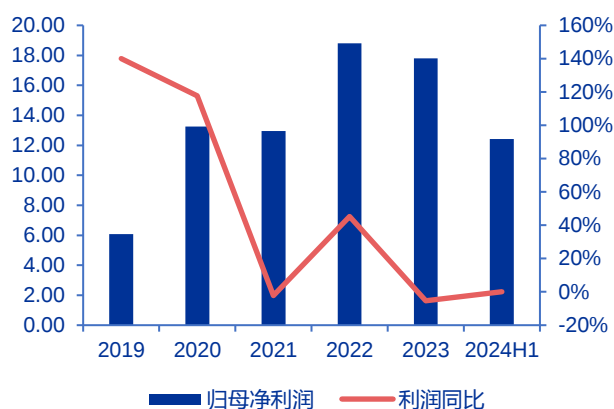
2020 年开始新冠疫情爆发，白蛋白及静注人免疫球蛋白在疫情中得到了一定的使用，增加了医生和患者对血液制品行业的认知度，市场需求持续增长，部分血液制品呈现供不应求的紧平衡状态。此外公司与基立福的战略并购项目圆满收官，公司获得基立福人血白蛋白的独家代理，进一步推动公司相关业务板块的延伸，大幅提升了公司的盈利水平。2020-2023 年公司实现营业收入分别为 27.62/42.88/65.67/79.64 亿元，三年复合增长高达 42.33%，归母净利润由于受到商誉减值、GDS 投资损益等影响，存在一定波动。

图 3：2019-2024H1 公司营业收入及增速（亿元）



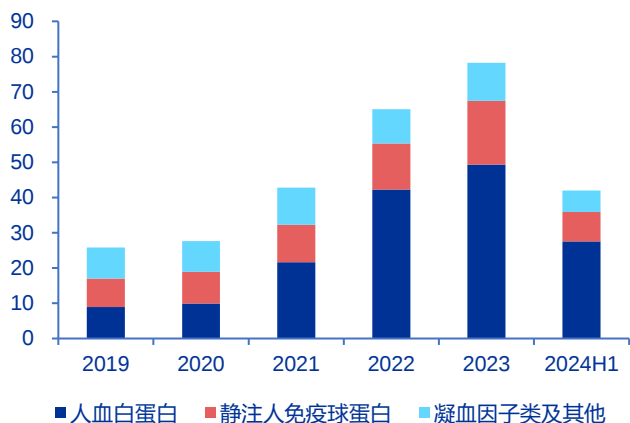
资料来源：wind，申万宏源研究

图 4：2019-2024H1 公司归母净利润及增速（亿元）



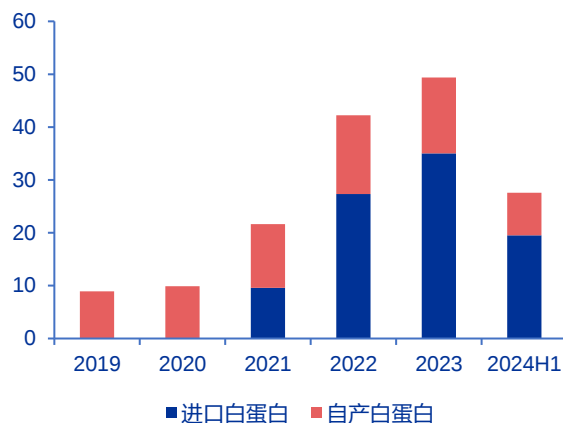
资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：2019-2024H1 公司血制品业务拆分（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

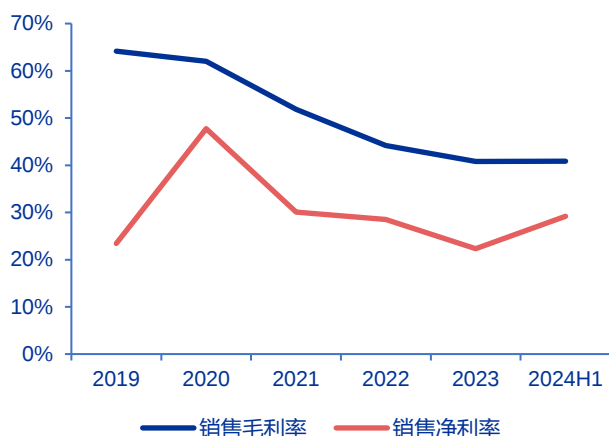
图 6：2019-2024H1 公司人血白蛋白业务拆分（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

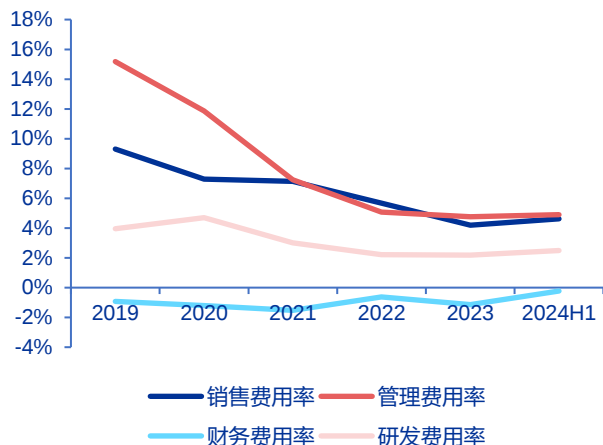
由于公司代理基立福的进口白蛋白毛利率要低于自产白蛋白，而近几年进口白蛋白占比提升，公司整体毛利率水平自 2020 年开始逐年下降，随着公司新产品的持续补足，产品结构的不断优化，我们预计公司毛利率水平将企稳回升，2023 年公司毛利率为 40.79%，2024 年上半年公司毛利率为 40.88%。此外，公司也在降本增效，优化营销管理体系建设，保障公司净利润率水平，2023 年公司净利润率为 22.32%，2024 年上半年公司净利润率提升至 29.19%。

图 7：2019-2024H1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind，申万宏源研究

图 8：2019-2024H1 公司费用率情况



资料来源：wind，申万宏源研究

2023 年 7 月公司推出员工持股计划，员工持股计划首次授予权益部分以 2023-2025 年三个会计年度作为业绩考核年度，营业收入累计不低于 74/160/250 亿元，以当年度最低考核指标计算，三年的复合增长率在 11.08%。该举措有利于激发员工积极性，推动公司长足发展。2023 年公司实现收入 79.64 亿元，已超额完成考核。

表 2：公司员工持股计划考核目标

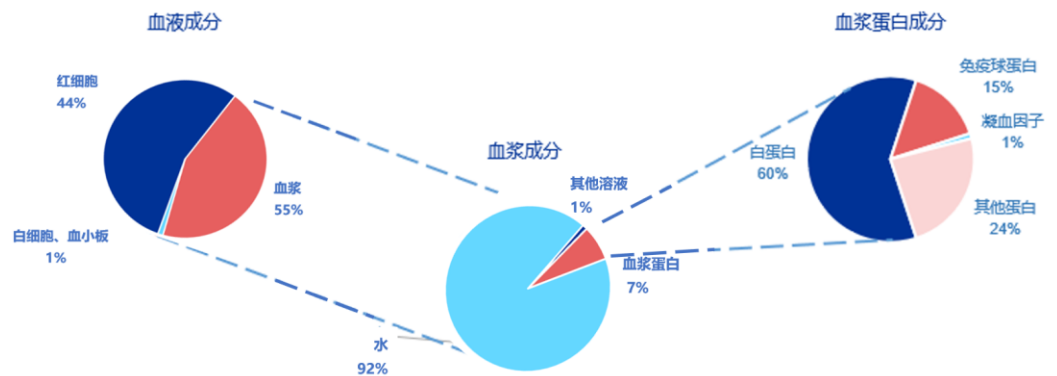
解锁批次	对应考核年度	业绩考核指标
第一批次	2023	2023 年营业收入不低于 74 亿元；
第二批次	2024	2023-2024 年营业收入累计不低于 160 亿元或有创新型生物制品或改良型生物制品临床申请获得批准；
第三批次	2025	2023-2025 年营业收入累计不低于 250 亿元或有创新型生物制品或改良型生物制品临床申请获得批准。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 中外对照，观行业发展之路

人体血液的主要成分包括血浆、红细胞、白细胞和血小板。血浆由水、糖类电解质和蛋白质组成。常见血液制品就是从这 7% 的蛋白质中分离提纯制成，其中包括白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子和其他蛋白质成分。

图 9：血液及血浆组成成分



资料来源：人体解剖学，申万宏源研究

白蛋白是血浆蛋白中的最大组分（占 60%），用于治疗严重烧伤、急性大失血、肝脏合成功能障碍、营养不良等造成的低白蛋白血症；免疫球蛋白（占 15%）作为被动免疫，可分为正常人免疫球蛋白（主要为静丙）和特异性免疫球蛋白（包括乙肝免疫球蛋白、狂犬免疫球蛋白、破伤风免疫球蛋白等）；凝血因子（占 1%，包括 VIII 因子、纤维蛋白原、凝血酶原等）主要用于促进血液凝固。

表 3：中国主要血液制品及适应症

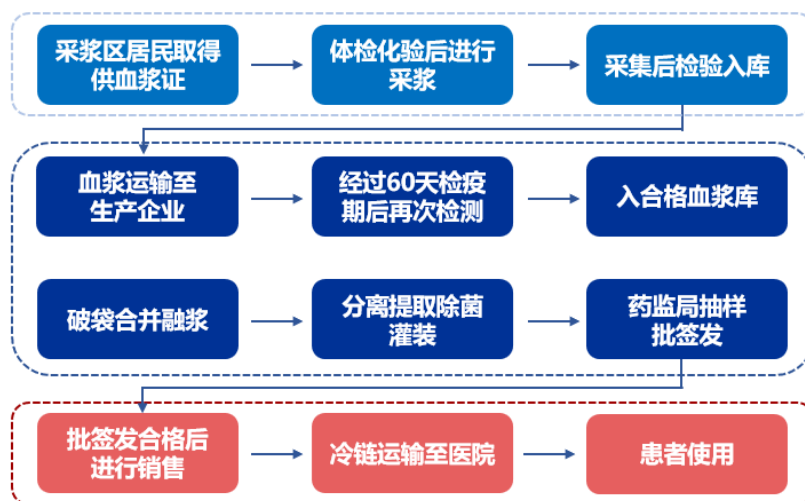
分类	主要产品	适应症	2022 版药品医保目录
白蛋白类	人血白蛋白	失血创伤、烧伤引起的休克；脑水肿及损伤引起的颅压升高；肝硬化及肾病引起的水肿或腹水；低蛋白血症的防治；新生儿高胆红素血症；用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合征	限抢救、重症或因肝硬化、癌症引起胸腹水的患者，且白蛋白低于 30g/L
免疫球蛋白类	肌注人免疫球蛋白	预防麻疹和甲型肝炎等病毒性感染	无特殊限制
	静注人免疫球蛋白	原发性免疫球蛋白缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白血症，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染，新生儿败血症等；自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜，川崎病	限原发性免疫球蛋白缺乏症；新生儿败血症；重型原发性免疫性血小板减少症；川崎病；全身型重症肌无力；急性格林巴利综合征
	乙型肝炎人免疫球蛋白	用于乙型肝炎预防	-
	狂犬病人免疫球蛋白	主要配合狂犬病疫苗使用，用于被狂犬或其他可疑携带狂犬病毒的动物严重咬伤的患者	无特殊限制
	破伤风人免疫球蛋白	用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风抗毒素 (TAT) 有过敏反应者	无特殊限制
凝血因子类	纤维蛋白原	先天性纤维蛋白原减少或缺乏症；获得性纤维蛋白原减少症：严重肝脏损伤、肝硬化、弥散性血管内凝血、产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍	限低纤维蛋白原血症致活动性出血
	凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症(单独或联合缺乏)	限手术大出血和肝病导致的出血；乙(B)型血友病或伴有凝血因子 VI 抑制物的血友病患者
	凝血因子 VIII	用于防治甲型血友病和获得性凝血因子 VIII 缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗	无特殊限制

资料来源：公司公告，国家医保局，申万宏源研究

血液制品生产流程要求十分严格。目前主要分为：采浆、入库与生产、批签发与销售几个环节。采浆环节主要是采集来自血浆站采浆区域的户籍居民（献浆员）的血浆；血浆

收集后由生产企业进行检疫入库，并负责不同血液制品的生产，产成品需经中检院或省药品检验所检验审批；审批合格后经经销商或直接销往医疗机构等终端市场。一般从采血到生产周期总共 5-6 个月（包含 60 天检疫期），批签周期 1-2 个月，合计需要 6-8 个月。

图 10：血制品生产流程



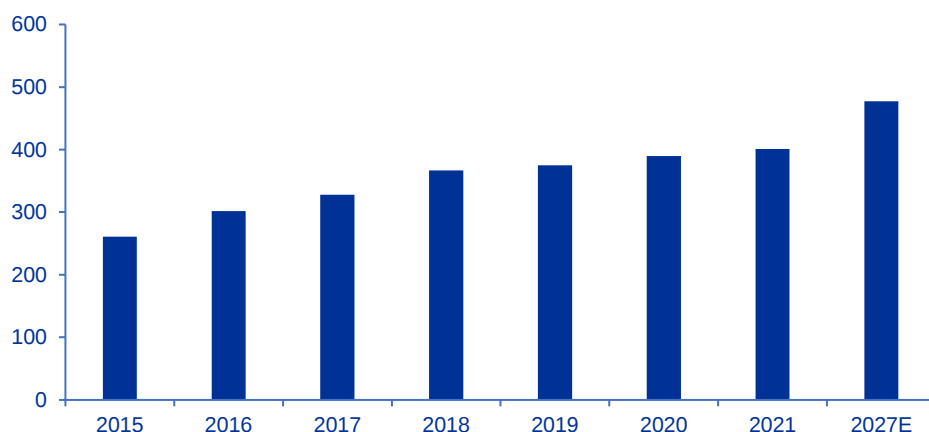
资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

2.1 市场格局：海外巨头垄断，国内集中度有待提升

2.1.1 海外市场：寡头垄断

全球血制品市场相对成熟，增长稳健。根据 Research and Markets（市场研究公司）的数据，2021 年全球血液制品行业市场规模达 401 亿美元，预计 2021 年到 2027 年的复合增长率将达到 2.9%，有望在 2027 年全球市场将突破 477 亿美元。

图 11：全球血制品市场规模（亿美元）



资料来源：Research and Markets（市场研究公司），申万宏源研究

据 MRB(世界血浆蛋白治疗协会 PPTA 旗下机构)发布的数据表明, 全球血液制品行业最早有 102 家企业, 随着企业的兼并重组, 目前国外只剩下不到 20 家血液制品企业 (不含中国), 其中美国 5 家、欧洲 8 家, 而且 CSL Behring、Baxter、Grifols、Octapharma 等几家大型企业占据了 80%-85% 的市场份额, 呈现出典型的寡头垄断局面。

图 12: 1996-2015 年全球并购整合

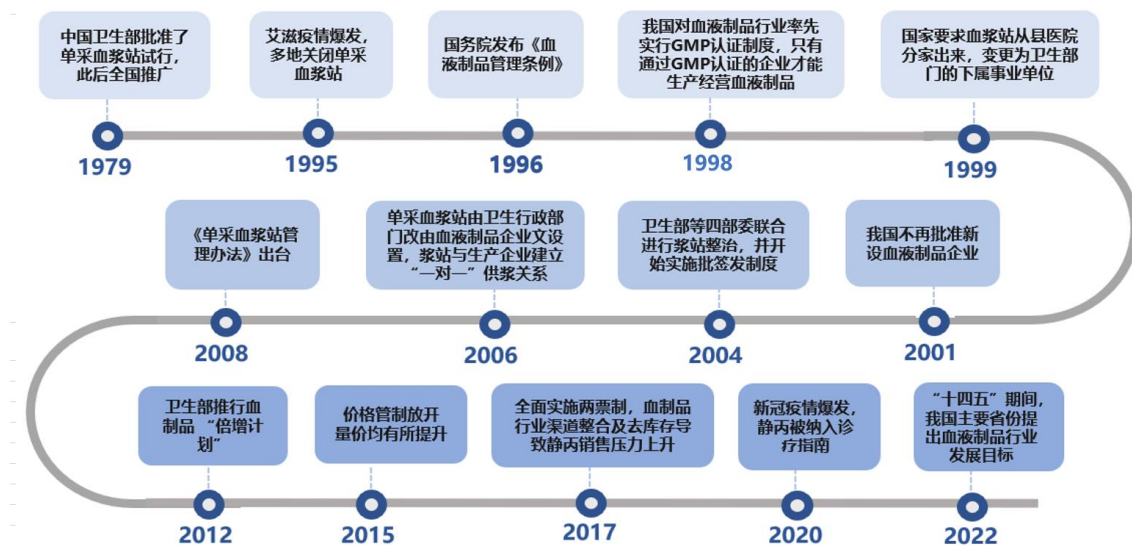
1996	1999	2002	2008	2015
Probifasa(Mexico)	Probifasa(Mexico)	Probifasa	Octapharma	Octapharma
DRK Springe(Germany)	DRK Springe	DRK Springe		
Kabi(Sweden)	Pharmacia&Upjohn			
Octapharma(Austria)	Octapharma(Austria)	Octapharma		
Centeon(France)	Octapharma(France)			
Centeon(Spain)	Aventis Behring(Spain)			
Centeon(Austria)	Aventis Behring(Austria)			
Centeon(Marburg, Germany)	Aventis Behring(Marburg)	ZLB Behring	CSL Behring	CSL Behring
Centeon/Armour(Kankakee)	Aventis Behring(Kankakee)			
ZLB Swiss Red Cross(Bern)	ZLB Swiss Red Cross(Bern)			
CSL Bioplasma(Australia)	CSL Bioplasma	CSL Bioplasma	CSL Bioplasma	
Biotest(Germany)	Biotest	Biotest		
	Nabi(Florida)	Nabi	Biotest	Bio test
Aima(Italy)	Baxter- Plasmittalia	Baxter	Baxter	Baxalta
Baxter - Hyland(US)	Baxter			
Immuno(Austria)	Baxter(Rochester)			
Sclavo(Italy)	Bayer Biological Products	Bayer Biological Products	Talecris	Grifols
Bayer Biological Products				
Vitex(Melville,US)	Vitex(Melville,US)	Precision Pharma		
Alpha Therapeutics	Alpha Therapeutics	Grifols	Grifols	
Grifols(Spain)	Grifols(Spain)			
Human(Hungary)	Human(Hungary)	Teva(Hungary)		
Farma Biagini	Marcucci Group	Kedrion	Kedrion	Kedrion
Istituto Sieroterapico Italiano				
Ortho Clinical Diagnostics Omrix	Ortho Clinical Diagnostics Omrix	Ortho Clinical Diagnostics Omrix	Ortho Clinical Diagnostics J&J(Ethicon)	J&J(Ethicon)

资料来源: MRB(世界血浆蛋白治疗协会 PPTA 旗下机构), 申万宏源研究

2.1.2 国内市场: 集中度逐步提升

我国血液制品生产始于上世纪 60 年代, 进入上世纪 90 年代, 随着我国市场经济的发展, 许多地方血站、各大军区下属血站及一些科研机构等单位也开始生产血液制品, 生产厂家总数达到 70 家左右。随着国家卫生部明令淘汰冻干人血浆的生产和禁止盐析法工艺的使用, 大部分小型生产厂家被淘汰。至 1998 年, 国家对血液制品行业率先实行 GMP 认证制度, 只有通过 GMP 认证的企业才能生产经营血液制品。自 2001 年起, 国家未再批准设立新的血液制品生产企业。截至目前, 正常经营的企业不足 30 家。

图 13: 中国血制品行业大事记



资料来源: 公司公告, 国家药监局, 申万宏源研究

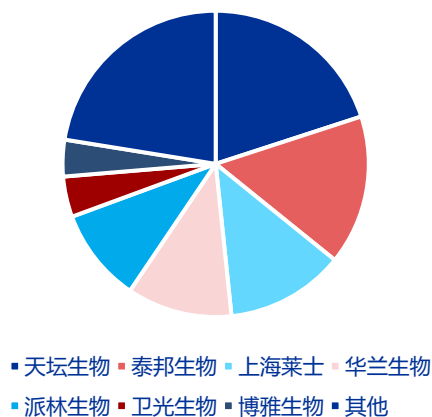
新冠疫情后对血制品需求有一定的拉动, 2022 年我国血液制品市场规模达 512 亿元, 同比增长 24%, 但对比欧美成熟市场仍有较大成长空间。近年来, 大型血液制品公司通过兼并、收购的方式, 使我国血液制品行业集中度得到大幅提升。目前已形成以天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物等大型血液制品公司为主的局面。由于政府在血液制品企业拓浆上设置了高门槛, 预计未来行业集中度将进一步提升, 形成强者更强的局面。

图 14: 我国血制品市场规模 (亿元)



资料来源: 智研咨询, 申万宏源研究

图 15: 我国血制品竞争格局 (按采浆量计算)



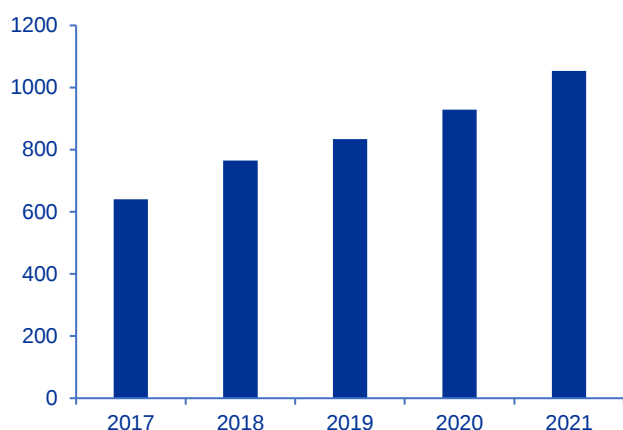
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.2 供给端: 海外采浆成熟, 国内“拓浆+挖潜”

2.2.1 海外供给情况

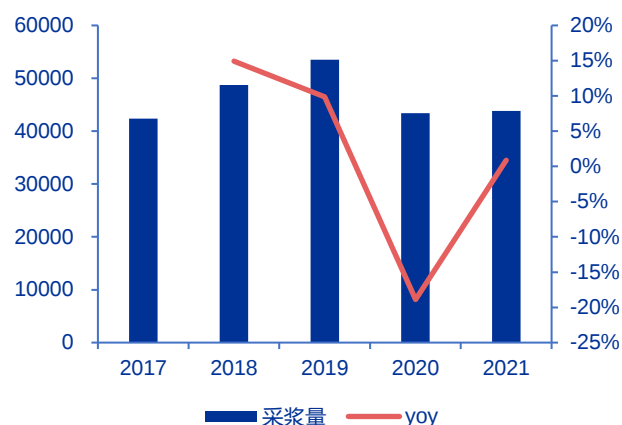
美国是世界上采浆量最大的国家, 根据血浆蛋白治疗协会 (PPTA) 的数据显示, 2021 年美国现存血浆采集中心约为 1054 家, 采浆量约为 43801 吨, 约占全球 70% 以上的市场份额。

图 16: 美国浆站数量 (家)



资料来源: PPTA (血浆蛋白治疗协会), 申万宏源研究

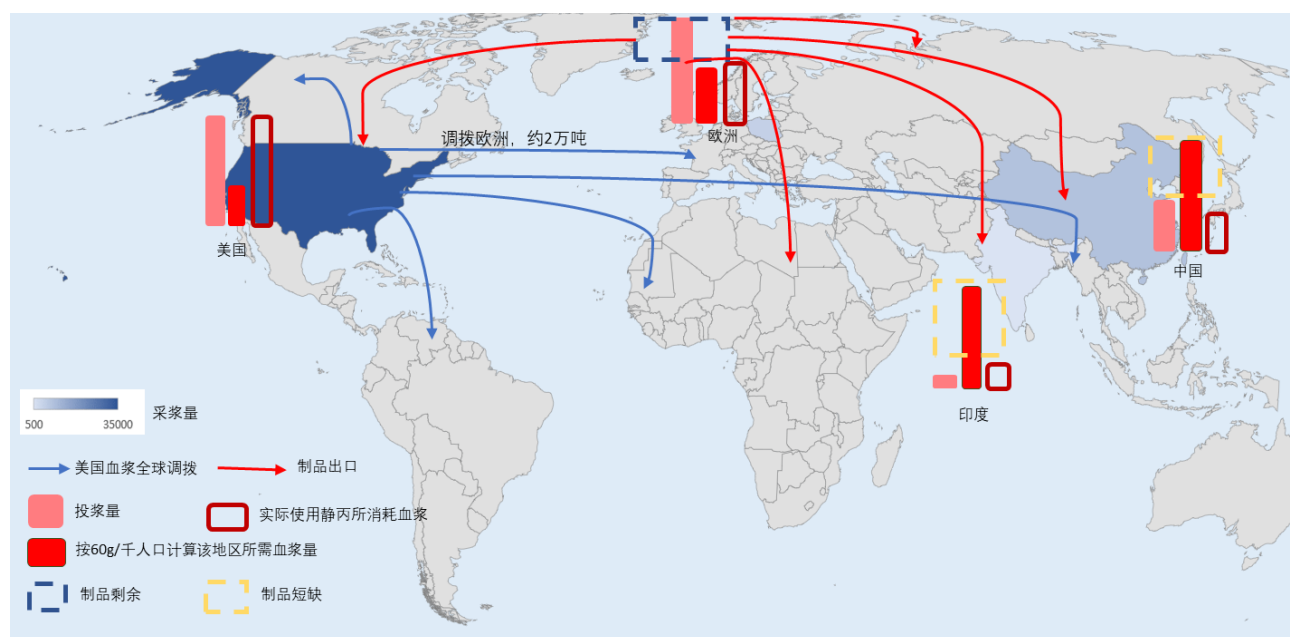
图 17: 美国采浆量 (吨)



资料来源: PPTA (血浆蛋白治疗协会), 申万宏源研究

国际血液制品企业多采取“美国采浆+欧洲投浆”的模式，美国约 60%的血浆用于出口，主要出口地是欧洲。美国是全球少数全血、血浆和血液制品都能完全自给自足的国家。

图 18: 一图看懂全球血制品行业和制品短缺现状



资料来源: 必应, PPTA (血浆蛋白治疗协会), 申万宏源研究

2.2.2 国内供给情况

对比美国来看，目前国内血浆量供应严重不足，存在较大缺口。《血液制品管理条例》中规定，我国的血液制品生产企业的血浆全部由单采血浆站提供，回收血浆不允许用于血液制品的生产。而在欧美发达国家，生产用血浆可以来源于无偿献血或临床回收血浆。同时我国的血浆采集管理较欧美国家也更为严格，美国捐赠指南 天之内两次捐赠，相隔两

天，每年最多 104 次捐赠；根据捐赠者的体重，捐赠量从 690 毫升到 880 毫升不等。而我国每月至多两次捐献，至少间隔 14 天，每年最多 24 次捐赠，并且捐赠量不得超过 580 毫升。因此我国人均供浆量显著低于欧美发达国家：**2021 年国内人均供浆量仅为 6.6L/千人（美国 131.5L/千人），仍有较大提升空间。**

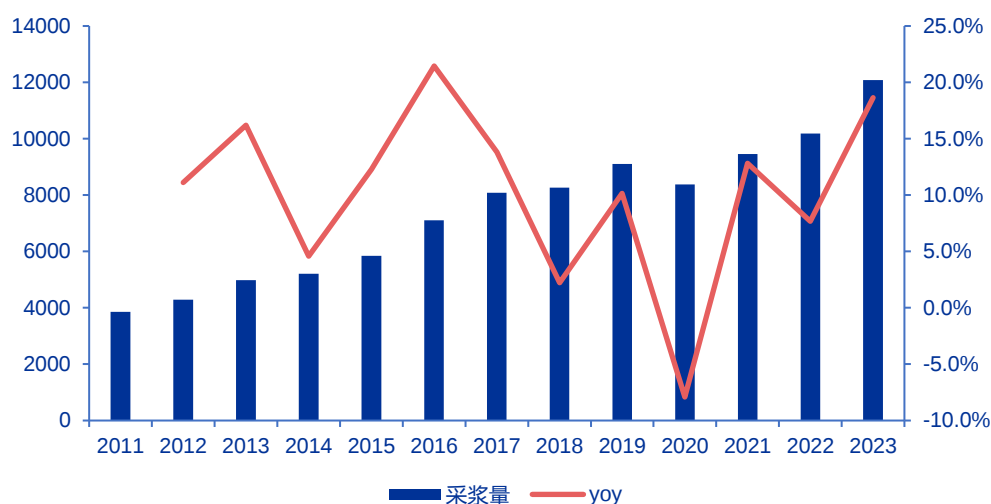
表 4：2021 年中美供浆情况对比

国家	美国	中国
人口（亿）	3.33	14.4
频次	≤2 次/周 最低间隔 72 小时	≤2 次/月 最低间隔 14 天
单次采集量（ml）	50-68kg, ≤690ml 69-79kg, ≤825ml > 79kg, ≤880ml	≤580ml
血浆供给水平（升/千人）	131.5	6.6
总采浆量（吨）	43801	9455
浆站数（个）	1041	287
单个浆站采浆量（吨）	42	33
回收血浆	可用于生产加工	不可用于生产加工

资料来源：PPTA（血浆蛋白治疗协会），申万宏源研究

此外，由于近两年新开浆站数量较少、行业政策收紧（广州将取消居住证献浆、献浆年龄段收窄）、新冠疫情等多重因素，2018 年至 2020 年国内采浆量增速有所放缓，2020 年国内血液制品全行业原料血浆采集量约为 8380 吨，较上年同期下降 7.9%。疫情后大量务工人员返乡，加之**血制品公司加强宣传推广，民众献浆意愿有所提升**，2021 年采浆量反弹至 9455 吨，较上年同期增长 12.8%；**随着新批浆站开始运营，采浆释放**，2023 年采浆量突破 12000 吨，同比增长 18.6%。

图 19：我国采浆量（吨）

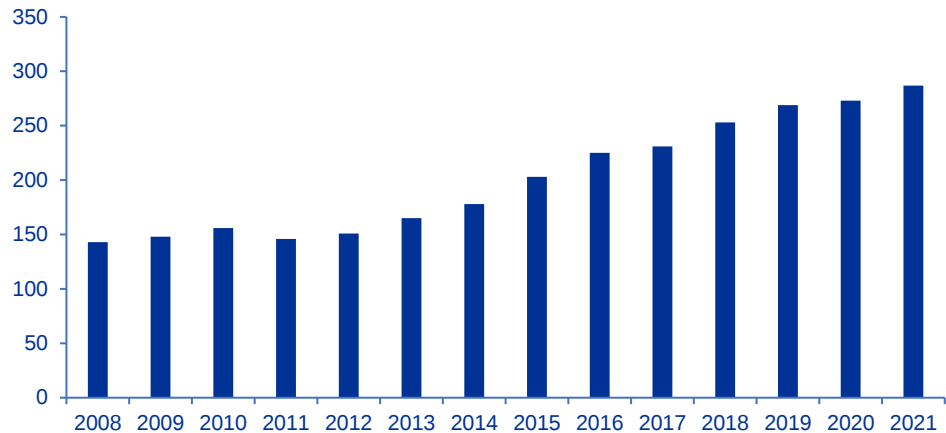


资料来源：火石创造，智研咨询，申万宏源研究

单采血浆站的开拓要求较高。新设单采血浆站对企业及所处地理条件都提出了较高要求。根据 2008 年卫生部颁布的《单采血浆站管理办法》，规定申请设置新的单采血浆站，血液制品生产单位注册的血液制品不得少于 6 个品种，承担国家计划免疫任务的血液制品

生产单位不得少于 5 个品种,且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品。根据要求,具有开设新浆站资质的仅有天坛生物、上海莱士、华兰生物等 9 家。截止 2021 年我国单采血浆站 287 家。

图 20: 我国浆站数 (家)



资料来源: 前瞻产业研究院, 申万宏源研究

十四五期间各省对新批浆站的限制有所放松。2021 年 10 月云南省卫健委发布单采浆站规划, 拟在全省新设浆站 19 个。2022 年 12 月内蒙古自治区发布浆站设置规划, 拟在全区规划设置不超过 6 个单采血浆站。还有河南省规划 7 家单采血浆站、吉林省规划 2 家单采血浆站等。部分省市浆站限制的放松有利于血制品企业浆站的开拓。

表 5: 十四五期间部分省市浆站设置规划

省份	时间	文件名称	主要内容
内蒙古	2022/12/17	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划(2022-2025 年)》	2022-2025 年全区规划设置不超过 6 个单采血浆站
吉林	2022/5/11	《吉林省单采血浆站设置试点工作方案》	在长春市辖区内设置 2 家单采血浆站作为试点
辽宁	2022/1/29	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	全省单采血浆站设置原则上不超过 1 家
河南	2022/1/21	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	十四五期间规划 7 家单采血浆站, 加大单采血浆站监督管理力度, 杜绝非法采供血现象发生
云南	2021/10/14	《云南省单采血浆站设置规划(2021-2023 年)》	全省共设置单采血浆站 19 个(含 2 个试点单采血浆站), 其中昆明 4 个、曲靖 3 个、昭通 4 个、楚雄 2 个、保山 2 个、普洱 2 个、临沧 2 个

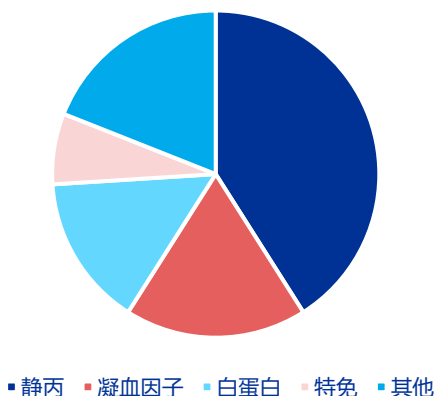
资料来源: 各省卫健委官网, 申万宏源研究

未来随着浆站数量的增加以及单采浆站采浆量的提升, 我国采浆量提升空间巨大。

2.3 需求端：海外静丙为主，国内产品结构逐步优化

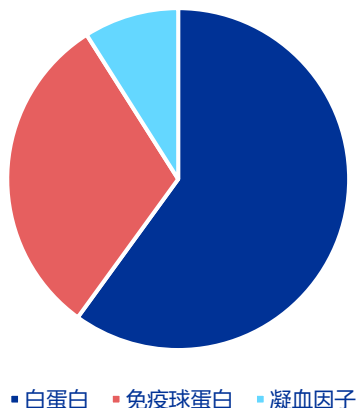
根据 MRB（世界血浆蛋白治疗协会 PPTA 旗下机构）数据，2016 年全球血制品消费以静丙为主（占比达 41%），凝血因子占 18%、白蛋白占 15%，而 2023 年国内血制品消费白蛋白占 60%、免疫球蛋白占 31%、凝血因子仅占 9%。

图 21：2016 年全球血制品产品结构



资料来源：MRB（世界血浆蛋白治疗协会 PPTA 旗下机构），申万宏源研究

图 22：2023 年我国血制品产品结构



资料来源：IQVA(艾昆纬)，申万宏源研究

从人均消耗量来看，欧美发达国家的免疫球蛋白和凝血酶亚类因子产品的平均消耗量远高于中国，我国白蛋白的平均消耗量是美国的 1/3，免疫球蛋白的人均用量是美国的 1/15，凝血因子类的人均用量仅为美国的 1/17。未来随着我国医疗水平和人均可支配收入的提高，免疫球蛋白和凝血因子类产品将成为行业未来增长的主要驱动力。

表 6：中外血液制品消费量对比

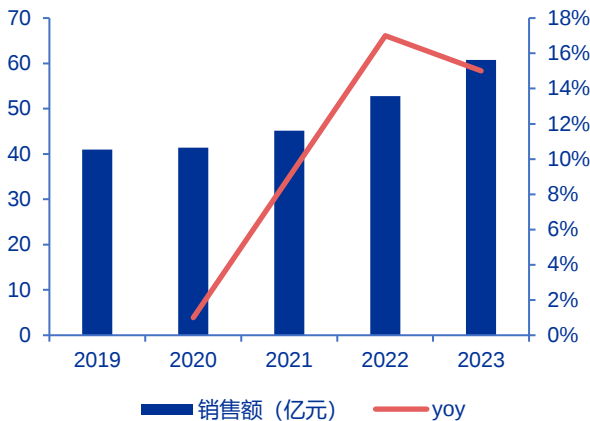
品种	中国	美国
白蛋白	100.2g/千人	500.8g/千人
静丙	17g/千人	200.4g/千人
凝血VIII因子	0.11IU/人	1.91IU/人

资料来源：中国医疗网，前瞻产业研究院，申万宏源研究

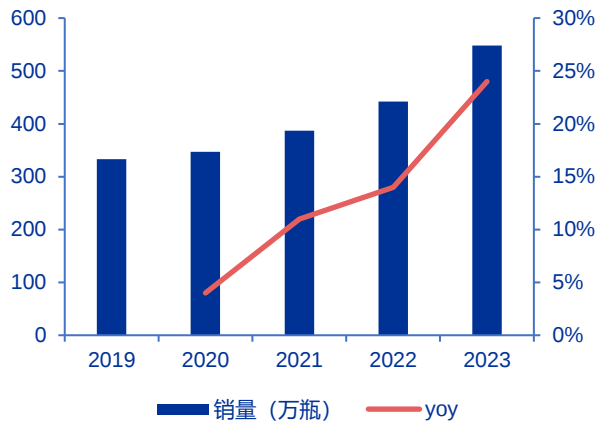
新冠催化需求，静丙认知大幅提升。自 2020 年新冠疫情以来，多个诊疗方案均指出静注人免疫球蛋白可用于治疗新冠重症患者，在一定程度上反映了静丙的临床应用价值。随着临床医生、患者对静丙认知的提升，终端需求快速释放，根据 IQVA 数据，2023 年人免疫球蛋白（主要为静丙）医院销售量 548 万瓶，同比增长 24%。

图 23：2019-2023 年人免疫球蛋白医院销售额

图 24：2019-2023 年人免疫球蛋白医院销售量



资料来源：MRB（世界血浆蛋白治疗协会 PPTA 旗下机构），申万宏源研究



资料来源：IQVA(艾昆纬)，申万宏源研究

国内适应症有限，有望加强开拓。目前 FDA 已批准了静丙 9 大类适应症，涉及免疫缺陷疾病、血液疾病、神经系统疾病等；我国批准适应症主要集中在免疫疾病和抗感染领域，适用范围有限。随着血制品厂家对静丙开发的重视度提升，以及医患教育的加强，静丙临床应用有望进一步扩展，未来需求有望持续提升。

表 7：中美获批静丙适应症情况

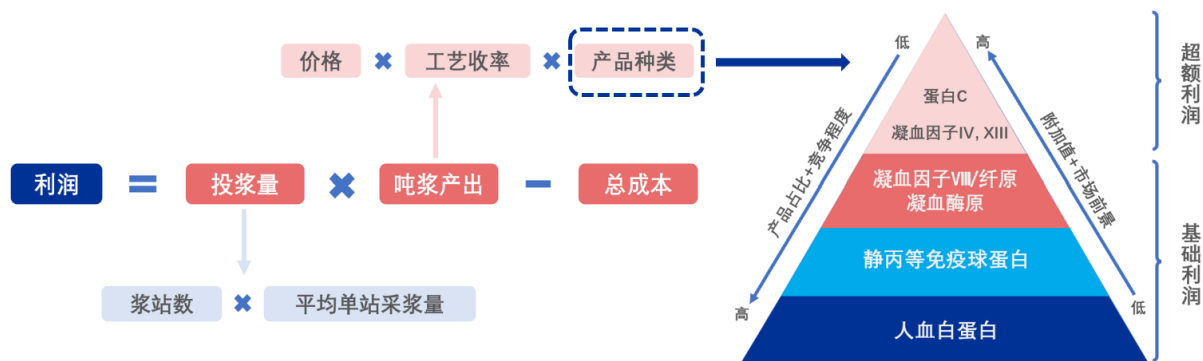
中国获批适应症	美国获批适应症
原发性免疫球蛋白缺乏症	原发性免疫缺陷（PID）
自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜，川崎病等	免疫性血小板减少性紫癜（ITP）
继发性免疫球蛋白 G 缺陷病，如重症感染，新生儿败血症，婴幼儿毛细支气管炎等	川崎病
	预防肺炎、急性移植抗宿主病及骨髓移植后感染
	B 细胞慢性淋巴细胞白血病（B cell CLL）
	慢性炎症脱髓鞘性多发性神经病（CIDP）
	多灶性运动神经病（MMN）
	减少艾滋病感染儿童的严重细菌感染
	孕妇风疹-暴露后预防

资料来源：产品说明书，医药魔方，申万宏源研究

3. 资源开拓+产出提升，助公司成长之势

血制品公司利润主要由投浆量、吨浆产出和成本构成。其中投浆量一般与采浆量相匹配（正常情况下投浆量为当年采浆量 90%以上），而采浆量又可拆分为浆站数和单站采浆量。吨浆产出可拆分为产品种类（产品线越丰富，从同一份血浆种提取的血制品种类越多，毛利率越高）、收率（即工艺水平）以及产品单价（主要受到行业外部因素，公司可操作空间不大，但也与产品质量口碑相关）。总成本由血浆采集成本、生产材料和人工、公司销售管理费用等构成（各血制品企业成本差异不大）。因此，**采浆资源和吨浆产出为主要影响因素。**

图 25：血制品企业投资框架



资料来源：申万宏源研究

3.1 采浆资源：存量挖潜，外延开拓

公司浆站资源丰富，单站产出仍有挖潜空间。上海莱士 2023 年采浆量突破 1500 吨，采浆量仅次于天坛生物和泰邦生物。公司及其下属子公司共拥有单采血浆站 44 家，浆站数国内领先，同时公司产品种类丰富，具备新浆站申请资格且跨多省经营，为公司新浆站拓展提供更大的可能性。从单站采浆量来看，公司 2023 年平均单浆站的采浆量为 39 吨，目前仍落后于山东泰邦、卫光生物和华兰生物，单浆站产出尚有较大提升挖掘空间。

表 8：血制品公司采浆能力对比

上市公司	2022 年采/投浆量 (吨)	2023 年采/投浆量 (吨)	2023 年浆站数量 (个)	2023 年在营浆站数量 (个)	单站采浆能力 (吨/个)
天坛生物	2035	2415	102	79	31
泰邦生物	1524	1910	26	23	83
上海莱士	1423	1515	44	39	39
华兰生物	1120	1342	32	30	45
派林生物	1000+	1200+	38	34	35
卫光生物	467	517	9	9	57
博雅生物	439	467	16	14	33

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：单站采浆能力=2023 年采投浆量/在营浆站数量；派林生物以 1200 吨浆计算。

收购广西冠峰，开拓浆站新区域版图。2023 年 11 月公司公告收购广西冠峰 95% 股权（更名“广西莱士”），核心资产包括一家位于广西壮族自治区南宁市的具有人血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、人免疫球蛋白三个产品品种、年产能为 200 吨血浆的血液制品生产企业，以及两个已经建成的单采血浆站（永福冠峰单采血浆有限公司、忻城冠峰单采血浆有限公司）。收购广西莱士有利于公司开拓广西地区的采浆资源，根据公司最新调研公告，目前公司正在推进广西莱士及其下属浆站的复工复产工作，未来随着企业及浆站的复工，公司采浆量有望迈入新台阶。

3.2 吨浆产出：产品丰富，持续补足

公司产品品类丰富。公司拥有 12 个产品批文，其中 11 个产品在产，包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人凝血 VIII 因子、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原，外用冻干纤维蛋白粘合剂、乙型肝炎人免疫球蛋白等品种。

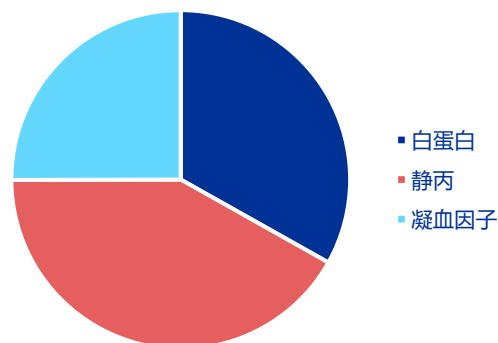
表 9：血制品公司现有产品批文对比

名称	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	卫光生物	博雅生物
人血白蛋白	√	√	√	√	√	√
冻干人血白蛋白	√					
静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
冻干静注人免疫球蛋白	√	√		√	√	√
人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
静注乙型肝炎人免疫球蛋白				√		
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白	√					
狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
破伤风人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	
组织胺人免疫球蛋白	√				√	
人凝血因子Ⅷ	√	√	√	√	√	√
人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√
人纤维蛋白粘合剂		√	√			
人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	√
冻干人凝血酶	√	√	√			
批文合计	14	12	11	11	11	9

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2023 年公司自产人血白蛋白、静丙和凝血因子类收入分别为 14.31、18.05 和 10.81 亿元，相比产品种类较少的小型血制品公司（普遍依赖于人血白蛋白和静丙），上海莱士收入结构较为均衡。

图 26：2023 年上海莱士自产血制品收入拆分（亿元）



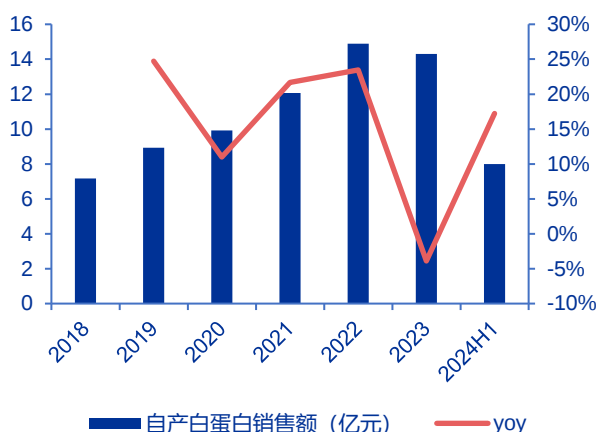
资料来源：wind，申万宏源研究

3.2.1 人血白蛋白：自产+代理，发挥差异化优势

公司充分发挥下属自有及代理人血白蛋白产品的多品牌、多品规的差异化优势。随着人口老龄化的加剧，人血白蛋白需求持续释放，2024 年上半年公司自产白蛋白销售额 8 亿元，同比增长 17.21%，代理白蛋白销售额 19.55 亿元，同比增长 18.87%。

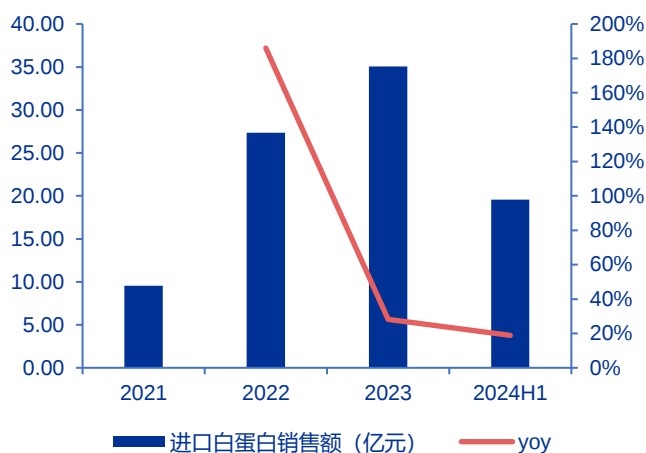
2023 年底公司发布的《关于股东权益变动暨公司控制权拟发生变更的提示性公告》中写明：基立福应签署一份白蛋白独家代理协议修订协议，将现有白蛋白独家代理协议的期限修改为十年，自交割日起生效，并授予上海莱士对该协议再次续延十年的权利。基立福承诺，自 2024 年至 2028 年期间，保证向上海莱士供应白蛋白的年度最低供应量、并按照不高于基立福过往收取的价格以及届时的市场上具有竞争力的价格向上海莱士供应白蛋白；对于 2028 年后的五年期间，在 2028 年底前的六个月内与买方善意协商白蛋白的年度最低供应量，但不应低于 2028 年的最低供应量。双方约定的修订协议有望进一步加强公司白蛋白代理业务未来持续贡献的确定性。

图 27：2018-2024H1 自产白蛋白销售额



资料来源：wind，申万宏源研究

图 28：2021-2024H1 进口白蛋白销售额



资料来源：wind，申万宏源研究

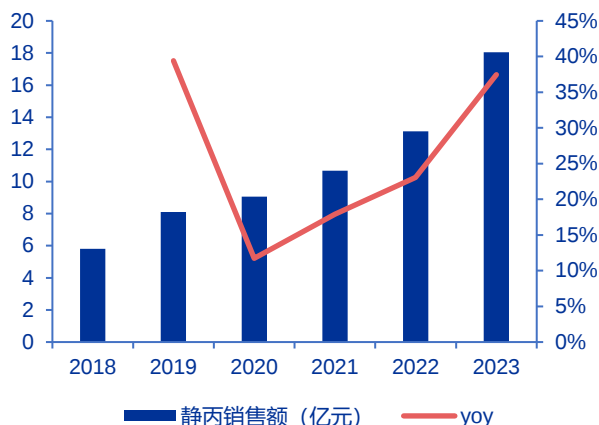
3.2.2 静丙：构筑品牌优势，持续提升市场占有率

公司自建立之初在产品生产质控方面严格执行国际标准，迄今为止无一例污染报告，产品纯度较高，所以在终端患者和临床医生认可度较好，上海莱士目前已构筑一定的品牌优势，其产品价格高于竞争对手，且受到终端消费者认可。

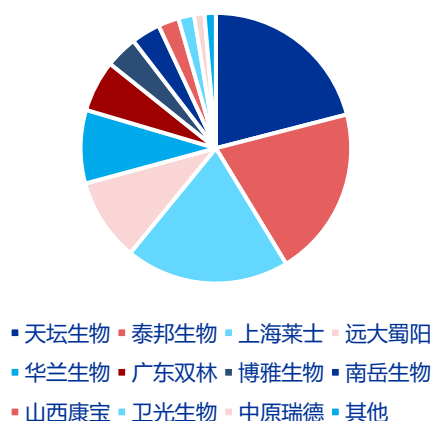
2018-2023 年公司静丙销售快速放量，五年复合增速高达 25.45%，目前在院端的市场占有率仅次于天坛生物和泰邦生物，随着公司推广工作的持续开展，我们认为其市场占有率有望进一步提升。

图 29：2018-2023 年公司静丙销售额

图 30：2023 年样本医院静丙销售格局



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: wind, 申万宏源研究

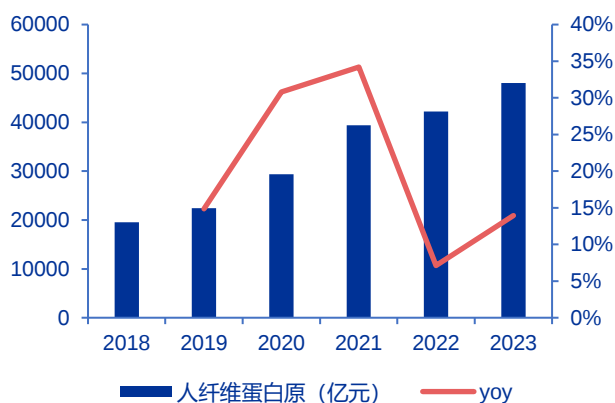
3.2.3 凝血因子：前瞻性布局，独家产品差异化竞争

公司生产的人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、冻干人凝血酶、冻干人纤维蛋白原均为国内首家取得生产文号并上市的产品。由于凝血因子类产品毛利率较高，公司也在重点推进人纤维蛋白原及人纤维蛋白粘合剂等产品的销售和放量。

根据米内网数据统计人纤维蛋白原在样本医院的销售额，2023 年人纤维蛋白原在样本医院销售同比增长 6%，公司同比增长达到 14%，远高于行业水平。2023 年公司在人纤维蛋白原的市场占有率在 34%，仅次于博雅生物，随着公司推广销售工作的优化，我们预计公司该产品能维持高于行业的增长。

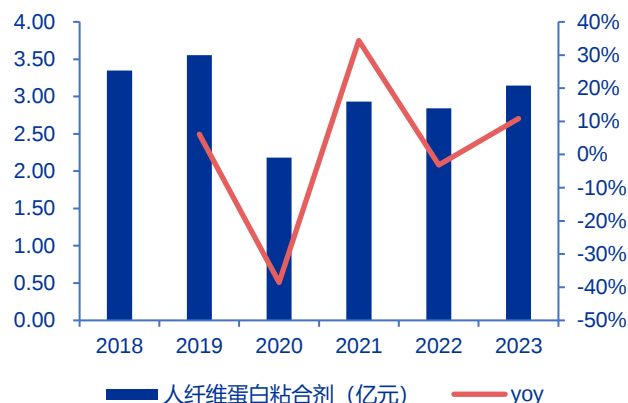
公司于 2003 年获准生产冻干人纤维蛋白粘合剂，是目前国内在售的独家产品，主要用于局部止血，辅助用于处理烧伤创面、普通外科腹部切口、肝脏手术创面和血管外科手术创面的渗血。使用方法简便易行，可涂抹、喷雾，3-5 秒即能起到止血作用，具有良好的组织相容性，并在 1-2 周时间内被机体逐渐吸收，在神经外科、心胸外科等科室均有较大应用价值。2023 年在样本医院销售额为 3.15 亿元，同比增长 11%。

图 31：2018-2023 年公司人纤维蛋白原样本医院销售额



资料来源: 米内网, 申万宏源研究

图 32：2018-2023 年公司人纤维蛋白粘合剂样本医院销售额



资料来源: 米内网, 申万宏源研究

3.2.4 在研管线持续推进，全面布局提升产出

公司不断补齐各子公司产品线，并加强新产品的研发，目前正在重点开发 SR604 注射液，一种人源化高亲和力结合人活化蛋白 C，特异性抑制人活化蛋白 C 抗凝血功能的单克隆抗体制剂，拟用于血友病及先天性凝血因子Ⅶ缺乏症患者出血的预防治疗。目前国内外血友病常规预防治疗是每周 2-3 次静脉注射血源或重组凝血因子，SR604 拟开展每 4 周一次的皮下注射预防治疗，SR604 注射液已于 2024 年 3 月成功获得临床批件，目前已进入临床 I 期的病人入组阶段。

随着在研产品逐步上市，子公司产品线不断完善，公司的吨浆收入和利润有望进一步提升。

表 10：公司在研项目

公司	主要研发项目名称	项目进展
上海莱士	10%静注人免疫球蛋白	临床前
	活化凝血酶原复合物	临床前
	肌注乙肝人免疫球蛋白	临床前
	SR604 注射液（活化蛋白 C 单抗）	临床 I 期
同路生物	人纤维蛋白原	临床Ⅲ期
	10%静注人免疫球蛋白（pH4）	临床前
	冻干人纤维蛋白粘合剂	临床前
	血管性血友病因子	临床前
浙江海康	破伤风人免疫球蛋白	临床前
	凝血因子产品	临床前
郑州莱士	破伤风人免疫球蛋白	临床前
	狂犬病人免疫球蛋白	临床前
	人纤维蛋白原	临床前
	人凝血因子Ⅷ	临床前
	人凝血酶原复合物	临床前
广西莱士	人凝血酶	临床前
	肌注乙肝人免疫球蛋白	临床前
	肌注狂犬病人免疫球蛋白	临床前
	肌注破伤风人免疫球蛋白	临床前

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

公司目前主营产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（静丙）及其他血制品。我们在以下关键假设点下对公司进行 2024-2026 年的盈利预测：

1) 人血白蛋白：目前白蛋白处于供需平衡阶段，我们预计未来三年公司自产白蛋白维持 5%的稳定增长；公司或与基立福签订长期合同，我们预计代理白蛋白未来三年将维持 10%的增长。自产及代理白蛋白毛利率均维持稳定。

2) 静丙：疫情后静丙处于供需紧平衡状态，目前价格仍维持高位，我们预计 2024-2026 年静丙增速在 12%/15%/10%，毛利率抬升后维持稳定。

3) 凝血因子及其他：随着公司凝血因子类产品线的不断补充，以及销售推广工作的加强，我们认为凝血因子及其他产品的增长有望提速，预计 2024-2026 年增速在 12%/15%/20%。但由于部分省市集采对价格的影响，毛利率逐年略有下滑。

表 11：公司盈利预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6567	7964	8690	9640	10659
yoy	53.2%	21.3%	9.1%	10.9%	10.6%
毛利率	44.2%	40.8%	41.1%	41.4%	41.8%
自产血制品	3771	4317	4735	5295	5885
人血白蛋白收入	1490	1431	1502	1577	1656
yoy	23.5%	-3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
人血白蛋白毛利率	41.3%	44.1%	44.0%	44.0%	44.0%
静丙收入	1313	1805	2022	2325	2558
yoy	23.1%	37.5%	12.0%	15.0%	10.0%
静丙毛利率	57.9%	56.6%	59.0%	59.0%	59.0%
凝血因子及其他收入	968	1081	1211	1392	1671
yoy	-8.3%	11.7%	12.0%	15.0%	20.0%
凝血因子及其他毛利率	85.2%	83.6%	83.0%	82.0%	81.0%
代理血制品（白蛋白）	2734	3504	3855	4240	4664
yoy	23.0%	37.0%	10.0%	10.0%	10.0%
代理毛利率	25.1%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%
其他	62	143	100	105	110
其他毛利率	19.4%	27.8%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：wind，申万宏源研究

根据以上假设，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 86.90/96.40/106.59 亿元，同比增长 9.1%/10.9%/10.6%；归母净利润分别为 23.30/26.14/29.16 亿元，同比增长 30.9%/12.2%/11.6%。

4.2 估值

根据公司所属板块，我们选取天坛生物、华兰生物、派林生物等 5 家血制品上市公司作为可比公司，可比公司 2024 年对应的平均 PE 为 23 倍，上海莱士浆站数量、采浆量、产品批文数均位列我国血制品行业第一梯队，海尔集团入主后改变了公司此前无实控人的状态，有望给公司成长带来新赋能，我们给予上海莱士行业平均 23 倍 PE，对应 2024 年

目标市值 538 亿元，较当前市值有 23%上行空间，因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 12：可比公司估值情况

公司代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE			
		2024/9/20	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600161.SH	天坛生物	407	11.10	13.64	16.43	19.60	37	30	25	21	
000403.SZ	派林生物	153	6.12	7.80	9.32	10.74	25	20	16	14	
002007.SZ	华兰生物	259	14.82	15.43	18.06	20.88	17	17	14	12	
002880.SZ	卫光生物	54	2.19	2.47	2.86	3.37	25	22	19	16	
300294.SZ	博雅生物	154	2.37	5.59	6.18	6.95	65	28	25	22	
	平均						34	23	20	17	
002252.SZ	上海莱士	437	17.79	23.30	26.14	29.16	25	19	17	15	

资料来源：wind，申万宏源研究

注：可比公司 2024-2026 年归母净利润为 wind 一致性评价

5. 风险提示

1、新浆站建设进度及采浆量不及预期。新批浆站从建设到运营存在一定周期，广西莱士旗下两个浆站仍未正式开采，浆站建设完成后采浆规模的拓展也存在爬坡过程，因此若新浆站建设进度不及预期将影响公司后续的采浆以及业绩的释放。

2、商誉减值风险。截至 2024 年半年报，公司合并资产负债表中此前控股的郑州莱士、同路生物以及浙江海康形成的商誉账面价值约 50.7 亿元，若相关公司未来经营不善，可能存在商誉减值风险。

3、在研产品上市进度及市场推广不及预期。公司目前有多款产品处于临床及报产阶段，存在临床试验失败以及报产失败风险；新产品上市后需要学术推广，存在销售不及预期的风险。

财务摘要

合并损益表

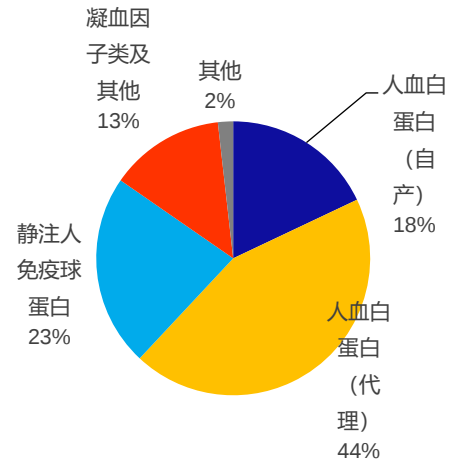
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,567	7,964	8,690	9,640	10,659
营业收入	6,567	7,964	8,690	9,640	10,659
人血白蛋白（自产）	1,490	1,431	1,502	1,577	1,656
人血白蛋白（代理）	2,734	3,504	3,855	4,240	4,664
静注人免疫球蛋白	1,313	1,805	2,022	2,325	2,558
凝血因子类及其他	968	1,081	1,211	1,392	1,671
其他	62	143	100	105	110
营业总成本	4,511	5,548	6,128	6,777	7,455
营业成本	3,667	4,715	5,102	5,648	6,206
人血白蛋白（自产）	874	800	841	883	928
人血白蛋白（代理）	2,047	2,851	3,161	3,477	3,825
静注人免疫球蛋白	553	783	829	953	1,049
凝血因子类及其他	143	177	206	251	317
其他	50	103	65	84	88
税金及附加	33	38	41	46	50
销售费用	373	334	382	415	458
管理费用	333	379	414	459	507
研发费用	146	174	190	210	233
财务费用	-41	-92	0	0	0
其他收益	16	22	22	20	22
投资收益	412	-154	300	340	360
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	18	-40	0	0	0
信用减值损失	-16	5	-39	-49	-58
资产减值损失	-208	-24	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,279	2,225	2,845	3,174	3,528
营业外收支	-5	-21	2	2	2
利润总额	2,274	2,204	2,847	3,176	3,531
所得税	401	427	525	569	621
净利润	1,873	1,777	2,323	2,607	2,910
少数股东损益	-7	-2	-7	-7	-7
归母净利润	1,880	1,779	2,330	2,614	2,916

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

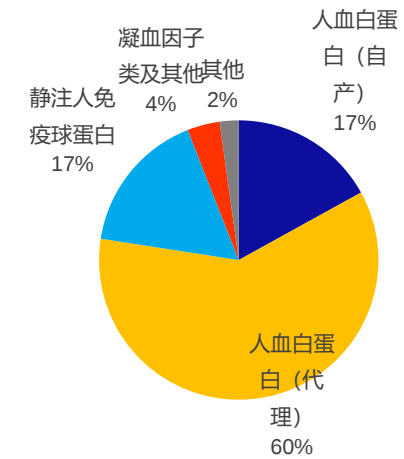
合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,873	1,777	2,323	2,607	2,910
加：折旧摊销减值	414	188	183	226	290
财务费用	-98	-107	0	0	0
非经营损失	-411	197	-300	-340	-360
营运资本变动	-59	195	-1,481	-529	-829
其它	24	22	-203	0	0
经营活动现金流	1,726	2,278	522	1,963	2,011
资本开支	223	448	345	642	772
其它投资现金流	-907	-222	207	247	267
投资活动现金流	-1,130	-671	-138	-395	-505
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	189	202	356	466	523
其它融资现金流	-5	-932	-55	0	0
融资活动现金流	-193	-1,134	-411	-466	-523
净现金流	-	-	-	-	-

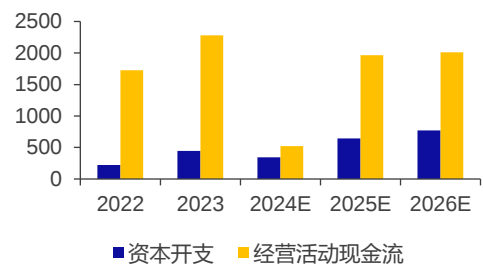
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,473	8,675	10,207	11,971	13,912
现金及等价物	4,215	4,198	4,131	5,193	6,136
应收款项	963	810	1,072	1,835	2,376
存货净额	3,269	3,667	5,004	4,944	5,400
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	26	0	0	0	0
长期投资	14,933	15,064	15,197	15,331	15,464
固定资产	1,277	1,450	1,651	2,116	2,655
无形资产及其他资产	5,774	6,739	6,739	6,739	6,739
资产总计	30,458	31,928	33,794	36,157	38,771
流动负债	1,625	2,245	2,198	2,420	2,647
短期借款	2	0	0	0	0
应付款项	1,388	1,917	2,074	2,296	2,523
其它流动负债	235	327	124	124	124
非流动负债	20	34	34	34	34
负债合计	1,645	2,279	2,232	2,454	2,681
股本	6,741	6,645	6,638	6,638	6,638
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	14,560	13,622	13,575	13,575	13,575
其他综合收益	-16	256	256	256	256
盈余公积	706	792	904	1,030	1,171
未分配利润	6,828	8,319	10,180	12,202	14,455
少数股东权益	-5	16	9	2	-5
股东权益	28,813	29,650	31,562	33,703	36,089
负债和股东权益合计	30,458	31,928	33,794	36,157	38,771

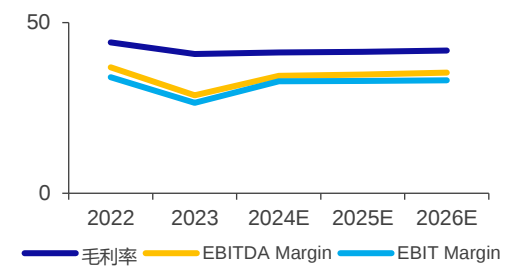
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

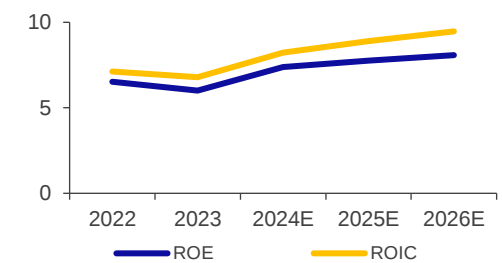
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.27	0.35	0.39	0.44
每股经营现金流	0.26	0.34	0.08	0.30	0.30
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.07	0.08
每股净资产	4.34	4.46	4.75	5.08	5.44
关键运营指标(%)					
ROIC	7.1	6.8	8.2	8.9	9.5
ROE	6.5	6.0	7.4	7.8	8.1
毛利率	44.2	40.8	41.3	41.4	41.8
EBITDA Margin	36.9	28.7	34.4	34.8	35.3
EBIT Margin	34.0	26.5	32.8	32.9	33.1
营业总收入同比增长	53.2	21.3	9.1	10.9	10.6
归母净利润同比增长	45.2	-5.4	30.9	12.2	11.6
资产负债率	5.4	7.1	6.6	6.8	6.9
净资产周转率	0.23	0.27	0.28	0.29	0.30
总资产周转率	0.22	0.25	0.26	0.27	0.27
有效税率	21.5	18.1	20.6	20.1	19.6
股息率	0.0	0.0	0.8	1.1	1.2
估值指标(倍)					
P/E	23.2	24.6	18.8	16.7	15.0
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/Sale	6.7	5.5	5.0	4.5	4.1
EV/EBITDA	18.0	19.2	14.6	13.0	11.6
股本	6,741	6,645	6,638	6,638	6,638

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

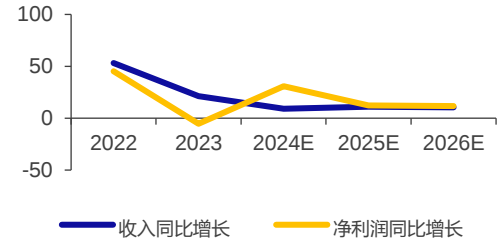
经营利润率(%)



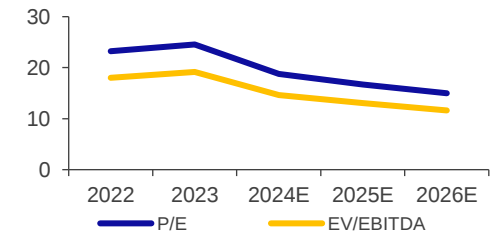
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。