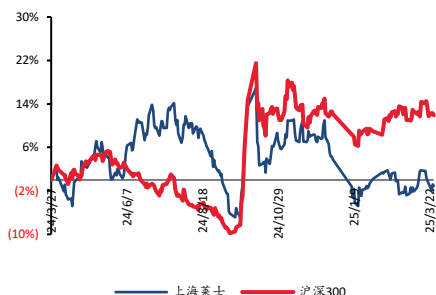


上海莱士点评报告：收购南岳生物，“拓浆”战略逐步兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 66.38/66.34
总市值/流通(亿元) 456.69/456.45
12 个月内最高/最低价 (元) 8.68/6.42

相关研究报告

《以血制品行业盈利模型，窥其投资价值几何》——2024-12-02

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：17717408201

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：3月26日晚，公司发布关于收购南岳生物制药有限公司股权暨签署《股权转让协议》的公告：公司拟以42亿元现金收购南岳生物100%股权，此外，若南岳生物2025年度采浆量达到305吨，则公司应另付其实控人或有对价5,000万元。

南岳生物浆站发展较为成熟，拥有高浓度静丙在研

南岳生物是湖南省唯一拥有GMP证照的血液制品生产企业，其生产基地的设计产能达500吨，目前旗下在运营的单采血浆站共9家，2024年采浆量达278吨，平均单站采浆超30吨。2023年和2024年1-9月，南岳生物分别实现营业收入6.57亿元和4.47亿元，实现净利润9,635万元和7,218万元。此外，南岳生物拥有的高浓度（10%）静注人免疫球蛋白等4项在研产品管线与公司现有优势资源形成协同与互补。

海尔入主赋能公司发展，“拓浆”战略逐步兑现

海尔集团于2024年6月入主公司，宣布公司成为其大健康产业“盈康一生”成员，并支持公司推进“拓浆”和“脱浆”齐步走战略。本次收购南岳生物是推进“拓浆”战略的重要举措。根据公司2023年采浆量1500余吨测算，本次收购完成后预计整体采浆量将获得18%以上的增长。同时，公司将拥有湖南省内17家单采血浆站（含2家分站）中的12家（含1家分站），且南岳生物的销售网络和品牌影响力也将助力公司进一步提升市场竞争力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2024-2026年营业收入分别为85.98亿/103.01亿/114.52亿元，同比增速分别为8%/20%/11%；归母净利润分别为22.88亿/28.29亿/31.41亿元；分别增长29%/24%/11%；EPS分别为0.34/0.43/0.47，按照2025年3月26日收盘价对应2025年16倍PE。给予“增持”评级。

风险提示：采浆量增长不及预期的风险，重组白蛋白未来对来源白蛋白市场的冲击风险，血制品降价风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,964	8,598	10,301	11,452
营业收入增长率(%)	21.27%	7.96%	19.81%	11.17%
归母净利（百万元）	1,779	2,288	2,829	3,141
净利润增长率(%)	-5.35%	28.57%	23.66%	11.03%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.34	0.43	0.47
市盈率（PE）	29.63	19.96	16.14	14.54

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,977	4,001	4,124	3,534	5,693
应收和预付款项	748	607	933	945	871
存货	3,269	3,667	3,915	4,568	4,958
其他流动资产	479	400	276	337	381
流动资产合计	8,473	8,675	9,248	9,384	11,904
长期股权投资	14,930	15,064	15,164	15,264	15,364
投资性房地产	6	7	27	27	27
固定资产	1,202	1,316	1,594	2,688	2,744
在建工程	74	134	163	179	195
无形资产开发支出	175	234	455	473	489
长期待摊费用	26	21	26	31	36
其他非流动资产	14,044	15,153	16,007	19,344	21,865
资产总计	30,458	31,928	33,436	38,006	40,720
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	1,138	1,651	1,409	1,765	2,051
长期借款	0	0	0	1,652	1,233
其他负债	507	628	604	705	818
负债合计	1,645	2,279	2,013	4,122	4,102
股本	6,741	6,645	6,638	6,638	6,638
资本公积	14,560	13,805	13,750	13,750	13,750
留存收益	7,533	9,110	11,099	13,560	16,293
归母公司股东权益	28,819	29,634	31,406	33,868	36,601
少数股东权益	-5	16	17	16	17
股东权益合计	28,813	29,650	31,423	33,883	36,618
负债和股东权益	30,458	31,928	33,436	38,006	40,720

现金流量表（百万）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,726	2,278	1,303	2,526	3,159
投资性现金流	-1,130	-671	-660	-4,367	-114
融资性现金流	-193	-1,134	-518	1,251	-885
现金增加额	414	470	123	-590	2,159

利润表（百万）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,567	7,964	8,598	10,301	11,452
营业成本	3,667	4,715	5,072	6,052	6,711
营业税金及附加	33	38	43	52	57
销售费用	373	334	353	412	452
管理费用	333	379	430	520	567
财务费用	-41	-92	-60	-29	5
资产减值损失	-208	-24	-30	-25	-20
投资收益	412	-154	430	515	573
公允价值变动	18	-40	0	-10	-15
营业利润	2,279	2,225	2,890	3,479	3,863
其他非经营损益	-5	-21	-98	-30	-30
利润总额	2,274	2,204	2,792	3,449	3,833
所得税	401	427	502	621	690
净利润	1,873	1,777	2,289	2,828	3,143
少数股东损益	-7	-2	1	-1	2
归母股东净利润	1,880	1,779	2,288	2,829	3,141

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	44.16%	40.79%	41.01%	41.25%	41.40%
销售净利率	28.63%	22.34%	26.61%	27.47%	27.43%
销售收入增长率	53.16%	21.27%	7.96%	19.81%	11.17%
EBIT 增长率	34.47%	16.40%	17.12%	25.20%	12.21%
净利润增长率	45.24%	-5.35%	28.57%	23.66%	11.03%
ROE	6.52%	6.00%	7.28%	8.35%	8.58%
ROA	6.49%	5.70%	7.00%	7.92%	7.98%
ROIC	5.73%	6.34%	7.13%	7.89%	8.31%
EPS(X)	0.28	0.27	0.34	0.43	0.47
PE(X)	22.64	29.63	19.96	16.14	14.54
PB(X)	1.48	1.79	1.45	1.35	1.25
PS(X)	6.51	6.68	5.31	4.43	3.99
EV/EBITDA(X)	17.63	19.63	13.96	11.51	9.66

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。