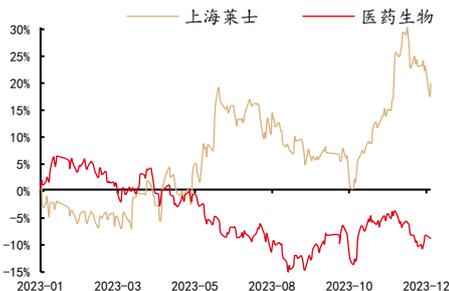


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.79
总股本/流通股本(亿股)	66.45 / 66.43
总市值/流通市值(亿元)	518 / 517
52周内最高/最低价	8.47 / 6.07
资产负债率(%)	5.4%
市盈率	27.82
第一大股东	GRIFOLS,S.A.

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com

上海莱士(002252)

海尔集团将成实控人，全方位赋能公司中长期成长

● 基立福股权转让终落地，海尔集团将成公司实控人

2023年12月29日，上海莱士大股东 Grifols, S.A. (基立福) 与海尔集团签署《战略合作及股份购买协议》，海尔集团或其指定关联方拟协议收购基立福持有的公司 13.29 亿股股份 (占公司总股本的 20.00%)，转让价款为 125 亿元，溢价率约 17.5%；同时，基立福将其持有的剩余公司 4.37 亿股份 (占公司总股本的 6.58%) 对应的表决权委托予海尔集团或其指定关联方行使。此外，基立福与上海莱士就相关业务达成了排他性合作和战略合作关系，交易股份在交割后三年内不得向任何第三方 (关联方除外) 出售、转让或以其他方式处置。本次股权变动后，海尔集团将为上海莱士持股最多的法人股东，将成为公司新的实际控制人。

● 与基立福代理深度长期绑定，合作范围有望延伸至生物科学及诊断领域

2021年1月，上海莱士与基立福签订《独家代理协议》，以独家经销商的身份代理销售基立福国际的人血白蛋白、阿白素和血浆蛋白等产品；此外，上海莱士子公司同路医药还获 GDS 授权独家经销血液筛查系统、血液筛查检测试剂及血液筛查试剂盒等产品。本次海尔集团与基立福股份转让后，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。同时，基立福承诺，除了现行有效的白蛋白独家代理协议涵盖的产品之外，若基立福或其关联方计划在中国市场推广、销售或分销基立福或其关联方在生物科学和诊断领域 (指以下领域：(i) 输血血液的采集；(ii) 待加工血浆的采集；(iii) 血浆蛋白制剂的生产和商业化；(iv) 待用血液和血浆的检测；以及 (v) 免疫血液学和其他任何诊断业务，“生物科学和诊断领域”) 的任何血液产品，则须授予上海莱士对该等基立福或关联方血液产品在中国独家经销的优先报价权。

上述协议使得上海莱士至少获得了 10 年白蛋白产品独家代理权的展期，且在生物科学和诊断领域的血液产品拥有了中国独家经销的优先报价权，使公司白蛋白代理业务更具稳定性，且合作领域有望拓宽，代理业务有望稳健、提速发展。

● 海尔在山东及全国资源优势显著，赋能公司中长期成长

海尔集团作为山东百强企业之一，积极构建开放式创业投资平台，先后成立海尔智家 (山东省第二家 A 股上市公司)、海尔生物 (山东省第二家科创板上市公司)、盈康生命 (海尔集团大健康生态重要品牌) 等多家上市公司，并于 2020 年合并港股上市公司海尔电器，首家构建“A+D+H”全球资本市场布局。

作为山东省龙头企业之一，海尔集团在山东省具有举足轻重的商

业地位。近年来，海尔集团深入布局大健康赛道，在采浆、存浆、制备、冷链及临床各环节实行全流程物联网信息化管理，并形成较完整的产业生态；盈康一生通过投资并购重庆三大伟业拓展了血液制品单采血浆站场景，实现血站、医院、浆站三大用血场景的全覆盖。此外，山东省总人口排名全国第二，人口资源优势显著；目前山东省境内采浆站近 20 家，其中泰邦、蓉生两家公司浆站数量较多，剩余未开发浆站的县域数量超 30 个，海尔集团入主后，有望赋能上海莱士在山东省内及省外新浆站资源的开发和拓展，公司外延并购能力得以大幅增强。

● **公司血制品业务基础扎实，盈利能力有望持续优化**

采浆量与吨浆利润居行业前列，上海莱士盈利能力较优。2022 年上海莱士全年采浆量突破 1400 吨，在行业中位居前列，截止 2022 年仅天坛生物、上海莱士、华兰生物单年采浆量突破 1000 吨。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 23.3/25.0/30.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.38/0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 22.18/20.68/17.06 倍，考虑到海尔集团有望带来潜在浆站资源，公司采浆量预计进一步提升，高毛利凝血因子类产品不断拓展，与基立福代理白蛋白业务持续贡献业绩增量，有望带动公司价值进一步提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

市场竞争加剧风险；新品推出不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,567	7,628	8,770	10,355
增长率(%)	53.16	16.16	14.96	18.08
EBITDA（百万元）	2,199	2,870	3,089	3,677
归属母公司净利润（百万元）	1,880	2,334	2,503	3,035
增长率(%)	45.24	24.14	7.24	21.25
EPS(元/股)	0.28	0.35	0.38	0.46
市盈率(P/E)	27.54	22.18	20.68	17.06
市净率(P/B)	1.80	1.73	1.59	1.46
EV/EBITDA	17.63	16.48	14.34	11.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	6,567.20	7,628.48	8,769.64	10,355.10	营业收入	53.16%	16.16%	14.96%	18.08%
营业成本	3,667.40	4,420.25	5,116.31	6,109.81	营业利润	46.60%	22.13%	7.82%	21.10%
税金及附加	32.81	42.10	46.66	55.22	归属于母公司净利润	45.24%	24.14%	7.24%	21.25%
销售费用	373.03	431.01	552.49	569.53	获利能力				
管理费用	333.45	381.42	438.48	497.04	毛利率	44.16%	42.06%	41.66%	41.00%
研发费用	145.71	183.08	210.47	310.65	净利率	28.63%	30.60%	28.54%	29.31%
财务费用	-41.26	-71.59	-80.60	-134.56	ROE	6.52%	7.78%	7.70%	8.54%
资产减值损失	-207.72	-239.24	-272.64	-239.87	ROIC	5.73%	7.55%	7.47%	8.20%
营业利润	2,278.99	2,783.31	3,000.89	3,633.98	偿债能力				
营业外收入	0.30	0.75	0.49	0.51	资产负债率	5.40%	6.30%	7.42%	7.46%
营业外支出	5.68	15.92	12.52	11.37	流动比率	5.22	4.79	5.01	5.79
利润总额	2,273.61	2,768.14	2,988.86	3,623.13	营运能力				
所得税	400.61	443.36	495.85	600.37	应收账款周转率	11.18	9.38	9.23	9.65
净利润	1,873.00	2,324.78	2,493.01	3,022.76	存货周转率	2.04	2.27	2.44	2.56
归母净利润	1,880.09	2,334.03	2,502.91	3,034.68	总资产周转率	0.23	0.24	0.26	0.28
每股收益(元)	0.28	0.35	0.38	0.46	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.28	0.35	0.38	0.46
货币资金	3,977.43	4,477.80	7,475.44	10,166.26	每股净资产	4.34	4.51	4.89	5.35
交易性金融资产	237.77	218.56	204.03	198.91	估值比率				
应收票据及应收账款	707.02	919.51	981.22	1,164.14	PE	27.54	22.18	20.68	17.06
预付款项	40.96	106.18	105.29	113.58	PB	1.80	1.73	1.59	1.46
存货	3,268.84	3,444.30	3,751.71	4,339.75	现金流量表				
流动资产合计	8,473.41	9,563.03	12,921.72	16,449.72	净利润	1,873.00	2,324.78	2,493.01	3,022.76
固定资产	1,202.48	1,209.35	1,206.44	1,177.69	折旧和摊销	194.91	173.65	180.74	188.71
在建工程	74.19	70.47	58.80	69.43	营运资本变动	-56.88	-477.62	-66.44	-831.46
无形资产	175.49	172.72	172.82	176.03	其他	-285.44	-472.66	-460.08	-625.77
非流动资产合计	21,984.55	22,430.04	22,149.88	21,902.53	经营活动现金流净额	1,725.60	1,548.16	2,147.23	1,754.24
资产总计	30,457.96	31,993.07	35,071.60	38,352.25	资本开支	-223.49	39.89	83.74	44.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-906.70	78.70	765.85	892.26
应付票据及应付账款	1,137.69	1,282.49	1,821.54	1,947.77	投资活动现金流净额	-1,130.19	118.58	849.58	936.87
其他流动负债	486.97	714.20	759.84	891.80	股权融资	0.00	-165.17	0.00	0.00
流动负债合计	1,624.66	1,996.69	2,581.38	2,839.57	债务融资	0.00	-0.61	0.82	-0.29
其他	19.95	19.60	20.42	20.13	其他	-193.38	250.33	0.00	0.00
非流动负债合计	19.95	19.60	20.42	20.13	筹资活动现金流净额	-193.38	84.56	0.82	-0.29
负债合计	1,644.62	2,016.28	2,601.80	2,859.70	现金及现金等价物净增加额	413.78	1,751.25	2,997.64	2,690.82
股本	6,740.79	6,740.79	6,740.79	6,740.79					
资本公积金	14,560.45	14,395.28	14,395.28	14,395.28					
未分配利润	6,827.66	7,358.44	9,485.91	12,065.39					
少数股东权益	-5.37	-14.62	-24.52	-36.44					
其他	689.82	1,496.90	1,872.34	2,327.54					
所有者权益合计	28,813.34	29,976.78	32,469.80	35,492.56					
负债和所有者权益总计	30,457.96	31,993.07	35,071.60	38,352.25					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048