

# 上海莱士 (002252.SZ)

买入 (首次评级)

老牌血制品企业，海尔集团控股有望赋能

## 投资要点:

### ➤ 血制品行业竞争格局集中，充分利好头部企业。

血制品行业由于其特殊性，行业竞争格局高度集中。全球角度看，CSL、武田和 GRIFOLS 三大巨头占据近 60% 市场份额；国内看，自 2001 年起我国未再批准设立新的血液制品生产企业，大量中小型血液制品企业退出或被并购，2023 年六家头部企业合计采浆量占国内血浆采集量的 70%~80%。行业高集中度背景下，有望持续利好头部企业。

### ➤ 公司浆站、产品数量均居行业前列，23 年采浆量达 1500 吨。

公司血液制品数量丰富，目前共有上海、郑州、合肥、温州、南宁 5 个血液制品生产基地，产品覆盖白蛋白类、免疫球蛋白类及凝血因子三大类，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，当前公司血制品共 12 个品种，位列行业第二。公司积极拓展浆站布局，2023 年通过获批新建及收购等方式新增单采血浆站 3 家，浆站数量达 44 个，位列行业第二，采浆量达 1500 吨。

### ➤ 海尔集团控股，有望持续赋能公司长期发展

海尔集团协议收购基立福持有的公司 20% 的股权，成为公司实控人。近年来海尔集团积极布局大健康产业，在成为公司控股股东之前，其大健康板块已布局有海尔生物、盈康生命两家上市公司。其中海尔生物已涉足血液产业链，实现从采血、制备、存储、发血、配送到临床用血的全流程追溯，有望与公司形成协同，我们认为海尔集团控股有望使公司与旗下大健康产业形成协同效应，赋能其长期发展

### ➤ 延长与基立福独家代理协议期限，代理业务确定性强

2021 年公司及基立福签署独家代理协议，公司及下属公司为基立福全球指定独家经销商，在指定区域销售基立福相关白蛋白产品。2024 年 6 月公司公告称与基立福的独家代理协议自 2024 年 6 月 18 起十年内保持完全有效，我们认为此举有望为公司相关代理业务的长期稳定发展进一步提供了确定性。

### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.2/26.6/29.4 亿元，归母净利润增速分别为 30%/15%/10%。采用可比公司估值法，2024-2026 年可比公司平均 PE 倍数分别为 25X/22X/19X。我们认为，海尔集团控股有望持续赋能公司长期发展，未来采浆量及吨浆利润有持续上升空间，公司成长性凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

### ➤ 风险提示

浆站建设及验收不及预期；采浆量不及预期；产品销售不及预期

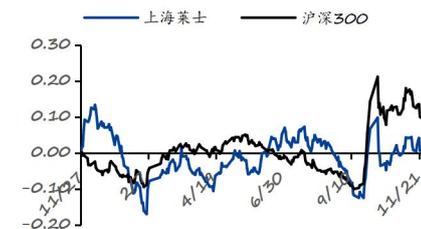
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,567	7,964	8,600	9,664	10,820
增长率	53%	21%	8%	12%	12%
净利润 (百万元)	1,880	1,779	2,321	2,664	2,936
增长率	45%	-5%	30%	15%	10%
EPS (元/股)	0.28	0.27	0.35	0.40	0.44
市盈率 (P/E)	26.3	27.8	21.3	18.5	16.8
市净率 (P/B)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 基本数据

日期	2024-11-25
收盘价:	7.44 元
总股本/流通股本(百万股)	6,637.98/6,634.79
流通 A 股市值(百万元)	49,362.83
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	6.56
一年内最高/最低价(元)	8.68/5.93

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn

## 相关报告



## 正文目录

1 血制品行业老牌企业，实控人变更有望焕发新活力 .....	4
1.1 血制品行业头部企业，内生+外延双轮驱动 .....	4
1.2 营收利润稳健增长，代理业务占比提升 .....	5
2 血制品行业供给缺口明显，高成长属性凸显 .....	7
2.1 国内血制品规模持续增长，十四五期间浆站获批有望提速 .....	7
2.2 血制品行业高壁垒，市场格局高度集中 .....	9
3 自产与代理业务双轮驱动，海尔集团控股有望赋能公司发展 .....	11
3.1 自产与代理业务双轮驱动，浆站数量、采浆量与产品数量均位于行业前列 ..	11
3.2 海尔集团控股，有望与旗下大健康产业形成协同效应赋能发展 .....	15
4 盈利预测与投资建议 .....	17
4.1 盈利预测 .....	17
4.2 投资建议 .....	18
5 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	4
图表 2: 公司股权结构图（截至 24Q3） .....	5
图表 3: 公司股权激励目标 .....	5
图表 4: 2018-24Q3 公司营业收入（亿元，%） .....	5
图表 5: 2018-24Q3 公司归母净利润（亿元，%） .....	5
图表 6: 2018-2024H1 公司分产品营收（%） .....	6
图表 7: 2024H1 公司分产品营收（百万元） .....	6
图表 8: 2019-24Q1-3 公司毛利率及净利率水平（%） .....	6
图表 9: 公司分产品毛利率情况（%） .....	6
图表 10: 2018-24Q1-3 公司四费率（%） .....	7
图表 11: 中国单采血浆站数量变化（家，%） .....	7
图表 12: 中国采浆量持续增长（吨，%） .....	7
图表 13: 十四五期间各省单采血浆站建设规划 .....	8
图表 14: 2018-2024E 中国血制品市场规模（亿元） .....	9
图表 15: 血制品分类介绍 .....	9
图表 16: 2022 年中国血制品分品种市场格局（%） .....	10
图表 17: 2021 年全球血制品企业市占率水平 .....	10
图表 18: 2021 年全球单采血浆站数量分布 .....	10
图表 19: 2023 年部分头部血制品企业采浆量 .....	11
图表 20: 公司血制品分产品收入（百万元） .....	11
图表 21: 公司自产与代理产品营收（百万元，%） .....	11
图表 22: 公司血制品毛利率（%） .....	12
图表 23: 公司产品情况 .....	12
图表 24: 血制品头部企业产品种类及数量梳理 .....	13
图表 25: 2016-2023 年头部血制品企业浆站数量（家） .....	13
图表 26: 2017-2023 年各头部血制品企业采浆量（吨）及 CAGR（%） .....	14
图表 27: 2023 年各血制品企业采浆量占比（%） .....	14
图表 28: 2023 年头部血制品企业吨浆净利润水平 .....	15
图表 29: 公司部分研发项目情况（截至 2023 年） .....	15
图表 30: 公司代理基立福产品表 .....	16
图表 31: 海尔集团大健康板块核心企业布局 .....	17
图表 32: 公司业绩拆分预测表 .....	18
图表 33: 可比公司估值表 .....	19
图表 34: 财务预测摘要 .....	20





## 1 血制品行业老牌企业，实控人变更有望焕发新活力

### 1.1 血制品行业头部企业，内生+外延双轮驱动

上海莱士血液制品股份有限公司于1988年由美国稀有抗体抗原供应公司和上海市血液中心血制品输血器材经营公司合资成立，是中国第一家中外合资的血液制品大型生产企业。2008年公司成功上市，上市后不断通过外延并购持续拓展规模，当前拥有上海莱士、郑州莱士、同路生物、广西莱士、浙江海康共5张血制品牌照。公司主要产品包括人血白蛋白、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、人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、人凝血酶、人纤维蛋白原、人纤维蛋白粘合剂，共12个品种。2023年公司共拥有44家单采血浆站，采浆规模1500吨，位居行业第一梯队。

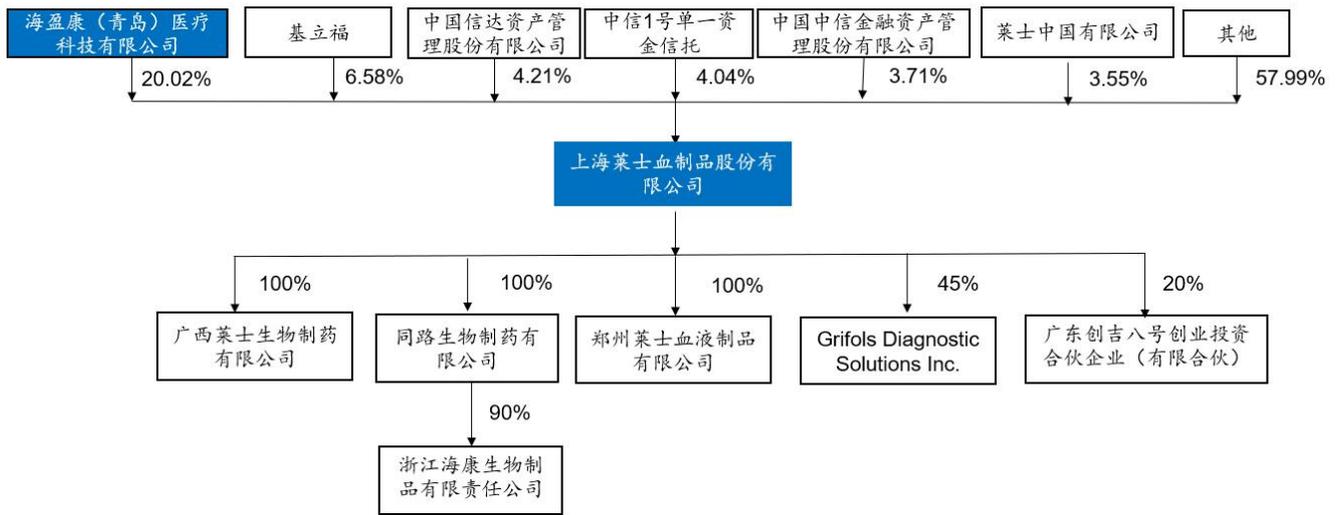
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司原股东基立福股份协议转让完成，实际控制人变更为海尔集团。2023年12月29日，公司发布公告，股东 Grifols, S.A.（基立福）与海尔集团公司签署《战略合作及股份购买协议》，海尔集团拟协议收购基立福持有的公司20%的股权，转让价款125亿元；同时，基立福将其持有的剩余公司6.58%的股份所对应的表决权委托予海尔集团。2024年6月18日，公司公告称股东 Grifols, S.A.（基立福）与海尔集团公司的股份协议转让完成过户登记。此次交易完成后，上海莱士实际控制人变更为海尔集团，基立福仍持有上市公司4.37亿股，对应的表决权将委托给海尔集团或其指定关联方行使。

图表 2：公司股权结构图（截至 24Q3）



数据来源：wind, ifind, 公司公告, 华福证券研究所

**股权激励落地，彰显公司长期发展信心。**公司于 2023 年 8 月发布第一期员工持股计划，参加本员工持股计划的员工初始人数不超过 272 人，其中包括公司董事、监事、高级管理人员 7 人。本员工持股计划涉及的标的股票规模不超过 3,377.00 万股，约占当前公司总股本的 0.50%，购买公司回购股份的价格为 3.61 元/股。员工持股计划首次授予权益部分以 2023 年至 2025 年三个会计年度作为业绩考核年度，对 2023-2025 年的收入和研发项目进行考核。

图表 3：公司股权激励目标

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。

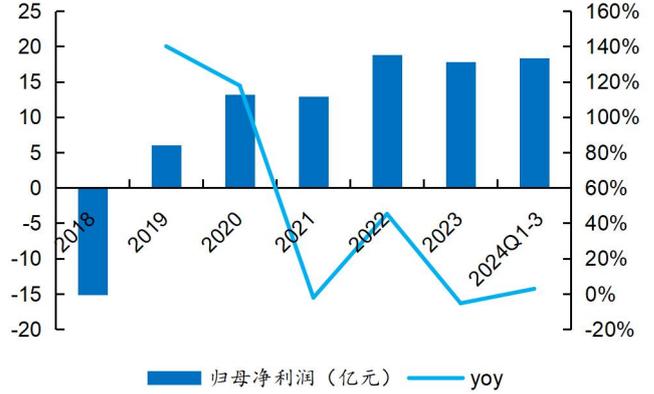
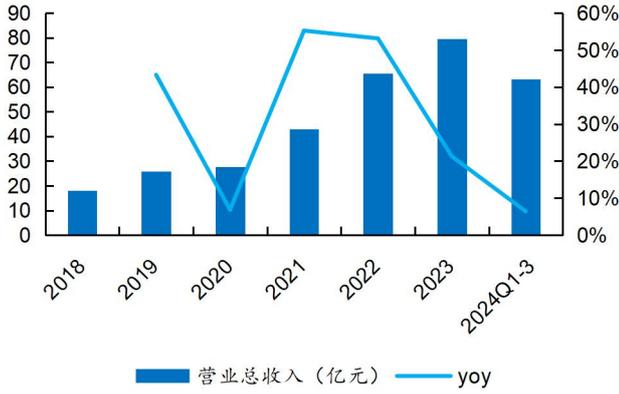
数据来源：公司公告, 华福证券研究所

1.2 营收利润稳健增长，代理业务占比提升

公司近年来营收及利润实现稳健增长，23 年业绩小幅波动，24Q1-3 重回正增长。2023 年公司实现营业收入 79.6 亿元，同比上升 21.3%，归母净利润 17.8 亿元，同比下降 5.4%。24Q1-3 营业收入 63.1 亿元，同比上升 6.39%，归母净利润 18.4 亿元，同比上升 2.8%。复盘公司近 5 年来业绩表现，营收历年均实现增长，利润呈现阶段性增长趋势。

图表 4：2018-24Q3 公司营业收入（亿元，%）

图表 5：2018-24Q3 公司归母净利润（亿元，%）

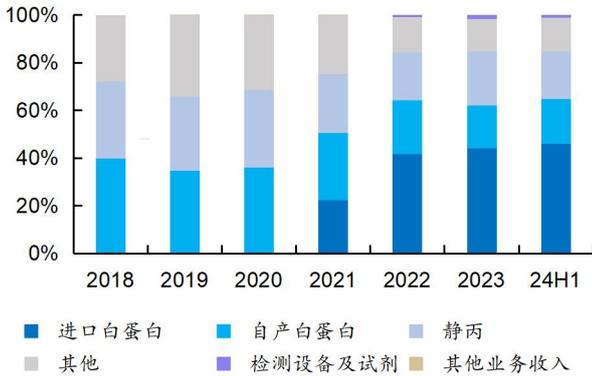


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

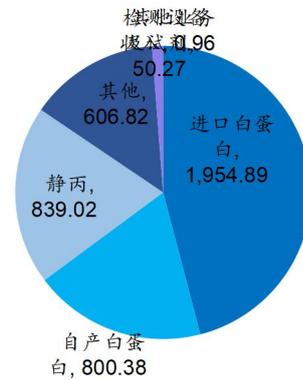
分产品看, 公司收入主要来源为代理基立福白蛋白、自产白蛋白及静丙。公司主要产品分为白蛋白、静丙、其他血制品、检测设备及试剂等。其中白蛋白、静丙产品收入占比较大。公司自 2021 年起代理了基立福人血白蛋白产品在中国大陆地区的销售业务, 进口白蛋白收入规模持续增长, 2023 和 24H1 分别实现收入 35.0、19.5 亿元。公司自产白蛋白及静丙是另外 2 大收入来源, 2023 年/24H1 分别实现收入 14.3/8.0 亿元及 18.1/8.4 亿元。

图表 6: 2018-2024H1 公司分产品营收 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 2024H1 公司分产品营收 (百万元)

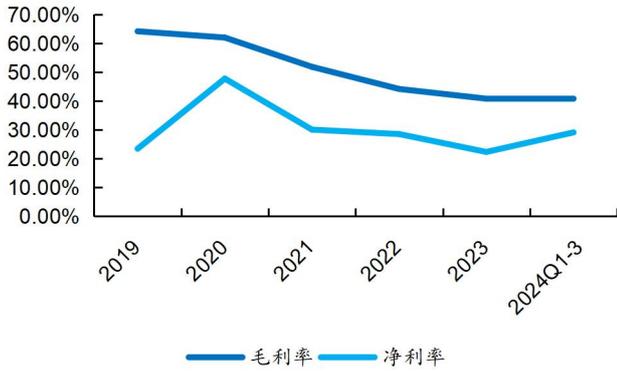


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

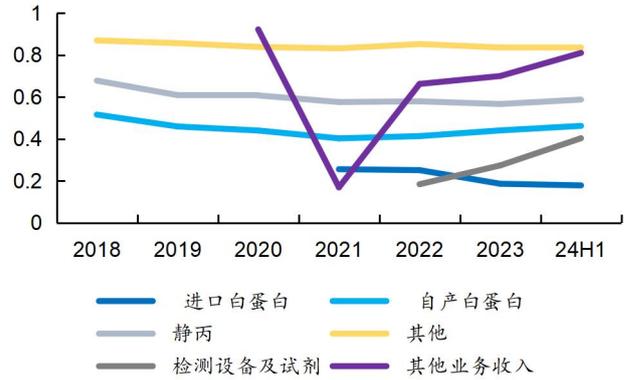
毛利率受收入结构影响下降, 净利率稳中有升。毛利率看, 2023 年及 24Q1-3 分别为 40.8%及 40.6%, 近年来公司毛利率水平呈下降趋势, 主要因为毛利率较低的代理基立福白蛋白业务占比增加, 净利率看, 2023 年及 24Q1-3 分别为 22.3%及 29.1%, 净利率上升主要得益于公司费用端的优化。分产品毛利率情况看, 公司代理产品毛利率较低, 自产产品毛利率较高。2024H1 公司自产白蛋白、静丙、其他血制品毛利率水平分别为 46.2%、58.7%、83.3%; 进口白蛋白毛利率为 17.9%。

图表 8: 2019-24Q1-3 公司毛利率及净利率水平 (%)

图表 9: 公司分产品毛利率情况 (%)



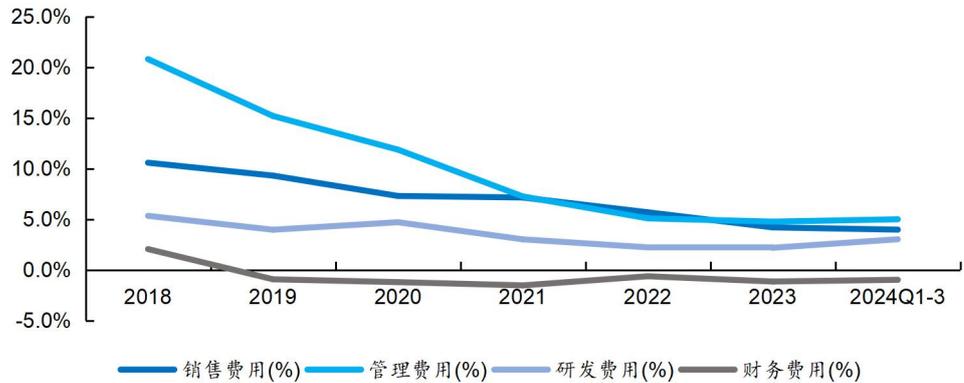
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

**费用端持续优化, 有望增厚公司盈利能力。**近年来公司整体费用率呈现下降趋势, 其中销售费用率和管理费用率下降显著, 2024Q1-3 销售、管理、研发费用率分别为 4.0%、5.0%和 3.0%, 整体费用率持续优化, 有望持续增厚公司盈利能力。

图表 10: 2018-24Q1-3 公司四费率 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

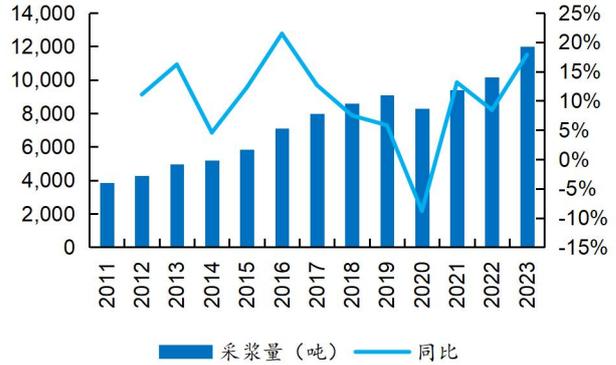
## 2 血制品行业供给缺口明显, 高成长属性凸显

### 2.1 国内血制品规模持续增长, 十四五期间浆站获批有望提速

中国浆站数和采浆量持续增加, 但供给缺口仍然存在。中国浆站数量在十二五期间快速增加, 从 2011 年的 146 家增加到 2015 年的 203 家, 期间年均复合增速为 9%, 截止 2021 年在营单采血浆站 287 家。采浆量看, 2023 年国内单采血浆站共采集血浆约 12000 吨, 同比增长约 18%, 而按国产及进口血液制品批签发数据估算, 国内原料血浆需求量已超 16000 吨/年, 供给缺口仍然存在。

图表 11: 中国单采血浆站数量变化 (家, %)

图表 12: 中国采浆量持续增长 (吨, %)



数据来源：前瞻产业研究院，博雅生物公司公告，华福证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院，博雅生物公司公告，上海莱士公司公告，华兰生物公司公告，天坛生物公司公告，华福证券研究所

看好十四五期间浆站获批，长期维度看采浆量仍有持续上行空间。我国在血液制品行业准入、原料血浆采集管理、生产经营等方面制定了一系列监管和限制措施，具有较高的政策壁垒。十四五期间，参考目前各省份已公布的浆站建设规划，部分省份对提高采浆效率出台相应措施。我们认为，十四五期间浆站数量增长有望提速，长期维度看采浆量仍有持续上行空间。

图表 13：十四五期间各省单采血浆站建设规划

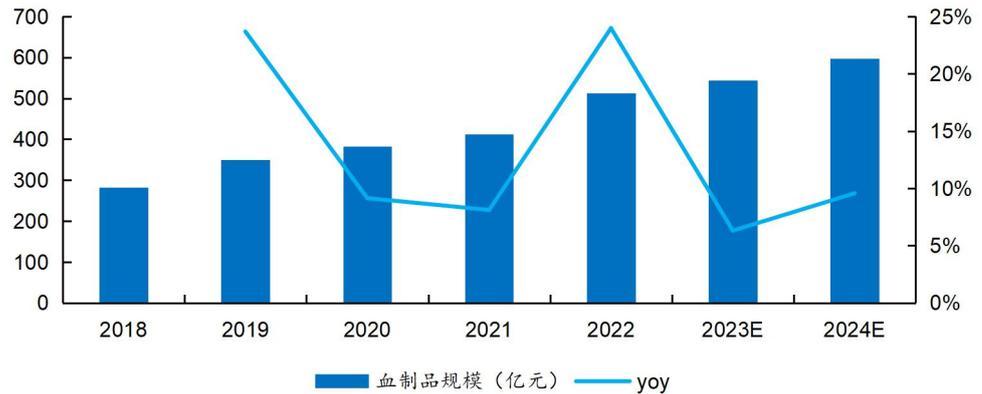
地区	发展目标
内蒙古	2022-2025 年全区规划设置 10 个单采血浆站。
福建	优化血站总体布局，加强血站基础设施建设和设备配置。
河南	十四五期间规划 7 家单采血浆站，加大单采血浆站监督管理力度，杜绝非法采供血现象发生。
辽宁	全省单采血浆站设置原则上不超过 1 家。
云南	2020-2023 年在全省规划新增设置 20 个单采血浆站，累计设置 24 个。
湖南	“十四五”期间全省不增设单采血浆站。
四川	将试点采浆点按照相关规定和程序设置为单采血浆站，规划期内原则上不再新增其他单采血浆站。
山东	到 2025 年要建设生物制品(疫苗、血液制品等)和药物安全性评价中心等 15 个专业技术中心。

数据来源：观研报告网，华福证券研究所

国内血制品市场规模持续增长，当前市场规模超 500 亿元。近年来，国内血液制品企业通过提高采浆量，扩大生产规模，国内血液制品销售市场维持良好增长势头。根据中商产业研究院的数据，2022 年中国血制品市场规模约为 512 亿元，同比增长 24.0%，预计 2024 年国内血制品市场规模有望达约 600 亿元。



### 图表 14: 2018-2024E 中国血制品市场规模 (亿元)



数据来源: 中商情报网, 华福证券研究所

## 2.2 血制品行业高壁垒, 市场格局高度集中

血制品主要分为白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子和其他血制品 4 大类。血制品主要是指以健康人血液为原料, 采用生物学工艺或分离纯化技术制备的生物活性制剂, 主要包括白蛋白制品、免疫球蛋白制品、凝血因子制品和其他血制品四大类。

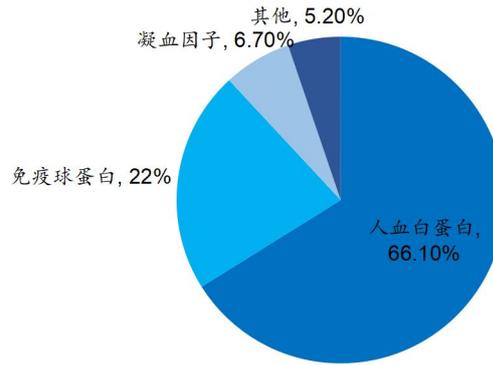
### 图表 15: 血制品分类介绍

分类	介绍
白蛋白制品	通常指浓度为20-25g/dL的白蛋白制品。主要用于纠正因大手术、创伤、器官移植等引起的急性血容量减少;处理大面积烧伤、呼吸窘迫等引起的体液水、电解质和胶体平衡失调, 以防止和控制休克;低蛋白血症等。
免疫球蛋白制品	正常人免疫球蛋白:主要用于某些病毒性传染病, 如甲型肝炎和麻疹等疾病的预防。特异性免疫球蛋白:与正常人免疫球蛋白相比, 具有预防效果更可靠的优点, 部分还具有肯定的治疗效果。其中静脉注射免疫球蛋白制品(静丙)在使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性, 加之在生产工艺中增加了病毒灭活步骤提高了安全性, 临床适应症不断增多, 应用日趋广泛, 是当今血液制品产业的主导产品。
凝血因子制品	凝血因子类产品用于治疗各种凝血障碍类疾病, 并且在外科手术止血中也有广泛的应用。
其他	如蛋白酶抑制剂、酯酶抑制剂等

数据来源: 中商情报网, 华福证券研究所

分品种看, 白蛋白及免疫球蛋白为主要的血制品品种。根据中商情报网, 2022 年中国血制品市场中, 人血白蛋白占比最多, 达 66.1%; 免疫球蛋白和凝血因子市场占比分别为 22.0%及 6.7%, 其他血制品为 5.2%。

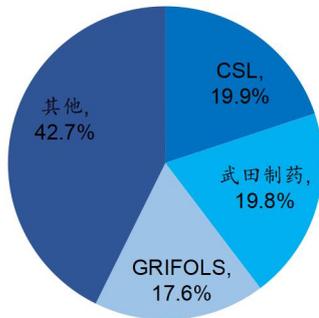
图表 16: 2022 年中国血制品分品种市场格局 (%)



数据来源: 中商情报网, 华福证券研究所

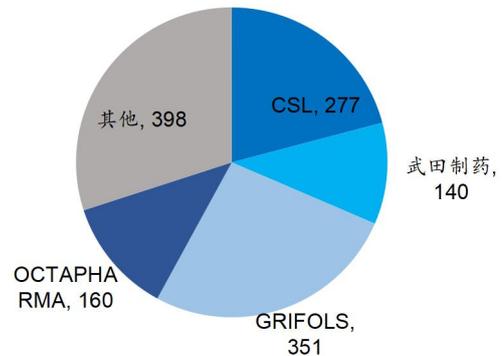
全球范围看, 血制品行业高度集中, 呈现寡头垄断。其主要体现在市场占有率、浆站数量以及采浆量占比。按 2021 年全球血制品市场 300 亿美金计算, CSL(19.9%)、武田(19.8%)和 GRIFOLS(17.6%)作为三大巨头, 占据了全球近六成的市场。浆站数量和采浆量方面, 全球共设置有上千家单采血浆站, 血浆采集量约 6 万吨, 主要集中在美国、德国、捷克、匈牙利、中国, 其中近 70% 设置在美国(790 余家), 10% 在欧洲。全球血制品巨头 GRIFOLS(351 个)、CSL(277 个)、OCTAPHARMA(160 个)和武田(140 个)的浆站数量占到全球浆站数量的近 70%, 采浆量达到 70% 以上。

图表 17: 2021 年全球血制品企业市占率水平



数据来源: 博雅生物公司公告, 华福证券研究所

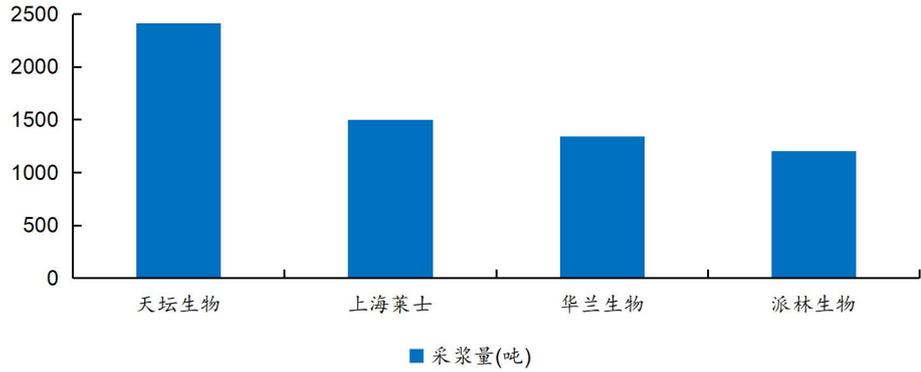
图表 18: 2021 年全球单采血浆站数量分布



数据来源: 博雅生物公司公告, 华福证券研究所

国内看, 血制品属于高壁垒行业, 竞争格局高度集中。自 2001 年起, 我国未再批准设立新的血液制品生产企业, 截至目前, 国内正常经营的血液制品生产企业不足 30 家, 大多规模较小、产品品种较少、行业集中度不高, 超过半数企业不具备新开设浆站资质。2023 年, 六家头部企业合计采浆量占国内血浆采集量的 70%~80%, 行业竞争格局高度集中。

图表 19: 2023 年部分头部血制品企业采浆量



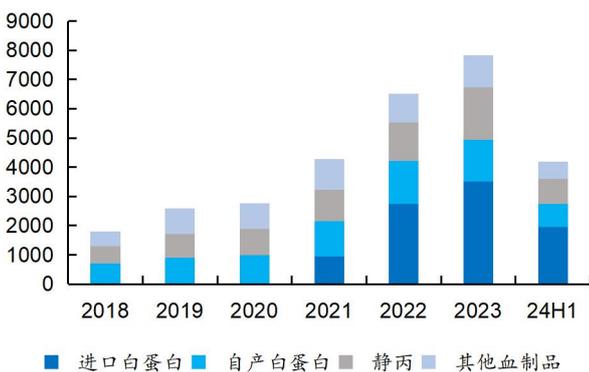
数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

### 3 自产与代理业务双轮驱动, 海尔集团控股有望赋能公司发展

#### 3.1 自产与代理业务双轮驱动, 浆站数量、采浆量与产品数量均位于行业前列

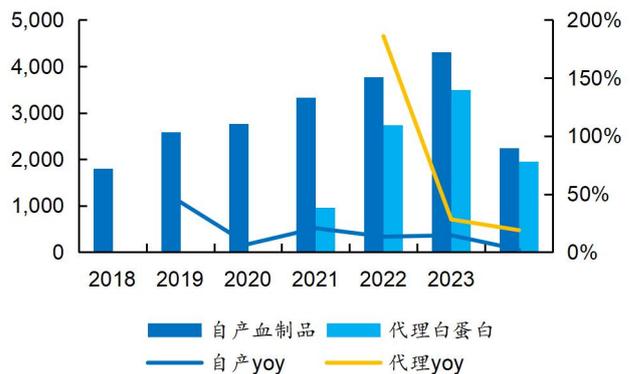
血液制品业务主要分为自产血制品与代理基立福白蛋白。公司血制品覆盖白蛋白类、免疫球蛋白类及凝血因子三大类, 同时公司自 2021 年起代理了基立福人血白蛋白产品在中国大陆地区的销售业务。分产品营收看, 自有产品中, 2023 年白蛋白实现营收 14.3 亿元, 同比-4%, 静丙 18.1 亿元, 同比+37%, 其他血制品 10.8 亿元, 同比+12%, 2023 年整体增速为 14.5%; 代理白蛋白 2023 年实现营收 35.0 亿元, 同比+28%。24H1 自有产品看, 白蛋白实现销售 8.0 亿元, 同比+17%, 静丙 8.4 亿元, 同比-15.5%, 其他血制品 6.1 亿元, 同比+15.7%, 受静丙影响自产产品 24H1 整体增速为 2.1%, 代理白蛋白 24H1 实现 19.5 亿收入, 同比+18.9%。

图表 20: 公司血制品分产品收入 (百万元)



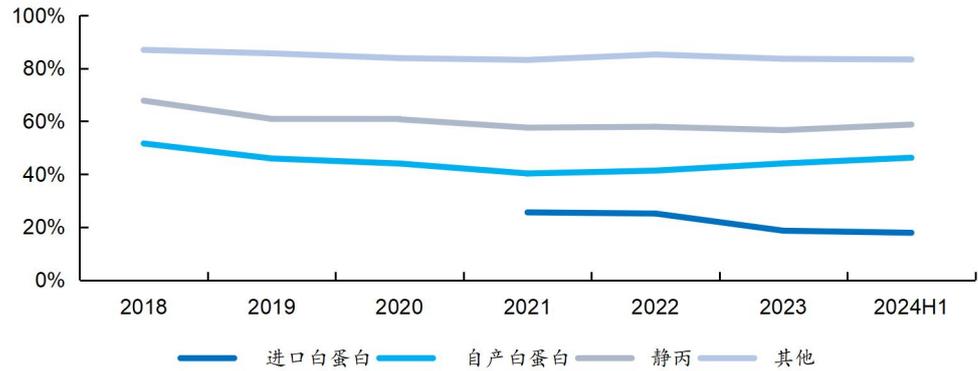
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 公司自产与代理产品营收 (百万元, %)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

毛利端看, 自产血制品毛利率高于代理。分产品看, 自产血制品中, 其他血制品(主要为凝血因子类)毛利率水平最高, 2024H1 年为 83.3%, 白蛋白及静丙 2024H1 毛利率分别为 46.2%和 58.7%, 代理白蛋白产品毛利率较低, 2024H1 仅为 17.9%。


**图表 22：公司血制品毛利率（%）**


数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司血液制品数量丰富，凝血因子种类为国内最全。公司目前共有上海、郑州、合肥、温州、南宁 5 个血液制品生产基地，产品覆盖白蛋白类、免疫球蛋白类及凝血因子三大类，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。公司主要产品包括人血白蛋白、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、人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物、人凝血酶、人纤维蛋白原、人纤维蛋白粘合剂，共 12 个品种，位列行业第二。

**图表 23：公司产品情况**

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

数据来源：公司公告，华福证券研究所



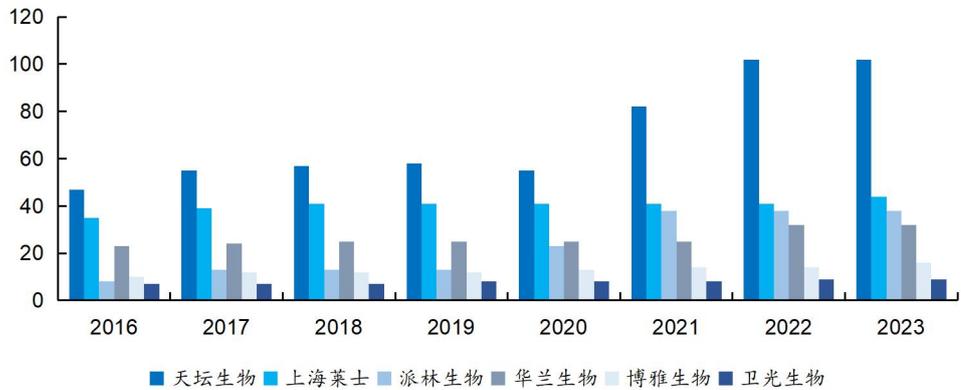
图表 24: 血制品头部企业产品种类及数量梳理

产品种类	产品名称	天坛生物	上海莱士	派林生物	华兰生物	博雅生物	卫光生物
白蛋白类	人血白蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	冻干人血白蛋白	✓					
免疫球蛋白类	静注人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	冻干静注人免疫球蛋白	✓	✓	✓		✓	✓
	人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	破伤风人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓		✓
	乙肝人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	狂犬病人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	静注乙肝人免疫球蛋白	✓		✓			
	组胺人免疫球蛋白	✓					✓
	冻干静注乙肝人免疫球蛋白	✓					
凝血因子类	人纤维蛋白原	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	人凝血酶原复合物	✓	✓	✓	✓	✓	
	人凝血因子VIII	✓	✓	✓	✓	✓	
	人纤维蛋白粘合剂		✓		✓		
	冻干人凝血酶		✓		✓		
产品数量合计	-	14	12	11	11	9	9

数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

**积极拓展浆站布局, 浆站数量合计达到 44 家, 位列行业第二。**公司积极拓展浆站布局, 2023 年通过获批新建及收购等方式新增单采血浆站 3 家。截至 2023 年, 公司及下属子公司、孙公司拥有单采血浆站 44 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、分布区域及全年采浆量均位居行业前列。竞争格局看, 2023 年天坛生物浆站数量最多, 为 102 家, 上海莱士位列行业第二。

图表 25: 2016-2023 年头部血制品企业浆站数量(家)



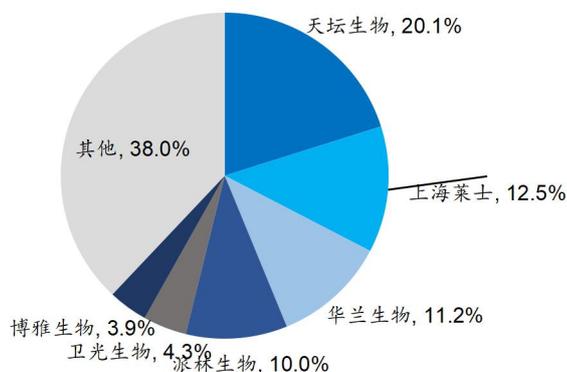
数据来源: 各公司公告, 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

**公司 2023 年采浆量超 1500 吨, 位列行业第二。**公司通过积极拓展浆站布局提升采浆量, 2023 年公司采浆量超 1500 吨, 同比增长 7.1%。近年来公司采浆量持续增长, 2017-2023 年采浆量 CAGR 为 7.0%。2023 年公司采浆量占国内总采浆量占比约 12.5%。


**图表 26：2017-2023 年各头部血制品企业采浆量（吨）及 CAGR（%）**

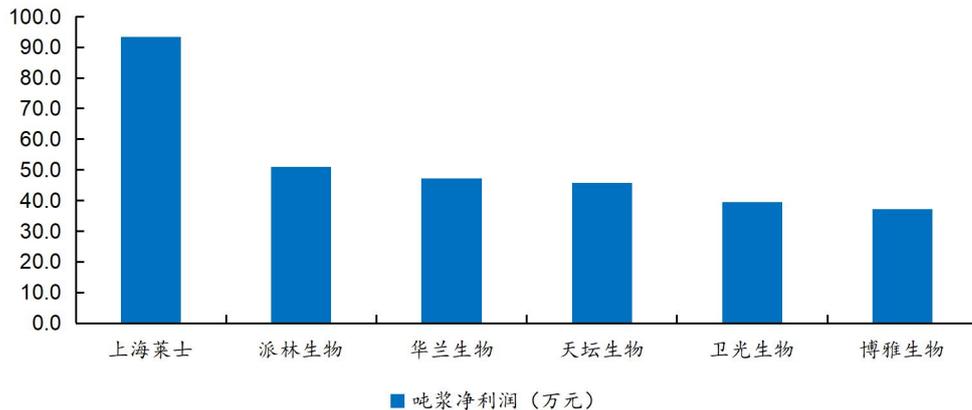
公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2017-2023 CAGR
天坛生物	1401.81	1568.07	1706.02	1713.51	1809	2035	2415	9.5%
上海莱士	1000	1180	1230	1200	1280	1400	1500	7.0%
华兰生物	1100	-	1000	1000	1000	1100	1342.32	3.4%
派林生物	348.54	400	400	-	900	800	1200	22.9%
卫光生物	340	100	-	382	446.94	467	517	7.2%
博雅生物	320	350	372	378	420	439	467.3	6.5%

数据来源：各公司公告，前瞻产业研究院，新浪财经，华福证券研究所

**图表 27：2023 年各血制品企业采浆量占比（%）**


数据来源：各公司公告，华福证券研究所 注：以 2023 年国内总采浆量 12000 吨计算

**2023 年公司吨浆净利润处于行业头部水平。**吨浆净利润是衡量上市公司单位产效的重要指标，根据血液制品企业发展逻辑和行业规律，吨浆净利润提升取决于产品数量，产品品种越多吨浆净利润越高。公司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，丰富的产品种类及凝血因子类产品的高毛利率对公司吨浆利润提升做出贡献。2023 年各头部血制品企业吨浆净利润水平看，剔除代理白蛋白业务后，公司吨浆净利润为 93.3 万元，领先其他血制品企业。


**图表 28：2023 年头部血制品企业吨浆净利润水平**


数据来源：各公司公告，ifind，wind，投资者网，华福证券研究所 注：根据公司自有血制品业务毛利占比计算

在研管线丰富，有望进一步提升吨浆利润与行业竞争力。公司目前在研项目众多，包括 10%高浓度静丙、差异化创新产品 SR604 等，长期维度看，有望持续丰富公司产品序列，提升公司行业竞争水平，同时公司也持续展开对现有工艺的优化工作，有望进一步提升公司产品收率，我们认为公司吨浆利润长期看有望持续提升。

**图表 29：公司部分研发项目情况（截至 2023 年）**

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影
上海莱士 10%静注人免疫球蛋白的研制	方便患者使用	临床前	批准上市销售	丰富产品线，提高竞争
上海莱士活化凝血酶原复合物的研	血友病抑制物患者的治疗	临床前	批准上市销售	国内首创新药，提高血浆资源综合利用率，丰富公司生产线，提高竞争力
上海莱士 SR604 注射液(活化蛋白 C 单抗)	血友病治疗	临床申报阶段	批准上市销售	国内外首创新药，丰富产品线，提高竞争
上海莱士肌注乙肝人免疫球蛋白的研制	增加产品品种	临床前	批准上市销售	丰富产品线，提高竞争
同路生物 10%静注人免疫球蛋白 (pH4) 产业化研	增加产品品种	临床前	批准上市销售	丰富产品线，提高竞争
同路生物血管性血友病因子产业化研究	增加产品品种	临床前	批准上市销售	丰富产品线，提高竞争

数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 3.2 海尔集团控股，有望与旗下大健康产业形成协同效应赋能发展

公司延长与基立福独家代理协议期限，建立长期稳定合作关系。2021 年 2-3 月，公司及基立福相关方签署了《独家代理协议》等相关协议。上海莱士及下属公司同路生物、同路医药、郑州莱士及浙江海康为基立福全球指定独家经销商，上海莱士及下属公司可在双方认可的指定区域销售基立福相关白蛋白产品。协议自 2021 年 1 月 1 日起生效。2024 年 6 月 18 日公司发布公告，与基立福的独家代理协议自 2024 年 6 月 18 日起十年内保持完全有效，并且上海莱士有权通过在初始期限届满前提前



至少六个月事先书面通知基立福全球，将协议期限另行续展十年。我们认为此举有望为公司相关代理业务的长期稳定发展进一步提供了确定性。

**图表 30：公司代理基立福产品表**

公司	产品
Instituto Grifols, S. A	Grifols 人血白蛋白 (Human Albumin Grifols) 20%, 50 毫升
Grifols Biologicals LLC	阿白素 (Albutein) 20%, 50 毫升
	阿白素 (Albutein) 25%, 50 毫升
Grifols Therapeutics LLC	血浆蛋白 (Plasbumin) 20%, 50 毫升
	血浆蛋白 (Plasbumin) 25%, 50 毫升
Biotest Pharma GmbH	Biotest 人血白蛋白 20%, 50 毫升

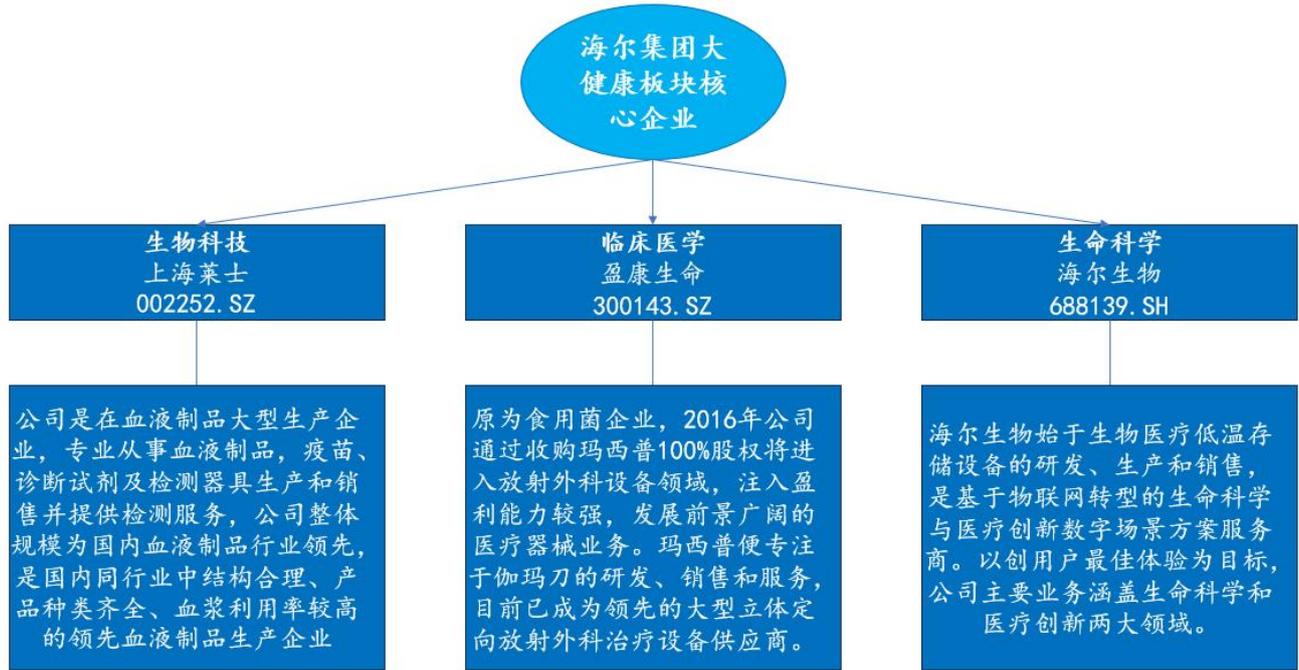
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2020 年，公司完成与基立福的战略并购，并购重组后上海莱士拥有基立福下属子公司 Grifols Diagnostic Solutions Inc (GDS) 45% 的股权。GDS 是全球知名的血液检测仪器及试剂生产商，是全球血液核酸检测细分市场的龙头公司，细分领域市场占有率高。GDS 现已建立起以核酸检测、免疫抗原和血型检测三块业务为主的业务体系。2022 年，公司与 GDS 签订独家经销协议，GDS 指定上海莱士及下属公司同路生物等为其血液筛查系统、血液筛查检测试剂以及血液筛查试剂盒产品在中国大陆地区的独家经销商。我们认为与 GDS 的战略合作将进一步推动上市公司相关业务板块的延伸，扩大公司在血液制品产业链上的覆盖。

**海尔集团控股，有望与旗下大健康产业形成协同效应，赋能公司长期发展。**海尔集团协议收购基立福持有的公司 20% 的股权，转让价款 125 亿元，2024 年 6 月 18 日股份协议转让完成过户登记，海尔集团正式入主公司。海尔集团积极布局大健康产业，在成为公司控股股东之前，海尔集团大健康板块已布局有海尔生物、盈康生命两家上市公司。其中海尔生物已涉足血液产业链，2021 年，海尔生物落地了首个智慧城市血液网“青岛血液网”，实现从采血、制备、存储、发血、配送到临床用血的全流程追溯，并快速在湖北、浙江等地复制推广。此外，海尔生物深耕血站的血液采集和制备场景，推出血小板振荡箱、血浆速冻机、无菌转移舱等产品，有望为公司发展持续赋能。



图表 31：海尔集团大健康板块核心企业布局



数据来源：wind，华福证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

核心假设：

- 1) 进口白蛋白：公司与基立福建立长期稳定的合作关系，与基立福的独家代理协议自2024年6月18日起十年内保持完全有效。我们假设公司2024-2026年进口白蛋白收入增速分别为12%/10%/10%；毛利率未来有望维持相对稳定，我们假设2024-2026年进口白蛋白毛利率分别为18%/18%/18%。
- 2) 自产白蛋白：当前白蛋白景气度高，进口白蛋白占比超60%，国产白蛋白存在一定缺口。我们假设公司2024-2026年自产白蛋白收入增速分别为12%/12%/12%；毛利率未来有望维持相对稳定，我们假设2024-2026年白蛋白毛利率分别为44%/44%/44%。
- 3) 静丙：受早年新冠疫情及其他呼吸道疾病影响，近年来人们对静丙的认知快速提升，2023年公司静丙实现快速放量，营收同比增长37.5%，受23H1高基数影响，24H1静丙销售同比下降15.5%，短期波动后我们认为未来静丙有望延续当前放量趋势，假设公司2024-2026年静丙收入增速分别为-5%/18%/17%；毛利率有望维持当前水平，24-26年假设毛利率维持58%。
- 4) 其他血制品：公司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，竞争优势明显。我们假设2024-2026年收入增速分别为13%/12%/10%；



毛利率有望维持相对稳定，假设 2024-2026 年毛利率分别为 83%/83%/83%。

- 5) 检测设备及试剂：2022 年公司与 GDS 签订独家经销协议，GDS 指定公司为其血液筛查系统、血液筛查检测试剂以及血液筛查试剂盒产品在中国大陆地区的独家经销商。当前二者合作体量尚较小，未来有望持续增长。我们假设 2024-2026 年收入增速分别为-5%/18%/17%；毛利率有望维持相对稳定，假设 2024-2026 年毛利率分别为 40%/40%/40%。

**图表 32：公司业绩拆分预测表**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>进口白蛋白</b>					
销售收入（百万元）	2,734.19	3,504.19	3,924.69	4,317.16	4,748.88
收入 yoy	186.0%	28.2%	12%	10%	10%
毛利率（%）	25.12%	18.63%	18%	18%	18%
收入占比（%）	41.6%	44.0%	45.5%	44.5%	43.7%
<b>自产白蛋白</b>					
销售收入（百万元）	1,489.50	1,430.75	1,602.44	1,794.73	2,010.10
收入 yoy	23.5%	-3.9%	12%	12%	12%
毛利率（%）	41.34%	44.06%	44%	44%	44%
收入占比（%）	22.7%	18.0%	18.6%	18.5%	18.5%
<b>静丙</b>					
销售收入（百万元）	1,313.33	1,805.46	1,715.18	2,023.92	2,367.98
收入 yoy	23.1%	37.5%	-5%	18%	17%
毛利率（%）	57.91%	56.63%	58%	58%	58%
收入占比（%）	20.0%	22.7%	19.9%	20.9%	21.8%
<b>其他血制品</b>					
销售收入（百万元）	967.83	1,080.83	1,221.34	1,367.90	1,504.69
收入 yoy	-8.3%	11.7%	13%	12%	10%
毛利率（%）	85.21%	83.58%	83%	83%	83%
收入占比（%）	14.7%	13.6%	14.1%	14.1%	13.8%
<b>检测设备及试剂</b>					
销售收入（百万元）	61.04	141.15	134.10	158.23	185.13
收入 yoy		131.2%	-5%	18%	17%
毛利率（%）	18.41%	27.37%	40%	40%	40%
收入占比（%）	0.9%	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	1.32	1.57	1.89	2.27	2.72
收入 yoy	-56.1%	19.1%	20%	20%	20%
毛利率（%）	66.21%	69.97%	68%	68%	68%
收入占比（%）	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所预测

## 4.2 投资建议

选取与公司业务相近的血制品行业公司天坛生物、派林生物、卫光生物、博雅生物、华兰生物作为可比公司进行估值。2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为



25X/22X/19X, 考虑到公司未来采浆量和吨浆利润有望同步提升, 持续增厚公司利润, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2024/11/25	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600161.SH	天坛生物	21.31	0.67	0.68	0.79	0.93	31.8	31.3	27.0	22.9	
000403.SZ	派林生物	21.33	0.84	1.08	1.25	1.42	25.4	19.8	17.1	15.0	
002880.SZ	卫光生物	28.04	0.96	1.10	1.28	1.49	29.1	25.5	21.9	18.9	
300294.SZ	博雅生物	30.89	0.47	1.10	1.22	1.37	65.7	28.1	25.2	22.6	
002007.SZ	华兰生物	16.45	0.81	0.75	0.88	1.01	20.3	21.9	18.7	16.3	
	平均值						34.5	25.3	22.0	19.2	
002252.SZ	上海莱士	7.44	0.27	0.35	0.40	0.44	27.6	21.3	18.5	16.8	

数据来源: ifind, 华福证券研究所 注: 派林生物及天坛生物 EPS 参考华福医药组预测, 其他公司参考 ifind 一致预期

## 5 风险提示

**浆站建设及获批不及预期:** 若公司浆站建设及获批进度不及预期, 则可能影响公司正常采集血浆作业, 可能出现采浆量不及预期的情况, 影响公司利润。

**采浆量不及预期:** 若出现浆站建设及获批不及预期、政策原因或其他不可抗力, 可能出现采浆量不及预期情况, 影响当期利润。

**产品销售不及预期:** 公司在国内实现自有产品销售的同时代理基立福白蛋白与 GDS 相关产品, 若产品销售不及预期, 则将对公司当期业绩造成不利影响。



图表 34：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,001	5,186	5,902	6,797	营业收入	7,964	8,600	9,664	10,820
应收票据及账款	581	660	750	843	营业成本	4,715	5,125	5,723	6,382
预付账款	26	77	86	96	税金及附加	38	43	48	54
存货	3,667	4,067	4,542	5,065	销售费用	334	387	435	487
合同资产	0	0	0	0	管理费用	379	413	464	519
其他流动资产	400	457	489	524	研发费用	174	189	213	238
流动资产合计	8,675	10,447	11,770	13,325	财务费用	-92	-70	-76	-82
长期股权投资	15,064	15,064	15,064	15,064	信用减值损失	5	-25	-10	-13
固定资产	1,316	1,510	1,682	1,832	资产减值损失	-24	-15	-10	-20
在建工程	134	234	334	434	公允价值变动收益	-40	-22	-15	-25
无形资产	234	245	263	286	投资收益	-154	400	400	400
商誉	5,073	5,073	5,073	5,073	其他收益	22	73	75	75
其他非流动资产	1,432	1,435	1,436	1,437	<b>营业利润</b>	<b>2,225</b>	<b>2,924</b>	<b>3,297</b>	<b>3,638</b>
非流动资产合计	23,253	23,561	23,852	24,127	营业外收入	2	25	6	1
<b>资产合计</b>	<b>31,928</b>	<b>34,009</b>	<b>35,622</b>	<b>37,452</b>	营业外支出	24	90	20	20
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,204</b>	<b>2,859</b>	<b>3,283</b>	<b>3,619</b>
应付票据及账款	1,651	1,794	2,020	2,272	所得税	427	543	624	688
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,777</b>	<b>2,316</b>	<b>2,659</b>	<b>2,931</b>
合同负债	23	43	48	54	少数股东损益	-2	-5	-5	-5
其他应付款	303	303	303	303	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,779</b>	<b>2,321</b>	<b>2,664</b>	<b>2,936</b>
其他流动负债	268	281	301	323	EPS (按最新股本摊薄)	0.27	0.35	0.40	0.44
流动负债合计	2,245	2,421	2,673	2,952					
长期借款	0	50	80	160					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	34	34	34	34					
非流动负债合计	34	84	114	194					
<b>负债合计</b>	<b>2,279</b>	<b>2,505</b>	<b>2,787</b>	<b>3,146</b>					
归属母公司所有者权益	29,634	31,493	32,829	34,305					
少数股东权益	16	11	6	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,650</b>	<b>31,504</b>	<b>32,835</b>	<b>34,306</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,928</b>	<b>34,009</b>	<b>35,622</b>	<b>37,452</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,278</b>	<b>1,385</b>	<b>2,052</b>	<b>2,325</b>
现金收益	1,856	2,430	2,792	3,079
存货影响	-398	-400	-475	-523
经营性应收影响	165	-115	-89	-82
经营性应付影响	673	143	227	252
其他影响	-18	-672	-402	-402
<b>投资活动现金流</b>	<b>-671</b>	<b>-113</b>	<b>-114</b>	<b>-131</b>
资本支出	-402	-488	-498	-504
股权投资	-133	0	0	0
其他长期资产变化	-135	375	384	373
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,134</b>	<b>-87</b>	<b>-1,222</b>	<b>-1,299</b>
借款增加	-2	50	30	80
股利及利息支付	-202	-1,326	-1,460	-1,662
股东融资	0	-7	0	0
其他影响	-930	1,196	208	283

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.3%	8.0%	12.4%	12.0%
EBIT 增长率	-5.4%	32.0%	15.0%	10.3%
归母公司净利润增长率	-5.4%	30.4%	14.8%	10.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.8%	40.4%	40.8%	41.0%
净利率	22.3%	26.9%	27.5%	27.1%
ROE	6.0%	7.4%	8.1%	8.6%
ROIC	26.9%	29.0%	28.8%	27.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	7.1%	7.4%	7.8%	8.4%
流动比率	3.9	4.3	4.4	4.5
速动比率	2.2	2.6	2.7	2.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	29	26	26	27
存货周转天数	265	272	271	271
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.27	0.35	0.40	0.44
每股经营现金流	0.34	0.21	0.31	0.35
每股净资产	4.46	4.74	4.95	5.17
<b>估值比率</b>				
P/E	28	21	19	17
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA				

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn