



上海莱士神话破灭

面对业绩神话和炒股神话的接连破灭，年均净利润只有6亿元的上海莱士该如何支撑160倍的市盈率？

文 | 孙斌

停牌9个半月的上海莱士(002252.SZ)终于复牌。尽管在停牌期间上海莱士抛出近400亿元的天价并购利好，但面对业绩下滑、炒股巨亏以及商誉减值等诸多不确定性风险，等待它的仍是股价暴跌。12月7日，该股复盘当天即被巨额卖单封死，至收盘仍有2.29亿股的巨额卖单封死在跌停板上。

依靠一系列资本运作，自2013年起上海莱士接连上演市值“神话”，巅峰时高达1300亿元，

铸就了3年20倍的神话。截至目前，上海莱士的市值依然高达971亿元。不过，面对业绩神话和炒股神话的接连破灭，年均净利润只有6亿元的上海莱士又该如何支撑160倍的市盈率？

天价并购

2018年2月23日，上海莱士以筹划重大资产重组为名申请停牌。此后，公司历经年报变脸、业绩巨亏并停牌至今。根据深交所规定，上市公

司申请停牌应不超过6个月，但在停牌9个月后，11月22日，上海莱士重组终于拨云见日，公告了一份被称为国内最大医药行业的并购预案：公司拟通过向天诚德国及西班牙基立福股东发行股份或支付现金的方式，收购Biotest及GDS各100%股权。经双方初步谈判，Biotest 100%股权拟作价约5.89亿欧元（折合约48亿元人民币），GDS的100%股权拟作价约50亿美元（折合约343亿元人民币），交易作价合计391亿元人民币。

据悉，Biotest是天诚德国的全资子公司，1987年在德国法兰克福交易所上市。Biotest是一家具有70年血液制品制造经验的全球性全产业链血液制品公司，主要产品为人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子，其中富含IgM的免疫球蛋白产品（Pentaglobin）为全球独家产品，用于治疗细菌性感染、免疫功能抑制和急性继发性抗体缺乏综合征。

目前，Biotest在德国、匈牙利和捷克共拥有19家浆站，在德国黑森州德赖埃希总部有一座血液制品工厂。Biotest现有产能1300吨，在建产能1400吨，并计划于2019年或2020年投产。

而GDS则是全球四大血制品巨头企业之一基立福的全资子公司，也是全球领先的血液检测设备制造商，其主要业务是输血医疗中的核酸检测、免疫抗原和血型检测。GDS在全球建立了广泛的销售网络，主要客户为美国知名企业和大型跨国公司。目前GDS在欧美市场占据主导地位，正在加大包括中国在内的发展中国家的市场推广。

值得一提的是，Biotest拥有国内尚属空白的皮下注射免疫球蛋白、凝血因子IX、凝血因子X、富含IgM的免疫球蛋白等品种的研发和生产技术。

本次重组成功后，上海莱士可通过技术合

作等方式获得这些品种的研发和生产技术，申报临床试验，进而完善现有产品结构，扩大国内市场占有率，提升盈利能力，将有利于进一步缩小中国血液制品企业与国际领先企业的差距。

跌落神坛

理想很丰满，现实很骨感。两年前的上海莱士可谓如日中天，股价3年上涨20倍，估值最高接近200倍，市值曾经高达1300亿元。

但时过境迁，如今的A股市场甚至全球市场都已步入熊途，就算以2017年年末上海莱士每股收益0.17元计算，停牌前公司股价是19.52元，上海莱士的市盈率仍高达115倍。

而2018年三季报显示，1~9月上海莱士共实现营业收入14.09亿元，同比下滑3.99%，公司净利润为-12.93亿元，同比下滑237.51%。其中第三季度，上海莱士实现营业收入4.48亿元，同比下滑25.32%；净利润金额为-4.46亿元，同比下滑292.68%。

在三季报中，上海莱士表示，公司净利润亏损主要是由于证券投资产生较大损失，公司主营业务经营尚且稳定。根据三季报，1~9月上海莱士投资净收益为-11.25亿元，公允价值变动净收益-8.9亿元。

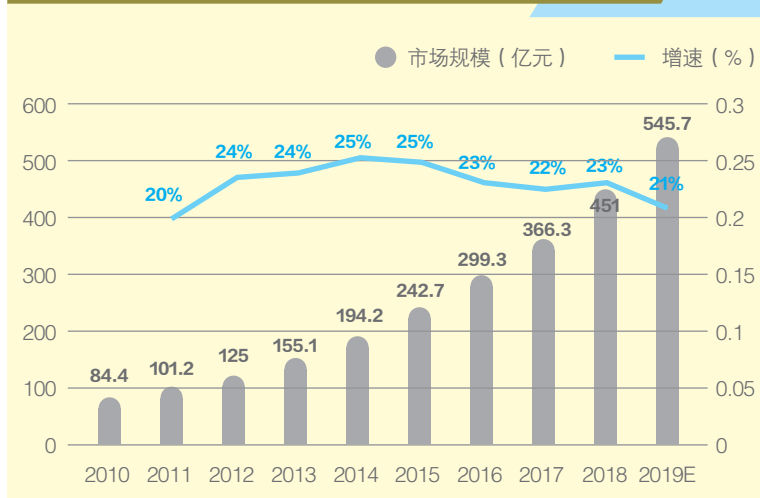
纵观上海莱士上市后的业绩表现，不难发现，公司只有在2014年至2016这三年业绩突飞猛进，在此之前业绩相对平稳。而在2017年和2018年，公司业绩却大幅下滑。

数据显示，从2009年至2013年，上海莱士的主营收入分别为3.88亿、4.83亿、5.67亿、6.63亿和4.96亿，收入增长相对平稳，基本维持在20%左右的增速，只是在2013年出现25%的下降。

从2014年至2018年第三季度，上海莱士的主营收入出现大幅增长，分别为13.2亿、20.1亿、

如今的A股市场甚至全球市场都已步入熊途，就算以2017年年末上海莱士每股收益0.17元计算，停牌前公司股价是19.52元，上海莱士的市盈率仍高达115倍。

2010~2019年中国血液制品市场规模及其增速情况



> 数据来源：根据公开资料整理

23.3亿、19.3亿和14.1亿元，增长幅度分别为165.88%、52.56%、15.54%、-17.13%和-3.99%。可以看出，上海莱士的增长速度从高到低并出现了负增长，公司的业务前景并不乐观。

而从利润上看，近年来上海莱士的盈利能力则是走出了“过山车”行情。2014年至2018年第三季度，公司净利润分别为5.11亿、14.4亿、16.1亿、8.36亿和-12.9亿元。从最高的16.1亿元，到最低的亏损12.9亿元，利润差居然高达29亿元。到底是什么原因引发上海莱士从绩优走向绩差？

对此，上海莱士在财报中解释称，“公司主营业务经营稳定，由于资本市场波动，公司证券投资产生较大损失，这是导致净利润亏损的主因，预计2018年度归属于上市公司股东的净利润同比将大幅下降。”

上海莱士可谓“成也股票，败也股票”。以

上海莱士所持股票的公允价值变动净收益来看，2018年前三季度亏损8.97亿元。而2015~2017年这3年其所持股票公允价值变动净收益分别为8.65亿元、1.56亿元、-1.78亿元。

上海莱士的“炒股”之路始于2015年1月，彼时公司宣布拟使用自有资金最高不超过10亿元用于风险投资，使用期限为两年；2016年上海莱士将投资额度上限提升至40亿元，使用期限扩展至3年。

2015年至2018年，上海莱士主要通过二级市场、大宗交易、资产管理计划、信托计划等形式买入和卖出上市公司万丰奥威（002085.SZ）、兴源环境（300266.SZ）等公司的股票。

以万丰奥威为例，2015年1月，上海莱士使用4.96亿元自有资金买入1900万股万丰奥威股票；2016年2月底至3月初，又使用6504.5万元买入万丰奥威股票。2017年，通过二级市场卖出一部分后，上海莱士实现股票买卖投资收益6.68亿元。

而2017年以后，市场行情逆转。当年6月，上海莱士在二级市场使用3.2亿元资金买入万丰奥威股票2005.9万股，均价15.95元/股。到2018年8月，上海莱士在二级市场卖出万丰奥威股票2735.95万股，均价只有7.26元/股。

今年前三季度，上海莱士公允价值变动收益亏损近9亿元，具体构成是万丰奥威亏损7.16亿元、金鸡报晓3号亏损1.19亿元、持盈78号亏损0.46亿元、持盈79号亏损0.15亿元。

依靠股市，上海莱士在2015年至2017年获取了超额收益。2018年当股市高盈利退潮之时，上海莱士的神话也随之破灭。

两大隐患

事实上，作为国内最早开拓海外市场的血

液制品生产企业，上海莱士产品已经远销海外，公司也是国内出口规模最大的血液制品生产企业。

尽管近几年上海莱士有些“不务正业”，将业绩增长寄托在股票投资上，但其业务发展也是稳步增长，扣除炒股所得后，公司现在每年的净利润稳定在6亿元上下。

如此看来，上海莱士也只是“马失前蹄”，回归主业后，公司发展前景是否依然可期？显然不是这样，除了股票亏损外，市场对其更加担心的还有两个方面：一是股权质押，二是商誉减值。这两大风险实际上才是上海莱士所要面对的最大风险。

公开资料显示，上海莱士前两大控股股东科瑞天诚投资控股有限公司、莱士中国有限公司所持有的股票分别有95%和98%被质押。而根据中登公司的股权质押登记数据，截至2018年11月30日，上海莱士总体质押比例为71.81%。复牌后的上海莱士凶多吉少。

除此之外，商誉减值风险也是另一大隐患。2014年以来，上海莱士开始“热衷”并购，让公司营收和净利润翻番的同时，也暗藏较大商誉风险。

2014年是上海莱士通过外延式并购实现“跨越”的一年。当年1月，证监会批准了上海莱士18亿元收购郑州邦和生物药业有限公司（下称邦和生物）的交易方案。这次并购使得上海莱士产生了14.83亿元的商誉。

同年12月，证监会又批准了上海莱士47.5亿元收购同路生物89.77%股权的交易方案。这次并购又增加了39.37亿元的商誉。

一年两次并购所产生的54.2亿元商誉，也使上海莱士在2014年全部A股中商誉排名第10位，位于中国石化（600028.SH）和上海医药

（601607.SH）之间。

2016年11月，上海莱士又耗资5.5亿元收购同路生物剩余10.23%股权，实现对同路生物100%股权控股；同年12月，同路生物使用募集资金及自有资金共计3.69亿元，完成收购浙江海康合计90.00%的股权。

连续大手笔并购，上海莱士的商誉在2017年年底达到57.05亿元，而此时公司的净资产只有125亿元，商誉已接近净资产的一半。

但截至目前，在商誉减值损失方面，上海莱士除了所收购的兴平市莱士单采血浆站有限公司形成计提减值准备273.55万元外，其他商誉并未发生较大减值风险。

2018年11月16日，证监会在官网发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，着重明确上市公司合并形成商誉每年必须减值测试，不得以并购方业绩承诺期间为由，不进行测试。

按照业绩承诺，2014~2016年，同路生物实现的净利润金额应分别不低于2.81亿元、3.68亿元、4.8亿元。年报数据显示，2016年，同路生物实现的净利润金额为4.7亿元，同样没有完成业绩承诺。在完成业绩承诺后，同路生物2017年实现净利润4.36亿元，同比小幅下降。截至2018年9月，上海莱士未对同路生物进行任何商誉减值。

一方面是控股股东大比例股权质押，一方面是面临巨额的商誉减值，上海莱士炒股失手导致业绩亏损所暴露出来的不仅仅是投资的问题，公司经营以及管理权归属都面临极大的不确定性。

此时，上海莱士又抛出400亿元海外并购计划，更像是一种拖延战术。但面对监管新规，公司“被迫”复牌后的连续跌停，上海莱士这场国内最大医药并购案又能否如期而至？

一方面是控股股东大比例股权质押，一方面是面临巨额的商誉减值，上海莱士炒股失手导致业绩亏损所暴露出来的不仅仅是投资的问题，公司经营以及管理权归属都面临极大的不确定性。