

本报告的主要看点:

1. 对血液制品和疫苗行业 2018 及 2019Q1 批签发数据进行了详尽的整理和分析。
2. 从总体上对生物制品行业上市公司年报、一季报进行总结
3. 对行业未来走势和发展趋势进行了展望

生物制品行业 2018 年报 2019 一季报总结及批签发分析

主要内容

- 我们在本报告中对生物制品上市企业的定期报告，以及主要品种的批签发数据进行详细总结分析，回顾行业运行情况的同时展望未来发展。
- 国内血制品行业自 2018 年以来的收入、利润增速改善势头仍在持续。我们估计 2018 年全国采浆量超过 8600 吨，同比增长大约 7%，其中天坛生物、上海莱士、华兰生物和泰邦生物四家公司的采浆量全国占比超过 50%。批签发端人血白蛋白保持两位数增长；静丙基本持平，但我们认为这也与厂家转产其他免疫球蛋白品种（如乙免、破免、狂免）有一定关系；其他特免品种中狂免、乙免保持旺盛增长势头，而破免批签发量有所回落；凝血因子类产品（VIII 因子、PCC、纤原等）作为刚性需求品种，继续保持很高的批签发水平，产销两旺。
- 疫苗行业正处于行业波动后的恢复和发展进程中，批签发货值 2018 年实现大幅提升。疫苗立法进程进一步推进，有望在进一步加强预防接种管理规范的同时，鼓励和支持疫苗研发创新，建立疫苗异常反应补偿制度，促进疫苗行业发展，保障公众健康，维护公共卫生安全。从长期看，存量特别是头部疫苗企业仍然将受益于行业的规范化和法制化。重要品种实现突破性放量，相关企业受益，未来重磅品种的研发和上市争夺仍是行业重点。

投资建议

- 血制品行业和疫苗行业在 2018 年均实现了良好的收入和利润增长，整体批签发量稳定增长。
- 行业的高壁垒决定了其强盈利能力，即使考虑生物制品相对较高的监管和质量风险，依然具有重大投资关注价值。
- 血液制品行业年报和一季报数据呈现清晰地环比逐季度改善节奏，考虑到原料血浆供应增速的下降（增速已经进入个位数区间），我们预计未来原料血浆的稀缺性，以及血液制品的景气度可能重新开始恢复，甚至出现供应缺口。伴随企业逐步恢复和提升采浆量，行业有望出现新一轮量价齐升。而进口白蛋白如不能从 Q1 批签发低谷及时恢复，将使这一过程提前到来。
- 疫苗行业重磅品种 2018 年实现了突破性的放量，相关企业成为行业最大受益者。疫苗行业正在从波动中逐步恢复，我们认为重要品种的研发和上市仍是行业未来最值得关注的焦点，而具备较强研发实力和管线储备的企业仍将是长期成长前景最明朗的竞争者。

重点公司

- 血液制品：华兰生物 博雅生物 天坛生物 等；
- 疫苗：智飞生物 康泰生物等。

风险提示

- 批签发数据和销售情况在时间上并不完全对应；血液制品和疫苗制品的质量风险及行业监管风险，行业性安全事故风险；疫苗品种市场及研发竞争加剧，影响利润水平；进口白蛋白体量恢复上升风险；疫苗研发上市不达预期风险；政策变动和降价控费风险。

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjq.com.cn

内容目录

血液制品行业 2018 年报及 2019 年一季报总结：量价驱动景气恢复.....	5
供应增长放缓，行业景气度不断恢复.....	5
血液制品批签发分析：大品种稳中略升，小品种有明显突破.....	8
疫苗行业：逐步走出行业波动 重磅品种放量可观.....	13
疫苗批签发分析：重磅品种表现突出，部分品种出现波动.....	15
投资建议.....	18
重点公司.....	18
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：我国生物制品批签发货值估计（万元）.....	4
图表 2：2018 年批签发货值前 20 大品种（单位：万元）.....	4
图表 3：国内部分血液制品上市企业相关指标.....	5
图表 4：国内部分血制品企业扣非净利润同比增长情况.....	5
图表 5：国内部分血液制品企业收入同比增长情况.....	6
图表 6：血液制品行业上市公司存货周转天数情况.....	7
图表 7：血液制品行业上市公司应收账款及应收票据周转天数情况.....	7
图表 8：全国采浆量变化情况.....	8
图表 9：国内血液制品企业人血白蛋白批签发情况（按上市公司体系整理，按 10g/瓶折合）.....	9
图表 10：国内血液制品企业静丙批签发情况（按上市公司体系整理，2.5g/瓶折合）.....	10
图表 11：国内血液制品企业人凝血因子 VIII 批签发情况（按 200IU/瓶折合）.....	10
图表 12：国内血液制品企业人纤维蛋白原批签发情况（按 0.5g/瓶折合）.....	10
图表 13：国内血液制品企业人凝血酶原复合物（PCC）批签发情况（按 300IU/瓶折合）.....	10
图表 14：国内血液制品企业狂免球蛋白批签发情况.....	11
图表 15：国内血液制品企业乙免球蛋白批签发情况.....	11
图表 16：国内血液制品企业破免球蛋白批签发情况.....	11
图表 17：人凝血因子(VIII)历年批签发量.....	12
图表 18：PCC 历年批签发量.....	12
图表 19：疫苗企业收入同比增速情况.....	13
图表 20：疫苗企业扣非归母净利润同比增速情况（%）.....	13
图表 21：2018 部分疫苗企业研发投入（注意：包含企业其他业务研发投入）.....	

.....14

图表 22: 智飞生物申报进程中项目.....14

图表 23: 智飞生物在研临床前项目.....14

图表 24: 康泰生物在研项目情况.....15

图表 25: 沃森生物进入申报阶段项目研发情况.....15

图表 26: HPV 疫苗批签发情况.....15

图表 27: 流感嗜血杆菌疫苗批签发情况.....16

图表 28: 水痘疫苗批签发情况.....16

图表 29: 流脑疫苗批签发情况.....16

图表 30: 狂犬病疫苗批签发情况.....17

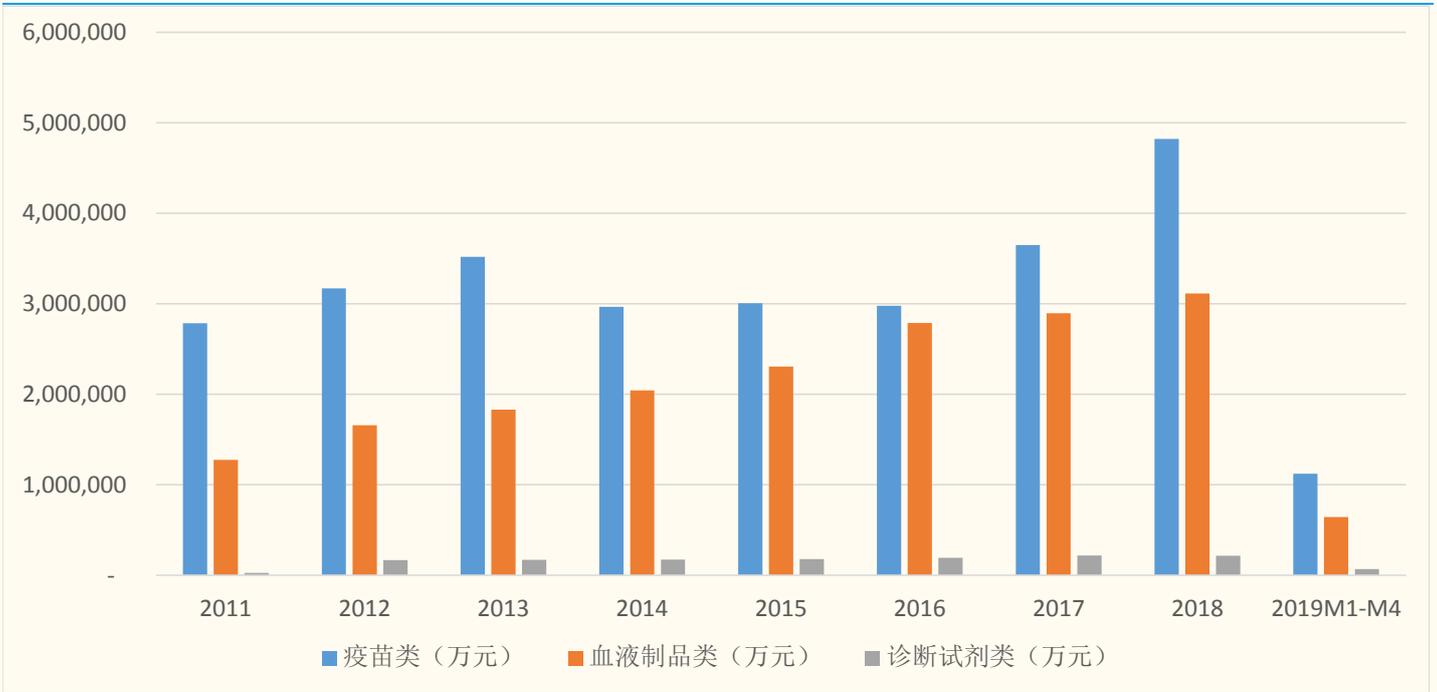
图表 31: 流感病毒疫苗批签发情况.....17

图表 32: 肺炎球菌疫苗批签发情况.....17

图表 33: EV71 病毒疫苗批签发情况.....17

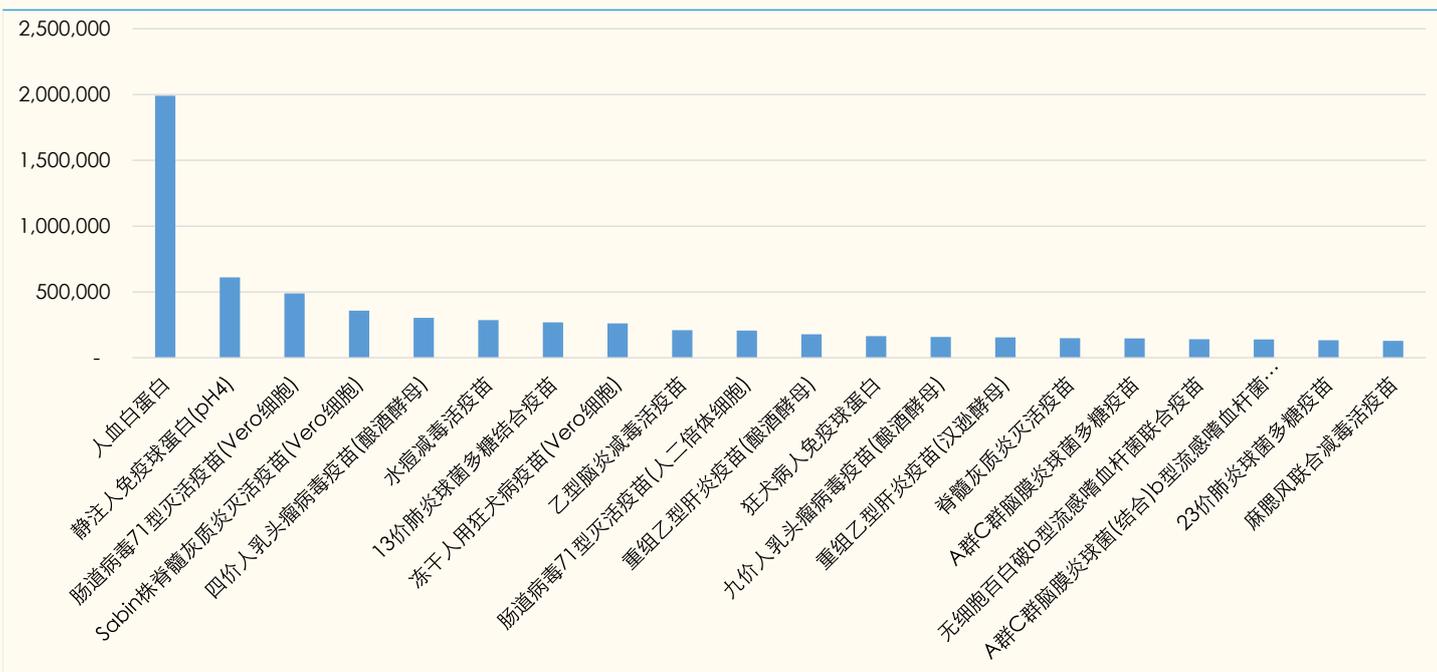
- 生物制品行业上市企业 2018 年报及 2019 年度一季报已经公布，行业上市企业继续实现高质量的整体增长，这与我们在批签发数据端观测到的总量攀升总趋势保持一致。
- 我们将在本报告中对生物制品行业上市企业的定期报告，以及主要品种的批签发数据进行详细总结分析，回顾行业运行情况的同时对未来的发展方向进行展望。

图表 1：我国生物制品批签发货值估计（万元）



来源：药智数据，国金证券研究所，注意批签发并不意味着形成销售

图表 2：2018 年批签发货值前 20 大品种（单位：万元）



来源：药智数据，国金证券研究所，注意批签发并不意味着形成销售

- 如果以批签发货值（并非销售额）初步估计：

- 我国共批签发血液制品类生物制品总货值 311 亿人民币，同比增长 8%，人血白蛋白和静丙等主力品种均实现正增长。在 2017-2018 的销售压力后，行业整体销售情况逐季度改善，未来有望重新提速放量。
- 2018 年我国共批签发疫苗类生物制品总货值 482 亿人民币，同比增长 32%，主要增量来自 HPV(人乳头瘤病毒疫苗)、EV71 (肠道病毒 71 型灭活疫苗)、PCV13 (13 价肺炎球菌多糖结合疫苗)、四价流感病毒裂解疫苗等品种。

血液制品行业 2018 年报及 2019 年一季报总结：量价驱动景气恢复

供应增长放缓，行业景气度不断恢复

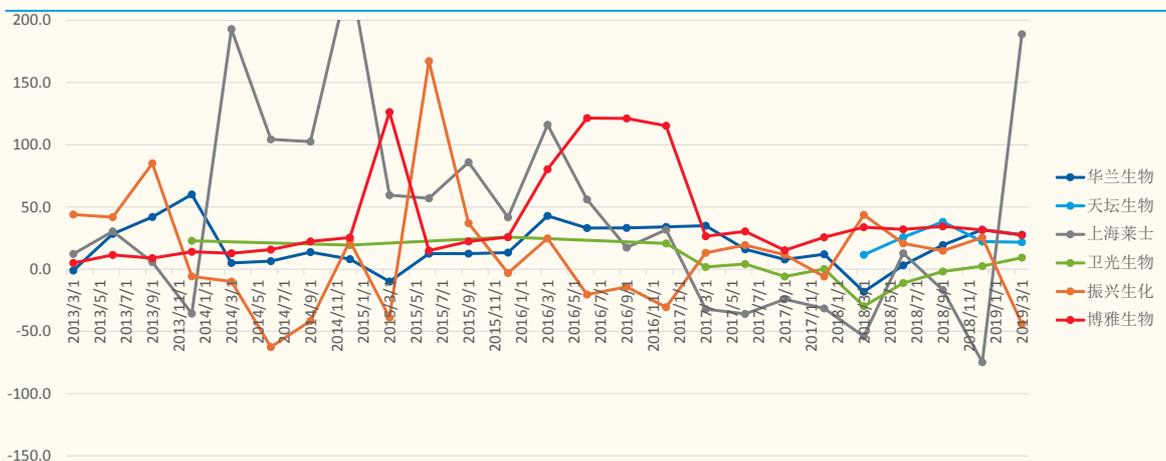
- 2018 年年报和 2019 年一季报，国内血制品行业上市企业继续保持增长，自 2018 年以来的收入、利润增速改善势头仍在持续。
- 根据上市公司公告和行业调研访谈，我们估计 2018 年全国采浆量超过 8600 吨，同比增长大约 7%，其中天坛生物、上海莱士、华兰生物和泰邦生物四家公司的采浆量全国占比超过 50%。
- 从资产负债表端观察，2018 年各季度国内主要血液制品上市企业存货和应收账款/应收票据呈现持续的环比改善，与 2018 年前三季度趋势一致。
- 2019Q1 上市企业的应收和存货规模重新有所扩大，我们认为主要原因是
 - Q1 是春节季度，回款相对较差；
 - 行业景气度提升，企业加快采浆提升，原料和半成品存货增加；
 - 因此，Q1 的短暂背离并不改变行业的整体方向和趋势。

图表 3：国内部分血液制品上市企业相关指标

	现有浆站数量	市值 (亿元)	2018 年血液收入 (亿元)	2017 血液制品收入 (亿元)	2018 血制品业务净利润	2018 血制品业务归母利润	2018 采浆量 (部分为估计值)	吨浆市值 (亿元)	吨浆收入 (万元)	吨浆利润 (万元)	吨浆归母利润 (万元)
上海莱士	41	419.4	18.04	19.15							
华兰生物	25	399.0	24.08	20.78							
天坛生物	57	219.5	29.29	22.31							
振兴生化	13	80.4	8.47	6.81							
博雅生物	12	129.7	9.07	7.45							
卫光生物	7	50.0	6.80	6.24							

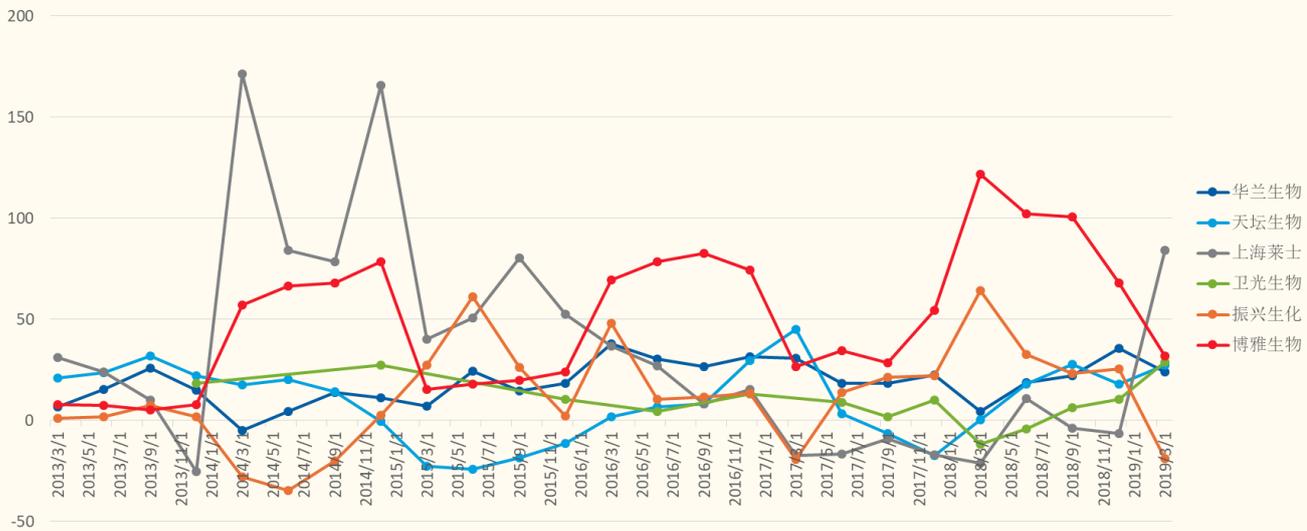
来源：Wind，行业访谈，国金证券研究所

图表 4：国内部分血制品企业扣非净利润同比增长情况



来源：Wind，国金证券研究所，因发生资产重组波动较大，天坛生物仅保留 2018Q1 以后数据

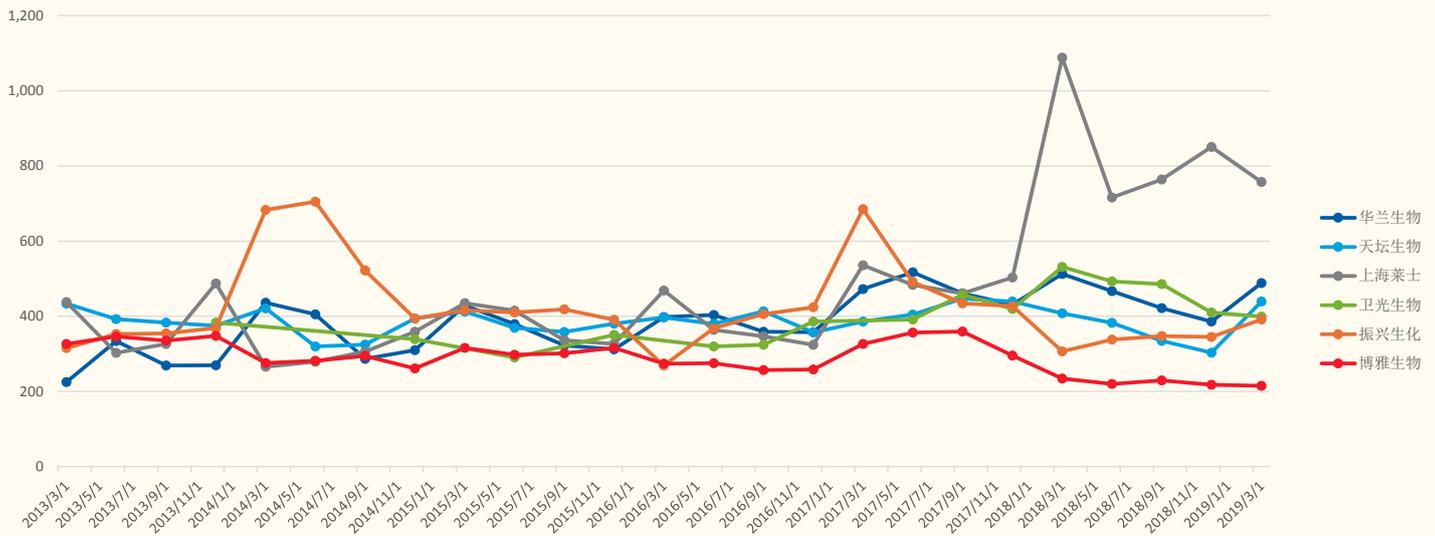
图表 5：国内部分血液制品企业收入同比增长情况



来源：Wind，国金证券研究所

- 我们在前期深度报告《血制品行业投资框架演变和未来趋势分析》中对血液制品行业发展脉络有了清晰的梳理，
 - 2015、2016 年，国内浆站审批提速，采浆量随之加速成长，行业出现“量价齐升”的高度繁荣；
 - 从 2017 年开始，前期采浆量大幅增长带来一定市场消化压力，恰逢公立医院压缩药占比、“两票制”落地带来渠道商出清去库存等事件，血制品行业景气度下降；
 - 在 2017 年-2018 年的血液制品行业调整中，由于采浆成本是血制品成本主要组成部分，在景气度下降时，企业调整采浆计划和激励措施，行业的原料血浆供应增长趋缓。
 - 考虑到原料血浆供应增速的下降（增速已经进入个位数区间），我们预计未来原料血浆的稀缺性，以及血液制品的景气度可能重新开始恢复，甚至出现供应缺口。伴随企业逐步恢复和提升采浆量，有望出现新一轮行业性的量价齐升。
 - 而进口白蛋白如不能从 Q1 批签发低谷及时恢复，将使这一过程提前到来。

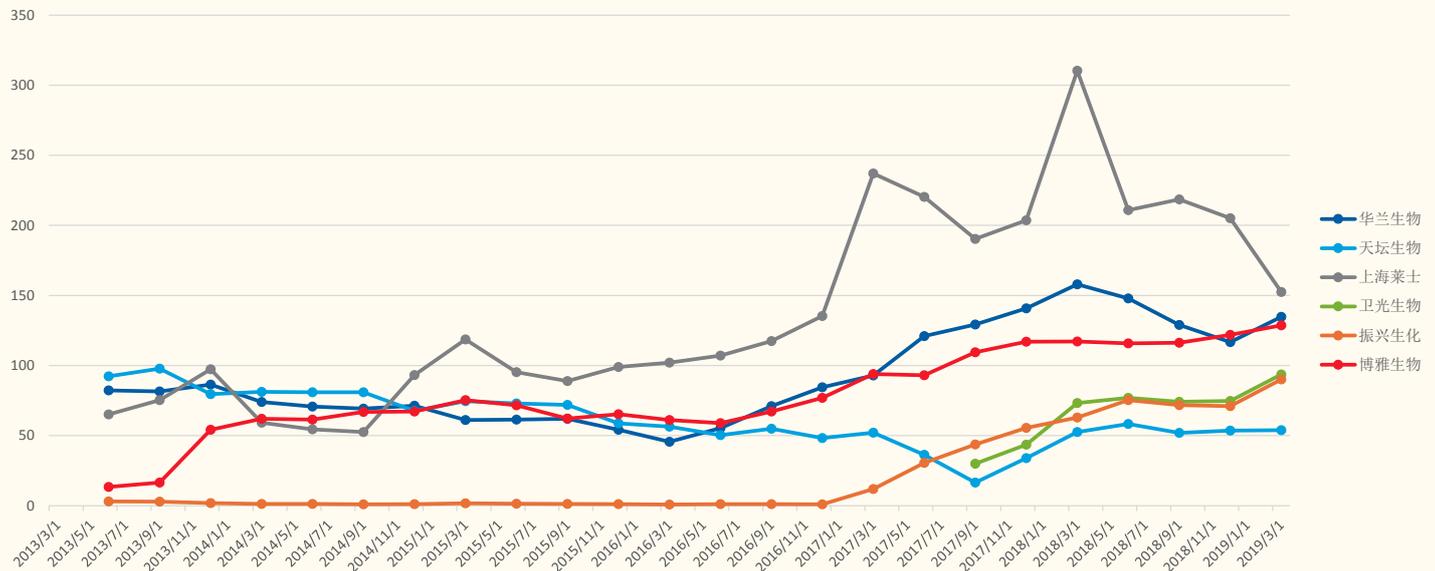
图表 6：血液制品行业上市公司存货周转天数情况



来源：Wind，国金证券研究所

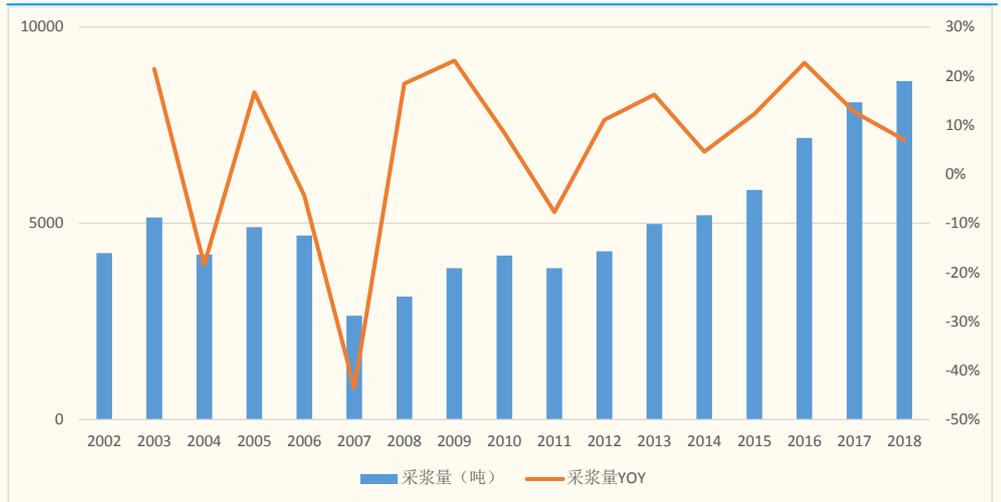
■ 从原料血浆采集角度和收入利润角度考虑，国内血制品企业集中度均仍处于提升状态，龙头血制品企业行业占比不断提升，这一发展方向与国际趋势一致。从目前看，国内最大血制品企业采浆仍不足 1600 吨，这与国际万吨以上采浆的血制品巨头相比仍有较大差距，无论是从采浆拓展还是国内需求角度分析，未来成长前景广阔。

图表 7：血液制品行业上市公司应收账款及应收票据周转天数情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：全国采浆量变化情况



来源：行业访谈，卫健委官网，上市公司年报，国金证券研究所

血液制品批签发分析：大品种稳中略升，小品种有明显突破

- 从批签发角度分析，2018 和 2019Q1 血制品市场继续保持基本稳定的供应格局。
- 2018 年国内人血白蛋白继续保持两位数以上批签发增长，按 10g 折合后批签发约 4700-4800 万瓶，如按照终端售价 380 元计算，市场规模超过 180 亿人民币/年。从目前来看，白蛋白仍然是国内需求最旺盛，增长最稳健的血液制品，也是血液制品行业成长的中流砥柱。
- 进口人白 2018 年市场份额仍稳定在 60%左右，与往年一致；但 2019Q1 进口白蛋白出现了较大比例的批签发下滑，是短期波动还是长期趋势，有待进一步验证。
- 静注人免疫球蛋白（静丙）是全球血液制品市场的支柱品种，但这一品种相对依赖临床推广，由于用药习惯和医保覆盖等原因，在我国市场整体规模次于人血白蛋白。静丙 2016 年以来由于血液制品的销售压力，批签发增速自高位有明显回落，但我们认为这也与厂家转产其他免疫球蛋白品种（如乙免、破免、狂免）有一定关系。
- 其他特免品种中狂免、乙免保持旺盛增长势头，而破免批签发量有所回落。
- 凝血因子类产品（VIII 因子、PCC、纤原等）作为刚性需求品种，继续保持很高的批签发水平，产销两旺。小制品由于生产总量相对较小，生产排期不固定，因此季节和年度波动性较大，长期趋势有待观察。

图表 9：国内血液制品企业人血白蛋白批签发情况（按上市公司体系整理，按 10g/瓶折合）

企业	2017	2018	同比增速	占比	2018Q1	2019Q1	同比增速	占比
Baxalta US Inc.		24,048				460,824		
Baxter AG	3,448,517	4,858,803			547,509	681,573		
Baxter Healthcare Corporation Drug Delivery Division	1,566,866							
Baxter合计	5,015,383	4,882,851	-3%	10%	547,509	1,142,397	109%	13%
CSL Behring AG(瑞士杰特贝林生物制品有限公司)	6,346,404	7,413,971			2,041,769	1,037,682		
CSL Behring GmbH(德国杰特贝林生物制品有限公司)	2,189,987	2,507,425			517,278	276,942		
CSL Behring L.L.C.(美国杰特贝林生物制品有限公司)	1,522,761	2,243,623			768,549	818,386		
CSL合计	10,059,152	12,165,019	21%	26%	3,327,596	2,133,010	-36%	25%
Grifols Biológicos Inc.(美国基立福公司)	3,701,398	2,896,884			1,141,984	493,151		
Instituto Grifols,S.A.(西班牙基立福公司)	2,135,519	3,892,220			719,038			
Grifols合计	5,836,917	6,789,104	16%	14%	1,861,022	493,151	-74%	6%
Octapharma Pharmazeutika Produktions GmbH	2,011,110	1,474,404			216,201			
奥克特玛AB公司(瑞典)	1,049,749	2,569,284			296,344			
Octapharma合计	3,060,858	4,043,688	32%	9%	512,545	-	-100%	0%
SK Plasma Co.,Ltd.	12,701							
进口总计	23,985,010	27,880,662	16%	59%	6,248,673	3,768,558	-40%	44%
成都蓉生药业有限责任公司	1,943,934	1,732,656			300,765	642,906		
贵州中泰生物科技有限公司	78,673	225,696			38,428			
兰州兰生血液制品有限公司	282,182	396,496			64,470	120,391		
国药集团贵州血液制品有限公司		94,960				92,663		
国药集团上海血液制品有限公司	363,003	532,837				67,312		
上海生物制品研究所有限责任公司	13,516							
国药集团武汉血液制品有限公司	680,742	669,092			82,443	95,757		
天坛生物体系合计	3,362,050	3,651,737	9%	8%	486,106	1,019,029	110%	12%
华兰生物工程股份有限公司	1,251,134	1,472,161			387,226	346,394		
华兰生物工程重庆有限公司	1,102,350	1,058,490			52,996	400,341		
华兰生物体系合计	2,353,484	2,530,651	8%	5%	440,222	746,735	70%	9%
山东泰邦生物制品有限公司	1,308,576	1,913,163			409,158	596,175		
贵州泰邦生物制品有限公司	907,506	737,581			304,456	238,148		
西安回天血液制品有限公司	607,463	248,610			31,657	121,860		
CBPO体系合计	2,823,545	2,899,354	3%	6%	745,271	956,183	28%	11%
上海莱士血液制品股份有限公司	1,095,416	1,035,110			279,076	201,056		
同路生物制药有限公司	1,165,670	1,182,493			71,056	254,496		
浙江海康生物制品有限责任公司	89,534	84,462						
郑州莱士血液制品有限公司	78,529							
上海莱士体系合计	2,429,148	2,302,065	-5%	5%	350,132	455,551	30%	5%
江西博雅生物制药股份有限公司	684,393	862,494	26%	1.8%	150,585	175,785	17%	-2.0%
深圳市卫光生物制品股份有限公司	742,568	943,151	27%	2.0%	211,878	275,967	30%	3.2%
广东双林生物制药有限公司	853,063	898,220	5%	1.9%	240,553	153,115	-36%	1.8%
上海新兴医药股份有限公司	170,435	207,129	22%	0.4%	15,136	23,296	54%	0.3%
广东丹鑫生物制药有限公司	86,472							
广东卫伦生物制药有限公司	176,783	279,312	58%	0.6%	74,324	29,515	-60%	0.3%
哈尔滨派斯非科生物制药股份有限公司		255,375		0.5%	7,132	125,742	1663%	1.5%
河北大安制药有限公司	382,056	326,746	-14%	0.7%	13,126	21,922	67%	0.3%
绿十字(中国)生物制品有限公司	186,805	124,086	-34%	0.3%	16,448	32,976	100%	0.4%
绿十字株式会社/韩国	286,560	499,221	74%	1.1%	41,126	81,734	99%	0.9%
南岳生物制药有限公司	646,288	682,542	6%	1.4%	99,037	211,875	114%	2.5%
山西康宝生物制品股份有限公司	763,247	924,971	21%	1.9%	285,566	266,245	-7%	3.1%
四川远大蜀阳药业股份有限公司	1,651,092	1,770,201	7%	3.7%	413,464	171,331	-59%	2.0%
武汉中原瑞德生物制品有限责任公司	338,614	248,862	-27%	0.5%	45,547	33,824	-26%	0.4%
新疆德源生物工程有限公司	86,437	173,839	101%	0.4%		97,684		1.1%
国产合计	18,023,038	19,579,955	9%	41%	3,635,650	4,878,506	34%	56%
总计	42,008,048	47,460,617	13%	100%	9,884,323	8,647,064	-13%	100%

来源：Wind，药智网，国金证券研究所，因批签发数据披露机构较多，不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

图表 10: 国内血液制品企业静丙批签发情况 (按上市公司体系整理, 2.5g/瓶折合)

	2017	2018	yoy	占比	2018Q1	2019Q1	yoy	占比
天坛生物	2,405,248	2,783,517	16%	26%	327,632	460,947	41%	20%
CBPO	1,669,099	1,588,160	-5%	15%	503,509	464,003	-8%	20%
上海莱士	1,523,196	1,277,330	-16%	12%	237,066	106,639	-55%	5%
华兰生物	1,534,514	1,105,631	-28%	10%	180,509	356,998	98%	15%
卫光生物	473,674	698,653	47%	6%	117,021	123,462	6%	5%
博雅生物	483,526	679,044	40%	6%	125,591	103,915	-17%	4%
振兴生化	338,038	411,858	22%	4%	142,125	76,123	-46%	3%
中国医药	101,173	142,821	41%	1%	29,473			0%
其他	2,327,872	2,195,696	-6%	20%	539,368	629,977	17%	27%
总计	10,856,339	10,882,709	0%	100%	2,202,293	2,322,064	5%	100%

来源: Wind, 药智网, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

图表 11: 国内血液制品企业人凝血因子 VIII 批签发情况 (按 200IU/瓶折合)

	2017	2018	占比	yoy	2018Q1	2019Q1	占比	yoy
华兰生物工程股份有限公司	512,149	645,878	38%	26%	139,262	240,454	65%	73%
绿十字(中国)生物制品有限公司	324,739	421,501	25%	30%	24,696	23,777	6%	-4%
山东泰邦生物制品有限公司	170,890	337,318	20%	97%	52,439	74,138	20%	41%
上海莱士血液制品股份有限公司	306,728	242,278	14%	-21%	83,272	29,706	8%	-64%
上海新兴医药股份有限公司	18,538	31,066	2%	68%			0%	
总计	1,333,044	1,678,041	100%	26%	299,669	368,075	100%	23%

来源: Wind, 药智网, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

图表 12: 国内血液制品企业人纤维蛋白原批签发情况 (按 0.5g/瓶折合)

	2017	2018	2018占比	yoy	2018Q1	2019Q1	2019Q1占比	yoy
上海莱士血液制品股份有限公司	488,801	127,453	14%	-74%	16,002	22,504	8%	41%
江西博雅生物制药股份有限公司	261,280	507,007	57%	94%	118,780	121,045	40%	2%
华兰生物工程股份有限公司	70,510	73,648	8%	4%	19,489	2,358	1%	-88%
绿十字(中国)生物制品有限公司	67,700					9,967	3%	
上海新兴医药股份有限公司	51,306	63,648	7%	24%	23,642	28,439	9%	20%
国药集团上海血液制品有限公司	1,742	1,842	0%	6%	1,842		0%	-100%
山东泰邦生物制品有限公司		116,025	13%		16,330	115,217	38%	
总计	941,339	889,623	100%	-5%	196,085	299,530	100%	53%

来源: Wind, 药智网, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

图表 13: 国内血液制品企业人凝血酶原复合物 (PCC) 批签发情况 (按 300IU/瓶折合)

	2017	2018	2018占比	yoy	2018Q1	2019Q1	2019Q1占比	yoy
华兰生物工程股份有限公司	435,550	303,757	46%	-30%	79,385			
山东泰邦生物制品有限公司	166,646	231,016	35%	39%	6,020			
上海新兴医药股份有限公司	49,581	100,393	15%	102%	3,318	9,941	13%	200%
贵州泰邦生物制品有限公司	7,600	22,716	3%	199%	9,043			
上海生物制品研究所有限责任公司	214				37,840	67,725	87%	79%
总计	659,591	657,882	100%	0%	135,606	77,666	100%	-43%

来源: Wind, 药智网, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

图表 14: 国内血液制品企业狂免球蛋白批签发情况

企业	2017	2018	占比	yoy	2018Q1	2019Q1	占比	yoy
四川远大蜀阳药业股份有限公司	853,107	1,594,302	17%	87%	190,649	411,651	19%	116%
华兰生物工程股份有限公司	469,715	1,500,482	16%	219%	182,067	287,146	13%	58%
同路生物制药有限公司	501,000	1,404,694	15%	180%	238,559	221,441	10%	-7%
山东泰邦生物制品有限公司	299,812	962,498	10%	221%	262,460	126,797	6%	-52%
深圳市卫光生物制品股份有限公司	765,711	817,224	9%	7%	86,151	282,556	13%	228%
广东双林生物制药有限公司	1,502,625	752,630	8%	-50%		469,207	22%	
国药集团武汉血液制品有限公司		646,735	7%			126,833	6%	
南岳生物制药有限公司	435,593	483,357	5%	11%		144,522	7%	
江西博雅生物制药股份有限公司	151,212	453,418	5%	200%	65,508			
贵州泰邦生物制品有限公司	659,293	339,154	4%	-49%		67,676	3%	
河北大安制药有限公司		263,744	3%					
上海新兴医药股份有限公司		39,040	0%		13,376			
总计	5,638,068	9,257,278	100%	64%	1,038,770	2,137,829	100%	106%

来源: Wind, 药智网, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

图表 15: 国内血液制品企业乙免球蛋白批签发情况

企业	2017	2018	2018占比	yoy	2018Q1	2019Q1	2019Q1占比	yoy
成都蓉生药业有限责任公司	322,898	349,489	16%	8%	114,443			
四川远大蜀阳药业股份有限公司	470,648	682,275	31%	45%				
华兰生物工程股份有限公司	399,702	300,021	14%	-25%	81,980	66,050	94%	-19%
山东泰邦生物制品有限公司	86,196	216,590	10%	151%				
同路生物制药有限公司	356,046	211,797	10%	-41%	77,359			
深圳市卫光生物制品股份有限公司	120,446	185,968	9%	54%				
南岳生物制药有限公司	43,908	139,539	6%	218%				
广东双林生物制药有限公司		84,199	4%		79,236	3,940	6%	
江西博雅生物制药股份有限公司	77,340			-100%	64,154			
总计	1,877,182	2,169,876	100%	16%	417,172	69,990	100%	-83%

来源: Wind, 药智网, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

图表 16: 国内血液制品企业破免球蛋白批签发情况

企业	2017	2018	2018占比	yoy	2018Q1	2019Q1	2019Q1占比	yoy
山东泰邦生物制品有限公司	577,430	638,298	18%	11%	65,794	247,780	20%	277%
广东双林生物制药有限公司	658,782	552,799	16%	-16%		101,190	8%	
华兰生物工程股份有限公司	276,183	518,287	15%	88%	228,917			
同路生物制药有限公司	246,213	406,089	11%	65%	138,176	145,702	12%	5%
华兰生物工程重庆有限公司	979,916	402,959	11%	-59%		235,763	19%	
四川远大蜀阳药业股份有限公司	260,308	386,452	11%	48%		186,970	15%	
成都蓉生药业有限责任公司	545,369	358,307	10%	-34%	358,307	217,832	17%	-39%
国药集团武汉血液制品有限公司	127,790	140,156	4%	10%				
南岳生物制药有限公司		106,384	3%		106,384			
深圳市卫光生物制品股份有限公司	319,767	53,523	2%	-83%		55,009	4%	
贵州泰邦生物制品有限公司	354,146					69,759	6%	
武汉中原瑞德生物制品有限责任公司	16,228							
总计	4,362,132	3,563,254	100%	-18%	897,578	1,260,005	100%	40%

来源: Wind, 药智网, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同数据供应商和不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

图表 17: 人凝血因子(VIII)历年批签发量



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: PCC 历年批签发量

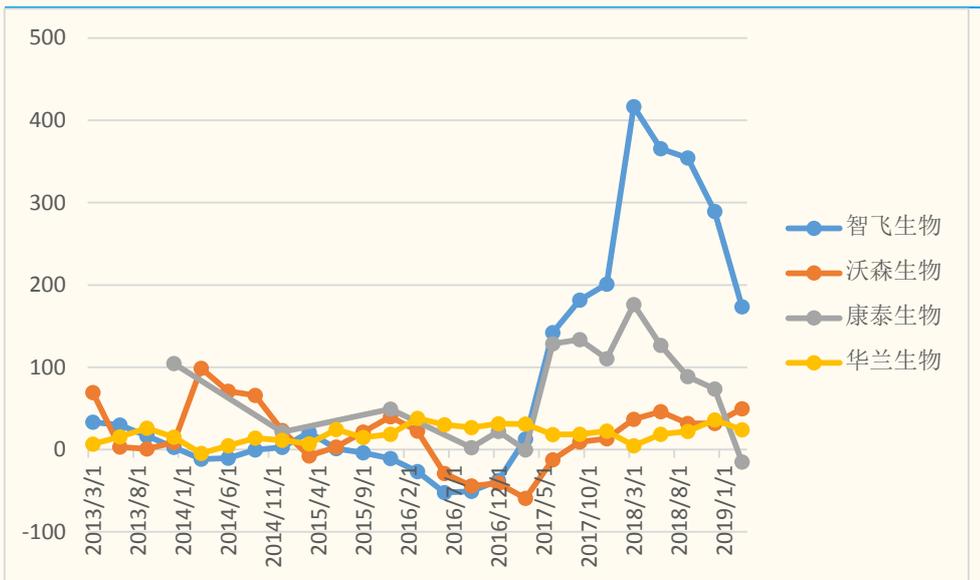


来源: Wind, 国金证券研究所

疫苗行业：逐步走出行业波动 重磅品种放量可观

- 2018 年疫苗行业经历整顿和调整，正处于恢复和发展进程中。
- 2019 年 4 月 28 日，中华人民共和国疫苗管理法（草案）（二次审议稿）征求意见启动，疫苗立法进程进一步推进，有望在进一步加强预防接种管理规范的同时，鼓励和支持疫苗研发创新，建立疫苗异常反应补偿制度，促进疫苗行业发展，保障公众健康，维护公共卫生安全。从长期看，存量特别是头部疫苗企业仍然将受益于行业的规范化和法制化。

图表 19：疫苗企业收入同比增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：疫苗企业扣非归母净利润同比增速情况 (%)

	2013/3/31	2013/6/30	2013/9/30	2013/12/31	2014/3/31	2014/6/30	2014/9/30	2014/12/31	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31	2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31
智飞生物	11	30	16	-31	6	-5	6	16	8	11	16	30	27	-91	-98	-86	0	1,630	7,951	1,501	353	307	292	237	103
沃森生物	33	-11	-51	-65	-364	-197	-380	-764	-1	-16	19	7	19	-106	-89	65	45	76	82	-43	107	210	237	158	2,144
康泰生物					-10				203			109			27	26	-63	35	107	137	366	328	169	134	-9
华兰生物	-1	28	42	60	5	6	14	8	-10	13	13	13	43	33	33	34	35	16	8	12	-18	3	19	32	28

来源：Wind，国金证券研究所

- 2018 年，国内主要疫苗企业凭借核心重磅品种（如智飞生物代理 MSD HPV 疫苗、AC-hib 三联苗，康泰生物四联苗，华兰生物四价流感疫苗、EV71 疫苗等）的放量，业绩取得突破性成长。
- 我们认为从 2018 年行业发生的变化展望未来发展趋势，行业的成长机遇主要来自于两类机会：
 - **核心大品种的研发突破和放量：**行业已经清楚感受到了重磅品种的放量弹性和价值，而未来如出现国产肺炎球菌结合疫苗、国产 HPV 疫苗、人二倍体狂犬疫苗、新的多联疫苗等品种的获批上市，将带来新的放量空间。
 - 但目前无论是从绝对规模还是相对收入比例看，行业研发投入仍处于较低水平，预计随着品种研发在产业中得到进一步重视，以及新兴企业的上市推进（如港股上市康希诺生物，完成材料申报的康华生物，

以及拟发行境外上市外资股票并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市的成大生物)，未来行业的研发竞争将趋于激烈。

- **行业竞争格局变化所带来的机遇：**随着行业的整顿和产能出清，部分品种（如 2018-2019 年的流感疫苗、狂犬疫苗、水痘疫苗、多联疫苗等）的存量参与企业和份额分配迎来洗牌，将孕育另一类结构性调整性的投资机遇。

图表 21：2018 部分疫苗企业研发投入（注意：包含企业其他业务研发投入）



来源：公司公告，国金证券研究所，单位：万元

图表 22：智飞生物申报进程中项目

药品名称	功能主治	注册阶段	进展情况
母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）	用于结核菌潜伏感染高危人群结核病的预防。	申报生产	在审评
重组结核融合蛋白（EC）	用于结核潜伏感染的筛查、卡介苗接种与结核菌感染的鉴别、结核病的临床辅助诊断。	申报生产	在审评
冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）	用于结核菌潜伏感染高危人群结核病的预防。	临床试验	临床进行中
皮内注射用卡介苗（BCG）	接种本疫苗后，可使机体产生细胞免疫应答。用于预防结核病。	临床试验	临床试验准备中
卡介苗纯蛋白衍生物（BCG-PPD）	可用于结核病的临床诊断、卡介苗接种对象的选择及卡介苗接种后机体免疫反应的监测。与鉴别用体内诊断试剂（重组结核融合蛋白（EC））联用，可用于鉴别卡介苗接种后维持阳性、阴转或结核分枝杆菌潜伏感染。	临床试验	临床试验准备中
15价肺炎球菌结合疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	临床试验	临床进行中
福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	预防志贺氏菌引起的感染性疾病。	临床试验	临床进行中
23价肺炎球菌多糖疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	临床试验	临床进行中
组份百白破疫苗	预防百日咳、白喉和破伤风杆菌引起的疾病。	临床申请	在审评
ACYW135群流脑结合疫苗	预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病。	临床试验	临床进行中
ACYW135群脑膜炎球菌（结合）b 型流感嗜血杆菌（结合）联合疫苗	预防脑膜炎球菌和Hib引起的感染性疾病。	临床申请	暂不批准注册
冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5细胞）	接种本疫苗后，可刺激机体产生抗狂犬病病毒免疫力，用于预防狂犬病。	临床研究	临床试验准备中
四价流感裂解疫苗	接种本疫苗后，可刺激机体产生抗流感病毒免疫力，用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	临床研究	临床试验准备中
肠道病毒71型灭活疫苗	预防EV71感染引起的疾病。	临床申请	在审评
流感裂解疫苗	接种本疫苗后，可刺激机体产生抗流感病毒免疫力，用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	临床研究	临床研究现场结束
冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）	接种本疫苗后，可刺激机体产生抗狂犬病病毒免疫力，用于预防狂犬病。	临床研究	临床试验准备中

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：智飞生物在研临床前项目

产品名称	2018年进度及变化	预计进度（2019-2020年）
重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	获得中检院菌种检定合格报告	完成临床前研究 申报临床试验
双价手足口病疫苗	临床前研究	申报临床试验 审评
灭活轮状病毒疫苗	临床前研究	申报临床试验 审评
重组诺如病毒多价疫苗	完成临床前研究和申报前预沟通	申报临床试验 获得临床试验默认许可
寨卡病毒疫苗	菌种库制备和检定	临床前研究 完成临床前研究
冻干人用狂犬病BC01佐剂疫苗（MRC-5细胞）	完成制剂工艺研究及注册申报样品制备	完成动物安评试验及申报前预沟通 申报临床试验

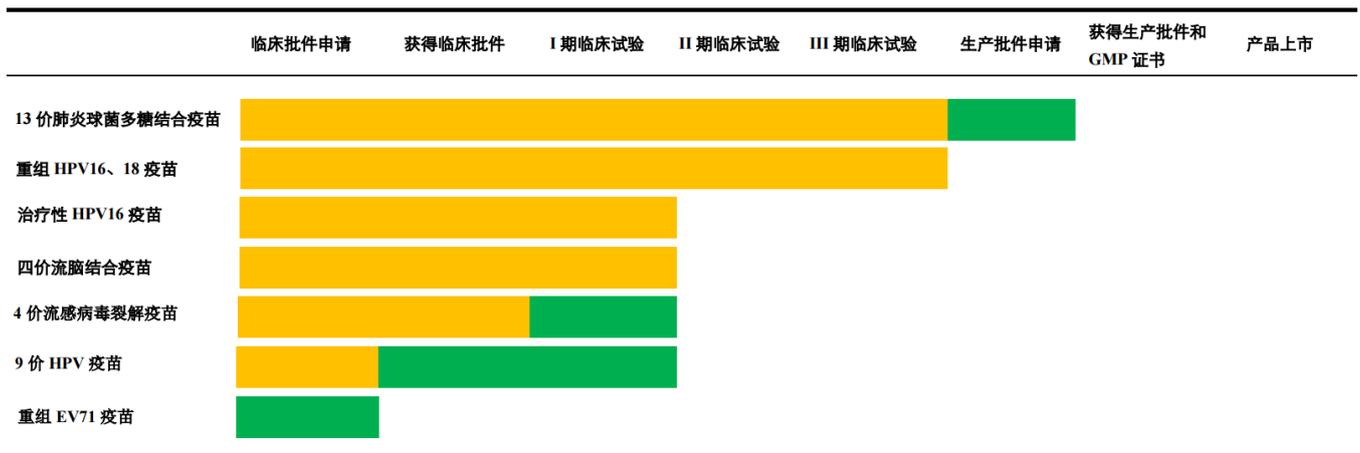
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24: 康泰生物在研项目情况

药品名称	注册阶段	当前进展情况
ACYW 135群脑膜炎球菌多糖疫苗	已申请药品注册批件	审评中
吸附无细胞百白破联合疫苗	已申请药品注册批件	正在进行生产现场工艺核查
冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗	已申请药品注册批件	审评中
ACYW 135群脑膜炎球菌结合疫苗	已完成III期临床研究现场工作, 正处于临床研究总结阶段	临床研究总结
甲型肝炎灭活疫苗	已完成III期临床研究现场工作, 正处于临床研究总结阶段	临床研究总结
13价肺炎球菌结合疫苗	完成III期临床试验数据揭盲工作, 处于临床总结阶段	临床研究总结
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	完成III期临床试验数据揭盲工作, 处于临床总结阶段	临床研究总结
重组乙型肝炎疫苗(汉逊酵母)	已取得临床试验批件, 正处于临床研究阶段	临床进行中
重组肠道病毒71型疫苗(汉逊酵母)	已取得临床试验批件, 正处于临床研究阶段	临床进行中
口服重组B亚单位双价01/0139霍乱疫苗	已取得临床试验批件	临床准备中
冻干水痘减毒活疫苗	已取得临床试验批件	临床准备中
吸附无细胞百白破冻干b型流感嗜血杆菌联合疫苗	已取得临床试验批件	临床准备中
60ug重组乙型肝炎疫苗(酿酒酵母)(免疫调节剂)	已撤回药品注册批件申请, 目前处于临床数据自查阶段	临床数据自查中
Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗(Vero细胞)	已获得临床试验批件, 正处于临床研究阶段	临床进行中
吸附无细胞百白破(组分)联合疫苗	已获得临床试验通知书	获得临床试验通知书
重组人乳头瘤病毒疫苗(HPV)	临床前研究阶段	临床前研究
60ug鼻腔喷雾型乙型肝炎疫苗	临床前研究阶段	临床前研究
腮腺炎减毒活疫苗	临床前研究阶段	临床前研究
单纯疱疹病毒基因工程疫苗	临床前研究阶段	临床前研究
重组B群脑膜炎球菌疫苗	临床前研究阶段	临床前研究
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和b型流感嗜血杆菌联合疫苗	临床前研究阶段	临床前研究
新型佐剂乙肝疫苗	临床前研究阶段	临床前研究
口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗(Vero细胞)	临床前研究阶段	临床前研究

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 沃森生物进入申报阶段项目研发情况



备注: 黄色部分为在研产品研发进度, 绿色部分为报告期初至披露日研发进度最新进展

来源: 公司公告, 国金证券研究所

疫苗批签发分析: 重磅品种表现突出, 部分品种出现波动

- HPV 由于存在庞大的存量人群, 2018 年实现突破性放量, 成为行业最大业绩增长亮点之一。

图表 26: HPV 疫苗批签发情况

	2018	2017	YOY	2019Q 1	2018Q 1	YOY
四价 HPV 疫苗 (MSD, 智飞生物)	3,800,273	348,016	992%	1,253,173	1,228,216	2%
九价 HPV 疫苗 (MSD, 智飞生物)	1,216,102					
双价人乳头瘤病毒吸附疫苗 (GSK)	2,112,000	1,107,150	91%	328,930	620,230	-47%

来源: Wind, 国金证券研究所

- Hib 及其多联疫苗、水痘疫苗作为重要的二类苗品种, 2018 年同样取得长足进步, 批签发增长超过 20%。

图表 27: 流感嗜血杆菌疫苗批签发情况

品种名	企业	2017	2018	占比	yoy	2018Q1	2019Q1	占比2
AC-hib	北京智飞绿竹生物制药有限公司	4,703,953	6,436,805	26%	37%	1,522,001		
百白破-hib四联苗	北京民海生物科技有限公司	1,426,333	5,151,408	21%	261%	656,342		
百白破-hib-IPV五联苗	Sanofi Pasteur SA	2,120,956	2,029,835	8%	-4%		833,464	
hib结合疫苗	成都欧林生物科技股份有限公司		57,067	0%			112,934	
hib结合疫苗	Sanofi Pasteur SA	2,275,319	2,726,033	11%	20%	910,093		
hib结合疫苗	北京智飞绿竹生物制药有限公司	2,122,758	584,816	2%	-72%			
hib结合疫苗	玉溪沃森生物技术有限公司	2,815,359	3,039,727	13%	8%	1,134,659	836,173	47%
hib结合疫苗	北京民海生物科技有限公司	3,650,214	3,806,219	16%	4%	805,807		
hib结合疫苗	兰州生物制品研究所有限责任公司	696,080	460,720	2%	-34%			
汇总		19,810,972	24,292,630		23%	5,028,902	1,782,571	

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 水痘疫苗批签发情况

生产企业	2017	2018	占比	yoy	2017Q1	2018Q1	2019Q1	占比	yoy
长春百克生物科技股份公司	4,879,307	6,507,367	32%	33%	1,178,645	1,392,067	513,618	23%	-63%
长春长生生物科技股份有限公司	3,811,357	4,405,033	22%	16%	1,166,582	1,787,176		0%	-100%
长春祈健生物制品有限公司	3,222,443	3,281,040	16%	2%	1,179,601	265,702	129,962	6%	-51%
上海生物制品研究所有限责任公司	2,373,919	5,757,583	28%	143%		1,507,434	1,436,522	64%	-5%
上海荣盛生物药业有限公司	42,251	487,262	2%	1053%		63,702	179,295	8%	181%
总计	14,329,277	20,438,285	100%	43%	3,524,828	5,016,081	2,259,397	100%	-55%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 流脑疫苗批签发情况

药品名称	生产企业	2017	2018	2018占比	yoy	2018Q1	2019Q1	2019Q1占比	yoy
A群多糖	武汉生物制品研究所有限责任公司	29,840,960	16,623,890	22%	-44%	5,980,815	2,263,250	18%	-62%
A群C群多糖	华兰生物疫苗有限公司		109,075						
A群C群多糖	玉溪沃森生物技术有限公司	11,626,530	17,495,561	23%	50%	3,863,630	3,309,425	27%	-14%
A群C群多糖	兰州生物制品研究所有限责任公司	22,393,100	24,984,160	33%	12%	3,978,990	2,566,525	21%	-35%
多糖疫苗	成都康华生物制品股份有限公司	411,632	369,980	0%	-10%	369,980	130,834	1%	-65%
ACYW 135多糖	长春长生生物科技股份有限公司	395,891	76,530	0%	-81%	76,530			
ACYW 135多糖	华兰生物疫苗有限公司	892,371	1,015,974	1%	14%		114,038	1%	
ACYW 135多糖	北京智飞绿竹生物制药有限公司	1,394,987	1,758,303	2%	26%	811,558			-100%
ACYW 135多糖	玉溪沃森生物技术有限公司	861,601	1,468,611	2%	70%	372,113	525,325	4%	41%
A群C群结合	罗益(无锡)生物制药有限公司	3,296,661	3,522,677	5%	7%	1,029,085	3,343,580	27%	225%
A群C群结合	北京智飞绿竹生物制药有限公司	1,218,057	433,270	1%	-64%				
A群C群结合	玉溪沃森生物技术有限公司	883,635	622,252	1%	-30%	76,889			
AC-hib结合	北京智飞绿竹生物制药有限公司	4,703,953	6,436,805	9%	37%	1,522,001			
总计		77,919,378	74,917,088	100%	-4%	18,081,591	12,252,977	100%	-32%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 狂犬病疫苗、流感疫苗由于行业波动等原因, 2018 批签发规模出现一定下滑。但考虑上述两类疫苗需求相对刚性, 我们认为短期供应下滑不改变长期市场前景, 相反行业变化将带来市场格局重新划分的的机遇, 未来的恢复也将为部分企业贡献增量业绩。
- 四价流感疫苗的出现, 使流感疫苗行业的盈利能力和市场规模发生了较大变化, 未来如四价占比进一步得到提升, 辅以我国流感疫苗接种率的提升(全接种年度不超过 1800 万批签发量, 相较我国历史接种水平高点, 以及美日 50%左右接种率均有较大差距), 其放量价值可观。

图表 30: 狂犬病疫苗批签发情况

品种名	企业	2017	2018	占比	yoY	2018Q1	2019Q1	占比	yoY
人用狂犬病疫苗(鸡胚细胞)	Chiron Behring Vaccines Private Ltd.	267,508		0%	-100%				
人用狂犬病疫苗(地鼠肾细胞)	中科生物制药股份有限公司	3,256,175	3,800,255	6%	17%	372,435	415,575	3%	12%
人用狂犬病疫苗(地鼠肾细胞)	河南远大生物制药有限公司	3,734,040	1,536,705	2%	-59%	473,815	527,725	4%	11%
人用狂犬病疫苗(地鼠肾细胞)	吉林亚泰生物药业股份有限公司	83,290		0%	-100%				
人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	辽宁成大生物股份有限公司	4,268,996	4,405,583	7%	3%	1,237,148	1,044,244	7%	-16%
人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	大连雅立峰生物制药有限公司	392,630	3,374,390	5%	759%	1,062,050	230,950	2%	-78%
人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	吉林迈丰生物药业有限公司	1,584,410	3,210,300	5%	103%	991,950	242,650	2%	-76%
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	成都康华生物制品有限公司	995,086	2,232,127	3%	124%	341,048	423,680	3%	24%
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	辽宁成大生物股份有限公司	22,146,372	18,382,049	28%	-17%	5,940,556	6,548,456	45%	10%
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	广州诺诚生物制品股份有限公司	11,064,910	10,495,765	16%	-5%	4,071,410			
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	宁波荣安生物药业有限公司	13,450,495	8,784,859	13%	-35%	4,353,913	4,723,475	33%	8%
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	长春长生生物科技股份有限公司	18,453,750	6,741,995	10%	-63%	3,279,025			
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	长春卫尔赛生物药业有限公司	309,630	2,477,890	4%	700%	837,880			
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	长春卓谊生物股份有限公司		276,442	0%			280,400	2%	
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	武汉生物制品研究所有限责任公司	58,725	39,015	0%	-34%	39,015			
总计		80,066,017	65,757,375		-18%	23,000,245	14,437,155		-37%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 流感病毒疫苗批签发情况

品种名称	企业	规格	2017	2018	占比	yoY
四价流感病毒裂解疫苗	华兰生物疫苗有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)		5,227,552	29%	
流感病毒亚单位疫苗	中逸安科生物技术股份有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	227,250	322,566	2%	42%
流感病毒裂解疫苗	深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	6,205,726	1,202,892	7%	-81%
流感病毒裂解疫苗	华兰生物疫苗有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	4,993,946	4,170,923	23%	-16%
流感病毒裂解疫苗	长春生物制品研究所有限责任公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	2,646,128		0%	
流感病毒裂解疫苗	北京科兴生物制品有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	2,085,804		0%	
流感病毒裂解疫苗	长春长生生物科技股份有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	1,649,071	2,934,554	16%	78%
流感病毒裂解疫苗	上海生物制品研究所有限责任公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	1,469,970		0%	
流感病毒裂解疫苗	大连雅立峰生物制药有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	930,515	660,648	4%	-29%
流感病毒裂解疫苗	国光生物科技股份有限公司	0.5m l(含各型流感病毒株血凝素应为15μg)	598,337	384,850	2%	-36%
流感病毒裂解疫苗	华兰生物疫苗有限公司	0.25m l(含各型流感病毒株血凝素应为7.5μg)	2,310,802	1,262,813	7%	-45%
流感病毒裂解疫苗	长春长生生物科技股份有限公司	0.25m l(含各型流感病毒株血凝素应为7.5μg)	1,846,018		0%	
流感病毒裂解疫苗	北京科兴生物制品有限公司	0.25m l(含各型流感病毒株血凝素应为7.5μg)	1,288,393		0%	
流感病毒裂解疫苗	长春生物制品研究所有限责任公司	0.25m l(含各型流感病毒株血凝素应为7.5μg)	1,100,001	1,125,278	6%	2%
流感病毒裂解疫苗	上海生物制品研究所有限责任公司	0.25m l(含各型流感病毒株血凝素应为7.5μg)	1,025,869		0%	
流感病毒裂解疫苗	大连雅立峰生物制药有限公司	0.25m l(含各型流感病毒株血凝素应为7.5μg)	798,966	970,487	5%	21%
总计			29,176,796	18,262,563	100%	-37%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 肺炎球菌疫苗市场由于 PCV13 单价远高于 PPSV23, 目前仍由进口企业占据统治地位。如未来国产 PCV13 获批上市, 有望为相关企业带来重大弹性。

图表 32: 肺炎球菌疫苗批签发情况

检品名称	生产企业	2017	2018	yoY	2017Q1	2018Q1	2019Q1	yoY
13价肺炎球菌多糖结合疫苗	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	715,415	3,847,534	438%	82,660	715,982	733,300	2%
	成都生物制品研究所有限责任公司	3,357,410	4,222,060	26%	295,220	1,291,410		
23价肺炎球菌多糖疫苗	玉溪沃森生物技术有限公司	1,190,155	1,615,537	36%		790,979	488,013	-38%
	Merck Sharp & Dohme Corp.	709,788	1,209,653	70%	377,880	2,798,371	1,221,313	-56%

来源: Wind, 国金证券研究所

- EV71 疫苗继续保持快速放量势头, 同时接种率也仍有显著提升空间。作为国产疫苗创新的标杆之一, 其在商业化上的巨大成功将对国内疫苗创新研发产生激励作用。

图表 33: EV71 病毒疫苗批签发情况

检品名称	生产企业	2017	2018	占比	yoY	2017Q1	2018Q1	2019Q1	占比	yoY
肠道病毒71型灭活疫苗(Vero细胞)	北京科兴	2,804,475	13,820,666	46%	393%		4,986,222	2,301,176	48%	-54%
	武汉生物制品研究所	4,962,550	4,620,395	15%	-7%	118,260		501,905	11%	
肠道病毒71型灭活疫苗(人二倍体细胞)	医学生物学研究所	7,978,000	11,611,382	39%	46%	1,608,708	1,586,599	1,971,310	41%	24%
总结		15,745,025	30,052,443	100%	91%	1,726,968	6,572,821	4,774,391	100%	-27%

来源：Wind，国金证券研究所

投资建议

- 血制品行业和疫苗行业在 2018 年均实现了良好的收入和利润增长，整体批签发量稳定增长。
- 行业的高壁垒决定了其强盈利能力，即使考虑生物制品相对较高的监管和质量风险，依然具有重大投资关注价值。
- 血液制品行业年报和一季报数据呈现清晰地环比逐季度改善节奏，考虑到原料血浆供应增速的下降（增速已经进入个位数区间），我们预计未来原料血浆的稀缺性，以及血液制品的景气度可能重新开始恢复，甚至出现供应缺口。伴随企业逐步恢复和提升采浆量，行业有望出现新一轮量价齐升。而进口白蛋白如不能从 Q1 批签发低谷及时恢复，将使这一过程提前到来。
- 疫苗行业重磅品种 2018 年实现了突破性的放量，相关企业成为行业最大受益者。疫苗行业正在从波动中逐步恢复，我们认为重要品种的研发和上市仍是行业未来最值得关注的焦点，而具备较强研发实力和管线储备的企业仍将是长期成长前景最明朗的竞争者。

重点公司

- 血液制品：华兰生物 博雅生物 天坛生物 等；
- 疫苗：智飞生物 康泰生物 沃森生物 华兰生物等。

风险提示

- 批签发数据和销售情况在时间上并不完全对应；
- 血液制品和疫苗制品的质量风险及行业监管风险，行业性安全事故风险；
- 疫苗品种市场及研发竞争加剧，影响利润水平；
- 进口白蛋白体量恢复上升风险；
- 疫苗研发上市不达预期风险；
- 政策变动和降价控费风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH