



Research and
Development Center

浆站扩张带动血制品放量，疫苗业务迎 来快速增长期

—华兰生物(002007)公司首次覆盖报告

唐爱金医药行业首席分析师
执业编号：S1500523080002
联系电话：19328759065
邮箱：tangaijin@cindasc.com

吴欣医药行业分析师
执业编号：S1500523050001
联系电话：15821927090
邮箱：wuxin@cindasc.com

证券研究报告

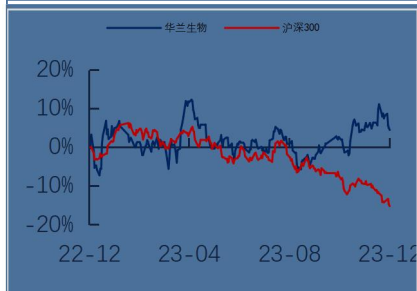
公司研究

公司首次覆盖报告

华兰生物(002007)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	22.02
52周内股价波动区间(元)	24.70-20.40
最近一月涨跌幅(%)	-5.25
总股本(亿股)	18.29
流通A股比例(%)	86.05
总市值(亿元)	402.70

资料来源：iFind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

浆站扩张带动血制品放量，疫苗业务迎来快速增长期

2023年12月29日

报告内容摘要：

◆**疫后血制品市场教育及需求提振。**华兰生物从事血液制品、疫苗、基因工程产品等业务，公司血制品和疫苗业务为收入核心支柱，2019-2022年，公司人血白蛋白和静丙营收整体平稳增长，我们认为或系公司该阶段无新增开业浆站贡献采浆量增量影响。2023H1，公司人血白蛋白营收5.15亿元（同比+8.55%），静丙营收4.71亿元（同比+38.84%），系疫后血制品市场教育及需求提振。

◆**浆站数量和吨浆获利能力是血制品企业盈利的关键，公司新浆站落地有望贡献增量。**我们认为，未来随着我国人口老龄化和血制品市场教育推进、生产企业血浆综合利用能力提升，我国血制品行业未来仍有望持续高景气度，而浆站数量和吨浆获利能力是血制品企业盈利的关键。华兰生物2017-2021年浆站新获批数量很少，2022年新增7家浆站获批进入筹建状态，公司2023H1有4家单采血浆站建成并获得采浆许可证，我们估计2024年有望贡献增量，此外公司积极向有关部门申请单采血浆站，重庆公司拟在巫山、丰都申请新建单采血浆站。从盈利能力来看，2022年公司平均单吨浆站产出略超44.0吨/家，高于天坛生物和上海莱士（此三家为我国行业采浆量TOP3）；华兰吨浆利润为79万元/吨，高于天坛生物，公司整体血浆盈利能力较强。我们认为，随着公司2022年获批的浆站陆续开采，公司未来采浆量具备增长潜力，看好其血制品业务收入增长。

◆**国内四价流感疫苗接种率有提升空间，华兰疫苗新批产品有望贡献增量。**子公司华兰疫苗四价流感疫苗批签发数量和产能保持国内前列，目前公司收入主要由四价流感病毒裂解疫苗贡献。我国流感疫苗总体接种率还有较大提升潜力，今年冬季流感病例高发有望提升群众接种疫苗的意识。此外，华兰疫苗四价流感疫苗（儿童剂型）、狂犬和破伤风疫苗有望贡献未来收入增量，管线里还有等多个疫苗正在按计划开展临床研究或开展临床前研究，我们看好疫苗业务发展。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为53.75/62.00/71.71亿元，归母净利润分别为14.03/16.15/19.03亿元，EPS分别为0.77/0.88/1.04元，PE分别为28.70/24.94/21.16X。我们认为华兰生物血制品业务随着新批浆站开业贡献血浆增量，血制品收入有望快速增长，同时我们看好华兰疫苗在营四价流感疫苗和新批疫苗产品上市贡献增量。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**产品获批上市、取得较好研发进展、行业政策利好。

◆**风险因素：**产品安全性导致的潜在风险、单采血浆站监管风险、新产品开发或低于预期的风险、市场竞争风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,436	4,517	5,375	6,200	7,171
增长率 YoY%	-11.7%	1.8%	19.0%	15.3%	15.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,299	1,076	1,403	1,615	1,903
增长率 YoY%	-19.5%	-17.1%	30.4%	15.1%	17.9%
毛利率%	68.7%	66.1%	69.4%	69.2%	69.8%
净资产收益率 ROE%	15.6%	10.4%	12.4%	13.1%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.59	0.77	0.88	1.04
市盈率 P/E(倍)	41.03	38.45	28.70	24.94	21.16
市净率 P/B(倍)	6.39	3.98	3.57	3.26	2.94

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测、股价为 2023 年 12 月 28 日收盘价

目录

一、公司分析:	5
1、 公司概况	5
2、 财务分析	6
二、行业分析	7
1、 血制品市场教育及需求提振, 看好华兰生物	7
2、 国内流感疫苗接种率有提升空间, 四价流感疫苗替代三价趋势形成	10
三、盈利预测、估值与投资评级	12
1、 盈利预测和假设	12
2、 盈利预测结果	12
3、 估值结论与投资评级	13
四、风险因素	14
1、 产品安全性导致的潜在风险	14
2、 单采血浆站监管风险	14
3、 新产品开发或低于预期的风险	14
4、 市场竞争风险	14

表目录

表 1: 公司及子公司产品介绍	5
表 2: 华兰生物分业务盈利预测假设	12
表 3: 华兰生物盈利预测结果	13
表 4: 华兰生物可比公司估值	13

图目录

图 1: 2019-2023 前三季度公司营收和归母净利润情况	6
图 2: 2019-2023 前三季度公司四项费用率情况	6
图 3: 2019-2023H1 公司业务收入结构情况	7
图 4: 2019-2023H1 分业务毛利率情况	7
图 5: 2019-2023 前三季度公司资产负债率情况	7
图 6: 2019-2023H1 公司血制品细分产品营收情况 (亿元)	7
图 7: 2018-2024E 中国血制品市场规模	8
图 8: 2022 年中国血制品市场结构占比	8
图 9: 2022 年中国血制品行业市场竞争格局	9
图 10: 2011-2022 年中国血制品行业整体采浆量变化	9
图 11: 2017-2023H1 龙头企业浆站数目、采浆量变化	9
图 12: 三家龙头企业血制品单品收入结构及 2022 年吨浆利润对比	10
图 13: 2019-2023Q1-3 华兰疫苗营收和归母净利润情况	10
图 14: 2018-2022 年华兰疫苗流感疫苗批签发情况	10
图 15: 2023-2024 年度我国上市四价流感疫苗基本信息	11

一、公司分析：

1、 公司概况

华兰生物工程股份有限公司（以下简称“华兰生物”或“公司”）是一家从事血液制品、疫苗、基因工程产品研发、生产和销售的国家高新技术企业。

据公司 2023 中报，公司业务包括血液制品、疫苗制品、创新药和生物类似药研发、生产三类业务，其中血液制品有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原、狂犬病人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白等 11 个品种（34 个规格），是我国血液制品行业中血浆综合利用率较高、品种较多、规格较全的企业之一。

公司控股子公司华兰生物疫苗股份有限公司从事疫苗的研发、生产和销售，目前已上市的疫苗产品有流感病毒裂解疫苗、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（儿童剂型）、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）、冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）、吸附破伤风疫苗。

公司参股子公司华兰基因工程有限公司主要开展创新药和生物类似药的研发、生产，目前贝伐单抗已获得药品注册受理通知书，同时曲妥珠单抗、利妥昔单抗、阿达木单抗、地舒单抗、帕尼单抗、伊匹单抗、重组抗 PD-L1 和 TGF- β 双功能融合蛋白注射液和重组抗 BCMA 和 CD3 双特异性抗体注射液已取得临床试验批件，正在按计划开展临床试验。

表 1：公司及子公司产品介绍

应用科室-治疗领域	产品介绍及用途
人血白蛋白	失血创伤，烧伤引起的休克；脑水肿及损伤引起的颅压升高和持续性脑积水；肝硬化及肾病引起的水肿或腹水；低蛋白血症的防治；新生儿高胆红素血症；用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症等
静注人免疫球蛋白（pH）	原发性免疫球蛋白缺乏症、如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异型免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；继发性免疫球蛋白缺乏症，如重症感染、新生儿败血症等；自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病等
人免疫球蛋白	要用于预防麻疹和传染性肝炎，若与抗生素合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效
乙型肝炎人免疫球蛋白	主要用于乙型肝炎预防。适用于：乙型肝炎表面抗原（HBsAg）阳性的母亲所生的婴儿；意外感染的人群；与乙型肝炎患者和乙型肝炎病毒携带者密切接触者
狂犬病人免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒的动物咬伤、抓伤患者的被动免疫
破伤风人免疫球蛋白	主要是用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风抗毒素（TAT）有过敏反应者。
人凝血因子 VIII	本品对缺乏人凝血因子 VIII 所致的凝血机能障碍具有纠正作用，主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子 VIII 缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗。
人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症（单独或联合缺乏）包括：凝血因子 IX 缺乏症（乙型血友病），以及 II、VII、X 凝血因子缺乏症；抗凝剂过量、维生素 K 缺乏症；肝病导致的出血患者需要纠正凝血功能障碍；发生弥散性血管内凝血（DIC）时，凝血因子 II、VII、IX、X 被大量消耗，可在肝素化后应用；各种原因所致的凝血酶原时间延长而拟作外科手术患者，但对凝血因子 V 缺乏者可能无效；治疗已产生因子 VIII 抑制物的甲型血友病患者的出血症状；逆转香豆素类抗凝剂诱导的出血。
人纤维蛋白原	适用于先天性纤维蛋白原减少或缺乏症；获得性纤维蛋白原减少症；严重肝脏损伤；肝硬化；弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。
人纤维蛋白胶	用于烧伤及普通外科手术中局部止血的辅助处理。
外用冻干人凝血酶	局部止血药，辅助用于处理腹部切口创面的渗血。
疫苗（华兰疫苗）	
流感病毒裂解疫苗	可刺激机体产生抗流感病毒的免疫力，用于预防本株病毒引起的流行性感冒

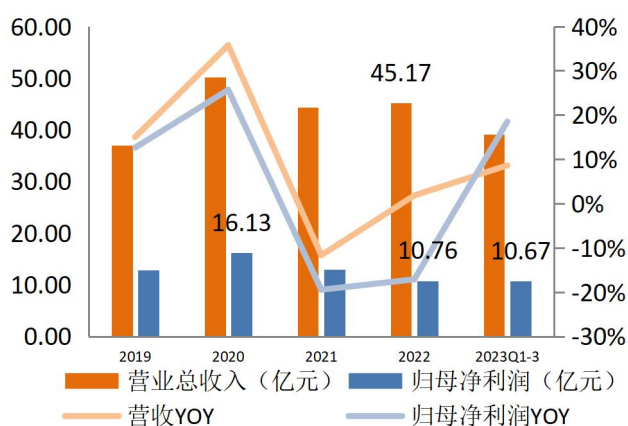
甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗	可刺激机体产生针对甲型 H1N1 流感病毒的抗体，用于此型病毒所致流感流行的免疫预防
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	用于预防 A、C、Y 及 W135 群奈瑟氏脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎
重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	可刺激机体产生抗乙型肝炎病毒的免疫力，用于预防乙型肝炎
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗	可使机体产生体液免疫应答。用于预防 A 群和 C 群脑膜炎奈瑟球菌引起的流行性脑脊髓膜炎
四价流感病毒裂解疫苗	可刺激机体产生抗流感病毒的免疫力；用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感冒
冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	采用狂犬病病毒固定毒株制备的一种 Vero 细胞载体疫苗，用于预防狂犬病
吸附破伤风疫苗	采用破伤风类毒素经佐剂吸附制备的一种疫苗，用于预防破伤风

资料来源：公司 2023 半年报，公司公告，信达证券研发中心

2、 财务分析

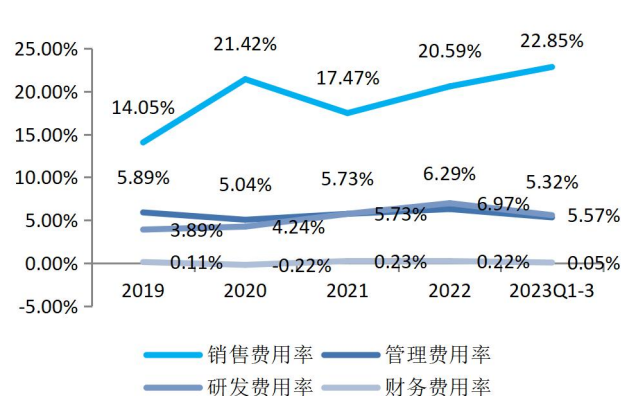
2019-2023Q1-3，公司血制品业务采浆活动和流感疫苗批签发和接种受疫情影响，整体营收和归母净利润保持波动态势，销售费用率呈波动增长趋势。

图 1：2019-2023 前三季度公司营收和归母净利润情况



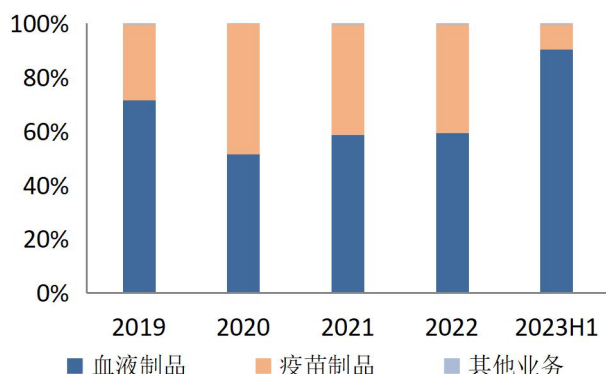
资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 2：2019-2023 前三季度公司四项费用率情况

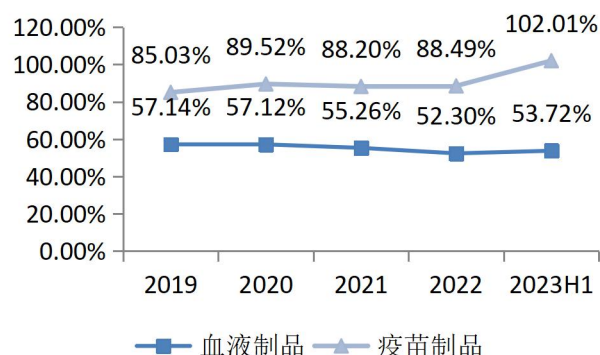


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

从业务收入结构来看，公司血制品和疫苗业务占据核心地位，疫苗毛利率较高但收入受批签发节奏影响较为波动，血制品业务毛利率较为稳定。2019-2022 年，公司人血白蛋白和静丙营收整体平稳增长，我们认为或系公司该阶段无新增浆站（指获批后已开业经营，不含新批但筹建中浆站）贡献采浆量增量影响。其他血液制品增长较快，2023H1，公司人血白蛋白营收 5.15 亿元（同比+8.55%），静丙营收 4.71 亿元（同比+38.84%），系疫后血制品市场教育及需求提振。据华兰生物公告，静丙是抢救新冠肺炎危重患者的重要药品，随着疫情防控常态化的落实，各省市陆续将静注人免疫球蛋白列入新冠治疗药物清单，静丙等药品的市场需求量剧增。我们认为，最近各地陆续迎来呼吸系统疾病的（流感、支原体感染等）感染高峰，临床对静丙和白蛋白的需求量有望增多，叠加库存量比较少，白蛋白和静丙仍然面临供不应求的局面；医生对以静丙和白蛋白为代表的血制品认可度进一步提高，有望促进未来血液制品的学术推广。

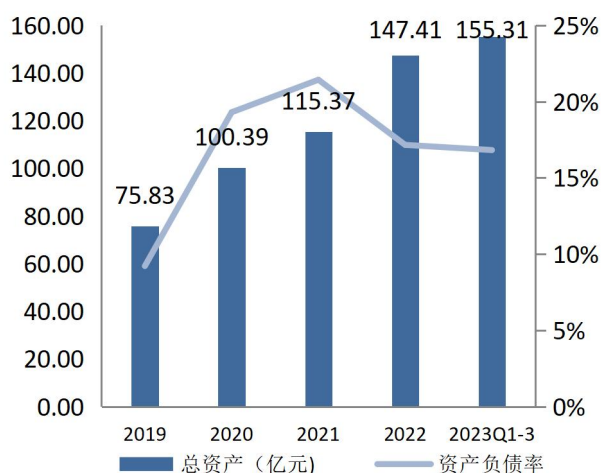
图 3：2019-2023H1 公司业务收入结构情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

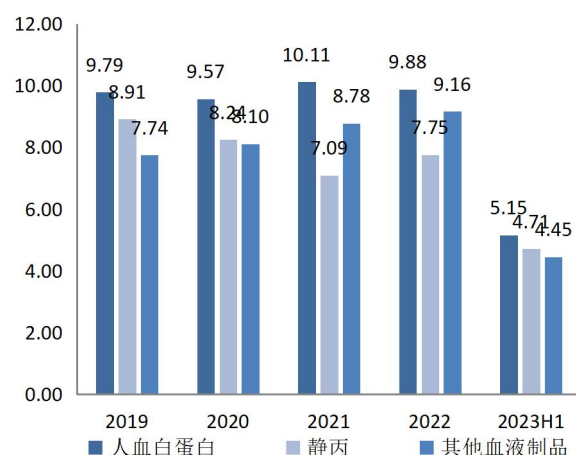
图 4：2019-2023H1 分业务毛利率情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

从资产费用率来看，2019-2023Q1-3，公司负债压力较轻，总资产呈稳定增长态势。

图 5：2019-2023 前三季度公司资产负债率情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 6：2019-2023H1 公司血制品细分产品营收情况（亿元）


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

二、行业分析

1、血制品市场教育及需求提振，看好华兰生物

据天坛生物 2023 中报和派林生物 2022 年报，血液制品是从健康人血液、血浆或特异免疫人血浆中分离、提纯或由重组 DNA 技术制备的，用于治疗 and 预防的蛋白或细胞组分的统称，主要有白蛋白类、免疫球蛋白类和凝血因子类等三大类产品。在医疗抢救及某些特定疾病预防和治疗上，血液制品有着其他药品不可替代的重要作用，属于不可或缺的国家重要战略性储备物资及重大疾病急救药品。

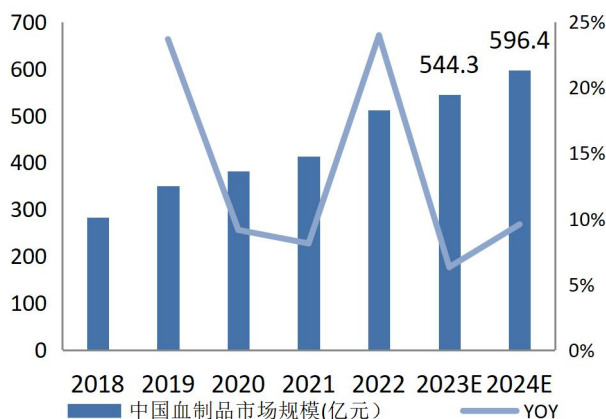
中国血液制品生产始于上世纪 60 年代，我国从 2001 年起不再批准新的血液制品生产企业，我国实行血液制品生产企业总量控制，对血液制品行业严格监管，中国血液制品行业长期处于供不应求的状态，我国年采浆量仅占全球采浆量约 16%，产品种类最多的企业仅 14 种，对比欧美成熟市场我国血液制品行业具备成长潜力。此外，与欧美国家相比，我国血液制品的产量和人均消费量仍存在差距，需求存在较大增长空间。

血制品行业具备高度管制的行业准入壁垒、原料血浆稀缺且不可替代、国家强监管、血制

品长期供不应求、行业集中度不断提高等特点。根据国外血液制品行业发展历程，从 20 世纪末超 100 家至目前仅剩不到 20 家血液制品企业，全球血液制品企业不断通过并购重组走向集中，海外血液制品企业产量前五位的企业市场份额占比超 80%，行业整体呈寡头垄断格局。近年来我国血液制品企业通过兼并收购等方式，使我国血液制品行业集中度不断提升，目前已形成天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物、派林生物为行业第一梯队千吨级大型血液制品企业的竞争格局，但相比欧美成熟国家行业集中度偏低。长远来看，行业整合仍为大趋势，拥有资源、资金、技术、规模等大公司优势愈发明显，领先企业与一般企业之间的分化日益加剧，血液制品行业集中度或将进一步提高。

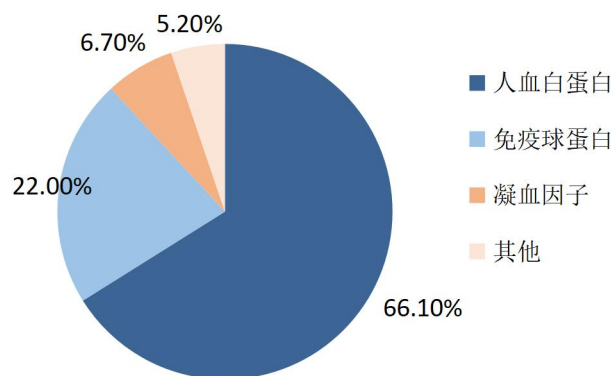
中商产业研究院发布的《2022-2027 年中国血液制品产业发展趋势及投资风险研究报告》显示，2022 年中国血制品市场规模约为 512 亿元（同比+24.0%），并预测 2023/2024 年市场规模将分别达到 544.3/596.4 亿元。2022 年中国血制品市场中人血白蛋白规模占比最高，达 66.1%，免疫球蛋白和凝血因子市场占比分别为 22.0%、6.7%。目前，中国血制品市场集中度较高，2022 年前三企业采浆量合计占全国总采浆量的 45%，如图 9 所示，天坛生物凭借 20% 的市场份额排名第一，上海莱士和华兰生物市场份额分别为 14% 和 11%。

图 7：2018-2024E 中国血制品市场规模



资料来源：网易、中商情报网、信达证券研发中心

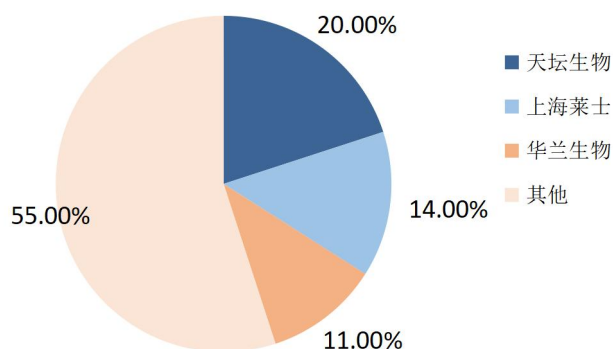
图 8：2022 年中国血制品市场结构占比



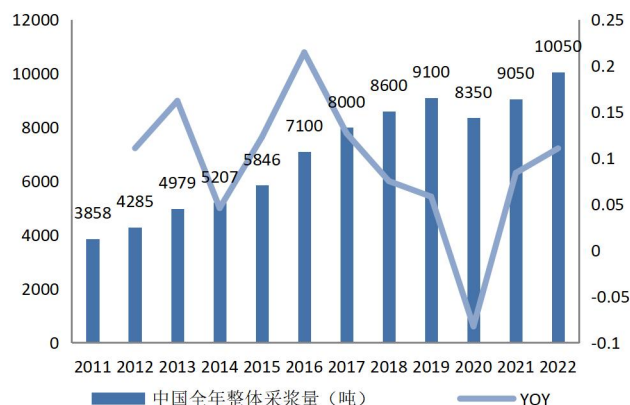
资料来源：网易、中商情报网、信达证券研发中心

疫后血制品市场教育及需求提振。我们认为，未来随着我国人口老龄化和血制品市场教育推进、生产企业血浆综合利用能力提升，我国血制品行业未来仍有望持续高景气度。浆站数量和吨浆获利能力是血制品企业盈利的关键。

近年来，国内血液制品企业通过申请报批单采血浆站，提高采浆量，扩大产量，国内血液制品销售市场维持良好增长势头。据前瞻产业研究院，2011 年，国家卫生部提出了“倍增”计划，即在未来五年内将中国的采浆总量提升一倍。在“倍增”计划的推动下，各地区兴建血站及单采血浆站，2011-2016 年，全国单采血浆站数量从 146 个增加至 226 个，CAGR 达 11.5%。企业调动民众献血积极性，着力提升单站采浆量，五年间，单站平均采浆量从 26.4 吨增加至 31.4 吨，CAGR 为 4.4%。总采浆量从 3858 吨提升至 7100 吨，基本实现“倍增”的目标。近年来，受疫情影响，全国采浆量增速有所放缓，2022 年我国采浆量首次突破万吨规模，但与实际血浆需求量仍存在较大的差距，由于除白蛋白外其他血制品进口受限，我国血制品实现自给自足还需时间。

图 9：2022 年中国血制品行业市场竞争格局


资料来源：网易、中商情报网、信达证券研发中心

图 10：2011-2022 年中国血制品行业整体采浆量变化


资料来源：前瞻产业研究院、公司 2020 年报，上海莱士 2021-2022 年报，信达证券研发中心

经统计分析三家龙头企业 2017-2023H1 的浆站数和每年采浆量，我们发现天坛生物 2020-2023 年浆站获批数量增加明显，带动采浆量在 2022 年增量较高，由于新开业浆站采浆量达峰需要时间，采浆量充足兑现的时间会延后几年。

据三家上市公司公告，以在营基站（不含筹建中）为基数计算：

- 1) 2022 天坛生物平均单体浆站产出略超 33.92 吨/家。
- 2) 上海莱士自 2017 年以来新获批浆站不多，但采浆量呈波动增长态势，说明单体浆站平均产出有所提升，2022 年上海莱士平均单体浆站产出略超 34.2 吨/家。
- 3) 华兰生物 2017-2021 年浆站新获批数量很少，2022 年新增 7 家浆站获批进入筹建状态，公司 2023 年上半年有 4 家单采血浆站建成并获得单采血浆许可证，我们估计 2024 年有望贡献增量，此外公司积极向有关部门申请单采血浆站，重庆公司拟在巫山、丰都申请新建单采血浆站。**2022 年华兰生物平均单体浆站产出略超 44.0 吨/家，高于天坛生物和上海莱士。**

图 11：2017-2023H1 龙头企业浆站数目、采浆量变化

	天坛生物			上海莱士			华兰生物		
	在营浆站 (家)	筹建中浆站 (家)	采浆量 (吨)	在营浆站 (家)	筹建中浆站 (家)	采浆量 (吨)	在营浆站 (家)	筹建中浆站 (家)	采浆量 (吨)
2017	47	8	超过1400	39	0	超过1000	24	1	近1100
2018	49	8	1568.07	41	0	1180	25	0	
2019	52	6	1706	41	0	1230	25	0	
2020	55	-	1713.51	41	0	超过1200	25	0	超过1000
2021	58	24	1809	41	0	1280	25	0	超过1000, 持平2020年
2022	60	32	2035	41	1	突破1400	25	7	超过1100
2023H1	76	26		42	1	同比稳中有增	28	4	

资料来源：华兰生物、天坛生物和上海莱士各年年报、信达证券研发中心

从吨浆盈利能力层面分析：凝血因子类产品净利率可能更高。上海莱士凝血因子类血制品收入占比高于天坛与华兰，可能是其吨浆利润更高的原因之一，华兰生物整体血浆盈利能力较

强。我们认为，随着公司 2022 年获批的浆站陆续投入运营，公司未来采浆量具备增长潜力，看好其血制品业务收入增长。

图 12：三家龙头企业血制品单品收入结构及 2022 年吨浆利润对比

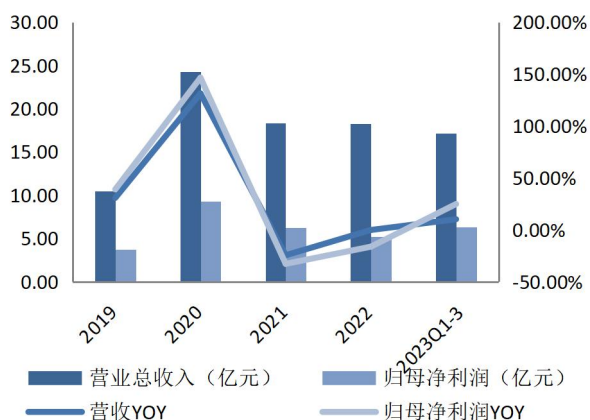
	天坛生物		华兰生物		上海莱士	
	2023H1 营收(亿元)	YOY	2022 营收(亿元)	YOY	2022 营收(亿元)	YOY
人血白蛋白（非进口）	11.96	35.65%	11.96	-2.29%	14.89	23.50%
静丙	10.98	46.07%	10.98	9.33%	13.13	23.05%
其他血液制品	3.88	68.41%	3.88	4.37%	9.68	-8.28%
	2022 年		2022 年		2022 年	
净利润（亿元）	12.05		8.97		13.63	
收入（亿元）	42.44		14.86		22.81	
采浆量（吨）	2035		1150		1450	
吨浆利润(万元/吨)	59.21		78		94.02	

资料来源：华兰生物、天坛生物和上海莱士公司公告、信达证券研发中心整理，注：天坛生物未披露 2022 年单品结构，故采用 2023H1 数据；华兰生物血制品业务净利润为我们估计自总利润扣除疫苗业务净利润，与实际情况存在误差；上海莱士 2022 年存在 27 亿元进口白蛋白营收，我们用毛利占比剔除其净利润后计算

2、国内流感疫苗接种率有提升空间，四价流感疫苗替代三价趋势形成

公司 2005 年成立疫苗公司，后分拆上市，为华兰疫苗（301207），据华兰疫苗 2023 年中报，该公司目前是我国最大的流感疫苗生产基地，具备年产一亿剂四价流感疫苗的产能，四价流感疫苗批签发批次数量保持国内前列。目前公司收入也主要由四价流感病毒裂解疫苗贡献。

图 13：2019-2023Q1-3 华兰疫苗营收和归母净利润情况



资料来源：iFind、华兰疫苗公司公告、信达证券研发中心

图 14：2018-2022 年华兰疫苗流感疫苗批签发情况

批签发数量（万剂）	流感疫苗	四价流感疫苗	三价流感疫苗
2018	852.3	512.20	
2019	1293.40	836.10	
2020	2315.30	2062.40	
批签发批次（批）			
2021	100	96	4
2022	103	91	12
2023 年中报披露日	72	-	-

资料来源：华兰疫苗 2023 年中报、信达证券研发中心

据金迪克 2022 年报，流感病毒毒株每年都可能出现变异，故每年均需接种流感疫苗，流感疫苗有效期为一年。北半球流感季主要是从每年 9 月至次年 5 月，对应的当季流感疫苗销售周期为每年 8 月至次年 6 月，销售旺季主要集中在 9-12 月，次年 1-6 月为销售淡季。北半球流感疫苗企业每年 3 月左右领到 WHO 预测的当期流感季可能流行的毒株后组织生产，经过生产、检验、批签发后，产品一般于当年 8 月开始上市销售。因此，主营流感疫苗企业经营业绩也随之出现明显的季节性波动特征，即业绩主要集中体现在下半年。

WHO 报告显示，2021 年全球流感疫苗分发剂次（10 亿剂）、销售额（80 亿美元），在 47 个疫苗品种中均排名第二，为仅次于新冠疫苗的最大单品种疫苗。2018 年后随着四价流感疫苗上市同时国家鼓励重点人群每年接种流感疫苗，行业已进入快速增长轨道：

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>10

(1) **中国流感疫苗未来市场增长潜力较大。**目前我国流感疫苗总体接种率约 3%，远低于欧美及东亚地区水平。同时 WHO 强调老人小孩慢病患者等重点人群流感疫苗接种率需达到 75% 目标，目前国内重点人群接种率不足 5%，但欧美、东亚其他地区的重点人群均超过了 60%。中国 18 岁以下儿童、60 岁以上老人重点人群基数约 5.17 亿人，随着国家政策推动、老百姓接种意识提升，流感疫苗市场增长空间较大。

(2) **政策推动有利于流感疫苗接种率提升。**为了推动流感疫苗的接种，疾控中心自 2018 年以来每年颁布《流感疫苗预防接种指南》，鼓励重点人群每年接种流感疫苗，此外，为提升流感疫苗接种率，目前国家主要推动了两个具体措施：一是鼓励有条件的地区以政府采购的方式免费给辖区内的部分重点人群接种（如 60 岁以上老人、学龄儿童、医护人员等），目前全国约有 256 个区县实施免费接种政策，2021 年实施免费接种政策的地区重点人群接种率达到了 38%。二是在部分地区鼓励用医保卡的个人部分支付接种流感疫苗费用，目前全国约有 10 个省 132 个区县实施了这个政策。我国人口基数大，目前接种率低，随着政策推动、老百姓疫苗接种意识提升，流感疫苗接种的渗透率有望逐步的提升。

(3) **四价流感疫苗替代三价流感疫苗的趋势已经形成。**

2023 年 9 月，中国疾病预防控制中心发布《中国流感疫苗预防接种技术指南(2023-2024)》，本指南建议所有 ≥6 月龄且无接种禁忌的人都应接种流感疫苗，并公示 2023-2024 年度我国上市四价流感疫苗基本信息如下图 14 所示（含国光生物科技股份有限公司）：

图 15：2023-2024 年度我国上市四价流感疫苗基本信息

疫苗名称	抗原含量	疫苗规格	适用人群	接种方式	生产供应厂家（按厂家首字母拼音排序）
四价流感病毒裂解疫苗	含每种抗原组份血凝素 7.5 μg	0.25ml/支	6 月龄-35 月龄婴幼儿	肌肉注射	华兰生物疫苗股份有限公司
	含每种抗原组份血凝素 15.0 μg	0.5ml/支	6 月龄及以上人群	肌肉注射	上海生物制品研究所有限责任公司 深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司
	含每种抗原组份血凝素 15.0 μg	0.5ml/支	3 岁及以上人群	肌肉注射	北京科兴生物制品有限公司 长春生物制品研究所有限责任公司 国光生物科技股份有限公司 华兰生物疫苗股份有限公司
					武汉生物制品研究所有限责任公司
四价流感病毒亚单位疫苗	含每种抗原组份血凝素 15.0 μg	0.5ml/支	3 岁及以上人群	肌肉注射	江苏中慧元通生物科技股份有限公司

资料来源：中国疾病预防控制中心、信达证券研发中心整理

四价流感疫苗（儿童剂型）、狂苗和破伤风苗有望贡献未来收入增量。依托公司的研发技术平台优势，公司研发的吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗、冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib 疫苗）、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗等多个疫苗正在按计划开展临床研究或开展临床前研究，2022 年 2 月，公司四价流感疫苗（儿童剂型）取得药品注册批件，并于 2022 年流感季投放市场。冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）、吸附破伤风疫苗于 2023 年 2 月双双取得《药品注册证书》，正在开展生产及销售工作；此外，公司正在积极开展流感病毒 mRNA 疫苗等多款 mRNA 疫苗的研发。随着募集资金的投入及使用，公司将持续推进疫苗新产品的研发，丰富产品管线，增加新的利润增长点。

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们基于对各业务未来发展的研究，假设：

(1)血液制品板块：据公司 2023 中报，公司白蛋白、静丙和其他血制品收入分别同比增长 8.55%、38.84%和-4.84%，我们看好静丙增长潜力，预计白蛋白 2023-2025 年收入增速分别为 8.00%/8.00%/8.00%，预计静丙 2023-2025 年收入增速分别为 35.00%/20.00%/20.00%，预计其他血液制品 2023-2025 年收入增速分别为-0.22%/7.00%/7.00%；

(2)疫苗板块：参考华兰疫苗公司 2023 年三季报，我们看好主营四价流感疫苗放量及新增产品四价流感疫苗（儿童剂型）、狂苗和破伤风苗的未来收入增量，我们估计 2023-2025 年该业务营收增速分别为 28.0%/20.0%/20.0%；

(4)费用率：我们估计 2023-2025 年销售费用率分别为 23.00%/23.00%/23.00%，管理费用率分别为 5.50%/5.50%/5.50%，研发费用率分别为 5.70%/5.70%/5.70%；

表 2：华兰生物分业务盈利预测假设

项目	指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入（亿元）	44.36	45.17	53.75	62.00	71.71
	yoy	-11.69%	1.83%	19.00%	15.35%	15.65%
	毛利率	87.09%	88.01%	85.85%	85.83%	85.67%
血液制品合计						
	收入（亿元）	25.98	26.79	30.27	33.86	37.98
	yoy	0.27%	3.12%	13.00%	11.85%	12.16%
	毛利率	55.27%	52.30%	53.79%	53.89%	53.99%
白蛋白	收入（亿元）	10.11	9.88	10.67	11.52	11.52
	yoy	53.31%	-2.27%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	53.31%	49.80%	52.49%	52.49%	52.49%
静丙	收入（亿元）	7.09	7.75	10.46	12.56	12.56
	yoy	-13.96%	9.31%	35.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	55.57%	52.00%	56.42%	56.42%	56.42%
其他血液制品	收入（亿元）	8.78	9.16	9.14	9.78	9.78
	yoy	8.40%	4.33%	-0.22%	7.00%	7.00%
	毛利率	57.29%	55.24%	52.29%	52.29%	52.29%
疫苗	收入（亿元）	18.25	18.18	23.27	27.92	27.92
	yoy	-24.62%	-0.38%	28.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	88.22%	88.50%	90.00%	88.00%	88.00%
费用率	销售费用率	17.47%	20.58%	23.00%	23.00%	23.00%
	管理费用率	5.71%	6.30%	5.50%	5.50%	5.50%
	研发费用率	5.72%	6.97%	5.70%	5.70%	5.70%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心测算

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 53.75/62.00/71.71 亿元，归母净利润分别为 14.03/16.15/19.03 亿元，EPS 分别为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>12

0.77/0.88/1.04 元，PE 分别为 28.70/24.94/21.16X。

表 3：华兰生物盈利预测结果

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4,436	4,517	5,375	6,200	7,171
同比（%）	-11.7%	1.8%	19.0%	15.3%	15.6%
归属母公司净利润（百万元）	1,299	1,076	1,403	1,615	1,903
同比（%）	-19.5%	-17.1%	30.4%	15.1%	17.9%
毛利率（%）	68.7%	66.1%	69.4%	69.2%	69.8%
ROE%	15.6%	10.4%	12.4%	13.1%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.59	0.77	0.88	1.04
P/E	41.03	38.45	28.70	24.94	21.16

资料来源：iFind、公司公告，信达证券研发中心预测、股价为 2023 年 12 月 28 日收盘价

3、估值结论与投资评级

我们选取天坛生物、上海莱士、派林生物和卫光生物作为华兰生物可比公司，2024 年行业可比公司平均 PE 估值为 29.09 倍。我们认为华兰生物血制品业务随着新批浆站开业贡献血浆增量，血制品收入有望快速增长，同时我们看好华兰疫苗在营四价流感疫苗和新批疫苗产品上市贡献增量。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表 4：华兰生物可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE(倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600161.SH	天坛生物	500.60	8.81	11.19	13.48	16.40	56.82	44.73	37.13	30.53
002252.SZ	上海莱士	528.32	18.80	22.09	25.86	30.42	28.10	23.92	20.43	17.37
000403.SZ	派林生物	195.25	5.87	5.52	7.02	8.37	33.25	35.35	27.82	23.32
002880.SZ	卫光生物	79.65	1.17	2.22	2.57	3.02	67.82	35.95	30.98	26.36
行业均值							46.50	34.99	29.09	24.39
002007.SZ	华兰生物	402.70	10.76	14.03	16.15	19.03	38.45	28.7	24.94	21.16

资料来源：iFind 一致预测、信达证券研发中心、注：股价为 2023 年 12 月 28 日收盘价，*为信达证券研发中心预测

四、风险因素

1、 产品安全性导致的潜在风险

血液制品的原料是健康人血浆，由于其原材料的特殊性，使得该类制品可能因产品安全问题导致重大医疗事故。同时，由于受科学技术及人类认知水平的限制，仍有许多病毒尚未被人类发现，存在因未知病毒导致血源性疾病传播的潜在风险；疫苗产品用于大众人群相应疾病的预防，但因个人体质差异会出现不同程度的不良反应，甚至可能会发生严重不良反应（包括偶合反应），若不能依法及时处置，可能导致部分消费者对公司产品的不信任，轻则影响产品销售，重则危害行业声誉，因此，存在一定的行业风险。

2、 单采血浆站监管风险

单采血浆站持续规范运营对血液制品企业的整体经营至关重要。尽管公司对各下属单采血浆站在浆源拓展、血浆采集及浆站管理等方面均建立了一整套规范管理制度，积累了丰富的管理经验，但未来仍然存在因管理疏忽而面临处罚的风险。

3、 新产品开发或低于预期的风险

研发的过程中可能会存在现有技术水平和条件下难以克服的技术困难，或由于国家政策因素、市场因素、产品设计缺失、临床效果不佳、成本超出预估等因素造成研发进度延迟或研发产品失败等方面的风险，给公司的发展造成一定的影响。

4、 市场竞争风险

目前血制品行业有天坛生物、上海莱士和派林生物等对公司造成竞争压力的公司，白蛋白面临进口产品的竞争压力，若公司没有积极应对市场变化，产品销售可能面临不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,851	8,077	9,178	10,639	12,567
货币资金	693	1,099	1,817	2,592	3,779
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,830	2,232	2,651	3,060	3,538
预付账款	37	29	33	37	43
存货	1,359	1,447	1,550	1,801	2,039
其他	2,933	3,271	3,127	3,148	3,169
非流动资产	4,686	6,664	6,855	6,927	7,022
长期股权投资	96	70	32	32	32
固定资产(合计)	2,203	2,063	2,073	2,093	2,124
无形资产	205	310	324	173	34
其他	2,182	4,221	4,426	4,628	4,832
资产总计	11,537	14,741	16,033	17,566	19,589
流动负债	2,215	2,148	2,272	2,414	2,732
短期借款	801	800	600	600	600
应付票据	24	15	18	20	23
应付账款	217	160	225	231	279
其他	1,173	1,172	1,429	1,564	1,831
非流动负债	258	382	382	382	382
长期借款	190	300	300	300	300
其他	68	82	82	82	82
负债合计	2,473	2,530	2,654	2,796	3,115
少数股东权益	727	1,812	2,085	2,400	2,770
归属母公司股东权益	8,337	10,399	11,293	12,370	13,704
负债和股东权益	11,537	14,741	16,033	17,566	19,589

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,436	4,517	5,375	6,200	7,171
同比(%)	-11.7%	1.8%	19.0%	15.3%	15.6%
归属母公司净利润	1,299	1,076	1,403	1,615	1,903
同比(%)	-19.5%	-17.1%	30.4%	15.1%	17.9%
毛利率(%)	68.7%	66.1%	69.4%	69.2%	69.8%
ROE%	15.6%	10.4%	12.4%	13.1%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.59	0.77	0.88	1.04
P/E	41.03	38.45	28.70	24.94	21.16
P/B	6.39	3.98	3.57	3.26	2.94
EV/EBITDA	27.60	24.28	18.86	15.06	12.67

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,436	4,517	5,375	6,200	7,171
营业成本	1,387	1,533	1,645	1,910	2,163
营业税金及附加	36	42	46	53	62
销售费用	775	930	1,236	1,426	1,649
管理费用	254	284	296	341	394
研发费用	254	315	306	353	409
财务费用	10	10	42	30	24
减值损失合计	-133	-157	-2	-1	-1
投资净收益	73	108	134	155	179
其他	35	70	125	117	130
营业利润	1,696	1,424	2,061	2,357	2,778
营业外收支	-8	4	-17	-5	-5
利润总额	1,688	1,428	2,044	2,352	2,773
所得税	234	181	368	423	499
净利润	1,454	1,248	1,676	1,929	2,274
少数股东损益	155	171	273	314	371
归属母公司净利润	1,299	1,076	1,403	1,615	1,903
EBITDA	1,937	1,701	2,082	2,556	2,943
EPS(当年)(元)	0.71	0.59	0.77	0.88	1.04

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,432	957	1,885	1,630	2,069
净利润	1,454	1,248	1,676	1,929	2,274
折旧摊销	206	288	236	440	450
财务费用	21	30	50	45	45
投资损失	-73	-108	-134	-155	-179
营运资金变动	-288	-587	142	-543	-424
其它	111	87	-85	-86	-96
投资活动现金流	-1,759	-2,450	-367	-209	-188
资本支出	-810	-344	-384	-391	-394
长期投资	-1,075	-2,175	-162	0	0
其他	127	69	179	182	206
筹资活动现金流	36	1,918	-800	-645	-695
吸收投资	0	2,255	0	0	0
借款	600	100	-200	0	0
支付利息或股息	-564	-425	-600	-645	-695
现金流净增加额	-290	425	718	776	1,187

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。