

血制品&疫苗板块中报总结

——血制品二季度恢复稳健增长，疫苗企业出海进程加速

行业投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所

蔡明子（首席分析师）

SAC编号：S1340523110001

陈成（分析师）

SAC编号：S1340524020001

中邮证券

2024年9月12日

➤ 核心观点：

血制品： Q2单季板块收入和扣非净利润分别同比增长14%和26.6%，24Q1由于高基数影响板块增速短期放缓，24Q2恢复稳健增长。板块销售费用率下降，盈利能力稳中有升，净利率超30%。上半年全国采浆量超6400吨，预计同比实现两位数增长，采浆端持续稳健增长保障企业业绩释放，板块业绩具备较高确定性。2024年初至今，博雅生物并购绿十字，天坛生物并购中原瑞德，行业集中度有望加速提升。

疫苗： 疫苗板块二季度收入和利润延续下降趋势。部分疫苗品种开始降价，同时消费疲软大背景下疫苗接种率提升动力不足，板块盈利能力下降。从公司上看，除了狂苗（刚需品种）公司收入相对稳健，以及创新性/独家品种（带疱/MCV4）公司实现良好增长之外，其他公司2024H1业绩均有不同程度下滑。国内疫苗企业加速推进出海进程，合作方式多元，在价值链上下游加速延展深化，有望通过产品出海逐步打开成长空间。

➤ 投资建议：

血制品板块业绩表现稳健，24H1全国采浆量在去年全年高增长的基础上延续两位数增长，板块业绩具备一定增长确定性。年初至今行业内部分企业陆续完成国资控股和外延并购，行业集中度加速提升。高毛利品种第四代静丙预计销售良好，助力企业盈利能力的提升。建议关注拓浆能力强、产品种类丰富的头部血制品企业。疫苗板块二季度业绩延续下降趋势，HPV2、流感疫苗等产品降价影响企业盈利能力，同时接种量提升低于预期，建议关注产品竞争格局好、研发实力强的疫苗公司。

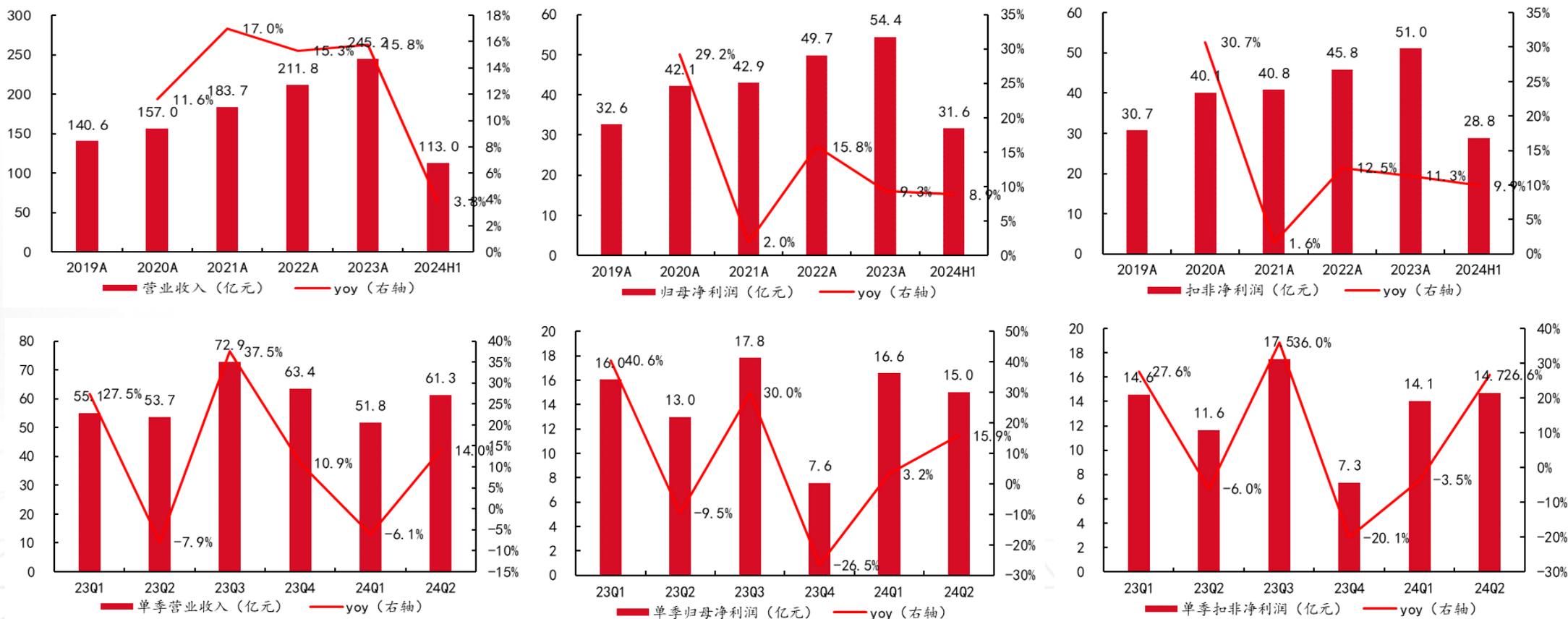
➤ **推荐标的：** 派林生物、上海莱士、博雅生物、华兰生物。➤ **受益标的：** 天坛生物、卫光生物、康希诺等。

➤ **风险提示：** 产品降价风险、市场竞争风险、市场拓展不及预期风险。

1.1 血制品：板块业绩二季度恢复良好增长

- **血制品板块二季度恢复良好增长。** 2024H1，血制品板块收入、归母净利润和扣非净利润分别同比增长3.8%、8.9和9.9%。Q2单季，板块收入、归母净利润和扣非净利润分别同比增长14%、15.9%和26.6%。24Q1由于高基数影响板块增速短期放缓，24Q2恢复良好增长。

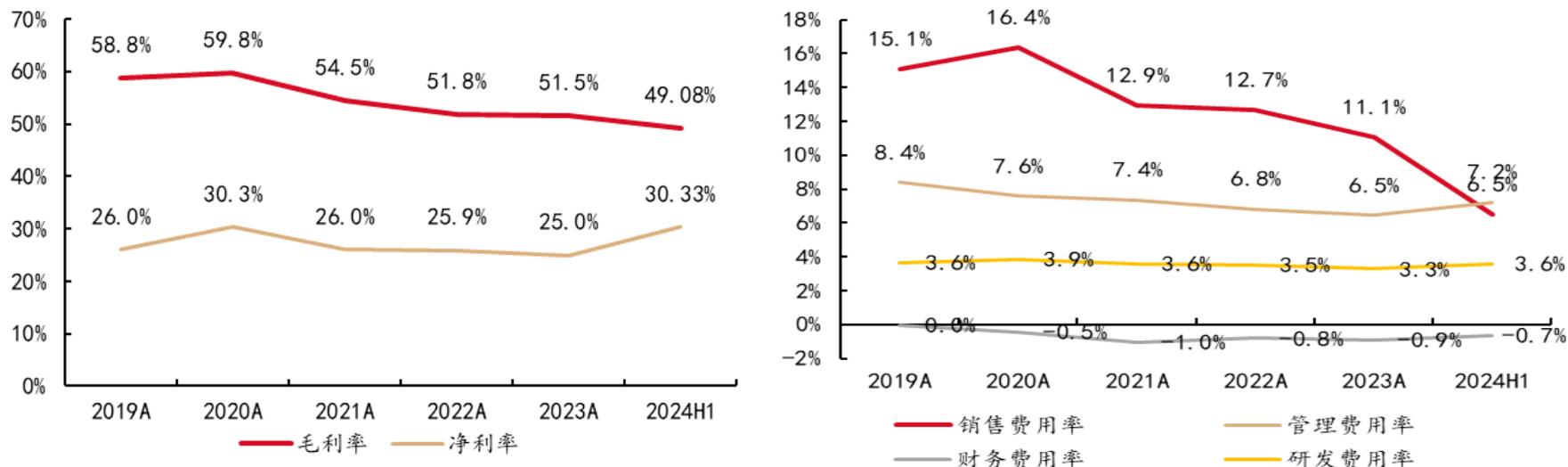
图表1：血制品板块24Q2恢复良好增长



1.2 血制品：盈利能力稳中有升，大品种需求持续向好

- **盈利能力稳中有升。**2024上半年，板块毛利率和净利率分别为49.08% (1.13pct) 和30.33% (+1.38pct) ，相较去年同期均有小幅提升。从费率上看，2024H1板块销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为6.5% (-2.34pct)、7.2% (+0.49pct)、3.6% (+0.42pct)和 -0.7% (+0.05pct)，销售费用率下降较为明显，预计是因为核心品种需求良好。

图表2：血制品板块上市公司净利率有所提升

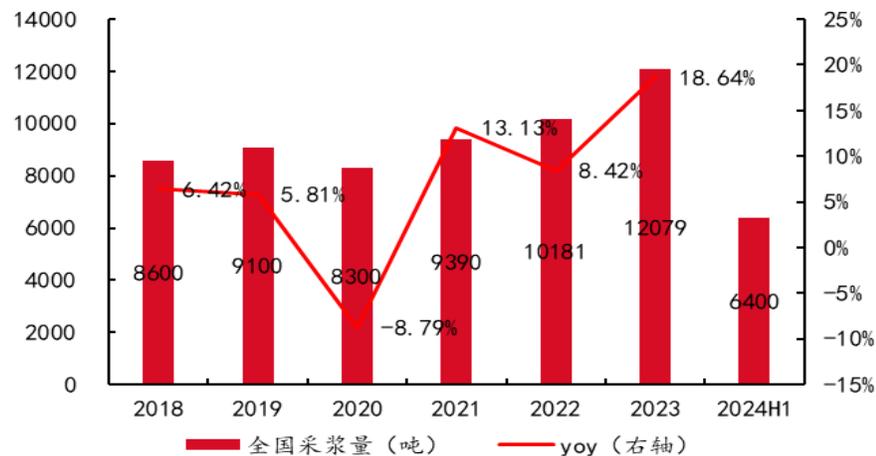


资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.3 血制品：采浆量持续良好增长

- **供给侧良好增长支撑行业持续稳健增长。**从行业供给上看，2024年上半年全国采浆量超6400吨，预计同比实现两位数增长，在去年高基数下，2024全年有望维持良好增长态势。
- 从各上市公司2024H1采浆量增长上看，预计华兰生物和派林生物两家公司采浆量同比增速在20%以上，博雅生物和天坛生物采浆量同比增速在15%左右。
- 从上市公司在营浆站数量变化上看，2024年初至今，天坛生物、华兰生物、派林生物、博雅生物和博晖创新分别完成1家、3家、2家、2家和2家浆站的验收。

图表3：2024H1我国采浆量超6400吨



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表4：血制品板块上市公司2024上半年采浆和浆站拓展情况

	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	博雅生物	卫光生物	博晖创新
2024H1采浆量 (吨)	1,294	—	—	700	247	—	211
同比增速	15%	—	22%	—	15%	—	—
最新总浆站数 (家)	102	44	34	38	16	9	23
2024至今新增	0	0	2	0	0	0	0
最新在营浆站数 (家)	80	41	32	34	16	9	18
2024至今新增	1	0	3	2	2	0	2

资料来源：公司公告、中邮证券研究所 (数据统计截至20240830)

1.4 血制品：产品结构逐步优化，行业集中度加速提升

- **产品结构差异决定毛利率和净利润水平。**行业中博雅生物和上海莱士毛利率较高，主要因为因子类产品营收占比较高。天坛生物毛利率和净利率同比提升有新品第四代静丙的贡献。随着各家企业研发进度的稳步推进，产品种类有望不断丰富，高毛利品种占比提升下行业盈利能力有望维持高水平。
- **行业并购预期持续兑现。**2024年初至今，行业内发生2起并购事件，博雅生物并购绿十字，天坛生物并购中原瑞德，至此国内血制品行业控股股东再无外资企业。行业集中度有望加速提升，龙头公司有望享受一定估值溢价。

图表5：血制品上市公司市值、估值、营收和利润概况

证券代码	证券简称	总市值 (亿)	PE (2024E)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
				2023A	YOY	2024H1	YOY	2023A	YOY	2024H1	YOY
600161.SH	天坛生物	470	34.6	51.8	21.6%	28.4	5.6%	11.1	26.0%	7.3	28.1%
002252.SZ	上海莱士	476	20.6	79.6	21.3%	42.5	9.0%	17.8	-5.4%	12.4	0.1%
002007.SZ	华兰生物	276	16.6	53.4	18.3%	16.5	4.3%	14.8	37.7%	4.4	-16.4%
000403.SZ	派林生物	187	24.0	23.3	-3.2%	11.4	60.2%	6.1	4.3%	3.3	128.4%
300294.SZ	博雅生物	165	29.6	26.5	-3.9%	9.0	-41.9%	2.4	-45.1%	3.2	-3.1%
002880.SZ	卫光生物	60	24.2	10.5	57.0%	5.2	14.4%	2.2	86.1%	1.1	8.7%
300318.SZ	博晖创新	41		10.5	31.3%	4.9	-7.6%	-0.2	68.2%	0.3	366.4%

	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	博雅生物	卫光生物	博晖创新
自产血制品营收 (亿元)	28.3	22.5	16.1	11.4	7.9	4.6	3.5
白蛋白	11.1	8.0	6.4	—	2.3	2.0	1.4
静丙	13.4	8.4	4.6	—	2.2	1.8	1.7
其他血制品	3.8	6.1	5.1	—	3.4	0.9	0.4
自产血制品毛利率	55.7%	60.9%	50.1%	50.2%	67.4%	43.2%	44.0%
血制品业务净利润 (亿元)	9.9	9.0	4.2	3.3	3.2	1.1	0.6
血制品业务净利率	34.8%	21.2%	26.3%	28.8%	40.4%	24.1%	18.2%

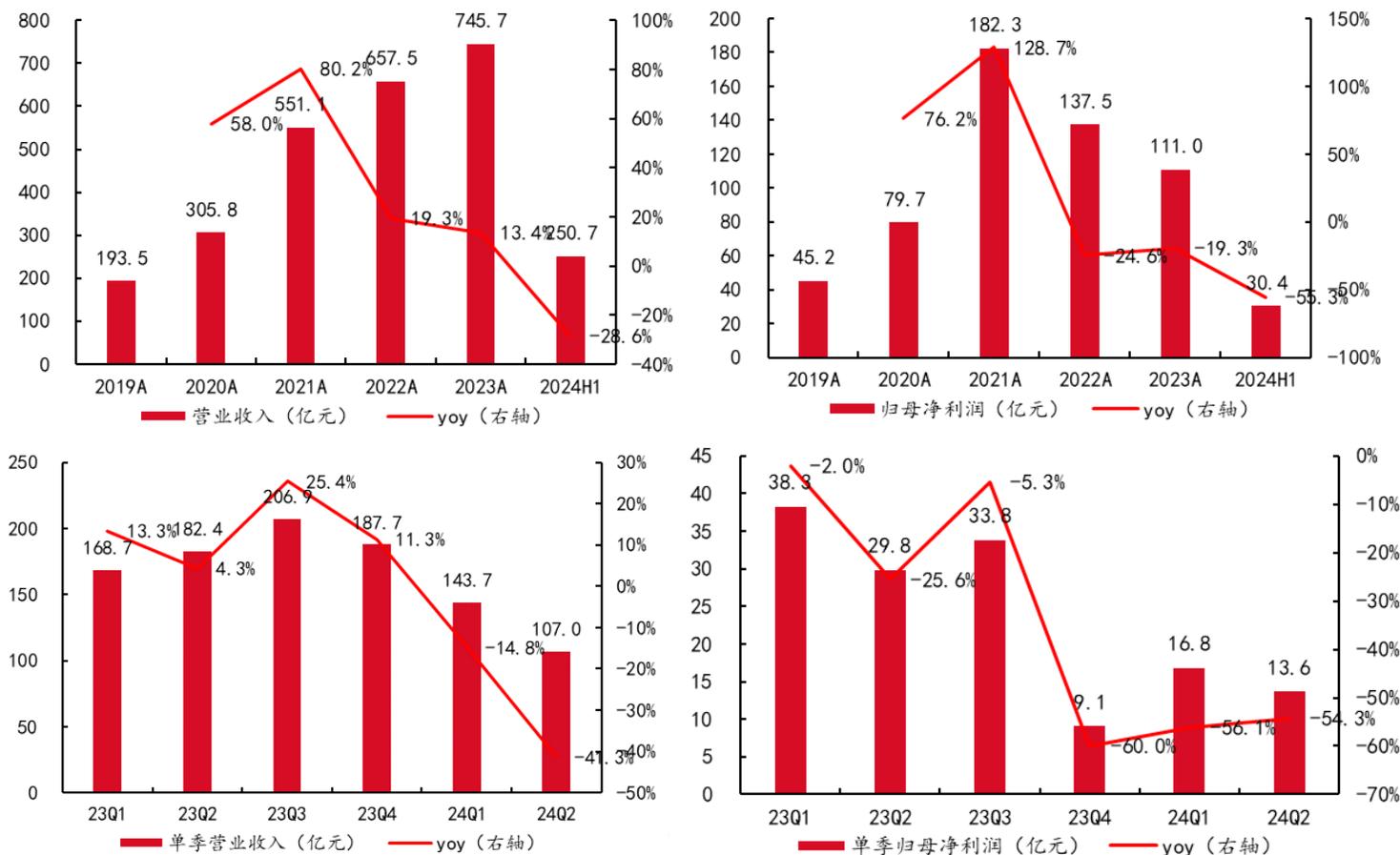
资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所（市值和PE 统计日期为20240830，PE-2024根据Wind一致预期计算）

注：上海莱士净利润包含代理业务

2.1 疫苗：二季度业绩延续下降趋势

- **疫苗板块二季度延续下降趋势。**2024H1，疫苗板块收入和归母净利润分别同比下降28.6%和55.3%。Q2单季，板块收入和归母净利润分别同比下降41.3%和54.3%。板块业绩延续下降趋势，主要因为行业竞争格局变差后产品降价以及消费疲软大背景下非免疫规划苗接种率提升动力不足。

图表6：疫苗板块24Q2营收和利润延续下滑趋势

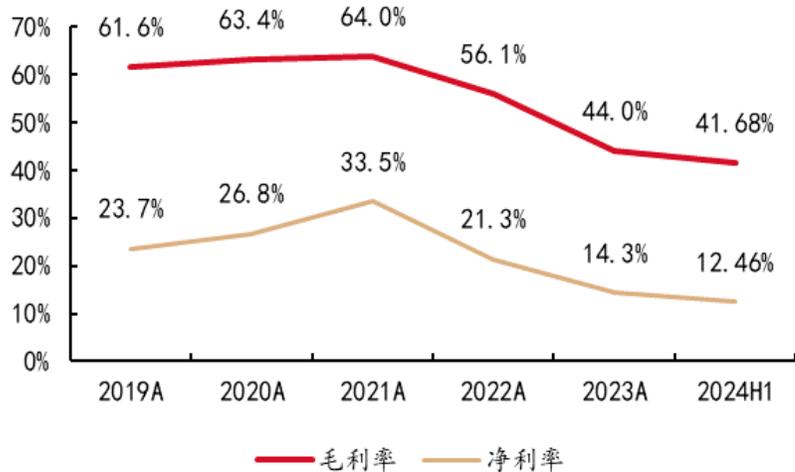


资料来源：Wind、中邮证券研究所

2.2 疫苗：盈利能力下降

- **疫苗板块盈利能力持续下降。**疫苗板块2024H1毛利率为41.68% (-5.65pct)，净利率为12.46% (-6pct)，盈利能力持续下降。
- **流感疫苗开启降价。**继HPV2疫苗厂商陆续下调价格后，流感疫苗企业也于2024上半年陆续调低产品价格。疫苗降价使得上市公司收入和盈利能力双双下降。
- **行业增长短期承压。**从上市公司上看，除了狂苗（刚需品种）公司收入相对稳健，以及创新性/独家品种（带疱/MCV4）公司实现良好增长之外，其他公司2024H1业绩均有不同程度下滑。

图表7：疫苗板块盈利持续下降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表8：疫苗板块上市公司营收利润一览

证券代码	证券简称	总市值 (亿)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
			2023A	YOY	2024H1	YOY	2023A	YOY	2024H1	YOY
603392.SH	万泰生物	900	55.1	-50.7%	13.7	-67.2%	12.5	-73.7%	2.6	-84.7%
300122.SZ	智飞生物	552	529.2	38.3%	182.6	-25.3%	80.7	7.0%	22.3	-47.6%
300142.SZ	沃森生物	166	41.1	-19.1%	14.3	-33.9%	4.2	-42.4%	1.7	-62.5%
300601.SZ	康泰生物	161	34.8	10.1%	12.0	-30.5%	8.6	749.0%	1.7	-67.6%
301207.SZ	华兰疫苗	110	24.1	32.0%	0.4	-76.3%	8.6	65.5%	0.3	-76.6%
688276.SH	百克生物	101	18.2	70.3%	6.2	10.5%	5.0	176.0%	1.4	23.5%
688739.SH	成大生物	100	17.5	-3.6%	8.8	1.1%	4.7	-34.7%	2.2	-34.0%
300841.SZ	康华生物	70	15.8	9.0%	7.4	16.8%	5.1	-14.9%	3.1	23.5%
688185.SH	康希诺	69	3.6	-65.5%	3.0	1071.2%	-14.8	-63.0%	-2.3	73.2%
688319.SH	欧林生物	36	5.0	-9.4%	2.3	-3.0%	0.2	-33.9%	-0.3	-197.9%
688670.SH	金迪克	14	1.3	-57.7%	0.0	-97.4%	-0.7	-270.9%	-0.4	-216.5%

资料来源：Wind、中邮证券研究所（市值统计日期为20240830）

2.3 疫苗：出海进程加速推进

- **疫苗企业有望通过出海打开成长空间，国际化进程进一步提速。**我国疫苗企业出海业务和足迹都在逐步扩宽，目的地超过100个国家，海外投资有50-100亿美元。疫苗企业的出海动作也在价值链上下游加速延展深化。从单一的双边注册出口成品向灌装技术转移、海外建厂商业化生产、开展海外临床试验、海外合作研发或者授权早期品种等，逐步从下游向上下游全链条过渡。

图表9：疫苗公司出海业务进展及规划

公司	2024上半年出海业务及相关事件
沃森生物	<p>公司继续向摩洛哥出口 13 价肺炎结合疫苗，向埃及客户交付 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗。在国际新市场开拓上，2024 年 1 月，公司 13 价肺炎结合疫苗首次出口印度尼西亚；5 月，ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗实现对阿富汗的出口；6 月，13 价肺炎结合疫苗首次出口菲律宾。</p> <p>截至报告期末，公司产品已累计出口至 20 个国家，覆盖东南亚、南亚、中亚、非洲、美洲等区域市场。2024 年上半年，公司海外销售收入达 29,981 万元，国际市场销售创历史新高。</p> <p>2024年8月，公司全资子公司玉溪泽润生物技术有限公司于近日收到世界卫生组织正式通知，确认由泽润生物自主研发和生产的双价人乳头瘤病毒疫苗（毕赤酵母）通过了WHO Prequalification。</p>
康泰生物	<p>目前已与印度尼西亚、巴基斯坦、等十多个国家合作方就13价肺炎球菌多糖结合疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗、水痘减毒活疫苗、无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗（四联苗）等产品在海外市场的注册、推广、商业化销售、技术转移等方面达成合作协议。</p> <p>2024年4月，公司全资子公司民海生物、阿斯利康签署《战略合作备忘录》，共同探索疫苗领域的全方位合作，助力中国疫苗创新产品海内外合作与发展。</p> <p>2024年1月，公司已与印尼合作方签署13价肺炎球菌多糖结合疫苗《销售合同》，于7月出口原液，大力推进该产品在印尼的本土化进程；于8月实现首批成品出口。</p>
康希诺	<p>公司目前正在开展四价流脑结合疫苗的出海工作，主要以东南亚、中东、北非、南美为目标区域，推动注册和商业化工作，也会同步结合未来十三价肺炎结合疫苗及组分百白破疫苗组合的海外开拓目标，以公司丰富的产品管线为切入点，与合作方建立长期良好的战略合作关系。同时，公司也会视产品定位及研发进度，以WHO PQ认证为方向进行前期准备和筹划工作，探索国际组织采购产品的可行性；对于全球创新类产品，也会积极探讨于发达国家准入的可行性。</p>

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3.推荐及受益标的

图表10：推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000403.SZ	派林生物	25.6	6.1	7.8	9.3	10.7	4.3%	27.3%	19.2%	15.4%	30.6	24.0	20.2	17.5
300294.SZ	博雅生物	32.8	2.4	5.6	6.1	6.9	-45.1%	134.7%	10.3%	12.5%	69.6	29.6	26.9	23.9
002252.SZ	上海莱士	7.2	17.8	23.2	26.2	29.6	-5.4%	30.1%	13.3%	13.0%	26.7	20.6	18.1	16.1
002007.SZ	华兰生物	15.1	14.8	16.6	19.3	22.4	37.7%	12.0%	16.5%	15.8%	18.6	16.6	14.3	12.3
002880.SZ	卫光生物	26.3	2.2	2.5	2.9	3.4	86.1%	13.0%	16.0%	17.6%	27.3	24.1	20.8	17.7
600161.SH	天坛生物	23.8	11.1	13.6	16.4	19.5	26.0%	22.4%	20.4%	19.4%	42.3	34.6	28.7	24.1
688185.SH	康希诺	40.6	-14.8	-3.4	-0.9	1.8	-63.0%	-77.1%	-72.8%	-292.2%	-4.6	-20.2	-74.4	38.7

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2024年8月30日）

4.风险提示

- 产品降价风险、市场竞争风险、市场拓展不及预期风险。

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。

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

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



中邮证券

CHINA POST SECURITIES