



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

# 看好消费复苏带来的消费医疗板块性行情，积极关注生物制品 出海机遇——医疗服务&生物制品行业2025年投资策略

分析师：谭国超（S0010521120002；tangc@hazq.com）

分析师：陈珈蔚（S0010524030001；chenjw@hazq.com）

2024年12月22日

华安证券研究所

## 投资建议——医疗服务：关注政策共振带来的板块性投资机会

• 由于受到医保支付政策变革、控费、消费疲软等一系列因素的影响，医疗服务板块业绩短期承压。今年9月以来，刺激消费等宏观政策和相关措施陆续出台和落地，我们认为消费恢复、政策扶持等自上而下的春风有望带来消费医疗领域的板块性投资机会。从板块长期发展角度看，医疗是人口和国民经济的函数，随着我国老龄人口的持续增长，医疗服务需求在未来仍将保持增长，且随着支付能力的恢复和提升，医疗服务需求有望在未来变得更加多元。当前行业正在经历出清，我们认为经过洗礼，拥有强大运营管理能力的优质公司将从本轮供给改革中凭借其品牌、规模、运营管理等优势而突出重围。

### 建议关注：

#### ➤ 流动性高、经历深度调整短期承压，但经营韧性强的消费医疗标的。

- ✓ 眼科医疗服务：推荐关注爱尔眼科，华厦眼科；相关公司普瑞眼科（未覆盖）等。
- ✓ ICL：行业承压但经营拐点可预期，业绩底部已现，推荐关注迪安诊断；相关公司金域医学（未覆盖）。
- ✓ 口腔医疗服务：种植集采影响基本消化完毕，供给侧出清后关注行业领先企业的份额提升，建议关注通策医疗，瑞尔集团。

#### ➤ 细分赛道高景气，长逻辑有想象空间，业绩增速高，且有超预期的可能。

- ✓ 中医诊疗服务：推荐关注固生堂。
- ✓ 体检：推荐关注美年健康。

#### ➤ 并购重组预期，兑现确定性高，主业增长稳健。

- ✓ 盈康生命：医疗服务+器械双主业同步发展，医疗服务板块体内运营3家&托管5家，资产质量优异；医疗器械板块并购扩大规模，业务与服务板块协同。定增资金落地后公司外延并购有望稳步推进，增长可期。
- ✓ 新里程：医疗服务+医药工业双轮驱动，体内拥有3家三级医院、7家二级医院，体外医院资产质量优异，未来有望逐步将优质标的并入上市公司。



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 投资建议——血制品：供需格局短中期预计保持稳定，关注新品上市&出海增量

- 供给端看，血制品行业监管严格、进入壁垒高，2001年至今国家不再批准设立新的血制品企业，行业内玩家较为固定，采浆量与浆站数量、献浆员数量等因素密切相关，增长较为稳定。十四五期间新批浆站数量边际增长，我们认为具有更强资源禀赋的公司有望获得新浆站。
- 终端角度看，静丙依旧供不应求，且超适应症的应用较为广泛，未来以静丙为代表的血制品核心单品有望保持高需求，行业景气度有望持续。且考虑到四代静丙已经上市且多家公司同时布局新一代静丙单品，我们期待核心单品迭代带来的量价齐升。此外，人白由于采浆的增长而带来供给端短期增多，但产品降价幅度有限；纤原部分省份纳入集采，降价幅度可控（参考历史集采价格），后续随着需求的稳定提升，我们认为人白等单品有望恢复供需平衡。
- 长期看，血制品行业具备较强的壁垒，行业整合进程加速，收并购事件频发，头部企业规模持续扩大。从国际环境看，血制品受地缘政策不确定性的影响较小，且部分血制品公司如天坛生物、上海莱士、派林生物已经实现静丙出口，未来有望持续贡献收入利润。我们认为血制品行业依旧具备投资价值。
- 推荐关注：博雅生物、上海莱士、派林生物、卫光生物，相关公司天坛生物（未覆盖）、华兰生物（未覆盖）等。



# 投资建议——疫苗及其他生物制品：关注大单品的放量潜力以及出海的增量空间

- 疫苗行业需求短期不振，但随着宏观环境的恢复，被延后的需求有望持续恢复，核心大单品（带状疱疹疫苗、RSV疫苗等）有望恢复放量，且各家疫苗企业在研管线布局完善，行业依旧有望恢复。从供给端看，疫苗为国家关注的战略重点行业，24年10月21日国家药监局发布的《生物制品分段生产试点工作方案》提到，多联多价疫苗、抗体类生物制品、抗体偶联类生物制品、胰高血糖素样肽-1类生物制品以及胰岛素类生物制品等在内的生物制品被纳入试点，未来资源优势有望集中至优秀企业，疫苗行业仍具备投资机会。
- 建议关注：
  - **创新类单品：**
    - ✓ **带状疱疹疫苗：**重磅成人疫苗品种，国内渗透率低、行业竞争格局良好，商业化空间广阔，推荐关注智飞生物，百克生物。
    - ✓ **金葡菌疫苗：**欧林生物全球独家单品，三期临床进展良好，上市后有望快速提升市场份额。
    - ✓ **RSV疫苗：**引起急性呼吸道感染的主要病原体之一，目标人群为5岁以下儿童和65岁及以上老年人，有望成为下一个重磅单品，建议关注智飞生物三叶草生物。
  - **扰动出清&上市产品矩阵持续丰富后的业绩释放：**
    - ✓ 相关公司康希诺（未覆盖）。
  - **集采受益，出海想象空间广阔：**
    - ✓ 相关公司甘李药业（未覆盖）。
- 风险提示：市场竞争加剧风险；经济恢复不及预期风险；支付政策改革深入推进，部分医疗服务公司经营短期波动风险；出海进展不及预期风险等。

## 目录

- 一、医疗服务板块：医保收支有望恢复平衡，业绩短期承压，看好长期增长
- 二、血制品板块：供需紧平衡的高壁垒行业，看好新产品上市及出海带来的增量
- 三、疫苗板块：静待消费恢复带来的大单品放量

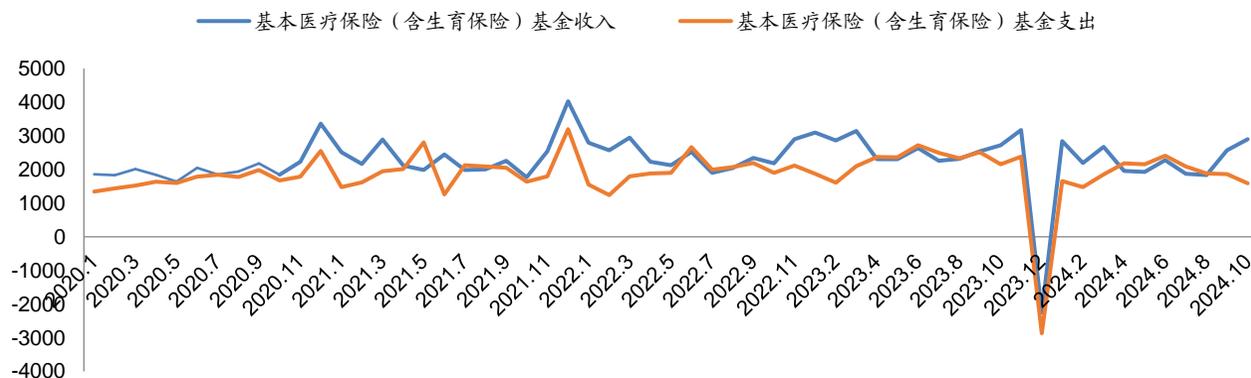
## 目录

- 一、医疗服务板块：医保收支有望恢复平衡，业绩短期承压，看好长期增长

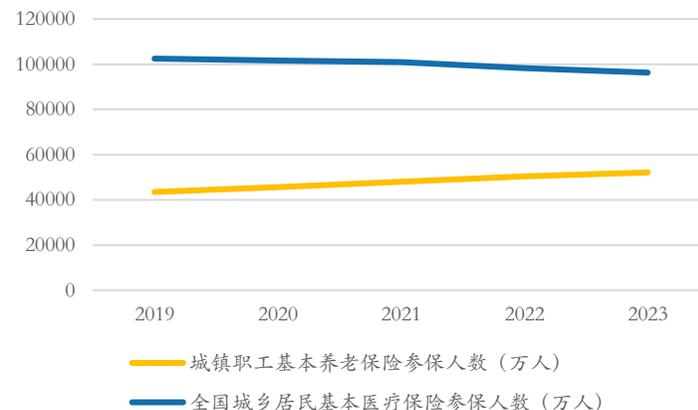
# 医保控费大势所趋，紧平衡状态或将好转

- 从医保基金收支角度看，2024年1~10月基本医疗保险统筹基金（含生育保险）总收入23065.07亿元，同比下滑11.92%。其中，职工基本医疗保险基金（含生育保险）收入14320.50亿元，同比下滑22.61%；城乡居民基本医疗保险基金收入8744.57亿元，同比增长13.81%。2024年1~10月全国基本医疗保险基金（含生育保险）总支出19165.88亿元，同比下滑14.94%；职工基本医疗保险基金（含生育保险）支出10699.48亿元，同比下滑24.42%；城乡居民基本医疗保险基金支出8466.40亿元，同比增长1.10%。
- 单月看，2024年10月全国基本医疗保险（含生育保险）基金收入2897.48亿元，支出1586.75亿元。从参保人数看，2024年1~10月城镇职工基本养老保险参保人数5.34亿，相比2019年末增长9933万人，持续增长；2023年城乡居民基本医保参保人数9.63亿，相比2019年末减少6189万人，持续下滑。

医保基金支出&收入值（月度，亿元人民币）



医保参保人数逐年下降，养老保险参保人数逐年上升



资料来源：国家医疗保障局、wind，华安证券研究所

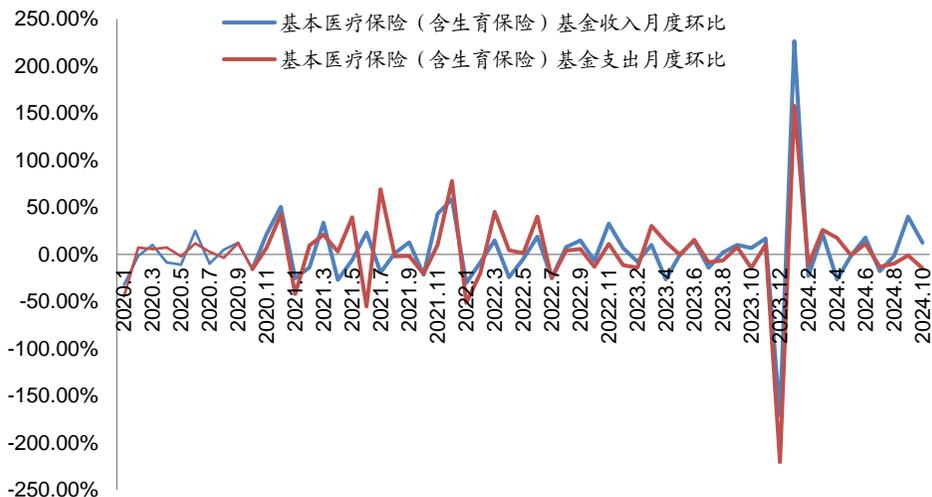
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

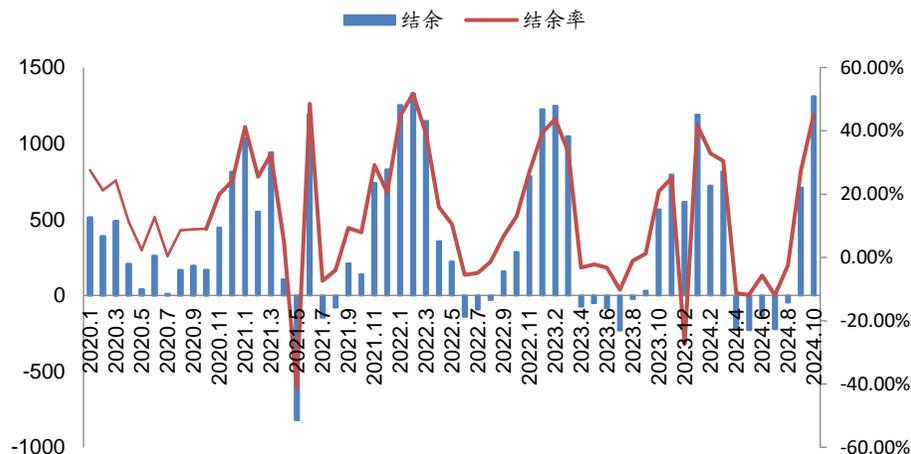
# 医保控费大势所趋，紧平衡状态或将好转

- 2024年10月，医保基金收入环比+12.59%，支出环比-14.89%；从结余看，2024年10月医保基金结余1310.73亿元，逐步走出疫后的阵痛期，明年有望平稳。
- 展望后续，医保相关政策近期频发，如国家医保局联合财政部发文支持有条件的地区进一步完善医保预付金管理办法，进一步明确了政策内容、拨付条件和支出标准等细节，此外全国医疗保障工作会议中提到支持引导普惠型商业健康保险，国家对于商保的积极推行也有望为医保减轻支出压力。我们认为，未来基本医疗支付端有望扩容，收支有望企稳并稳步增长。

医保收支月度环比 (%)



基本医疗保险基金月度结余&结余率 (亿元人民币, %)



资料来源：国家医疗保障局、华安证券研究所

## 期待医保政策组合拳、支付端扩容带来的长久利好

- 医保预付金制度的推行或将使民营医疗服务在降低回款周期、提升周转效率等方面获益。
- 截至目前，已经有山东、广西、四川等13个省份实施了医保基金预付政策，其中内蒙、吉林、陕西均规定按照不低于年度约定采购金额的20%预付给医疗机构。未来随着预付金政策在全国范围内的推广和落地，医疗机构特别是民营医疗机构有望改善现金流及回款压力，减小医保回款周期长、应收压力大带来的潜在坏账风险，同时有助于提高医疗机构经营积极性和运营效率。

### 医保预付金制度摘要

要点	内容
明确含义	帮助定点医疗机构缓解医疗费用垫支压力、提高医疗服务能力、增强参保人员就医获得感设置的周转资金，用于药品和医用耗材采购等医疗费用周转支出，不得用于医疗机构基础建设投入、日常运行、偿还债务等非医疗费用支出。药品和医用耗材集中带量采购医保基金专项预付按原规定执行。
拨付条件	原则上该统筹地区职工医保统筹基金累计结余可支付月数不低于12个月可实施职工医保统筹基金预付，居民医保基金累计结余可支付月数不低于6个月可实施居民医保基金预付。上年已出现当期赤字或者按照12个月滚动测算的方法预计本年赤字的统筹地区，不能预付。
实施标准	明确实施预付金的地区，原则上以前一至三年相关医疗保险基金月平均支出额为基数，合理确定预付金的基础规模，并结合定点医疗机构年度综合评价、信用评价等情况进行调整，预付规模应在1个月左右。
拨付时间	每年第一季度结束前按规定向定点医疗机构拨付预付金。

资料来源：国家医疗保障局、各省医疗保障局、腾讯网，华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 期待医保政策组合拳、支付端扩容带来的长久利好

- 商保的积极推进或将减轻医保支付压力，支付端扩容势在必行。
- 2024年12月14日的全国医疗保障工作会议中指出，要探索创新药的多元支付机制，支持引导普惠型商业健康保险及时将创新药品纳入报销范围，研究探索形成丙类药品目录，并逐步扩大至其他符合条件的商业健康保险。引导商业保险公司将健康险资金的一部分通过规范途径，加大对创新药械研发生产的投入。医保部门将探索在数据共享、个账使用、费用结算和打击欺诈骗保等方面，与投资真金白银支持创新药械的商保公司进行更高水平合作。
- 该条与近期出台的多项支持商保发展的政策文件目标一致，我们认为支付端有望迎来扩容，商保将是重要手段。2024年11月27日医保局的政策文件表示，商保的发展途径或将是医保数据赋能商保公司、医保与商保同步结算等。展望后续，我们认为支付端的扩容有望助力国内形成分层分阶段的有序支付体系，医保覆盖基本需求、商保支持创新药、自费疫苗等多层次多样化的需求。

### 多方或将受益商保的发展

要点	意义
推动医保数据共享	对保司而言，有望提高其精算准确度，提高产品赔付率，保司有望提高产品利润；对购买者而言，有望提高赔付率，增加购买意愿
医保商保一站式结算	对保司而言，有望降低核保成本，提高产品利润率及相应提高赔付率；对购买者而言，有望缩短赔付时间，提高可报金额，改善赔付体验，进而提高复购率

资料来源：国家医疗保障局、各省医疗保障局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

## 医疗服务：24Q3业绩复盘

- 24Q3医疗服务业绩整体承压，收入保持韧性。综合医院板块，由于过去三到五年左右投资扩张步伐加快，新院区开建、收并购医院、药品、器械公司等动作产生的各类资产折旧摊销、人工成本和期间费用等刚性开支对成本和费用的增长影响较大，从而影响公司整体利润。消费医疗（眼科、口腔等）由于经济恢复不及预期、宏观消费环境疲软、去年高基数等因素导致体内资产爬坡不及预期，业绩短期承压。

证券代码	证券简称	营业总收入 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	总营收同比增速 (%)			归母净利润 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	归母净利润同比增速 (%)			总营收同比增速 (%)				归母净利润同比增速 (%)				扣非归母净利润 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	扣非归母净利润 同比增速 24Q1~Q3 (%)
			24Q1	24H1	24Q1~Q3		24Q1	24H1	24Q1~Q3	24Q1-3	23Q1-3	22Q1-3	21Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	22Q1-3	21Q1-3		
300015.SZ	爱尔眼科	163.02	3.43	2.84	1.56	34.52	15.16	19.71	8.50	1.56	22.96	12.58	35.34	8.50	34.97	17.65	29.59	31.13	0.26
600763.SH	通策医疗	22.33	5.01	3.60	2.24	4.98	2.51	1.77	-2.63	2.24	2.13	0.13	44.09	-2.63	-0.67	-16.92	55.09	4.94	-0.47
601567.SH	三星医疗	104.34	34.48	26.21	25.23	18.16	35.15	32.23	21.91	25.23	20.72	35.13	-7.04	21.91	112.27	5.15	-8.67	17.48	31.32
000516.SZ	国际医学	36.06	11.07	9.92	8.19	-2.12	-40.37	21.89	4.59	8.19	73.78	-6.68	90.49	4.59	73.12	-41.40	-17.36	-2.20	37.20
603108.SH	润达医疗	61.76	-4.87	-8.60	-10.40	0.50	-72.11	-47.82	-82.21	-10.40	-9.84	15.01	37.52	-82.21	-7.38	-4.88	38.05	0.33	-82.61
603882.SH	金城医学	56.19	-13.09	-9.96	-10.98	0.94	-112.46	-68.53	-83.71	-10.98	-48.36	41.68	47.84	-83.71	-76.47	46.41	58.52	0.78	-77.23
301267.SZ	华夏眼科	31.82	5.10	2.86	2.53	4.21	3.75	-25.15	-24.49	2.53	23.06	10.14	26.77	-24.49	40.17	18.13	48.58	4.17	-27.23
002044.SZ	美年健康	71.41	-14.87	-5.53	-1.97	0.25	-66.67	-4,228.59	-88.96	-1.97	24.80	-1.78	31.65	-88.96	158.10	-62.23	53.91	0.08	-96.43
301293.SZ	三博脑科	10.59	7.87	9.90	9.80	1.05	35.29	52.98	42.93	9.80	15.68			42.93	27.95			0.89	18.28
002219.SZ	新里程	26.81	9.97	12.26	6.90	0.53	12.19	5.27	57.98	6.90	7.46	4.58	10.67	57.98	-70.34	289.97	-20.49	0.48	60.95
300244.SZ	迪安诊断	92.58	-8.00	-9.10	-10.03	1.31	-85.54	-84.17	-75.35	-10.03	-34.21	67.52	24.91	-75.35	-78.13	96.94	37.07	1.34	-72.18
301239.SZ	普瑞眼科	21.37	3.91	2.96	-1.43	0.16	-89.58	-81.56	-95.01	-1.43	51.14	5.52	34.12	-95.01	237.48	-20.56	15.35	0.18	-92.04
300143.SZ	盈康生命	12.28	15.34	13.78	11.26	0.83	-33.69	-22.44	-12.24	11.26	27.61	1.88	1.17	-12.24	69.43	-56.43	135.94	0.76	-16.42
301103.SZ	何氏眼科	8.65	-7.23	-5.92	-8.48	0.16	-49.01	-69.29	-83.53	-8.48	22.48	3.69		-83.53	51.23	-26.86		0.15	-84.57

资料来源：wind，华安证券研究所

## 医疗服务：24Q3业绩复盘

24Q3医疗服务期间费用率整体保持稳定，绝大部分标的盈利能力稳中有升，小部分标的由于收并购、去年基数扰动等因素有所波动。

证券代码	证券简称	销售毛利率 (%)		销售净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
		24Q1-3	23Q1-3								
300015.SZ	爱尔眼科	50.89	51.82	22.56	21.99	10.09	10.04	13.69	13.02	0.87	0.40
600763.SH	通策医疗	41.71	42.46	27.00	28.07	1.15	0.93	8.99	8.84	1.61	1.09
601567.SH	三星医疗	35.80	33.14	17.58	18.11	6.84	6.16	6.35	6.26	0.75	-0.23
000516.SZ	国际医学	7.98	7.33	-8.27	-8.61	0.53	0.68	11.68	13.15	3.66	5.02
603108.SH	润达医疗	25.26	25.50	2.31	6.03	10.60	9.97	5.34	4.87	3.85	3.51
603882.SH	金城医学	35.02	37.33	1.50	9.00	12.09	11.71	8.62	8.19	-0.02	-0.02
301267.SZ	华夏眼科	45.84	50.45	13.95	18.41	14.21	12.88	11.61	10.81	0.80	0.52
002044.SZ	美年健康	39.65	39.81	1.13	4.30	24.07	22.90	8.95	8.00	3.27	2.99
301293.SZ	三博脑科	24.89	22.97	11.06	8.46	1.56	1.06	11.36	10.72	-0.31	-0.24
002219.SZ	新里程	28.26	30.14	2.12	1.45	6.85	5.66	14.40	17.66	3.48	3.33
300244.SZ	迪安诊断	27.82	32.58	3.28	7.72	9.50	8.64	5.93	6.35	1.64	1.65
301239.SZ	普瑞眼科	39.34	45.44	1.07	15.07	17.84	16.02	14.71	12.16	2.89	2.13
300143.SZ	盈康生命	25.99	29.63	6.79	8.37	3.60	4.29	10.48	10.64	0.21	0.16
301103.SZ	何氏眼科	40.61	44.18	1.22	10.23	15.49	13.35	18.86	15.94	-0.46	-1.50

资料来源：wind，华安证券研究所

# 医疗服务：建议关注标的的数据概览

证券代码	证券简称	总市值 (rmb亿元)	股息率 (%)	预测净利润平均值 (rmb亿元)			预测营收平均值 (rmb亿元)			预测PE			预测PEG	
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2025E	2026E
300015.SZ	爱尔眼科	1,316.04	0.95	37.77	43.87	50.54	216.60	244.10	274.59	34.84	30.00	26.04	1.86	1.71
301267.SZ	华夏眼科	175.73	0.34	5.94	7.01	8.18	42.38	47.58	53.39	29.57	25.08	21.48	1.40	1.28
002044.SZ	美年健康	194.93	0.32	4.47	7.13	9.99	113.04	126.42	140.66	43.65	27.32	19.51	0.46	0.49
300143.SZ	盈康生命	70.73	-	1.25	1.63	2.10	17.38	20.34	23.65	56.57	43.30	33.61	1.41	1.17
002219.SZ	新里程	98.23	-	1.30	2.42	3.37	41.01	46.70	53.81	75.32	40.62	29.20	0.48	0.75
600763.SH	通策医疗	214.25	0.57	5.49	6.27	7.21	30.23	33.56	37.54	39.00	34.18	29.73	2.42	1.99
300244.SZ	迪安诊断	79.25	0.25	3.53	6.35	8.58	127.52	134.50	142.88	22.45	12.48	9.24	0.16	0.26
2273.HK	固生堂	69.87	0.81	3.37	4.79	6.39	30.77	39.84	51.14	20.71	14.58	10.94	0.35	0.33
相关公司 (未覆盖)														
603882.SH	金城医学	146.25	1.41	2.96	7.22	10.04	78.80	88.13	99.35	49.44	20.25	14.56	0.14	0.37
301239.SZ	普瑞眼科	74.63	0.47	0.72	1.55	2.12	28.03	31.29	35.08	103.59	48.27	35.23	0.42	0.95
2666.HK	环球医疗	83.62	7.80	21.67	23.12	24.38	144.16	157.15	172.04	3.86	3.62	3.43	0.54	0.63

资料来源：wind，华安证券研究所；截至2024-12-17，预测PE&PEG为一致预期



## 目录

- 二、血制品板块：供需紧平衡的高壁垒行业，看好新产品上市及出海带来的增量

## 24Q3复盘——血制品板块

- 24单Q3血制品公司业绩有所波动，我们认为可能是由于收入减少、存货增多、发货时间递延等原因。从行业供需情况看，人血白蛋白由于供给增多而终端竞争压力有所增加，其他单品如静丙依旧处于供不应求状态。从盈利能力角度看，血制品公司平均毛利率有所下降但扣非净利率有所提升，整体经营实力依旧保持强劲；平均研发费用率同比增长显著，这也预示着行业未来在产品结构升级和多样化上的发展潜力。
- 展望后续，我们认为血制品行业作为国家战略重点行业，供需将保持动态平衡、部分核心单品或将持续供不应求，行业景气度有望维持。

证券代码	证券简称	营业总收入 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	总营收同比增速 (%)			归母净利润 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	归母净利润同比增速 (%)			总营收同比增速 (%)				归母净利润同比增速 (%)				扣非归母净利润 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	扣非归母净利润 同比增速 24Q1~Q3 (%)
			24Q1	24H1	24Q1~Q3		24Q1	24H1	24Q1~Q3	24Q1-3	23Q1-3	22Q1-3	21Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	22Q1-3	21Q1-3		
002252.SZ	上海莱士	63.14	-0.51	8.80	6.21	18.38	5.32	0.15	2.81	6.21	19.82	62.67	49.91	2.81	11.46	14.87	27.44	17.39	-3.64
600161.SH	天坛生物	40.73	-5.56	5.54	1.23	10.52	20.91	28.10	18.52	1.23	38.10	3.51	6.76	18.52	47.69	7.67	12.32	10.44	18.68
300294.SZ	博雅生物	12.45	-44.46	-41.98	-43.34	4.13	-10.74	-3.05	-11.07	-43.34	5.26	3.42	8.37	-11.07	10.95	29.31	44.48	3.36	-6.96
002880.SZ	卫光生物	8.54	8.41	14.25	15.95	1.83	2.40	8.75	20.80	15.95	78.85	-33.22	1.46	20.80	107.83	-47.14	13.81	1.78	20.48
002007.SZ	华兰生物	34.91	-10.41	4.51	-10.76	9.24	-25.56	-16.42	-13.46	-10.76	8.70	7.02	9.38	-13.46	18.51	-15.07	9.60	8.17	-9.75
000403.SZ	派林生物	18.90	67.06	60.40	37.54	5.43	116.31	128.44	66.38	37.54	-8.08	11.34	102.59	66.38	-6.68	15.02	192.88	4.98	84.71
300318.SZ	博晖创新	6.46	3.64	-7.73	-20.02	0.24	283.90	366.35	67.77	-20.02	35.27	12.33	6.65	67.77	135.96	-39.39	-595.31	0.16	29.24

资料来源：各公司公告，wind，营收、归母&amp;扣非归母净利润均为人民币亿元；华安证券研究所

## 24Q3复盘——血制品板块

- 24Q3血制品期间费用率整体保持稳定，上海莱士、派林生物控费效果较为显著，绝大部分血制品企业财务状况良好，财务费用率为负。

证券代码	证券简称	销售毛利率 (%)		销售净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
		24Q1-3	23Q1-3								
002252.SZ	上海莱士	40.25	41.64	29.31	30.23	4.00	4.82	5.02	4.25	-0.99	-0.83
600161.SH	天坛生物	54.87	49.12	35.40	30.32	2.97	4.99	8.64	8.27	-0.75	-0.85
300294.SZ	博雅生物	66.32	49.68	33.47	21.80	22.22	20.88	10.37	7.36	-1.91	-1.06
002880.SZ	卫光生物	41.28	42.54	21.54	20.71	2.35	3.42	7.41	7.79	1.68	1.13
002007.SZ	华兰生物	61.46	69.37	29.21	32.80	17.78	23.04	7.22	5.35	-0.26	0.05
000403.SZ	派林生物	50.11	49.62	28.95	23.90	10.06	14.84	6.99	8.92	-1.97	-3.14
300318.SZ	博晖创新	49.93	41.92	7.07	1.81	10.79	9.93	22.26	18.70	3.17	2.30

资料来源：wind，华安证券研究所

## 血制品：建议关注标的的数据概览

证券代码	证券简称	总市值 (rmb 亿元)	股息率 (%)	预测净利润平均值 (rmb亿元)			预测营收平均值 (rmb亿元)			预测PE			预测PEG	
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2025E	2026E
300294.SZ	博雅生物	154.80	0.89	5.52	6.15	6.90	18.68	20.69	22.91	28.06	25.16	22.43	2.18	1.85
002252.SZ	上海莱士	485.24	0.38	23.45	26.53	29.81	86.50	97.65	109.28	20.69	18.29	16.28	1.39	1.32
000403.SZ	派林生物	152.43	0.73	7.75	9.22	10.73	29.31	34.37	39.30	14.21	16.52	19.68	0.87	0.87
002880.SZ	卫光生物	67.04	1.14	2.47	2.88	3.37	12.16	14.03	16.06	19.91	23.32	27.16	1.42	1.16
相关公司 (未覆盖)														
600161.SH	天坛生物	414.26	0.48	13.58	16.19	19.22	59.77	70.26	81.88	30.50	25.59	21.56	1.33	1.15
002007.SZ	华兰生物	310.16	1.36	13.84	16.17	18.45	51.65	59.34	67.56	16.81	19.18	22.41	1.14	1.20

### 血制品公司经营情况 (截至24H1, 含估算)

	采浆量 (吨)	浆站数量	在营浆站数量	血液制品收入 (亿)	血液制品利润 (亿)	吨浆收入 (万)	吨浆利润 (万)
上海莱士	~780	44	42	22.47	8	288.08	102.56
天坛生物	1294	102	80	28.3	7.26	218.70	56.11
博雅生物	247	16	16	7.9	3.2	319.84	129.55
卫光生物	280	9	9	4.58	1.1	163.57	39.29
华兰生物	~700	32	29	16.14	4.4	230.57	62.86
博晖创新	212.28	23	16	3.11	0.28	146.50	13.19
派林生物	700	38	34	11.33	3.3	161.86	47.14

资料来源：各公司公告，wind，截至2024-12-17；华安证券研究所，预测PE&PEG为一致预期



## 目录

- 三、疫苗及其他生物制品板块：静待消费恢复带来的大单品放量

## 24Q3复盘——疫苗及其他生物制品板块

- 24Q3疫苗业绩承压较为明显，我们认为原因主要系需求受消费疲软的因素下滑、新生儿数量下降、学术推广开展不及预期等因素。展望后续，我们认为新单品的放量以及出海带来的增量依旧值得期待。新单品方面，我们认为带状疱疹疫苗、RSV疫苗、高价HPV疫苗依旧具备较大的渗透率提升空间，有望随着经济的恢复而实现销售爬坡。出海方面，目前国内疫苗公司已经借助新冠疫苗打开了海外市场空间，且有部分公司已经实现出口收入（如13价肺炎疫苗），未来随着海外注册审批的持续推进，海外第二增长曲线的贡献值得期待。
- 其他生物制品方面，1) 生长激素由于受到消费降级、经济疲软等因素影响，同时公司处于战略转型阶段，研发投入较多，业绩短期承压。2) 胰岛素集采受益量价齐升，叠加出海和特许经营权收入，表现较为亮眼。

证券代码	证券简称	营业总收入 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	总营收同比增速 (%)			归母净利润 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	归母净利润同比增速 (%)			总营收同比增速 (%)				归母净利润同比增速 (%)				扣非归母净利润 24Q1~Q3 (rmb 亿元)	扣非归母净利润 同比增速 24Q1~Q3 (%)
			24Q1	24H1	24Q1~Q3		24Q1	24H1	24Q1~Q3	24Q1-3	23Q1-3	22Q1-3	21Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	22Q1-3	21Q1-3		
300122.SZ	智飞生物	227.86	2.00	-25.33	-42.00	21.51	-28.26	-47.55	-67.07	-42.00	41.16	27.45	97.56	-67.07	16.46	-33.28	239.05	21.43	-66.41
300601.SZ	康泰生物	20.18	-39.68	-30.87	-18.31	3.51	-73.69	-67.61	-49.63	-18.31	-3.93	7.95	67.23	-49.63	243.13	-80.40	139.13	3.04	-49.27
000661.SZ	长春高新	103.88	14.51	8.00	-2.54	27.89	0.20	-20.40	-22.80	-2.54	10.71	17.92	28.70	-22.80	4.27	10.09	39.25	28.41	-21.45
603087.SH	甘李药业	22.45	0.39	6.83	17.75	5.07	95.04	122.80	90.36	17.75	54.65	-50.87	14.23	90.36	164.40	-147.49	26.99	3.11	38.64
300009.SZ	安科生物	19.21	10.44	0.91	-4.95	5.90	17.31	4.99	-9.89	-4.95	18.39	10.39	34.34	-9.89	10.12	38.41	43.58	5.55	-11.93
688185.SH	康希诺	5.67	-8.26	1,073.08	109.14	-2.22	-21.89	73.22	77.42	109.14	-64.05	-75.63	8,723.27	77.42	-107.63	-135.57	858.36	-2.61	75.80
301207.SZ	华兰疫苗	9.57	-77.15	-78.01	-44.41	2.67	-58.93	-76.65	-57.54	-44.41	10.15	11.92	25.80	-57.54	24.77	-4.44	28.27	1.96	-64.65
688276.SH	百克生物	10.26	51.42	10.61	-17.51	2.44	229.50	23.54	-26.19	-17.51	43.82	-8.41	-12.86	-26.19	56.31	-9.11	-31.92	2.45	-24.84
300841.SZ	康华生物	10.60	11.90	16.81	7.07	4.06	42.09	23.51	10.02	7.07	-6.17	35.21	-4.36	10.02	-23.66	-17.15	69.75	4.13	14.52
688319.SH	欧林生物	3.87	5.89	-2.96	9.77	0.04	-774.61	-197.90	-86.71	9.77	-4.98	30.25	42.34	-86.71	-24.62	-48.27	114.99	0.00	-101.75
688670.SH	金迪克	0.39	-95.86	-98.38	-69.18	-0.53	-159.13	-216.49	-382.63	-69.18	-45.27	-36.93	32.91	-382.63	-119.92	-44.43	106.69	-0.62	-205.36

资料来源：wind、华安证券研究所

## 24Q3复盘——疫苗板块

24Q3疫苗板块公司盈利能力整体承压，期间费用率有所上升；其他生物制品盈利能力基本平稳。

证券代码	证券简称	销售毛利率 (%)		销售净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
		24Q1-3	23Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	24Q1-3	23Q1-3
300122.SZ	智飞生物	26.87	27.95	9.48	16.70	8.54	4.72	1.35	0.70	0.24	0.09
300601.SZ	康泰生物	83.31	85.96	17.55	28.46	33.56	34.52	12.23	7.00	0.91	-0.08
000661.SZ	长春高新	85.52	84.80	28.28	35.68	30.43	26.55	8.11	5.33	-0.71	-0.76
603087.SH	甘李药业	75.11	74.51	22.82	14.12	37.40	37.27	7.65	7.50	-2.63	-3.63
300009.SZ	安科生物	77.56	78.06	31.49	33.16	29.91	25.86	6.69	6.58	-0.08	-0.12
688185.SH	康希诺	74.20	1.66	-40.06	-536.57	34.57	71.41	20.71	69.37	-0.55	-29.61
301207.SZ	华兰疫苗	80.89	88.34	28.17	36.89	43.40	41.56	8.78	3.54	-0.81	-0.21
688276.SH	百克生物	85.38	88.75	24.00	26.83	37.36	35.96	7.94	9.27	-0.32	-0.85
300841.SZ	康华生物	94.23	93.52	38.52	37.49	32.54	27.46	7.70	6.73	-0.63	-0.60
688319.SH	欧林生物	94.69	92.84	-0.02	7.44	48.19	45.78	16.40	16.61	2.47	0.84
688670.SH	金迪克	63.40	82.69	-145.21	-9.27	80.80	46.57	127.04	41.61	0.82	-1.56

## 疫苗及其他生物制品：建议关注标的的数据一览

证券代码	证券简称	总市值 (rmb 亿元)	股息率 (%)	预测净利润平均值 (rmb亿元)			预测营收平均值 (rmb亿元)			预测PE			预测PEG	
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2025E	2026E
688276.SH	百克生物	109.08	0.27	5.46	6.56	7.97	19.28	22.25	25.83	20.00	16.64	13.68	0.83	0.63
688319.SH	欧林生物	44.77	0.24	0.28	0.51	0.85	5.63	6.45	7.43	158.48	87.06	52.72	1.06	0.81
相关公司 (未覆盖)														
603087.SH	甘李药业	271.08	0.38	6.61	11.75	14.94	33.75	46.56	56.38	40.99	23.07	18.14	0.30	0.67
688185.SH	康希诺	157.58		-3.80	-1.09	1.28	8.38	11.63	18.54	-41.44	-144.89	122.79	-2.03	0.56
000661.SZ	长春高新	413.11	3.09	40.53	44.46	48.09	149.04	160.21	171.66	10.21	9.31	8.61	0.96	1.05

资料来源：wind、华安证券研究所，截至2024-12-17；预测PE&PEG为一致预期

## 风险提示

- 市场竞争加剧风险；
- 经济恢复不及预期风险；
- 支付政策改革深入推进，部分医疗服务公司经营短期波动风险；
- 出海进展不及预期风险等。



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上
- 无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。