

血制品蓄势，疫苗出清

——2025 年年报点评

公司点评

● 事件：

公司发布 2024 年年报，期内营业收入为 43.8 亿元，同比下降 18.0%；归母净利润为 10.9 亿元，同比下降 26.6%；扣非归母净利润为 9.8 亿元，同比下降 22.6%；基本每股收益 0.60 元。24Q4 单季度营业总收入 8.9 亿元，同比下降 37.8%；归母净利润 1.6 亿元，同比下降 60.4%。

● 业务拆分：血制品业务稳健增长，疫苗降价消极影响出清

血制品业务稳健增长。2024 年，公司血制品业务分部营收 32.5 亿元，同比增长 10.9%；我们测算分部归母净利润 9.5 亿元，同比增长约 5.4%，血制品业务整体毛利率 54.4%，基本与 2023 年持平（毛利率 54.3%）。疫苗业务经营下滑明显，华兰疫苗营收 11.3 亿元，同比大幅下降 53.1%，净利润 2.1 亿元，贡献母公司华兰生物净利润 1.4 亿元左右（持股比例 67.4%），同比大幅下降 76.1%。经营下滑主要是由于 2024 年公司对四价流感疫苗产品价格进行了调整，主要产品价格下调 40% 以上；同时由于国内已有 12 家公司四价流感疫苗产品获批上市，行业竞争加剧，公司四价流感疫苗实际生产批签量（2023 年共 88 批次，2024 年 67 批次）和接种率均同比有所下滑。疫苗业务在公司整体归母净利润中贡献下降到 13% 左右（2023 年为 39%），我们判断疫苗降价消极影响基本出清。

● 采浆量继续快速提升，血制品业务成长蓄势待发

采浆量连续两年快速增长，浆量仍有较大提升空间。2024 年公司采浆量 1586 吨，同比增长 18.2%；2023 年采浆量 1342 吨，同比增长 19.6%，公司采浆量连续两年快速增长，为后续血制品业务成长奠定基础。公司共有 34 个单采血浆站（含分站），浆站分布在河南（12 个）、重庆（17 个，含 6 个分站）、广西（4 个）和贵州（1 个）四个省市，其中在营浆站 33 家，预计在建重庆丰都浆站年中投产采浆。**老站采浆持续挖潜**，我们推算原有 25 个老站（含分站）年均单站采浆量上升到 59 吨左右，同比增长 14.5% 左右，老站挖潜贡献近两年血浆主要增量。**河南 7 个新投产浆站正处于采浆爬坡期**，采浆区域人口稠密，覆盖常住人口 605 万人，均站约 86 万人口，血浆资源禀赋较好；随着老站采浆挖潜和新浆站采浆爬坡上量，未来浆量仍有较大提升空间，公司血制品业务成长蓄势待发。

● 盈利预测及投资建议

盈利预测：我们预测公司 2025-2027 年，营收分别为 51.2/58.3/65.4 亿元，分别同比增 16.8%/14.0%/12.1%；归母净利润为 14.1/16.4/18.8 亿元，分别同比增 29.6%/16.2%/14.7%。当前市值 283 亿元（截至 2025.3.31 日收盘数据），对应 PE（2025E）为 20.1 倍。

投资建议：公司疫苗业务降价消极影响出清，但血制品业务原料血浆正处于快速增长阶段，血制品业务成长蓄势待发，维持“推荐”评级。

风险提示：新浆站采浆不及预期；进口白蛋白价格冲击；血制品生产质量风险；流感疫苗竞争加剧，继续降价风险；系统风险。

推荐（维持评级）

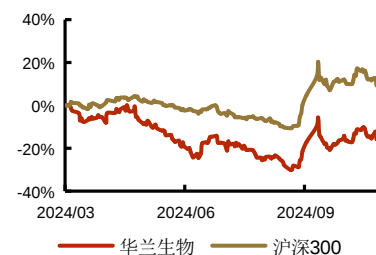
李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280523110001

市场数据	2025.03.31
收盘价(元):	15.53
一年最低/最高(元):	13.72/20.15
总股本(亿股):	18.24
总市值(亿元):	283.3
流通股本(亿股):	15.73
流通市值(亿元):	244.3
近 3 月换手率:	31.2%

股价一年走势



相关报告

《贝伐珠单抗终获批，单抗业务新突破》
2024-11-21

《华兰生物：血制品业务快速增长，疫苗业务短期承压》2024-10-30

《华兰生物：一核两翼业务格局渐成型，血制品业务成长再出发》2024-10-28



财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,342	4,379	5,117	5,834	6,542
增长率(%)	18.3	-18.0	16.8	14.0	12.1
净利润(百万元)	1,482	1,088	1,410	1,638	1,878
增长率(%)	37.7	-26.6	29.6	16.2	14.7
毛利率(%)	69.6	61.4	60.6	60.3	60.1
净利率(%)	27.7	24.8	27.6	28.1	28.7
ROE(%)	13.1	8.3	10.0	10.6	11.1
EPS(摊薄/元)	0.81	0.59	0.77	0.90	1.03
P/E(倍)	19.2	26.1	20.1	17.3	15.1
P/B(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind、诚通证券研究所，股价时间为 2025 年 3 月 31 日

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9327	9616	13661	14452	16107
现金	994	1367	4218	4809	5393
应收票据及应收账款合计	2296	1798	2651	2521	3259
其他应收款	7	18	11	22	15
预付账款	34	72	51	89	68
存货	1674	2029	2397	2678	3040
其他流动资产	4323	4332	4332	4332	4332
非流动资产	6779	6694	6815	6868	6886
长期投资	26	0	-50	-101	-153
固定资产	2056	2403	2628	2787	2894
无形资产	346	347	337	327	317
其他非流动资产	4351	3944	3899	3855	3828
资产总计	16106	16310	20476	21320	22993
流动负债	2581	2360	5400	4972	5148
短期借款	700	900	3206	2968	2485
应付票据及应付账款合计	197	217	316	339	367
其他流动负债	1684	1243	1878	1665	2296
非流动负债	103	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	103	103	103	103	103
负债合计	2685	2463	5503	5075	5251
少数股东权益	2062	1988	2070	2160	2259
股本	1829	1829	1829	1829	1829
资本公积	1486	1430	1430	1430	1430
留存收益	8093	8633	9567	10609	11855
归属母公司股东权益	11359	11859	12903	14084	15482
负债和股东权益	16106	16310	20476	21320	22993

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1346	1059	1151	1503	1733
净利润	1762	1155	1492	1729	1977
折旧摊销	273	272	277	323	355
财务费用	-2	-7	20	39	14
投资损失	-149	-138	-117	-128	-133
营运资金变动	-611	-300	-459	-390	-413
其他经营现金流	73	77	-62	-71	-68
投资活动现金流	-998	90	-219	-177	-173
资本支出	753	255	170	105	70
长期投资	-537	208	50	51	52
其他投资现金流	-782	554	1	-21	-51
筹资活动现金流	-455	-780	-386	-497	-495
短期借款	-100	199	0	0	0
长期借款	-300	0	0	0	0
普通股增加	4	0	0	0	0
资本公积增加	70	-56	0	0	0
其他筹资现金流	-130	-924	-386	-497	-495
现金净增加额	-107	369	545	829	1066

资料来源：Wind、诚通证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5342	4379	5117	5834	6542
营业成本	1624	1688	2018	2314	2607
营业税金及附加	45	38	44	51	56
营业费用	1202	776	871	954	1035
管理费用	274	296	337	379	420
研发费用	281	333	356	388	417
财务费用	-2	-7	20	39	14
资产减值损失	-91	-74	-87	-99	-111
公允价值变动收益	61	33	39	42	44
其他收益	32	23	24	25	26
投资净收益	149	138	117	128	133
营业利润	2098	1380	1760	2031	2330
营业外收入	0	3	4	4	3
营业外支出	21	44	20	23	27
利润总额	2078	1339	1744	2012	2306
所得税	316	183	252	283	329
净利润	1762	1155	1492	1729	1977
少数股东损益	280	68	82	91	99
归属母公司净利润	1482	1088	1410	1638	1878
EBITDA	2369	1633	2075	2413	2719
EPS(元)	0.81	0.59	0.77	0.90	1.03

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.3	-18.0	16.8	14.0	12.1
营业利润(%)	47.3	-34.3	27.6	15.4	14.7
归属于母公司净利润(%)	37.7	-26.6	29.6	16.2	14.7
获利能力					
毛利率(%)	69.6	61.4	60.6	60.3	60.1
净利率(%)	27.7	24.8	27.6	28.1	28.7
ROE(%)	13.1	8.3	10.0	10.6	11.1
ROIC(%)	30.3	18.2	22.0	24.3	26.1
偿债能力					
资产负债率(%)	16.7	15.1	26.9	23.8	22.8
净负债比率(%)	0.5	-2.9	-6.3	-10.9	-16.0
流动比率	3.6	4.1	2.5	2.9	3.1
速动比率	2.1	2.1	1.6	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.3	2.3
应付账款周转率	8.7	8.1	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.59	0.77	0.90	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.54	0.63	0.82	0.95
每股净资产(最新摊薄)	6.21	6.48	7.06	7.70	8.47
估值比率					
P/E	19.2	26.1	20.1	17.3	15.1
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.0	17.2	13.3	11.1	9.5

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>