

血制品业务实现稳健增长， 产品种类持续丰富

核心观点

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，业绩符合预期。2024 年，公司血制品业务实现稳健增长，白蛋白、静丙等产品销售增长的同时，维持了较好的价格体系，期待 2025 年继续保持稳健经营。公司 2024 年采浆量同比稳健增长，平均单站采浆能力行业领先，2025 年期待进一步挖掘采浆潜力，助力采浆水平提升。PCC 已获批上市，另有多款产品处于临床阶段，未来产品种类有望持续丰富，吨浆利润有望进一步提升。

事件

公司发布 2024 年年报，业绩符合预期

4 月 22 日，公司发布 2024 年年报，全年实现：1) 营业收入 12.03 亿元，同比增长 14.75%；2) 归母净利润 2.54 亿元，同比增长 15.95%；3) 扣非归母净利润 2.64 亿元，同比增长 25.97%。4) 基本每股收益 1.12 元。业绩符合预期。

公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：以 2.27 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

公司发布 2025 年一季报，业绩符合预期

4 月 22 日，公司发布 2025 年第一季度报告，实现：1) 营业收入 2.25 亿元，同比下降 0.57%；2) 归母净利润 0.44 亿元，同比下降 6.54%；3) 扣非归母净利润 0.43 亿元，同比下降 5.66%。4) 基本每股收益 0.19 元。业绩符合预期。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,048.50	1,203.19	1,309.30	1,407.38	1,494.72
YoY(%)	56.98	14.75	8.82	7.49	6.21
净利润(百万元)	218.65	253.52	285.94	318.65	352.39
YoY(%)	86.18	15.95	12.79	11.44	10.59
毛利率(%)	41.32	41.88	40.82	40.90	41.00
净利率(%)	20.85	21.07	21.84	22.64	23.58
ROE(%)	10.86	11.46	11.54	11.49	11.36
EPS(摊薄/元)	0.96	1.12	1.26	1.40	1.55
P/E(倍)	29.31	25.28	22.41	20.11	18.19
P/B(倍)	3.18	2.90	2.59	2.31	2.07

资料来源：iFinD，中信建投证券

卫光生物(002880.SZ)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025 年 04 月 28 日

当前股价：28.26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.43/6.47	6.44/3.87	-1.22/-9.49

12 月最高/最低价(元) 34.60/23.60

总股本(万股) 22,680.00

流通 A 股(万股) 22,601.30

总市值(亿元) 64.09

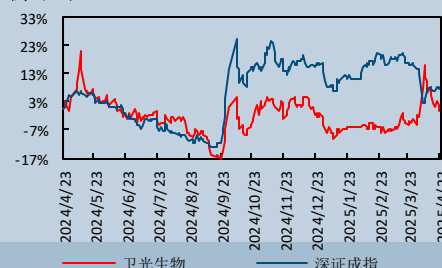
流通市值(亿元) 63.87

近 3 月日均成交量(万) 260.62

主要股东

深圳市光明区国有资产监督管理局 65.25%

股价表现



简评

全年业绩实现稳健增长，25Q1 血制品业务保持稳定

24Q4 公司营业收入 3.49 亿元，同比增长 11.51%；归母净利润 0.71 亿元，同比增长 5.05%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增长 39.17%。24Q4 及全年公司业绩实现较快增长，主要由于公司产品价格体系维护较好，同比价格压力较小，叠加物业出租等其他业务收入同比增长较快所致；利润端增长较快，主要由于收入同比增长，叠加各项费用率同比下降所致。25Q1 公司收入端基本持平，其中血制品业务保持稳定；利润端同比下滑，主要由于毛利率同比下降所致。

白蛋白及静丙收入保持增长，价格体系得到维持。2024 年，公司血液制品业务实现收入 10.72 亿元，同比增长 8.80%。分产品来看，人血白蛋白收入 4.59 亿元，同比增长 15.29%；静丙收入 4.31 亿元，同比增长 15.00%；其他血液制品收入 1.82 亿元，同比下降 14.33%。白蛋白及静丙收入同比增长较快，主要由于公司持续销售推广，推进医院端开发，产品销量增长的同时保持了较好的价格体系。其他血液制品收入同比下降，主要由于集采导致价格承压，以及市场竞争加剧所致。血制品业务实现毛利率 43.04%，同比增长 2.28pct，主要由于白蛋白、静丙等产品价格体系较好，叠加收入增长带动固定成本摊销所致。

采浆工作稳步推进，产品种类持续丰富。公司拥有 9 个全资或控股单采血浆站，浆站运营管理能力强，浆站平均采浆量行业领先。2024 年公司采浆量 562 吨，同比增长 8.7%，有效保障生产需求。公司大力强化浆源开拓，持续推行“平果经验”，加大浆员开拓力度；另一方面持续加强浆站建设，提高浆站采浆能力。公司拥有人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子 3 大类，11 个品种，23 种规格的产品，血浆综合利用率较高。2024 年，公司取得人凝血酶原复合物《药品注册证书》，进一步丰富了产品线。公司另有新型静注人免疫球蛋白、人纤维蛋白粘合剂等产品处于临床阶段，未来产品种类有望持续丰富，吨浆利润有望进一步提升。

表 1: 公司研发管线进展

研发产品名称	适应症	研发管线进展
人凝血酶原复合物（PCC）	用于治疗先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症	2024 年 5 月取得《药品注册证书》
新型静注人免疫球蛋白	用于原发性或继发性免疫球蛋白缺陷病	开展 III 期临床试验
人纤维蛋白粘合剂	辅助用于处理烧伤创面、普通外科腹部切口、肝脏手术创面和血管外科手术创面的渗血	开展 III 期临床试验
人纤溶酶原	用于治疗 I 型纤溶酶原缺乏症	开展 I 期临床试验
皮下注射人免疫球蛋白	用于治疗原发性免疫缺陷病	开展临床前药学研究
人凝血因子 IX	用于治疗乙型血友病	开展临床前药学研究
人抗凝血酶 III	用于先天性和获得性抗凝血酶 III 缺乏症	开展临床前药学研究

资料来源：公司公告，中信建投证券

2024 年销售、研发费用同比下降，25Q1 各项费用保持稳定

2024 年，公司实现毛利率 41.88%（+0.56pct），基本保持稳健。销售费用 0.29 亿元（-28.81%），销售费用率 2.42%（-1.48pct）；管理费用 0.93 亿元（+7.73%），管理费用率 7.70%（-0.50pct）；研发费用 0.49 亿元（-22.89%），研发费用率 4.08%（-1.99pct）；财务费用 0.20 亿元（+62.80%），财务费用率 1.69%（+0.50pct）。销售费用下降主要由于销售服务费减少所致，研发费用下降主要由于研发项目进度不同所致。2024 年公司经营净现金流 1.78 亿元（-55.33%），主要由于销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金减

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

少，以及经营活动现金支出增加所致。

25Q1 公司实现毛利率 41.12% (-2.16pct)，主要由于部分产品价格调整所致。销售费用 0.05 亿元 (-1.86%)，销售费用率 2.28% (-0.03pct)；管理费用 0.20 亿元 (-1.45%)，管理费用率 8.75% (-0.08pct)；研发费用 0.12 亿元 (-5.50%)，研发费用率 5.13% (-0.27pct)；财务费用 0.05 亿元 (+2.15%)，财务费用率 2.02% (+0.05pct)。各项费用基本维持稳定。25Q1 公司经营净现金流 0.21 亿元 (+281.18%)，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

2025 年展望：血制品业务保持稳健经营，期待采浆水平及盈利能力提升

公司是国内领先的血制品企业，2024 年血制品业务实现稳健增长，白蛋白、静丙等产品销售增长的同时，维持了较好的价格体系，期待 2025 年继续保持稳健经营。公司现有 9 个浆站，2024 年采浆量同比稳健增长，平均单站采浆能力行业领先，2025 年期待进一步挖掘采浆潜力，助力公司采浆水平提升。公司 PCC 已获批上市，另有新型静注人免疫球蛋白、人纤维蛋白粘合剂等产品处于临床阶段，未来产品种类有望持续丰富，吨浆利润有望进一步提升。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2025 ~ 2027 年实现营业收入分别为 13.09 亿元、14.07 亿元和 14.95 亿元，归母净利润分别为 2.86 亿元、3.19 亿元和 3.52 亿元，分别同比增长 12.8%、11.4%和 10.6%。每股 EPS 为 1.26 元、1.40 元和 1.55 元，当前股价对应 2025 ~ 2027 年估值分别 22.4X、20.1X 和 18.2X，首次覆盖给予买入评级。

风险分析

1、原料血浆供应不足风险。血液制品原材料为健康人血浆，来源特殊，具有稀缺性。尽管公司拥有申请新设浆站的资质，但随着法律法规和新设浆站政策的收紧，国家对新设单采血浆站的管控愈发严格，新设浆站存在较大不确定性，随着公司生产能力的提升，可能会面临原料血浆不足的风险。

2、新产品研发风险。药品研发周期较长，研发进程受到现有技术水平、产品设计、临床效果、预算投入和国家政策、市场需求、有关部门审批等多方面影响，可能会出现研发进度不及预期、研发失败等方面的风险。

3、产品潜在的安全风险。我国血液制品以健康人血浆为原料，公司在血浆采集和生产过程中，采用先进的采集技术和科学高效的管理体系，严格按照国家相关规定要求，在采浆、研发、生产、质检等环节全面从严采取了筛查相关病原体、去除和灭活病毒的措施，但产品理论上仍可能存在某些未知病原体的潜在风险。

4、产品销售低于预期风险：目前血制品行业受市场竞争加剧、集采政策执行等多种因素影响，产品价格及销售面临一定压力。若公司产品销售不及预期，价格继续面临压力，预计 2025 ~ 2027 年对应的归母净利润将从目前的 2.86 亿元、3.19 亿元和 3.52 亿元下降至 2.54 亿元、2.82 亿元和 3.07 亿元。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk