

血制品业务稳健增长， 研发创新持续推进

核心观点

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。上半年血制品业务保持稳健收入增长，毛利率同比提升，采浆量同比增长 5.2%，并持续推动新浆站采浆量爬坡和老浆站经营效率提升。预计下半年血制品业务有望保持稳健经营趋势。随着下半年流感疫苗接种旺季到来，公司产品销量有望实现同比提升，价格同比预计保持稳定。公司持续推进研发创新，10% 新工艺静丙获批在即，期待后续进展；参股公司华兰基因已获批贝伐珠单抗，多款产品处于上市申请阶段，未来有望贡献更多业绩增量。

事件

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期

8 月 28 日，公司发布 2025 年半年报，上半年实现：1) 营业收入 17.98 亿元，同比增加 8.80%；2) 归母净利润 5.16 亿元，同比增加 17.19%；3) 扣非归母净利润 4.84 亿元，同比增加 33.41%；4) 基本每股收益 0.28 元。业绩符合预期。

公司发布 2025 年半年度利润分配预案：以 18.27 亿总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。本次拟分配现金股利金额 9.14 亿元（含税）。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,341.87	4,379.20	4,857.10	5,404.45	5,923.67
YoY(%)	18.26	-18.02	10.91	11.27	9.61
净利润(百万元)	1,481.58	1,087.85	1,241.37	1,410.57	1,555.88
YoY(%)	37.66	-26.57	14.11	13.63	10.30
毛利率(%)	69.59	61.45	60.27	60.97	61.47
净利率(%)	27.74	24.84	25.56	26.10	26.27
ROE(%)	13.04	9.17	9.85	10.50	10.83
EPS(摊薄/元)	0.81	0.60	0.68	0.77	0.85
P/E(倍)	20.64	28.10	24.63	21.67	19.65
P/B(倍)	2.69	2.58	2.43	2.28	2.13

资料来源：iFinD，中信建投证券

华兰生物(002007.SZ)

维持

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 09 月 17 日

当前股价：16.73 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
-0.30/-4.76	3.78/-10.57	20.88/-21.93
12 月最高/最低价(元)		18.70/13.90
总股本(万股)		182,745.67
流通 A 股(万股)		157,370.29
总市值(亿元)		305.73
流通市值(亿元)		263.28
近 3 月日均成交量(万)		1872.72
主要股东		
安康		17.94%

股价表现



简评

收入端同比稳健增长，盈利能力有所提升

2025Q2 公司营业收入 9.31 亿元，同比增加 7.53%；归母净利润 2.03 亿元，同比增加 13.62%；扣非归母净利润 1.84 亿元，同比增加 30.38%。25Q2 及 25H1 公司收入端保持稳健增长，主要由于血制品业务销售稳健，销量持续增长；利润端增速快于收入端，主要由于：1) 去年同期由于销售成本增加，导致毛利率低基数；2) 管理费用下降，费用率同比降低。

血制品业务：收入端保持稳健增长，持续推进采浆工作

2025 年上半年，公司血制品业务实现收入 17.37 亿元，同比增长 7.57%；毛利率 51.69%，同比增长 1.59pct。分产品来看，公司人血白蛋白收入 6.95 亿元（+7.95%），毛利率 52.53%（+3.27pct）；静丙收入 4.53 亿元（-1.36%），毛利率 40.62%（-10.51pct）；其他血制品收入 5.88 亿元（+15.10%），毛利率 59.21%（+8.98pct）。血制品业务整体稳健增长，主要由于：1) 去年同期采浆量增长较快，为销量增长提供支持；2) 因子类产品及特种免疫球蛋白产品销量有所增长。毛利率提升主要由于：1) 采浆及消耗成本同比无显著增加；2) 公司去年 7 月上线 SAP 系统，成本核算方法有所变更，部分成本费用被推后。其中静丙销售收入及毛利率下降，主要由于去年同期价格较高，以及医保控费等因素导致产品使用受限所致。

上半年公司持续推进采浆工作，重庆市丰都县单采血浆站建成、取得采浆许可证并开始采浆，为采浆量的增长奠定基础。公司目前共有在营浆站 34 家（含分站），分布于河南（12 家）、重庆（含 6 家分站共 17 家）、广西（4 家）、贵州（1 家）四个省份，2024 年采浆量超过 100 吨的单采血浆站有四个，成熟期浆站的年平均采浆量均在国内前列。上半年公司实现采浆量 803.66 吨，同比增长 5.23%。预计下半年，随着新浆站采浆量持续爬坡叠加老浆站采浆能力提升，公司采浆量有望实现进一步增长，为业绩增长打下坚实基础。

疫苗业务：上半年狂犬疫苗放量积极，期待下半年流感疫苗销售

2025 年上半年，公司疫苗业务实现收入 0.57 亿元，同比增长 92.63%；毛利率 81.93%，同比下降 6.39pct。其中流感疫苗销售 0.26 亿元，同比增长 132.94%；狂犬疫苗销售 0.33 亿元，同比增长 53.37%。上半年公司批签发三价流感疫苗 4 批次（-33%），四价流感疫苗 24 批次（-60%），Vero 细胞狂犬疫苗 1 批次（-75%），批签发下降主要由于流感疫苗销售淡季，且国内流感流行情况相对平稳所致。公司上半年积极开展疫苗销售工作，狂犬疫苗销量同比增长显著。预计下半年随着流感疫苗接种旺季到来，公司流感疫苗有望凭借优秀的质量及市场领先的品牌效应，实现销量进一步增长。公司吸附破伤风疫苗，Vero 细胞狂犬病疫苗已获批上市，预计未来将贡献新的业绩增量。

持续投入研发创新，10%新工艺静丙处于上市审评阶段

公司持续推动对血制品现有产品的生产工艺技术升级和新产品开发，并继续加大对疫苗、创新药和生物类似药物的研发投入。公司新工艺静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）处于药品上市注册审评发补阶段，目前已完成现场核查生产；皮下注射人免疫球蛋白待确定临床研究计划后提交 Pre-IND；人凝血因子 IX 正在开展 III 临床研究；Exendin-4-FC 融合蛋白项目已完成 II 期临床研究，拟开展 III 期临床。疫苗板块，公司加快推进重组带状疱疹疫苗（CHO 细胞）、mRNA 流感病毒疫苗、mRNA 呼吸道合胞病毒疫苗、痘病毒广谱流感的临床前研发工作；冻干 AC 脑膜炎球菌结合疫苗已完成 III 期临床试验，Hib 结合疫苗已取得临床试验批件；吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗正在开展 III 期临床试验。

表 1: 公司部分研发投入项目及进度

产品类型	主要研发项目名称	项目目的	项目进展
血液制品	静注人免疫球蛋白的工艺升级	增加新品种	已获得 10%浓度规格 NDA 注册受理
	人凝血因子 IX (FIX) 纯化工艺开发	增加新品种	处于临床 III 期试验阶段
	Exendin-4-FC 融合蛋白	增加新品种	已完成临床 II 试验阶段
疫苗	冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗	增加新品种	正在进行申报生产的准备工作
	吸附无细胞百 (三组分) 白破联合疫苗	增加新品种	处于临床 III 期试验阶段
	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	增加新品种	已获得临床批件
	重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	增加新品种	临床前研究
	mRNA 流感病毒疫苗	增加新品种	临床前研究
	mRNA 呼吸道合胞病毒 (RSV) 疫苗	增加新品种	临床前研究
	痘病毒广谱流感疫苗	增加新品种	临床前研究

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

创新药和生物类似药方面, 公司参股公司华兰基因积极推进产品研发。利妥昔单抗目前处于上市申请阶段, 正在 CDE 技术审评中。阿达木单抗、地舒单抗和曲妥珠单抗已完成 III 期临床研究, 拟提交上市申请。帕尼单抗注射液处于 I 期临床阶段。重组抗 CD3/BCMA 双抗、重组抗 Claudin18.2 单抗、重组抗 PD-L1/TGF- β 双功能融合蛋白已取得临床批件。上半年华兰基因与国内某知名公司签订《临床前研究数据授权协议》, 华兰基因将其研发的 CD3/BCMA 双抗的临床前数据、临床批件申报资料等资料以总额 6800 万元的里程碑款项 (已收到 3500 万元的首付款) 授权给国内某知名公司和其唯一被许可方。上述项目能够为公司培育新的利润增长点, 丰富公司的产品梯队

销售费用同比下降, 推出中期分红回馈股东

2025 年上半年, 公司整体毛利率 52.58%, 同比增加 1.89pct, 主要由于血制品业务毛利整体提升。上半年公司销售费用 1.51 亿元 (+23.52%), 销售费用率 8.40% (+1.00pct); 管理费用 1.26 亿元 (-23.70%), 管理费用率 7.01% (-2.99pct); 研发费用 1.61 亿元 (+10.69%), 研发费用率 8.97% (+0.22pct); 财务费用 45.60 万元 (+105.52%), 财务费用率 0.03% (+0.53pct)。管理费用同比下降, 主要由于去年计提的股权激励费用今年未再计提所致。上半年公司经营净现金流 2.31 亿元 (-28.27%), 主要由于销售商品收到现金减少所致。

为切实提升股东回报水平, 保持长期积极稳定回报股东的分红策略, 公司拟定了 2025 年半年度的利润分配方案, 拟分配现金股利金 9.14 亿元 (含税), 占 2025 年半年度公司归母净利润的 177.13%, 占期末母公司未分配利润的 33.09%。2022~2024 年, 公司经营净现金流分别为 9.57 亿元、13.46 亿元和 10.59 亿元, 25H1 经营净现金流 2.31 亿元, 本次利润分配方案的实施不会影响公司的正常生产经营。未来公司将持续落实现金分红的稳定性、持续性和可预期性, 进一步提高分红比例、优化分红节奏, 提高公司长期投资价值, 与全体股东共享公司经营发展成果。

2025 年下半年展望: 血制品预计保持稳健, 期待流感疫苗销售增长

上半年公司血制品业务保持稳健收入增长, 毛利率同比提升, 助力上半年利润端增长。采浆量同比增长 5.2%, 并持续推动新浆站采浆量爬坡和老浆站经营效率提升。预计下半年随着产品价格逐步趋稳, 叠加采浆量稳步增长, 公司血制品业务有望保持稳健经营趋势。上半年为流感疫苗销售淡季, 随着下半年流感疫苗接种旺季到来, 公司产品销量有望实现同比提升; 24H1 流感疫苗价格有所调整, 今年下半年价格同比口径有望保持稳定。公司

流感疫苗销售收入有望实现进一步增长。公司持续推进研发创新，10%新工艺静丙获批在即，期待后续进展；参股公司华兰基因已获批贝伐珠单抗，多款产品处于上市申请阶段，未来有望贡献更多业绩增量。

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 48.57 亿元、54.04 亿元和 59.24 亿元；归母净利润分别为 12.41 亿元、14.11 亿元和 15.56 亿元，2025 ~ 2027 年分别同比增长 14.1%、13.6% 和 10.3%；每股 EPS 分别为 0.68、0.77 和 0.85 元，当前股价对应 2025 ~ 2027 年估值分别为 24.6X、21.7X 和 19.7X，给予买入评级。

风险分析

1、血制品安全性问题及单采血浆站监管风险。由于血液制品主要原料的生物属性，基于现有的科学技术水平，理论上仍存在未能识别并去除某些未知病原体的可能性，带来的安全性问题可能对公司的经营造成不利影响。单采血浆站持续规范运营是血液制品企业的整体经营的重要因素之一，单采血浆公司监管政策的变化可能会对公司造成一定的影响。

2、浆站建设及采浆量增长速度不及预期：公司产品供给端增长主要取决于浆站数量的增加和单站采浆量的增长，若未来浆站建设及采浆量增长速度不及预期，将影响公司未来的业绩及盈利水平预期。

3、新产品研发和上市进度不达预期。

4、毛利率下降的风险：原料血浆成本占血制品生产成本的比例较高，随着献浆员营养费的不断提高，血浆的成本在逐渐上升；随着原料血浆采集量的增加，血液制品企业之间的竞争加剧，价格存在波动的可能，血液制品综合毛利率存在下降的风险，可能对公司利润造成一定影响。疫苗公司的主要产品四价流感病毒裂解疫苗的竞争对手不断增多，价格竞争趋于激烈，存在毛利率进一步下降的可能。

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