

公司研究

# 血制品龙头大力布局创新，高分红比例凸显长期投资价值

## ——华兰生物（002007.SZ）跟踪报告

### 要点

**血制品业务稳健增长，四价流感疫苗接种需求显著增强。**截至 2025 年中报，公司下属单采血浆站数量为 34 家（含 6 家分站）；2024 年，公司采浆量超过 100 吨的单采血浆站有 4 个，成熟期浆站的年平均采浆量均在国内前列。随着新开浆站采浆量的提升，血浆综合利用率的提高，公司血制品业务有望保持稳健增长。疫苗板块，随着 10 月以来民众接种流感疫苗意识显著增强，各地疾控中心的需求显著增加，公司流感疫苗特别是四价流感病毒裂解疫苗的库存消化较快，公司为此增加了多个批次四价流感疫苗的批签发申请，预计近期将投放市场。

**大力布局创新，参股基因公司进入收获期。**公司在血制品领域进行现有产品的工艺升级和新产品开发之外，亦加大疫苗、创新药和生物类似药物的研发投入：1) 血制品领域，新工艺静注人免疫球蛋白（10%）已完成现场核查生产，皮下注射人免疫球蛋白计划提交 Pre-IND，人凝血因子 IX 正在开展 III 临床研究；2) 疫苗领域，疫苗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；3) 创新药领域，母公司研发的重组 Exendin-4-FC 融合蛋白注射液即将开展糖尿病适应症的 III 期临床试验，并在开展超重/肥胖适应症的申报。此外，公司参股的基因公司已进入收获期：贝伐单抗于 24 年底获批，在 25H1 实现销售收入 5,889.58 万元；其研发的创新药 CD3/BCMA 双抗已获得 BD 授权。

**高分红比例凸显长期投资价值。**公司 2025 年已实施每 10 股派发现金红利 7 元（含税），以 2025 年 12 月 11 日收盘价计算，股息率为 4.63%。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，进一步提高平均分红比例、优化分红节奏，提高公司长期投资价值。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到血制品业务市场竞争压力的影响，我们下调公司 25-26 年归母净利润为 12.52/14.72 亿元（较原预测分别下调 20%/23%），新增预测 27 年归母净利润为 17.09 亿元，按照最新股本测算 EPS 分别为 0.69/0.81/0.94 元，现价对应 PE 分别为 22/19/16 倍。考虑到公司的创新布局逐步收获，以及高股息率价值，维持“买入”评级。

**风险提示：**采浆量不及预期，浆站拓展不及预期，血制品需求不及预期，疫苗业务不及预期等。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,342	4,379	4,841	5,507	6,227
营业收入增长率	18.26%	-18.02%	10.56%	13.74%	13.08%
归母净利润（百万元）	1,482	1,088	1,252	1,472	1,709
归母净利润增长率	37.66%	-26.57%	15.09%	17.56%	16.10%
EPS（元）	0.81	0.59	0.69	0.81	0.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.04%	9.17%	9.81%	11.40%	12.48%
P/E	19	25	22	19	16
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-11；2023-2024 年母公司股本数分别为 18.29/18.29 亿股，假设 2025-2027 年股本数为 18.27 亿股

### 买入（维持）

当前价：15.11 元

### 作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebcn.com

分析师：曹聪聪

执业证书编号：S0930524040001

021-52523807

caocongcong@ebcn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	18.27
总市值(亿元):	276.13
一年最低/最高(元):	14.77/17.84
近 3 月换手率:	62.94%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.77	-7.84	-22.03
绝对	-9.79	-7.18	-9.03

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,342	4,379	4,841	5,507	6,227
营业成本	1,624	1,688	1,936	2,180	2,433
折旧和摊销	259	260	291	305	319
税金及附加	45	38	43	48	55
销售费用	1,202	776	871	964	1,059
管理费用	274	296	271	292	324
研发费用	281	333	339	396	455
财务费用	-2	-7	31	34	34
投资收益	149	138	146	167	168
营业利润	2,098	1,380	1,552	1,802	2,083
利润总额	2,078	1,339	1,532	1,790	2,070
所得税	316	183	212	248	287
净利润	1,762	1,155	1,320	1,542	1,784
少数股东损益	280	68	68	70	75
归属母公司净利润	1,482	1,088	1,252	1,472	1,709
EPS(元)	0.81	0.59	0.69	0.81	0.94

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,346	1,059	1,013	1,292	1,474
净利润	1,482	1,088	1,252	1,472	1,709
折旧摊销	259	260	291	305	319
净营运资金增加	1,714	24	574	559	647
其他	-2,109	-313	-1,104	-1,044	-1,201
投资活动产生现金流	-998	90	-500	-64	-38
净资本支出	-549	-255	-177	-205	-205
长期投资变化	26	0	0	0	0
其他资产变化	-475	345	-323	142	168
融资活动现金流	-455	-780	-669	-1,063	-1,256
股本变化	4	0	-1	0	0
债务净变化	-100	-101	-279	302	-285
无息负债变化	254	-121	28	18	-35
净现金流	-107	369	-156	166	180

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	69.6%	61.4%	60.0%	60.4%	60.9%
EBITDA 率	43.3%	36.9%	34.8%	35.6%	36.2%
EBIT 率	38.2%	30.7%	28.8%	30.1%	31.1%
税前净利润率	38.9%	30.6%	31.6%	32.5%	33.3%
归母净利润率	27.7%	24.8%	25.9%	26.7%	27.4%
ROA	10.9%	7.1%	7.8%	8.8%	9.9%
ROE (摊薄)	13.0%	9.2%	9.8%	11.4%	12.5%
经营性 ROIC	13.7%	9.2%	9.2%	10.6%	11.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	17%	15%	13%	14%	12%
流动比率	3.61	4.07	4.93	4.52	5.47
速动比率	2.96	3.21	3.93	3.63	4.42
归母权益/有息债务	11.35	13.17	20.55	13.99	21.46
有形资产/有息债务	15.47	17.44	26.49	18.41	27.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	16,106	16,310	17,028	17,570	18,109
货币资金	994	1,367	1,210	1,377	1,557
交易性金融资产	2,115	1,888	2,400	2,425	2,450
应收账款	2,296	1,798	1,939	2,107	2,272
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	18	10	12	13
存货	1,674	2,029	2,129	2,185	2,250
其他流动资产	995	301	532	731	947
流动资产合计	9,327	9,616	10,473	11,087	11,736
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	26	0	0	0	0
固定资产	2,055	2,402	2,351	2,278	2,184
在建工程	662	552	519	495	476
无形资产	320	319	318	316	315
商誉	1	0	0	0	0
其他非流动资产	3,404	3,116	3,096	3,096	3,096
非流动资产合计	6,779	6,694	6,555	6,483	6,373
总负债	2,685	2,463	2,212	2,532	2,213
短期借款	700	900	621	923	638
应付账款	197	217	229	258	288
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	73	62	45	28
流动负债合计	2,581	2,360	2,123	2,455	2,147
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	54	46	35	23
非流动负债合计	103	103	89	77	65
股东权益	13,421	13,847	14,816	15,038	15,896
股本	1,829	1,829	1,827	1,827	1,827
公积金	2,292	2,328	2,345	2,345	2,345
未分配利润	7,286	7,735	8,605	8,757	9,541
归属母公司权益	11,359	11,859	12,760	12,912	13,695
少数股东权益	2,062	1,988	2,056	2,126	2,201

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	22.51%	17.72%	18.00%	17.50%	17.00%
管理费用率	5.13%	6.76%	5.60%	5.30%	5.20%
财务费用率	-0.03%	-0.16%	0.64%	0.61%	0.55%
研发费用率	5.26%	7.61%	7.00%	7.20%	7.30%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.20	0.72	0.51	0.59
每股经营现金流	0.74	0.58	0.55	0.71	0.81
每股净资产	6.21	6.48	6.98	7.07	7.49
每股销售收入	2.92	2.39	2.65	3.01	3.41

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19	25	22	19	16
PB	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	13.5	18.9	17.8	15.5	13.4
股息率	2.0%	1.3%	4.8%	3.4%	3.9%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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。

## 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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP