

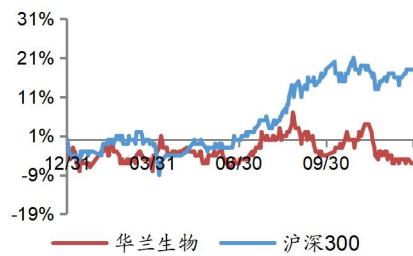
# 持续挖掘浆站潜能，大生物产业厚积薄发

**投资评级：增持**
**首次覆盖**

报告日期：2025-12-31

收盘价 (元)	<b>15.19</b>
近 12 个月最高/最低 (元)	<b>18.39/15.03</b>
总股本 (百万股)	<b>1,827</b>
流通股本 (百万股)	<b>1,574</b>
流通股比例 (%)	<b>86.11</b>
总市值 (亿元)	<b>278</b>
流通市值 (亿元)	<b>239</b>

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：谭国超**

执业证书号: S0010521120002

邮箱: tangc@hazq.com

**分析师：李雨涵**

执业证书号: S0010525070005

邮箱: liyuh@hazq.com

## 相关报告

### 主要观点：

- 血制品疫苗双轮驱动，老牌企业焕发生机

华兰生物成立于 1992 年，1998 年成为国内首家通过 GMP 认证的血液制品企业。公司多年来锚定血液制品行业，其生产规模、品种规格、市场覆盖和主导产品产销量均居国内同行业前列，2005 年成立华兰生物疫苗股份有限公司，扩展公司原有业务，截至 2023 年年末其已成为我国最大的流感病毒裂解疫苗生产基地，流感疫苗产品市场占有率保持国内领先地位。2025 年前三季度，公司实现营收 33.79 亿元，同比-3.20%，实现归母净利润 7.84 亿元，同比-15.07%。

- 持续挖掘浆站潜能，深耕血制品扩大优势

公司血液制品产品覆盖面广，共有人血白蛋白、静丙、纤原、凝血八因子等 11 个产品、34 种规格。2025H1，公司血制品板块实现营收 17.37 亿元，同比+7.57%，其中人血白蛋白、静注人免疫球蛋白分别实现营收 6.95 亿元（同比+7.95%）、4.53 亿元（同比+7.95%），占板块营收比例达 40%、26%，我们看好两大明星单品的长期市场空间。

公司吨浆盈利能力强，2025H1 实现吨浆收入 216.08 万元/吨，吨浆利润达 62.45 万元/吨，同行业内处于较高水平。公司目前拥有 34 家血浆站（包含 6 家分站），其中广西 4 家、贵州 1 家、重庆 17 家、河南 12 家，在多处设置单采血浆站，采浆量处于领先地位。2025 年上半年采浆量为 803.66 吨，同比+5.23%。截至 2025 年 5 月，公司在重庆丰都、巫山及邓州市、杞县、襄城县的单采血浆站均已建设完毕，深耕重庆、河南两地，利用地方人口优势进一步实现浆站外延增长；同时公司也在加强对现有单采血浆站献浆员的宣传发动，进一步提升浆站管理能力，不断促进现有浆站内生增长，为公司扩大规模奠定基础。

- 加快疫苗做大做强，进军单抗稳步研发

公司疫苗业务产品种类丰富覆盖面广，针对流感病毒、流行性脑膜炎、乙肝、破伤风、狂犬病等多种疾病，其中流感疫苗贡献大部分收入。2024 年受国内大环境影响，竞争激烈，各大企业纷纷降价抢占市场，导致公司疫苗板块营收、利润端均大幅下滑，2024 年公司流感疫苗实现营收 10.73 亿元（同比-55.34%），实现毛利率 81.84%（同比-6.45pp），2025 年公司疫苗板块依旧承压，我们期待公司业绩触底反弹。

2013 年公司参股公司华兰基因工程有限公司成立，进军基因重组与单克隆抗体领域，在研产品丰富，覆盖自身免疫疾病、实体瘤、眼科疾病领域，先后有 10 个单抗品种取得临床试验批件。2024 年 11 月，华兰基因的贝伐珠单抗取得国家药监局签发的《药品注册证书》，公司成立专门的销售队伍开展产品的销售和推广，2025 年上半年，贝伐单抗产品共实现销售收入 5,889.58 万元。

截至 2025H1，公司参股公司华兰基因公司研发的利妥昔单抗注射液已经完成 III 期临床研究，目前正在 CDE 技术审评中；2025 年 12 月，地

舒单抗取得药品注册受理通知书。利妥昔单抗、地舒单抗的上市将成为公司新一轮业绩增长点。

#### ● 投资建议

我们预计，公司 2025-2027 年营收分别为 46.34/51.37/57.45 亿元，分别同比增长 5.8%/10.9%/11.8%，归母净利润分别为 12.15/13.64/15.45 亿元，分别同比增长 11.7%/12.2%/13.3%，对应估值分别为 23X/20X/18X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

#### ● 风险提示

血制品的安全性风险；成本费用上升的竞争风险；新产品开发不及预期风险。

#### ● 重要财务指标

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4379	4634	5137	5745
收入同比 (%)	-18.0%	5.8%	10.9%	11.8%
归属母公司净利润	1088	1215	1364	1545
净利润同比 (%)	-26.6%	11.7%	12.2%	13.3%
毛利率 (%)	61.4%	57.9%	58.0%	58.6%
ROE (%)	9.2%	10.0%	10.9%	12.0%
每股收益 (元)	0.60	0.66	0.75	0.85
P/E	28.28	22.76	20.28	17.90
P/B	2.60	2.28	2.21	2.15
EV/EBITDA	20.59	14.15	12.67	11.15

资料来源：wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 生物制品争领航，稳健增长谋新篇 .....	5
1.1 血制品起家管线丰富，持续孵化利润增长点 .....	5
1.2 公司管理层专业背景深厚，加强内部管理 .....	7
1.3 血制品、疫苗双轮驱动，迎来业绩发展新态势 .....	9
2 立足血液制品，挖掘浆站潜能 .....	11
2.1 血制品行业集中度高，供需缺口持续赋能 .....	11
2.2 产品覆盖广，竞争优势明显 .....	13
2.3 浆站内生增长，扩大规模布局 .....	18
3 加快疫苗做大做强，进军单抗稳步研发 .....	19
3.1 流感疫苗渗透率低，市场空间持续扩大 .....	19
3.2 首家四价儿童剂型，自主创新赢得市场 .....	20
3.3 单抗前景广阔，在研产品蓄势待发 .....	23
4 盈利预测与投资建议 .....	25
4.1 盈利预测与估值分析 .....	25
4.2 投资逻辑与建议 .....	27
风险提示： .....	28
财务报表与盈利预测 .....	29

# 图表目录

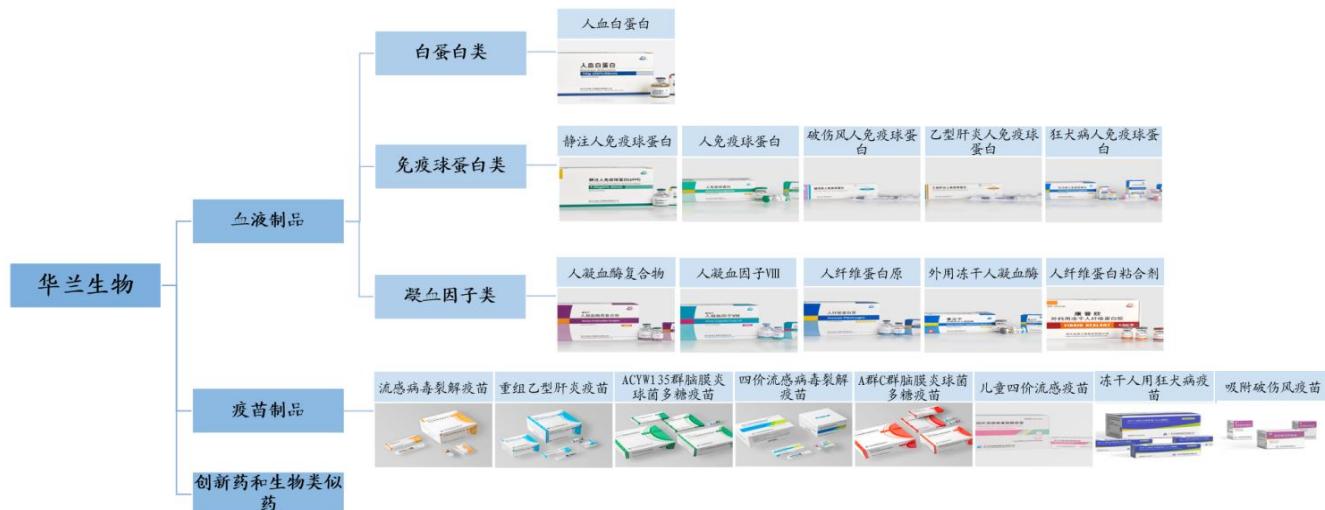
图表 1 公司主要产品介绍 .....	5
图表 2 华兰生物公司发展沿革 .....	6
图表 3 华兰生物公司股权结构 (截至 2025Q3) .....	7
图表 4 公司核心管理层简介 .....	7
图表 5 2023 年股权激励情况 .....	8
图表 6 公司 2023-2025 年业绩考核目标 .....	8
图表 7 2018-2025 年前三季度营业收入及 yoy (亿元) .....	9
图表 8 2018-2025 年前三季度归母净利润及 yoy (亿元) .....	9
图表 9 2025H1 分产品营收占比 (亿元, %) .....	10
图表 10 2018-2025H1 公司血制品、疫苗营收及其增速 (亿元) .....	10
图表 11 2018-2025 年前三季度公司四大费用率情况 .....	10
图表 12 2018-2024 年公司研发人员数量及其占比 (人) .....	10
图表 13 2018-2025H1 公司毛净利率情况 .....	11
图表 14 我国血制品相关监管政策 .....	11
图表 15 2024 年国内外主要企业浆站数对比 .....	12
图表 16 2016-2023 年我国采浆量变化情况 (单位: 吨) .....	12
图表 17 十四五期间各省单采浆站政策 .....	13
图表 18 我国血制品市场竞争格局 (2024 年采浆量占比) .....	14
图表 19 2024 年主要公司各指标比较 .....	14
图表 20 主要公司血制品种类 .....	14
图表 21 2020-2025H1 公司血制品营收拆分 (百万元) .....	15
图表 22 2020-2025H1 公司血制品分产品营收 yoy .....	15
图表 23 2018-2025H1 公司人血白蛋白收入情况 (百万元) .....	16
图表 24 2018-2025H1 公司人血白蛋白毛利情况 (百万元) .....	16
图表 25 2018-2025H1 公司静丙收入情况 (百万元) .....	16
图表 26 2018-2025H1 公司静丙毛利情况 (百万元) .....	16
图表 27 2018-2025H1 公司其他血制品收入情况 (百万元) .....	17
图表 28 2018-2025H1 公司其他血制品毛利情况 (百万元) .....	17
图表 29 公司血制品相关研发项目 (截至 2025H1) .....	17
图表 30 2016-2024 年公司浆站数量变化 .....	18
图表 31 2023 年至 2025H1 建设完成单采血浆站人口数 .....	18
图表 32 2015-2025H1 公司采浆量情况 .....	18
图表 33 流感和普通感冒的区别 .....	19
图表 34 全球不同人群流感患病率 .....	19
图表 35 2022-2023 年流感季中美流感疫苗接种率按年龄段对比 .....	20
图表 36 我国 2020-2023 年流感季不同渠道接种率变化 .....	20
图表 37 2023 年各企业流感疫苗批签发次数 .....	20
图表 38 2023 年国内流感病毒裂解疫苗各企业批签发份额 .....	20
图表 39 公司疫苗板块主要产品 .....	21
图表 40 2018-2025H1 公司流感疫苗营收情况 (百万元) .....	22
图表 41 2018-2024 年公司流感疫苗毛利情况 (百万元) .....	22
图表 42 2018-2024H1 公司三价、四价布局占比 (按批签发批次) .....	22
图表 43 2018-2025Q3 华兰疫苗营收、归母净利润 (亿元) .....	22
图表 44 公司在研疫苗管线 (截至 2025H1) .....	23
图表 45 2016-2032E 全球单抗市场规模及其增速 .....	24
图表 46 公司单抗产品发展情况 (截至 2025 年 H1) .....	24
图表 47 华兰生物收入拆分预测 .....	26

# 1 生物制品争领航，稳健增长谋新篇

华兰生物工程股份有限公司，简称“华兰生物”，始建于1992年，是一家从事血液制品、疫苗、重组蛋白等生物制品研发、生产和销售的国家级高新技术企业、国家创新型试点企业。

公司是国内首家通过GMP认证的血液制品企业，血液制品在生产规模、品种规格、市场覆盖和主导产品产销量均居国内同行业前列。在疫苗领域，公司目前已成为我国最大的流感病毒裂解疫苗生产基地，流感疫苗产品市场占有率居国内首位，是我国首家获批生产的四价流感疫苗企业。现已发展成为国内品牌影响力最强、最具竞争力的大型生物医药企业之一。“华兰”商标被认定为中国驰名商标，在国内血液制品、疫苗行业起到引导市场、带动产业发展和科技创新的重要作用。公司荣膺“国家高技术产业化示范工程企业”、“河南省先进高新技术企业”、“河南省高新技术产业化项目实施先进单位”等称号。

图表 1 公司主要产品介绍



资料来源：公司官网，华安证券研究所

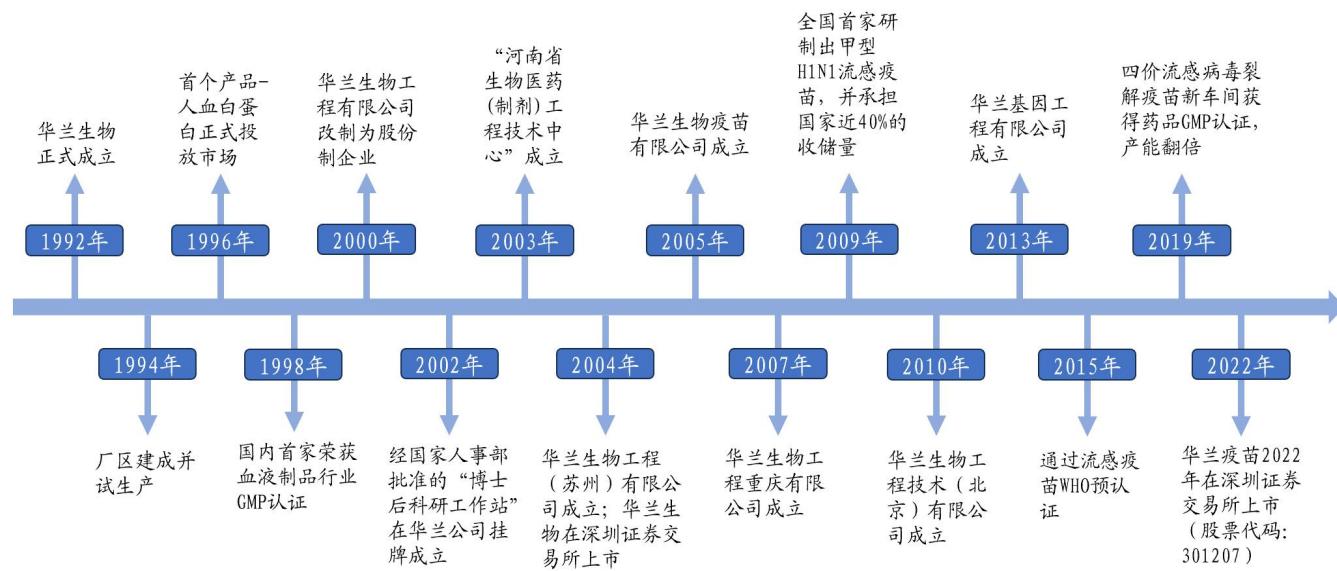
## 1.1 血制品起家管线丰富，持续孵化利润增长点

公司成立于1992年，1994年厂区建成并进行试生产，1996年首个产品-人血白蛋白正式投放市场，1998年获得血液制品行业GMP认证，是国内首家通过认证的企业。2001年国家发布规定对血液制品企业进行管控，不再批准新的血液制品生产企业，使得我国血液制品行业集中度大幅提高，逐渐形成以天坛生物、泰邦生物、华兰生物、上海莱士为行业第一梯队的局面。公司产品结构合理、产品种类齐全、血浆综合利用率居于行业前列，血液制品的产品结构不断优化，多个产品的市场份额占有率处于行业前列。

2004年6月，华兰生物在深圳证券交易所上市。2005年，成立华兰生物疫苗股份有限公司，是从事疫苗产品研制、生产和销售的高新技术企业，是全球第五家、我国首家通过流感疫苗WHO预认证的企业。公司全面通过质量、环境、职业健康

安全“ISO”管理体系认证，拥有多项自主知识产权，引领国内行业发展。2013年6月成立华兰基因工程有限公司，主要从事单克隆抗体类、重组人凝血因子类、激素类药品的生产与研发。公司专注于生物制品、基因工程药物的研究、开发与销售。2022年，华兰疫苗在深圳证券交易所上市，股票代码为301207。

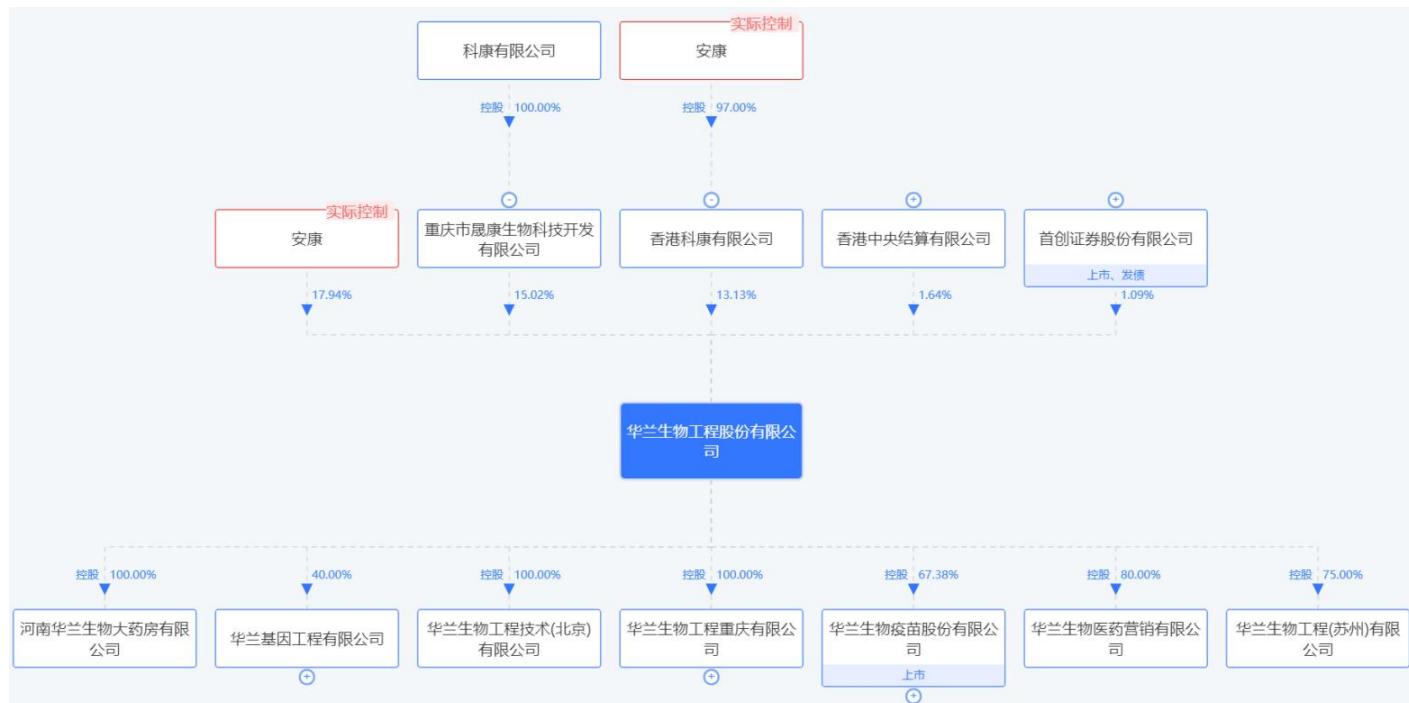
图表 2 华兰生物公司发展沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**股权结构稳定，子公司多元化布局。**公司实际控制人为安康，直接持有公司股份17.94%，并通过香港科康有限公司间接持有公司13.13%的股份，股权结构相对稳定。公司控股子公司华兰生物疫苗股份有限公司主要从事疫苗的研发、生产和销售，已上市产品包括流感疫苗、A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗、乙肝疫苗、狂犬疫苗、吸附破伤风疫苗等；公司参股公司华兰基因工程有限公司主要开展创新药和生物类似药的研发、生产，目前已上市产品包括贝伐单抗、地舒单抗等；控股子公司华兰生物医药营销有限公司主要从事销售业务；全资子公司单采血浆有限公司共34家（包含6家分站），主要从事单采血浆业务。各子公司业务定义明确，各司其职，呈现多元化态势。

图表 3 华兰生物公司股权结构 (截至 2025Q3)



资料来源：ifind，华安证券研究所

## 1.2 公司管理层专业背景深厚，加强内部管理

**管理层经验丰富，忠诚度高。**公司核心管理团队成员绝大多数为公司创业团队成员，从基层做起，任职 20 年以上，忠诚度高。董事长安康先生曾任卫生防疫站科长、兰州生物制品研究所处长，对行业市场与技术把控度高；总经理范蓓女士是医学生物学高级工程师，专业程度高。

图表 4 公司核心管理层简介

姓名	职务	介绍
安康	董事长	安康先生，中国国籍，1949 年出生，毕业于河南师范大学生物系，大学文化，医学生物学高级工程师，河南省第六、七、八、九届政协委员，河南省第十届、十一届人大代表，第十二届、第十三届、第十四届全国人大代表，享受国务院政府特殊津贴。1974 年参加工作，历任新乡市地区卫生防疫站科长、兰州生物制品研究所处长。曾先后获得全国科学大会奖、卫生部甲级成果奖、国家科技二等奖及省、市级科技奖，现任华兰生物工程股份有限公司董事长，华兰疫苗董事长，华兰基因董事长。
范蓓	公司董事、总经理	范蓓女士，中国国籍，1972 年出生，毕业于河南师范大学生物系，研究生学历，医学生物学高级工程师。曾任华兰生物工程股份有限公司总经理办公室主任、副总经理、常务副总经理、董事会秘书。现任华兰生物工程股份有限公司董事、总经理，华兰疫苗董事。
马小伟	常务副总经理	马小伟先生，中国国籍，1968 年出生，毕业于河南农业大学，应用微生物专业，研究生学历，医药管理正高级工程师。曾任华兰生物工程股份有限公司生产部经理、研发部经理、生产总监。现任华兰生物工程股份有限公司常务副总经理，华兰疫苗董事。
刘俊	副总经理、销售总监	刘俊女士，中国国籍，1976 年出生，大专学历。曾任华兰生物工程股份有限公司销售部副经理、销售部经理。现任华兰生物工程股份有限公司副总经理、销售总监。
张宝献	副总经理	张宝献先生，中国国籍，1971 年出生，毕业于河南师范大学生物系，研究生学历，高级工程师。曾任华兰生物工程股份有限公司生产部副经理、华兰生物工程（苏州）有限公司副总经理、华兰生物工程

股份有限公司监事等职。现任华兰生物工程股份有限公司副总经理，华兰生物工程重庆有限公司总经理，华兰生物工程（苏州）有限公司总经理。

**陈正跃** 公司副总经理  
陈正跃先生，中国国籍，1961年出生，毕业于华中科技大学，病理学与病理生理学专业，医学博士、教授。曾任新乡医学院副教授、教授、科技处副处长，新疆德源生物工程股份有限公司副总经理。2021年3月至今任华兰生物工程股份有限公司副总经理。

**李萍** 财务部经理、  
财务总监  
李萍女士，中国国籍，1975年出生，毕业于河南科技学院计算机财会专业，本科学历，中级审计师，中级会计师。1997年11月入职华兰生物工程股份有限公司，历任华兰生物医药营销有限公司财务部经理、华兰生物工程股份有限公司审计部经理，现任华兰生物工程股份有限公司财务部经理、财务总监。

**娄源成** 证券部经理、  
董事会秘书  
娄源成先生，中国国籍，1984年出生，毕业于河南师范大学，法学专业，大学本科学历，2008年6月入职华兰生物工程股份有限公司，曾任证券事务专员、证券事务主管、证券部副经理，2020年7月至2025年10月任华兰生物工程股份有限公司证券事务代表；现任华兰生物工程股份有限公司证券部经理、董事会秘书。

资料来源：ifind，华安证券研究所

**重视公司绩效，不断加强内部管理。**2023年公司通过限制性股票激励议案，共向83名激励对象首次授予441.42万股限制性股票，授予价格为10.89元/股，同时在董事会设立薪酬与考核委员会，根据公司实际经营完成情况以及高级管理人员的工作绩效，动态监督高级管理人员工作执行情况。

2023年，公司实现归母净利润14.82亿元，同比+37.66%，圆满完成公司设立的业绩考核同比增长30%的目标值，达到限制性股票激励计划第一个解除限售期的解除限售条件。

**图表 5 2023年股权激励情况**

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	本激励计划授出权益数量占比	公司股本总额占比
范蓓	董事、总经理	40	8.14%	0.02%
张宝献	董事、重庆公司总经理	35	7.12%	0.02%
马小伟	常务副总经理	30	6.10%	0.02%
潘若文	董事	25	5.09%	0.01%
谢军民	董秘、财务总监	20	4.07%	0.01%
刘俊	副总经理	15	3.05%	0.01%
陈正跃	副总经理	8	1.63%	0.00%
核心管理人员及核心技术（业务）人员（77人）		268.5	54.63%	0.15%
预留部分		50	10.17%	0.03%
合计		491.5	100.00%	0.27%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 6 公司 2023-2025 年业绩考核目标**

解除限售安排	对应考核年度	年度净利润相对于 2022 年增长率 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个解除限售期 限制性股票	2023 年	30%	24%
第二个解除限售期	2024 年	50%	40%
第三个解除限售期	2025 年	90%	72%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 血制品、疫苗双轮驱动，迎来业绩发展新态势

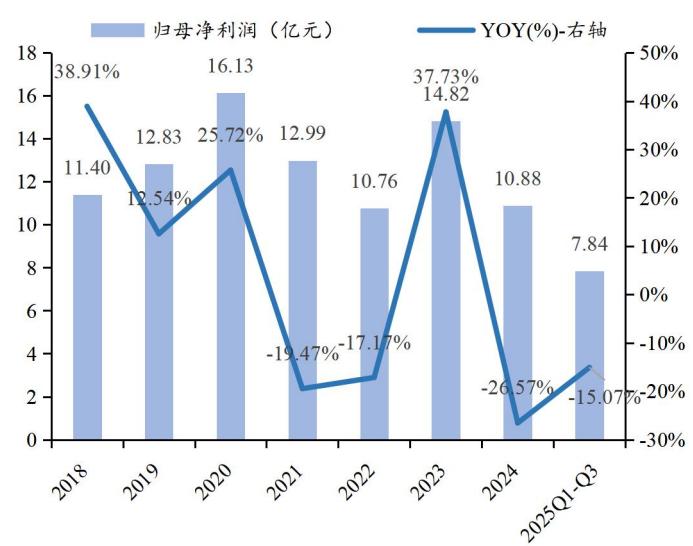
疫苗板块影响出清，公司业绩有望触底反弹。2020-2022年，由于疫情影响，公司血制品业务采浆活动、流感疫苗批签发和接种受限，整体营收和归母净利润保持波动态势。2023年实现营业收入53.42亿元，创历史新高，同比增长18.26%；2023年实现归母净利润14.82亿元，同比增长37.73%。2024年受流感疫苗降价影响，公司营收、利润端双下滑。2025年前三季度，公司实现营收33.79亿元，同比-3.20%，实现归母净利润7.84亿元，同比-15.07%，期待公司明年业绩反弹。

图表 7 2018-2025 年前三季度营业收入及 yoy (亿元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

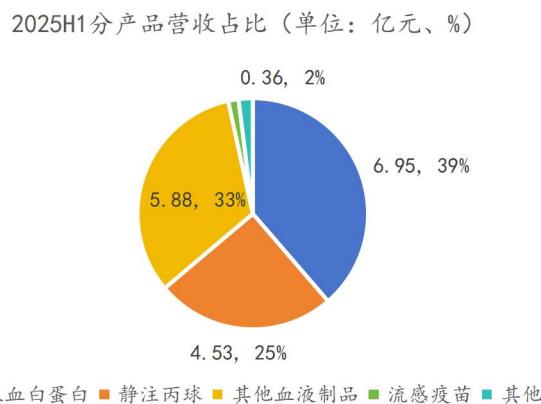
图表 8 2018-2025 年前三季度归母净利润及 yoy (亿元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

血制品营收为公司顶流支柱，人血白蛋白、静丙为明星产品。2025上半年，公司营收按产品可细分为人血白蛋白、静注丙球、其他血液制品、流感疫苗和其他，今年疫苗板块销售不及预期，公司营收主要来源于血制品板块。拆分血制品、疫苗板块的营收和同比增速来看，血制品营收增速较为稳健，2025H1实现营收17.37亿元，同比+7.57%；公司疫苗板块营收主要集中在第三季度，因此2025年上半年营收基数较小。

图表 9 2025H1 分产品营收占比 (亿元, %)



资料来源：华兰生物 2025 年中报，华安证券研究所

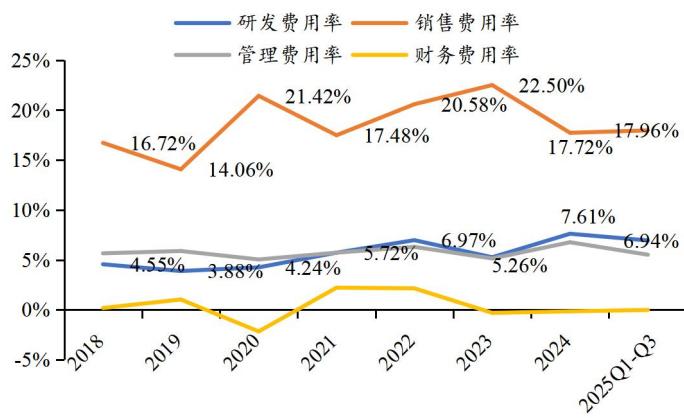
图表 10 2018-2025H1 公司血制品、疫苗营收及其增速 (亿元)



资料来源：ifind, 华安证券研究所

**加强研发与推广，其余费用保持稳定。**随着流感疫苗市场竞争不断加剧，公司在市场推广方面下足功夫，2023 年销售费用率高达 22.5%；随着公司控费举措逐见成效，2025Q3 公司销售费用率至 17.96%。公司也在不断加强技术创新和新产品研制，研发端持续投入，2025 年前三季度公司研发费用率为 6.94%，研发人员数量也在不断增加，2024 年公司研发人员数量为 776 人，确保在研产品的研发工作稳步推进。

图表 11 2018-2025 年前三季度公司四大费用率情况



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 12 2018-2024 年公司研发人员数量及其占比 (人)



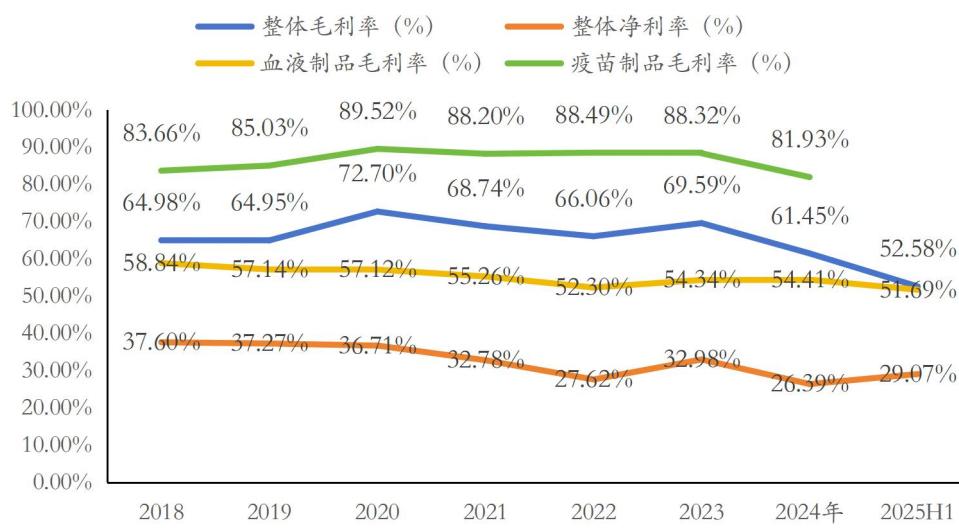
资料来源：wind, 华安证券研究所

**公司毛利率受疫苗板块影响有所下滑，净利率随着血制品板块占比提升有所提升。**公司整体毛利率在 2020 年达到峰值 72.7%，随着血浆成本上升的影响而下降，至 2023 年实现 69.59% (+3.53%)，随着 2024 年疫苗板块竞争加剧，拖累板块整体毛利下降，2024 年公司整体毛利率下滑至 61.45%，2025H1 持续下滑至 52.58%。公司净利率自 2018 年至 2022 年呈现下降趋势，系推广与研发费用支出所致，在 2023 年有一个明显的提升，实现净利率 32.98% (+5.36%)，2024

年受疫苗板块拖累净利率下滑至 26.39%，2025H1 净利贡献主要来源于血制品，利润结构变化至净利率达 29.07%。

拆分板块毛利率情况来看，疫苗制品毛利率高于血液制品毛利率，自 2018 年开始逐年上升，2021-2023 年稳定在 88% 左右，2024 年受降价影响，毛利率下滑至 81.93%；血制品由于血浆成本的上升与疫情影响，毛利率在 2021 年、2022 年有所下降，随着其营收规模的进一步扩大，2024 年实现毛利率 54.41%，2025H1 血制品毛利率为 51.69%，有所回落，主要系受大环境影响，核心单品价格下降所致。

图表 13 2018-2025H1 公司毛净利率情况



资料来源：公司历年年报，华安证券研究所

## 2 立足血液制品，挖掘浆站潜能

### 2.1 血制品行业集中度高，供需缺口持续赋能

血制品监管严格、不可替代，行业集中度高。血液制品是由健康人血浆或经特异免疫的人血浆，经分离、提纯或由基因工程技术制备的血浆蛋白制品。血浆蛋白含有 60% 的白蛋白、15% 的免疫球蛋白、4% 的凝血因子，血制品原料具有不可替代性。同时我国对血制品行业的监管政策严格，规范单采血浆质量管理，从 1996 年就已有相关政策出台，2001 年不再批准新的血液制品生产企业，截至 2023 年我国共计 28 家血制品生产企业，竞争格局相对稳定，期间推出了多项质量管理政策规范行业发展，2024 年提出将加快推进血液制品生产智慧监管工作，为血制品行业的发展提供了有力的保障。

图表 14 我国血制品相关监管政策

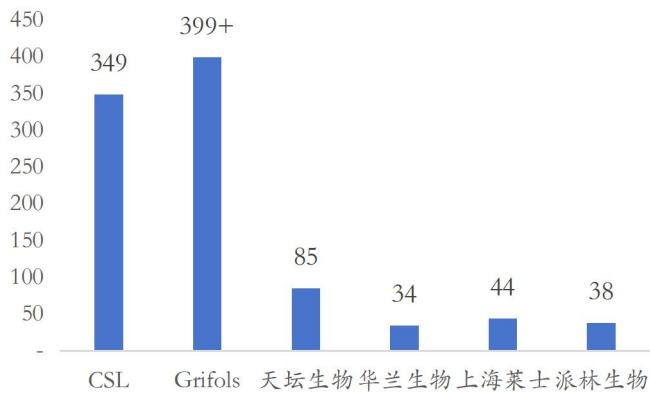
政策	发布时间	内容
《血液制品管理条例》	1996 年 12 月 30 日	单采血浆站由血液制品生产单位设置或者由县级人民政府卫生行政部门设置，专门从事单采血浆活动，其他任何单位和个人不得

中国遏制与防治艾滋病行动计划(2001—2005年)	2001年5月25日	对现有单采血浆站进行整顿；从2001年起，不再批准新的血液制品生产企业。对全国血液制品企业执行《血液制品管理条例》采浆区域的选择应当保证供血浆者的数量，新建单采血浆站在3年内达到年采集量不少于30吨。
《单采血浆站管理办法》	2008年1月4日	建立符合药品质量管理要求的质量目标，将药品注册的有关安全、有效和质量可控的所有要求，贯彻到全过程中，确保所生产的药品符合预定用途和注册要求。
《药品生产质量管理规范(2010年修订)》	2011年1月17日	按照向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜原则，依法做好单采血浆站设置审批工作。建立原料血浆的追溯系统，确保每份血浆可追溯至献血浆者，并可向前追溯到献血浆者最后一次采集的血浆之前至少60天内所采集的血浆。
《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	2016年11月23日	确保单采血浆站配置能够满足原料血浆采集和质量要求，保障献血浆者安全。
《药品生产质量管理规范(2010年修订)》血液制品附录修订稿	2020年6月30日	全面加快推进血液制品生产智慧监管工作，督促血液制品生产转型升级，切实保障血液制品安全、有效和质量可控，实现血液制品生产企业信息化管理。
《单采血浆站基本标准(2021年版)》	2021年12月10日	
《血液制品生产智慧监管三年行动计划(2024—2026年)》	2024年6月11日	

资料来源：中国政府网，公司年报，华安证券研究所

**市场供给端与发达国家存在差距。**截至2024年年末，国外血制品核心企业CSL浆站数达到349家，新增7家，Grifols浆站数超过399家，放眼国内，天坛生物和上海莱士的浆站数分别为85家和44家，天坛生物浆站数仅为Grifols 21%左右，我国血制品市场发展空间广阔。除去疫情影响，我国采浆量2016-2023年整体呈现上升趋势，从2016年的7100吨增至2023年12079吨，CAGR达11.21%，2024年实现采浆量13400吨，同比增长10.94%，采浆量正稳步提升。

图表 15 2024年国内外主要企业浆站数对比



资料来源：iFinD，各公司2024年年报，华安证券研究所

图表 16 2016-2023年我国采浆量变化情况(单位：吨)



资料来源：各公司年报，界面新闻，立鼎产业研究网，华安证券研究所

**十四五期间采浆量有望持续放大。**十四五期间各省发布了单采浆站建设的相关政策，虽然审批仍然严格但释放出浆站数规模提升的利好信号，云南省2021年发布《云南省单采血浆站设置规划(2021-2023年)》，提出将设置单采血浆站19个，内蒙古在2022-2025年全区规划设置10个单采血浆站，河南省将在十四五期

间规划 7 个单采血浆站，随着浆站数的增加，未来采浆量有望持续扩大。

图表 17 十四五期间各省单采浆站政策

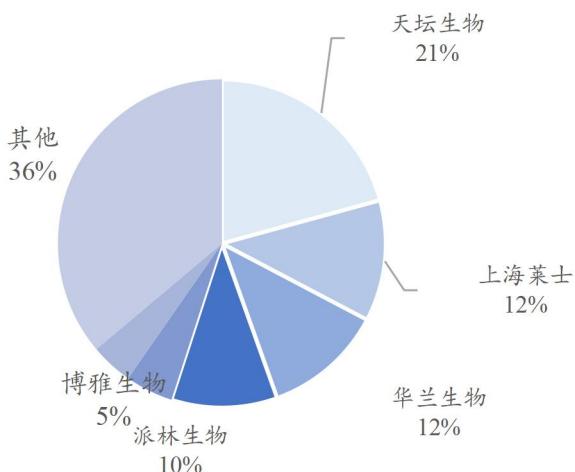
省份	时间	文件名称	主要内容
广东	2021 年 1 月 26 日	《广东省卫生健康委关于全面加强全省单采血浆站管理工作的通知》	在有地方病或者经血传播的传染病流行、高发的地区、上一年度和本年度无偿献血未能满足临床应急用血需求的地级市、所属单采血浆站在 3 年内未能达到年采集量不少于 30 吨要求的血液制品生产单位，不得新增设置单采血浆站。根据我省当前人口状况、临床用血保障情况和单采血浆站设置现状，经研究，决定“十四五”期间全省不再增设单采血浆站。
黑龙江	2021 年 8 月 15 日	《“十四五”期间不再增设单采血浆站的通知》	将试点采浆点按照相关规定和程序设置为单采血浆站，规划期内原则上不再新增其他单采血浆站。
四川	2021 年 8 月 25 日	《四川省单采血浆站设置规划（2021-2023）》	全省共设置单采血浆站 19 个（含 2 个试点单采血浆站），其中昆明 4 个、曲靖 3 个、昭通 4 个、楚雄 2 个、保山 2 个、普洱 2 个、临沧 2 个。
云南	2021 年 10 月 14 日	《云南省单采血浆站设置规划（2021-2023 年）》	全省单采血浆站设置原则上不超过 1 家。
辽宁	2022 年 1 月 29 日	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	2022-2025 年全区规划设置 10 个单采血浆站。
内蒙古	2022 年 6 月 23 日	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022—2025 年）》	十四五期间规划 7 家单采血浆站，加大单采血浆站监督管理力度，杜绝非法采供血现象发生。
河南	2022 年 9 月 14 日	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	优化血站总体布局，加强血站基础设施建设和设备配置。
福建	2022 年 9 月 19 日	《福建省血站服务体系 建设发展规划（2021-2025 年）》	
湖南	2022 年 11 月 22 日	《湖南省“十四五”医疗卫生服务体系规划》	“十四五”期间全省不增设单采血浆站。

资料来源：各省卫生健康委员会，华安证券研究所

## 2.2 产品覆盖广，竞争优势明显

**吨浆盈利能力强。**我国血制品行业集中度高，按照 2024 年采浆量统计，天坛生物以 21% 位居第一，华兰生物与上海莱士不分伯仲，占市场份额为 12%，派林生物紧随其后，四家公司占比总计超过 50%，华兰生物位居前列。公司浆站数与采浆量虽远远不及天坛生物，但吨浆收入、吨浆利润与其接近，天坛生物 2024 年其值分别为 216.90 万元/吨、55.71 万元/吨，华兰生物 2024 年为 204.60 万元/吨、55.62 万元/吨，可见公司的吨浆盈利能力强，同时血制品毛利率在同行业处于高水平，高达 54.41%，具有竞争优势。

图表 18 我国血制品市场竞争格局 (2024 年采浆量占比)



资料来源：公司历年年报，华安证券研究所

图表 19 2024 年主要公司各指标比较

指标	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	博雅生物	卫光生物
采浆量	2781	1600	<b>1586.37</b>	1400	630.6	562
在营浆站数量	85	44	<b>34</b>	38	20	9
血制品收入	6,031.87	8,176.46	<b>3,245.74</b>	2,654.68	1,734.90	1,203.19
血制品归母净利润	1,549.16	2,193.29	<b>882.33</b>	745.32	396.99	253.52
毛利率	54.70%	40.57%	<b>54.41%</b>	49.13%	64.65%	41.88%
吨浆收入 (万元/吨)	216.90	511.03	<b>204.60</b>	189.62	275.12	214.09
吨浆利润 (万元/吨)	55.71	137.08	<b>55.62</b>	53.24	62.95	45.11

资料来源：iFinD、各公司 2024 年年报，华安证券研究所

**产品种类丰富，千吨规模采浆量。**公司目前拥有 34 家血浆站(包含 6 家分站)，其中广西 4 家、贵州 1 家、重庆 17 家、河南 12 家，在多处设置单采血浆站，采浆量处于领先地位。公司血制品业务的主要产品包括：人血白蛋白、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白 (pH4)、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原、人纤维蛋白胶、外用冻干人凝血酶 11 个品种 (34 个规格)，是我国血液制品行业中血浆综合利用率较高、品种较多、规格较全的企业之一，产品种类数仅次于天坛生物和上海莱士。

图表 20 主要公司血制品种类

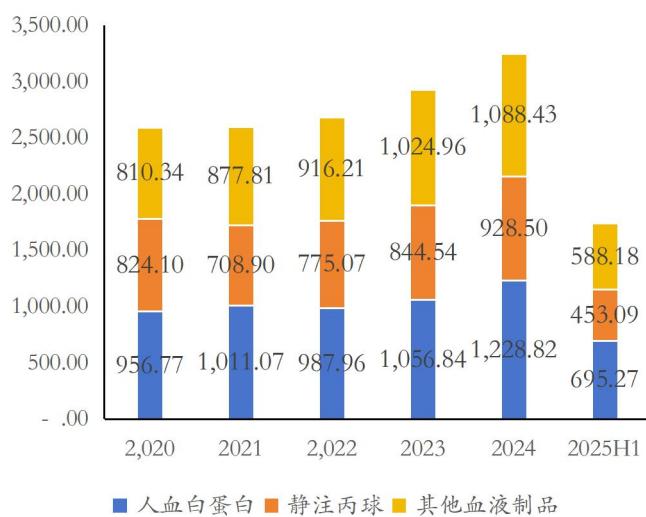
	上海莱士	华兰生物	天坛生物	泰邦生物	博雅生物	派林生物	卫光生物
白蛋白类	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√
免疫球	人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√

蛋白类	静注人免疫球蛋白 (pH4)	√	√	√	√	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白 (pH4)	√				√	√	√
	静注人免疫球蛋白(10%)(层析法)			√	√	√		
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)			√			√	
	破伤风人免疫球蛋白	√	√	√	√		√	√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	组织胺人免疫球蛋白			√				√
	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	√	√
	人凝血因子VIII	√	√	√	√	√	√	√
	人凝血因子IX				√			
	人凝血酶	√						
凝血因子类	人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√	√
	人纤维蛋白粘合剂	√						
	人纤维蛋白胶		√					
	外用冻干凝血酶		√					
	注射用重组人凝血因子VIII				√			
	数量	12	11	13	11	10	11	11

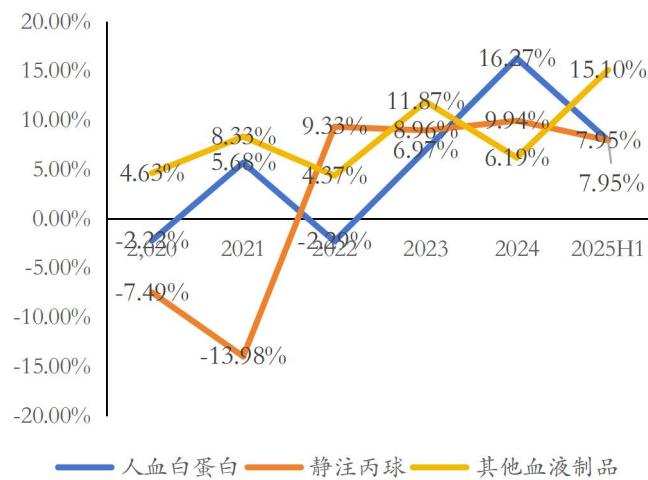
资料来源：各公司公告，公司官网，华安证券研究所

**两款核心产品为板块业绩基石，不断培育其他产品放量。**公司血制品板块两大核心产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白，2025H1 分别实现营收 6.95 亿元（同比+7.95%）、4.53 亿元（同比+7.95%），占板块营收比例达 40%、26%。其他血制品所占份额逐年升高，2025H1 年实现营收 5.88 亿元，同比增长 15.10%，公司血制品各项业务呈现稳步发展的态势。

图表 21 2020-2025H1 公司血制品营收拆分 (百万元)



图表 22 2020-2025H1 公司血制品分产品营收 yoy



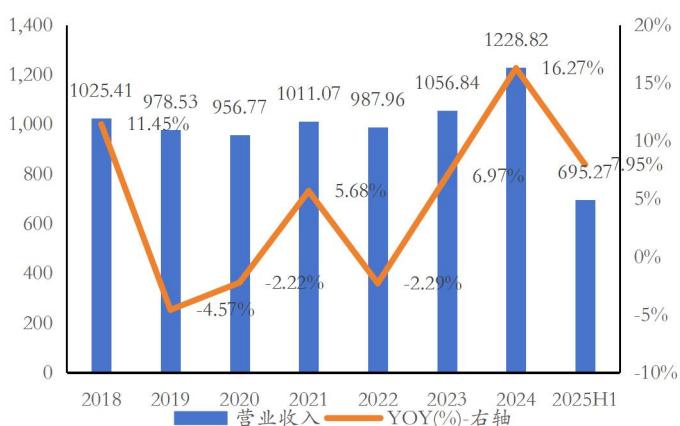
资料来源：ifind，华安证券研究所

资料来源：ifind，华安证券研究所

**人血白蛋白稳步回升。**白蛋白是血浆中含量最多的蛋白，也是目前国内需求量最大的血液制品，治疗应用广泛。华兰生物是国内首家通过 GMP 认证的公司，是

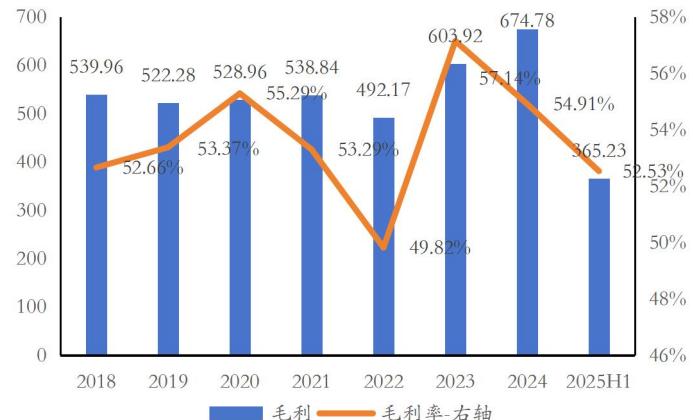
国内同行业综合利用率最高的生产企业之一，人血白蛋白是其核心和支柱产品之一。白蛋白营收自 2022 年-2024 年逐年增长，毛利端也是勇攀高峰，2024 年达 6.75 亿元，实现毛利率 54.91%，2025H1 实现毛利 3.65 亿元，毛利率略有下滑至 52.53%。

图表 23 2018-2025H1 公司人血白蛋白收入情况 (百万元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

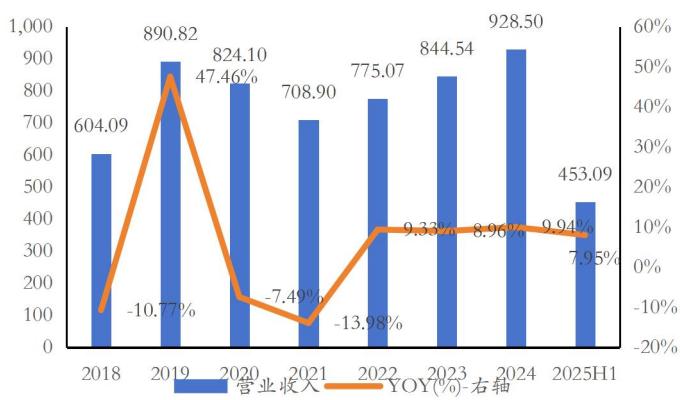
图表 24 2018-2025H1 公司人血白蛋白毛利情况 (百万元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

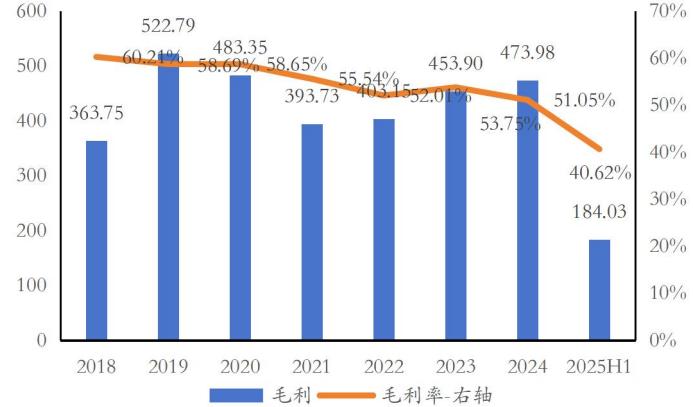
静丙需求扩大，收入持续向好。公司静丙自疫情以来营收呈现逐年升高的趋势，2024 年创新高达 9.29 亿元（同比+8.96%），利润端却略显疲态，毛利率下滑至 51.05%；2025H1，公司静丙毛利率下滑至有史以来的冰点，为 40.62%。随着疫情防控常态化的落实，静丙需求量预计将会进一步增加，未来市场空间仍然存在，有望为公司贡献增量。

图表 25 2018-2025H1 公司静丙收入情况 (百万元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 26 2018-2025H1 公司静丙毛利情况 (百万元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

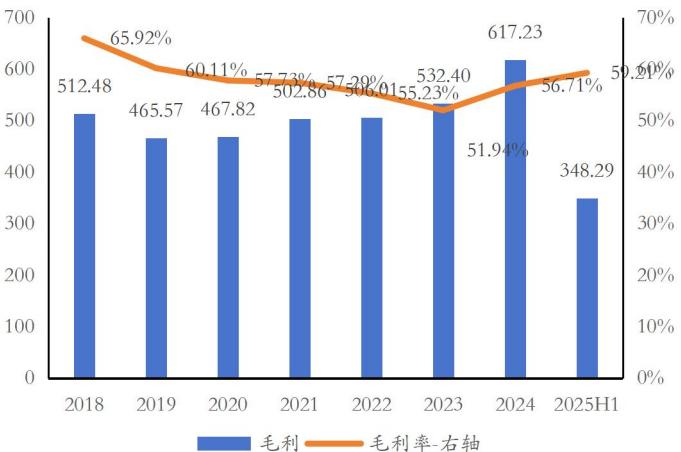
其他血制品业务持续助力营收。公司其他血制品板块包含破免、狂免、人纤维蛋白原、凝血八因子、PCC 等在内的 9 款产品。板块营收逐年升高，从 2019 年 7.74 亿元增至 2024 年的 10.88 亿元（同比+11.87%），2025H1 板块实现营收 5.88 亿元（同比+6.19%），实现毛利率 59.21%。

图表 27 2018-2025H1 公司其他血制品收入情况 (百万元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 28 2018-2025H1 公司其他血制品毛利情况 (百万元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

**加大研发投入持续助力血制品发展。**公司拥有 11 种血液制品，仍在不断开发新产品。截至 2025 年上半年，公司新工艺静注人免疫球蛋白 (IVIG) (10%) 已完成现场核查生产，目前处于药品上市注册审评发补阶段，预计 2026 年上市销售，为公司进一步带来增量市场；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 (FIX) 正在开展 III 期临床研究；Exendin-4-FC 融合蛋白项目已完成 II 期临床研究，正在进行 III 期临床方法沟通交流，拟开展 III 期临床。公司立足丰富产品种类，不断提高公司的竞争力与培养利润增长点，与此同时，也在工艺升级方面下足功夫，加强对人免疫球蛋白、人凝血因子、静丙等原有产品的质量升级。完善自有产品的同时不断拓宽新思路，助力血制品板块蒸蒸日上。

图表 29 公司血制品相关研发项目 (截至 2025H1)

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	主要研发项目名称	项目目的	项目进展
人血管性血友病因子 (vWF) 纯化工艺开发	增加新品种	临床前研究	组织胺人免疫球蛋白 工艺开发	增加新品种	临床前研究
人凝血因子 IX (FIX) 纯化工艺开发	增加新品种	开展 III 期临床研究	特异性人免疫球蛋白 工艺开发及应用	工艺升级，质量升级	补充申请研究阶段
静注人免疫球蛋白的工艺升级(包含静注人免疫球蛋白 (IVIG) (10%) 的研发)	增加新品种	处于药品上市注册审评发补阶段	人凝血酶原复合物中 VII 因子提升的研究	工艺升级，质量升级	补充申请研究阶段
皮下静注人免疫球蛋白工艺开发	增加新品种	待确定临床研究计划后提交 Pre-IND	外用冻干人凝血酶水 分优化项目	工艺升级，质量升级	补充申请研究阶段
Exendin-4-FC 融合蛋白	增加新品种	已完成 II 期临床研究，正在进行 III 期临床方法沟通交流	人纤维蛋白原粘合剂 工艺研究	工艺升级，质量升级	补充申请研究阶段
人纤维蛋白原	增加新品种	临床前研究	高纯度白蛋白工艺研究	提升产品质量	临床前研究

资料来源: 公司 2025 年半年报, 华安证券研究所

## 2.3 浆站内生增长，扩大规模布局

浆站深耕河南布局，利用人口优势打开成长空间。2018-2021年公司浆站数稳定在25家，2022年公司积极申请新建单采血浆站，深耕河南省布局，先后获准在河南省7地设置单采血浆站，2023年公司潢川县、商水县、夏邑县和伊川县浆站建成并顺利取得《单采血浆许可证》，2024年2月邓州市获批且目前已开始采浆，同年5月杞县、襄城县单采血浆站已建设完成，邓州市常住人口多，达123.25万，杞县约92.37万人，襄城县约67.5万人，预计2024年公司能够利用人口优势进一步扩大采浆量。2024年8月公司获批在重庆市丰都县、巫山县设置单采血浆站，截至2025H1，公司共有34个浆站（包含6个分站），深耕河南及重庆地区。

图表 30 2016-2024年公司浆站数量变化



资料来源：公司历年年报、半年报，华安证券研究所

图表 31 2023年至2025H1建设完成单采血浆站人口数

单采血浆站许可证获批时间	地区	年常住人口
2025年5月	重庆市丰都县	54.42万
2024年12月	重庆市巫山县	45.45万
2024年5月	许昌市襄城县	67.5万
	开封市杞县	92.37万
2024年2月	南阳市邓州市	123.25万
2023年8月	商丘市夏邑县	90.31万
2023年5月	信阳市潢川县	61.36万

资料来源：公司公告，红黑人口库，华安证券研究所

采浆量稳定增长，挖掘现有单站潜能。公司2015年采浆量仅有720吨，2016-2022年采浆量稳定维持在1000吨以上，2023年达到1342.32吨，同比增长19.59%，2024年实现采浆量超1500吨，同比增长18.18%，2025年上半年，公司采浆超800吨，采浆量呈现出稳定增长趋势。公司不仅在扩大新单采浆站布局，而且在现有浆站上下足功夫，公司加强对现有单采血浆站献浆员的宣传发动，进一步提升浆站管理能力，不断促进现有浆站内生增长，浆源扩展为公司扩大规模奠定了基础。

图表 32 2015-2025H1公司采浆量情况

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
采浆量 (吨)	720	>1000	1100	/	>1000	>1000	>1000	1122.43	1342.32	1586.37	803.66

资料来源：公司历年年报，华安证券研究所

### 3 加快疫苗做大做强，进军单抗稳步研发

#### 3.1 流感疫苗渗透率低，市场空间持续扩大

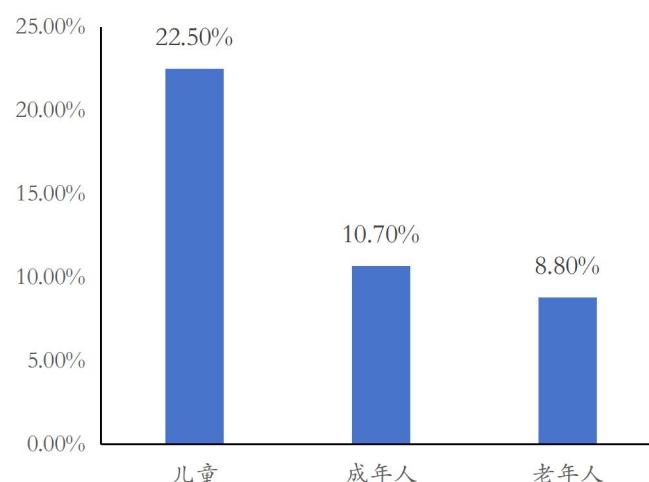
流感健康威胁大，流感疫苗是有效预防手段。流行性感冒是由流感病毒引起的急性呼吸道传染病，流感和普通感冒不同，其不仅具有明显的季节性，而且传染性更强、发热持续时间更长、多伴有并发症，据 WHO 估计，流感在全球每年可导致 300 万至 500 万的重症和 29 万至 65 万呼吸道疾病相关死亡。不同人群中儿童的流感发病率最高，高达 22.5%；老年人的流感相关死亡风险最高，我国每年大约有 71 000 例老年人流感相关呼吸道疾病超额死亡，占呼吸道疾病死亡人数的 80%。新冠疫情对我国流感活动产生了一定影响，2020 年后流感活动持续升高，流感仍是全球健康的重大威胁之一，流感疫苗是预防流感发生的有效手段。

图表 33 流感和普通感冒的区别

特点	流感	普通感冒
致病原	流感病毒	鼻病毒等
病原学检测	阳性	阴性
传染性	强（从潜伏期末到急性期都有传染性）	弱
发病季节性	有明显的季节性（10月起冬春季流行）	季节性不明显
发热程度	多高热（39-40°C），可伴寒颤	不发热或轻、中度热，无寒颤
发热持续时间	3-5 天	1-2 天
全身症状	重，头痛、全身肌肉酸痛、乏力	轻或无
病程	5-10 天	5-7 天
并发症	可合并肺炎、中耳炎、心肌炎、脑膜炎或脑炎	少见

资料来源：复旦大学附属中山医院公众号，华安证券研究所

图表 34 全球不同人群流感患病率



资料来源：中国流感疫苗预防接种技术指南（2023-2024），华安证券研究所

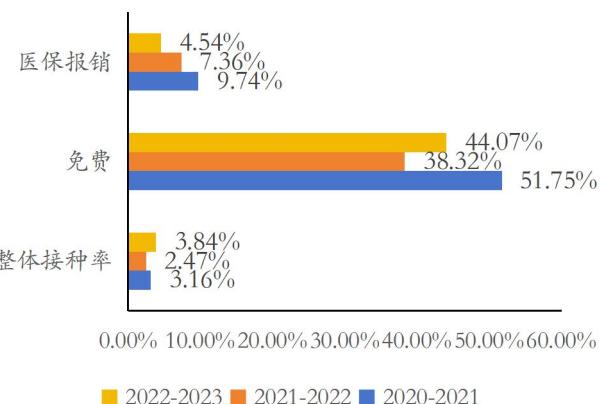
中国流感疫苗渗透率低。WHO 建议流感疫苗接种率为 75%，2022-2023 流感季美国整体接种率达 55.70%，而我国仅有 3.84%；对于流感高发人群儿童，美国接种率达 57.40%，我国仅有 12.60%，对于死亡风险较高的老年人，美国 65 岁以上人群流感疫苗接种率高达 69.70%，而我国 60 岁以上人群接种率不超过 5%。我国 22-23 流感季整体接种率有所提高，免费接种人群普及率上升，接种率达到 44.07%，但与发达国家相比仍存在较大差距，未来渗透率有望进一步提升。

图表 35 2022-2023 年流感季中美流感疫苗接种率按年龄段对比

美国		中国	
整体	55.70%	整体	3.84%
6 月-17 岁	57.40%	6 月-14 岁	12.60%
18-64 岁	40.00%	>60 岁	<5%
≥65 岁	69.70%		

资料来源：美国 CDC, 第一财经, 华安证券研究所

图表 36 我国 2020-2023 年流感季不同渠道接种率变化

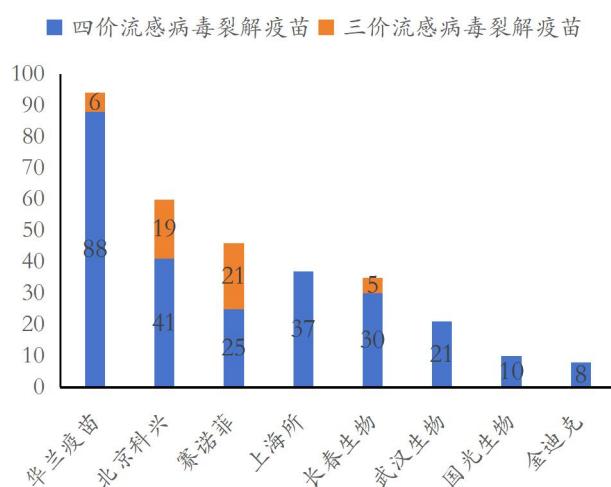


资料来源：第一财经, 光明网, 华安证券研究所

### 3.2 首家四价儿童剂型，自主创新赢得市场

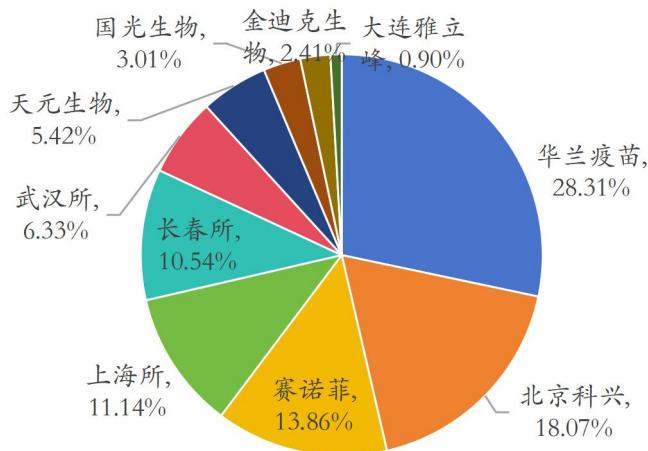
四价流感疫苗趋势明显，市场竞争不断加剧。2023 年国内流感疫苗批签发共 339 批次，其中四价流感病毒裂解疫苗批签发 260 批次，三价流感病毒裂解疫苗批签发 72 次，还有 7 批次冻干鼻喷流感减毒活疫苗，各企业四价批签发次数占比整体偏高，四价流感疫苗预防范围广，产品附加值高，随着更多公司集中布局，四价流感疫苗将逐渐成为市场主流。2023 年华兰生物流感疫苗共 94 批次，占比高达 28.31%，保持国内首位，北京科兴以 18.07% 紧随其后，且有多家企业也在该领域布局研发，市场份额较为分散，虽然竞争较为激烈，但公司头部优势明显。

图表 37 2023 年各企业流感疫苗批签发次数



资料来源：药时空，华安证券研究所

图表 38 2023 年国内流感病毒裂解疫苗各企业批签发份额



资料来源：药时空，华安证券研究所

疫苗板块种类丰富，深耕流感疫苗赛道。公司疫苗业务产品种类丰富覆盖面广，

针对流感病毒、流行性脑膜炎、乙肝、破伤风、狂犬病等多种疾病，其中流感疫苗贡献大部分收入，2024年流感疫苗实现营收24.03亿元，占总营业收入53.19%，流感疫苗业务发展态势持续向上，成为公司继血制品的第二增长曲线。2005年华兰疫苗成立，是全球首批上市的甲型H1N1流感疫苗诞生地，全球第五家、我国首家通过流感疫苗WHO预认证的企业。

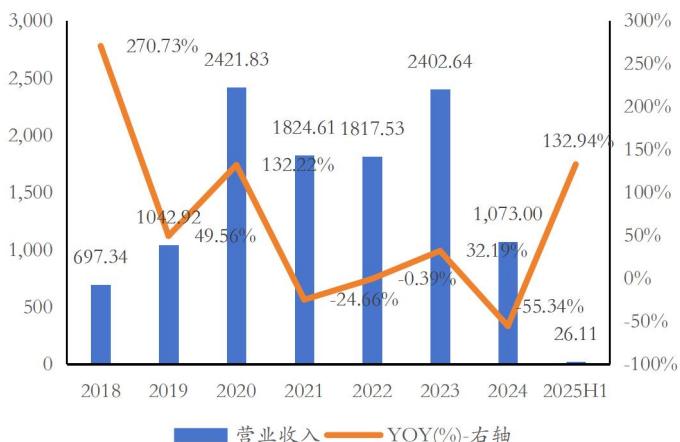
图表 39 公司疫苗板块主要产品

产品类别	产品介绍	产品规格
流感疫苗	可刺激机体产生抗流感病毒的免疫力；用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感冒。	15μg/亚型 /0.5ml/支(瓶) 7.5μg/亚型 /0.25ml/支
	可刺激机体产生抗流感病毒的免疫力，用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	15μg/亚型 /0.5ml/支(瓶) 7.5μg/亚型 /0.25ml/支
	可刺激机体产生针对甲型H1N1流感病毒的抗体，用于此型病毒所致流感流行的免疫预防。	15μg/0.5ml/瓶
	用于预防A、C、Y及W135群奈瑟氏脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。	15μg/0.5ml/支 0.5ml/瓶
	可使机体产生体液免疫应答，用于预防A群和C群脑膜炎奈瑟球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。	0.5ml/瓶
	可刺激机体产生抗乙型肝炎病毒的免疫力，用于预防乙型肝炎。	10μg/0.5ml/瓶 10μg/0.5ml/支 40IU/0.5ml/瓶
其他疫苗	可使机体产生体液免疫应答，用于预防破伤风。	2.5IU/1.0ml/瓶
	可刺激机体产生抗狂犬病病毒免疫力，用于预防狂犬病。	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

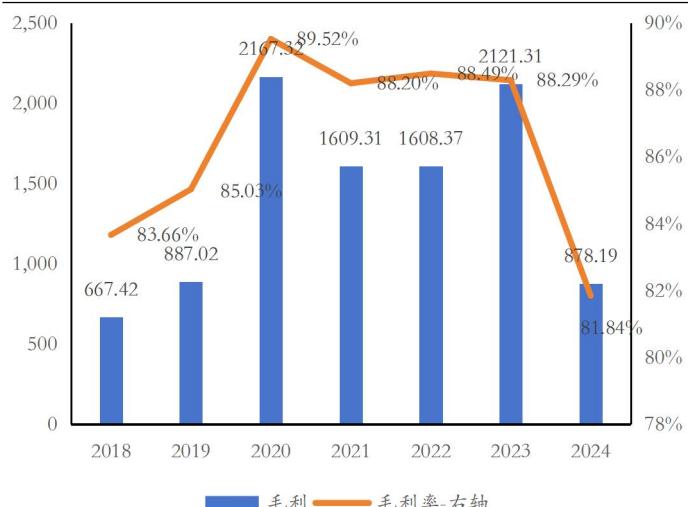
**公司疫苗板块承压已久，期待王者归来。**公司流感疫苗自上市以来快速增长，到2020年疫情期间激增，营收翻倍达24.22亿元，在此高基数下，2021、2022年营收端有所回落，直至2023年再次实现营收超24亿元；2024年受国内大环境影响，竞争激烈，各大企业纷纷降价抢占市场，导致公司营收、利润端均大幅下滑，2024年公司流感疫苗实现营收10.73亿元(同比-55.34%)，实现毛利率81.84%(同比-6.45pp)，2025年公司疫苗板块依旧承压，我们期待公司板块触底反弹。

图表 40 2018-2025H1 公司流感疫苗营收情况 (百万元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

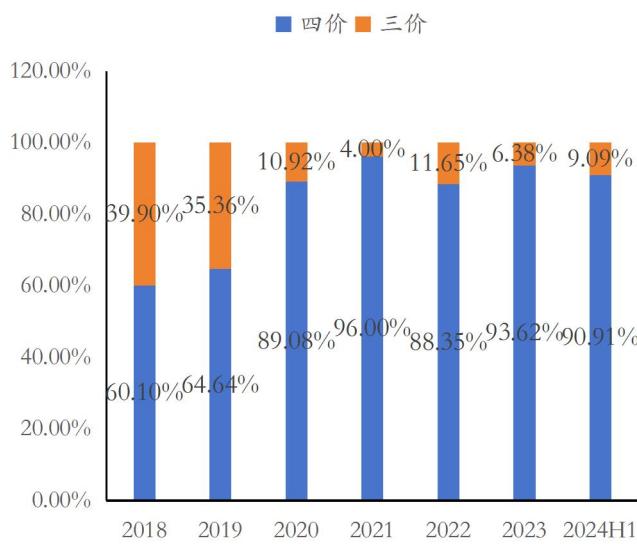
图表 41 2018-2024 年公司流感疫苗毛利情况 (百万元)



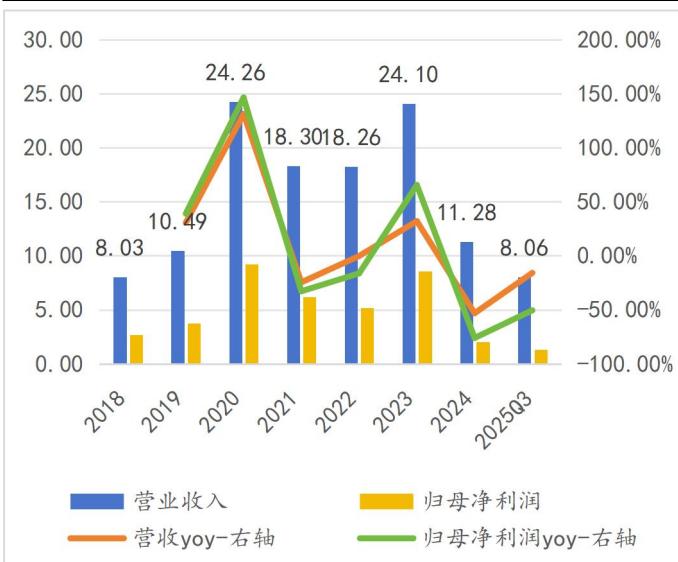
资料来源: ifind, 华安证券研究所

**首家四价儿童剂型，深耕四价稳地位。**2018 年 6 月，公司四价流感疫苗获得了国家药品监督管理局授予的《新药证书》并在国内独家上市；2022 年 2 月，公司国内首家取得四价流感疫苗（儿童剂型）的《药品注册证书》，针对于 6-36 月龄的儿童接种，填补国内市场空白。四价流感疫苗自获得批签发后产品结构占比逐步升高，从 2018 年 60.10% 增至 2023 年 93.62%，进一步巩固的公司在流感疫苗行业的市场优势。公司控股子公司华兰生物疫苗股份有限公司从事疫苗的研发、生产和销售，华兰疫苗 2021 年业绩有所下滑，2023 年营收达 24.10 亿元，已经回升至下滑前水平，同比增长 32.03%；归母净利润呈现波动趋势，由 2018 年 2.70 亿元增至 2023 年 8.60 亿元，CAGR 高达 26.06%。2024 年整体受四价流感疫苗降价影响，销售进度受阻，营收与归母净利润空前下滑，但危机与挑战并存，以价换量或许更有利于市场拓展，虽然降价势必带来成本的上升，但有望进一步扩大市场，未来发展值得期待。

图表 42 2018-2024H1 公司三价、四价布局占比 (按批签发批次)



图表 43 2018-2025Q3 华兰疫苗营收、归母净利润 (亿元)



资料来源：华兰疫苗年报、半年报，华安证券研究所

资料来源：ifind，华安证券研究所

**扩宽疫苗产品管线，贡献业务新增量。**公司实现疫苗在研多环节、全方位的质量管控，使用全自动病毒接种/收获系统、通过多步纯化获得高纯度的原液，批间差异更小，产量更高。2023年公司狂犬疫苗和破伤风疫苗接连获批，1)冻干人用狂犬病疫苗采用生物反应器规模化生产和国内独有的两步纯化工艺，不含任何抗生素，拥有更好的安全性和有效性；2)吸附破伤风疫苗采用先精制后脱毒的工艺进行生产，并采用柱层析法取代了硫酸铵盐析法，产出的类毒素原液纯度高，免疫原性好。此外公司还在不断加快其他疫苗的研究，冻干A群C群脑膜炎球菌结合疫苗已完成III期临床试验，冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗已取得临床试验批件；吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗已于2024年8月开展三期临床试验，目前国内市场竞争普遍接种第二代百白破疫苗，而第三代组分百白破疫苗并尚未有上市产品；公司抓住时代机遇，建立了mRNA疫苗研发平台，并积极开展mRNA流感疫苗等新型疫苗的前期研发工作，为长远发展做好技术储备。

图表 44 公司在研疫苗管线（截至 2025H1）

药物名称	项目进展
冻干A群C群脑膜炎球菌结合疫苗	已完成III期临床试验
冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗	取得临床试验批件
吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗	开展III期临床试验
重组带状疱疹疫苗（CHO细胞）	临床前研发
mRNA流感病毒疫苗	临床前研发
mRNA呼吸道合胞病毒（RSV）疫苗	临床前研发
痘病毒广谱流感	临床前研发

资料来源：公司2025年半年报，华安证券研究所

### 3.3 单抗前景广阔，在研产品蓄势待发

**全球单抗应用广泛，我国起步晚增长空间大。**从全球来看，自2016年起，单克隆抗体药物一直占据着生物药市场最大份额，高达50.95%，且近年持续增长。2023年单抗药物市场规模达到2308.7亿美元，预计2024-2032年复合增长率能达到14.8%，单克隆抗体是当今国际医药界的前沿领域，科技含量高、经济效益好，市场前景广阔。我国单抗药物发展起步晚，2017年国家医疗保险制度进一步在单抗药物实现覆盖，逐步提高了单抗处方的渗透率，随着PD-1抑制剂等免疫治疗产品在我国获批引入，我国单抗市场有望进一步扩大，弗若斯特沙利文数据显示，预计到2025年，我国单抗市场将增长至1,945亿元人民币，2020年到2025年年复合增长率为36.5%。

图表 45 2016-2032E 全球单抗市场规模及其增速



资料来源：中商产业研究院、Future Business Insights、Emergen Research，华安证券研究所

**公司单抗在研产品丰富，厚积薄发态势足。**2013年，公司参股公司华兰基因工程有限公司成立，进军基因重组与单克隆抗体领域，在研产品丰富，覆盖自身免疫疾病、实体瘤、眼科疾病领域，先后有10个单抗品种取得临床试验批件。

2024年11月，华兰基因的贝伐珠单抗取得国家药监局签发的《药品注册证书》，公司成立专门的销售队伍开展产品的销售和推广，2025年上半年，贝伐单抗产品共实现销售收入5,889.58万元。

截至2025H1，公司参股公司华兰基因公司研发的利妥昔单抗注射液已经完成III期临床研究，目前正在CDE技术审评中。利妥昔单抗注射液可以靶向杀伤细胞表面表达CD20分子的肿瘤细胞，可用于CD20阳性的弥漫大B细胞性\滤泡性非霍奇金淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病的治疗。2025年12月，地舒单抗取得药品注册受理通知书，地舒单抗注射液可用于实体肿瘤骨转移和多发性骨髓瘤患者延迟或降低骨相关事件（病理性骨折、脊髓压迫、骨放疗或骨手术）的发生风险、骨巨细胞瘤的治疗。利妥昔单抗、地舒单抗的上市将成为公司新一轮业绩增长点。

同时，华兰基因其他研发管线也在逐步推进：2025H1，阿达木单抗注射液已经完成III期临床研究，拟提交上市申请；注射用曲妥珠单抗已经完成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；重组抗人CD3和人BCMA双特异性抗体注射液、重组抗Claudin18.2全人源单克隆抗体注射液、重组抗PD-L1和TGF- $\beta$ 双功能融合蛋白注射液已取得临床批件，待开展临床试验，可用于多种实体瘤的治疗。

此外，公司参股公司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创新药重组抗人CD3和人BCMA双特异性抗体注射液的临床前数据、临床批件申报资料等资料以总额6,800万元的里程碑款项（已收到3,500万元的首付款）授权给国内某知名公司和其唯一被许可方。

图表 46 公司单抗产品发展情况（截至2025年H1）

品种名称	靶点	适应症	品种状态
贝伐单抗	VEGF	转移性结直肠癌、非小细胞瘤等	已上市

阿达木单抗	TNF- $\alpha$	类风湿关节炎、强直性脊椎炎等	
曲妥珠单抗	HER-2	乳腺癌和胃癌	已完成 III 期临床
利妥昔单抗	CD20	非霍奇金淋巴瘤	
帕尼单抗	EGFR	结直肠癌	
伊匹木单抗	CALA-4	恶性黑色素瘤和晚期结直肠癌	I 期临床

资料来源：公司 2025 年半年度报告、丁香园肿瘤时间公众号，华安证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测与估值分析

#### 关键假设：

**血液制品业务：**截至 2025H1，公司已拥有 34 家血浆站，公司不断加强对现有浆站管理，挖掘浆站潜能，促进浆站内生增长，浆站浆源丰富，有望为血制品打开增长空间。核心大单品白蛋白、静丙依旧保持稳健增长。

**疫苗制品业务：**2024 年受国内大环境影响，竞争激烈，各大企业纷纷降价抢占市场，导致公司疫苗板块营收、利润端均大幅下滑，毛利率也同比下滑 6.45pp，2025 年公司疫苗板块依旧承压，预计 2026 年将触底反弹。

图表 47 华兰生物收入拆分预测

单位:百万元		2021年报	2022年报	2023年报	2024年报	2025E	2026E	2027E
营业收入		4,436.20	4,516.98	5,341.87	4,379.20	4633.89	5136.92	5744.86
yoy		-11.69%	1.82%	18.26%	-18.02%	5.82%	10.86%	11.83%
营业成本		1,386.88	1,532.87	1,624.48	1,688.24	1949.37	2155.63	2375.82
毛利		3,049.32	2,984.11	3,717.39	2,690.96	2684.52	2981.29	3369.03
毛利率		68.74%	66.06%	69.59%	61.45%	57.93%	58.04%	58.64%
<b>1. 血液制品</b>								
营业收入		2,597.78	2,679.24	2,926.33	3,245.74	3,617.05	4,021.83	4,409.03
yoy		0.25%	3.14%	9.22%	10.91%	11.44%	11.19%	9.63%
营业成本		1,162.34	1,277.91	1,336.11	1,479.75	1,742.00	1,929.41	2,105.62
毛利		1,435.44	1,401.33	1,590.22	1,765.99	1,875.06	2,092.42	2,303.42
毛利率		55.26%	52.30%	54.34%	54.41%	51.84%	52.03%	52.24%
<b>人血白蛋白</b>								
营业收入		1,011.07	987.96	1,056.84	1,228.82	1351.70	1486.87	1605.82
yoy		5.68%	-2.29%	6.97%	16.27%	10%	10%	8%
营业成本		472.22	495.78	452.92	554.03	635.30	698.83	754.73
毛利		538.84	492.17	603.92	674.78	716.40	788.04	851.08
毛利率		53.29%	49.82%	57.14%	54.91%	53%	53%	53%
<b>静注丙球</b>								
营业收入		708.90	775.07	844.54	928.50	1002.78	1083.00	1147.98
yoy		-13.98%	9.33%	8.96%	9.94%	8%	8%	6%
营业成本		315.16	371.93	390.64	454.52	601.67	649.80	688.79
毛利		393.73	403.15	453.90	473.98	401.11	433.20	459.19
毛利率		55.54%	52.01%	53.75%	51.05%	40%	40%	40%
<b>其他血液制品</b>								
营业收入		877.81	916.21	1,024.96	1,088.43	1262.57	1451.96	1655.23
yoy		8.33%	4.37%	11.87%	6.19%	16%	15%	14%
营业成本		374.96	410.20	492.55	471.20	505.03	580.78	662.09
毛利		502.86	506.01	532.40	617.23	757.54	871.18	993.14
毛利率		57.29%	55.23%	51.94%	56.71%	60%	60%	60%
<b>2. 疫苗制品</b>								
营业收入		1,824.56	1,817.53	2,404.65	1,117.11	1005.40	1105.94	1327.13
yoy		-24.63%	-0.38%	32.30%	-53.54%	-10%	10%	20%
营业成本		215.28	209.16	280.90	201.88	201.08	221.19	265.43
毛利		1,609.27	1,608.37	2,123.75	915.23	804.32	884.75	1061.70
毛利率		88.20%	88.49%	88.32%	81.93%	80%	80%	80%
<b>流感疫苗</b>								
营业收入		1,824.61	1,817.53	2,402.64	1,073.00			
yoy		-0.39%	32.19%	-55.34%				
营业成本		215.29	209.16	281.33	194.80			
毛利		1,609.31	1,608.37	2,121.31	878.19			
毛利率		88.20%	88.49%	88.29%	81.84%			
<b>3. 其他业务</b>								
营业收入		13.86	20.21	10.89	16.34	11.44	9.15	8.70
yoy		25.08%	45.75%	-46.11%	50.09%	-30%	-20%	-5%
营业成本		9.25	45.79	7.47	6.61	6.29	5.03	4.78
毛利		4.61	-25.58	3.42	9.74	5.15	4.12	3.91
毛利率		33.25%	-126.62%	31.41%	59.58%	45%	45%	45%

资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 4.2 投资逻辑与建议

### 血制品疫苗双轮驱动，老牌企业焕发生机

华兰生物成立于 1992 年，1998 年成为国内首家通过 GMP 认证的血液制品企业。公司多年来锚定血液制品行业，其生产规模、品种规格、市场覆盖和主导产品产销量均居国内同行业前列，2005 年成立华兰生物疫苗股份有限公司，扩展公司原有业务，截至 2023 年年末其已成为我国最大的流感病毒裂解疫苗生产基地，流感疫苗产品市场占有率保持国内领先地位。2025 年前三季度，公司实现营收 33.79 亿元，同比+3.20%，实现归母净利润 7.84 亿元，同比+15.07%。

### 持续挖掘浆站潜能，深耕血制品扩大优势

公司血液制品产品覆盖面广，共有人血白蛋白、静丙、纤原、凝血八因子等 11 个产品、34 种规格。2025H1，公司血制品板块实现营收 17.37 亿元，同比+7.57%，其中人血白蛋白、静注人免疫球蛋白分别实现营收 6.95 亿元（同比+7.95%）、4.53 亿元（同比+7.95%），占板块营收比例达 40%、26%，我们看好两大明星单品的长期市场空间。

公司吨浆盈利能力强，2025H1 实现吨浆收入 216.08 万元/吨，吨浆利润达 62.45 万元/吨，同行业内处于较高水平。公司目前拥有 34 家血浆站（包含 6 家分站），其中广西 4 家、贵州 1 家、重庆 17 家、河南 12 家，在多处设置单采血浆站，采浆量处于领先地位。2025 年上半年采浆量为 803.66 吨，同比+5.23%。截至 2025 年 5 月，公司在重庆丰都、巫山及邓州市、杞县、襄城县的单采血浆站均已建设完毕，深耕重庆、河南两地，利用地方人口优势进一步实现浆站外延增长；同时公司也在加强对现有单采血浆站献浆员的宣传发动，进一步提升浆站管理能力，不断促进现有浆站内生增长，为公司扩大规模奠定基础。

### 加快疫苗做大做强，进军单抗稳步研发

公司疫苗业务产品种类丰富覆盖面广，针对流感病毒、流行性脑膜炎、乙肝、破伤风、狂犬病等多种疾病，其中流感疫苗贡献大部分收入。2024 年受国内大环境影响，竞争激烈，各大企业纷纷降价抢占市场，导致公司疫苗板块营收、利润端均大幅下滑，2024 年公司流感疫苗实现营收 10.73 亿元（同比-55.34%），实现毛利率 81.84%（同比-6.45pp），2025 年公司疫苗板块依旧承压，我们期待公司业绩触底反弹。

2013 年公司参股公司华兰基因工程有限公司成立，进军基因重组与单克隆抗体领域，在研产品丰富，覆盖自身免疫疾病、实体瘤、眼科疾病领域，先后有 10 个单抗品种取得临床试验批件。2024 年 11 月，华兰基因的贝伐珠单抗取得国家药监局签发的《药品注册证书》，公司成立专门的销售队伍开展产品的销售和推广，2025 年上半年，贝伐单抗产品共实现销售收入 5,889.58 万元。

截至 2025H1，公司参股公司华兰基因公司研发的利妥昔单抗注射液已经完成 III 期临床研究，目前正在 CDE 技术审评中；2025 年 12 月，地舒单抗取得药品注册受理通知书。利妥昔单抗、地舒单抗的上市将成为公司新一轮业绩增长点。

### 投资建议

我们预计，公司 2025-2027 年营收分别为 46.34/51.37/57.45 亿元，分别同比增长 5.8%/10.9%/11.8%，归母净利润分别为 12.15/13.64/15.45 亿元，分别同比增长 11.7%/12.2%/13.3%，对应估值分别为 23X/20X/18X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

## 风险提示：

**血制品的安全性风险。** 血液制品的原料是健康人血浆，由于其原材料的特殊性，使得该类制品可能因产品安全问题导致重大医疗事故。同时，受科学技术及人类认知水平的限制，仍有许多病毒尚未被人类发现，存在因未知病毒导致血源性疾病传播的潜在风险；疫苗产品用于大众人群相应疾病的预防，但因个人体质差异会出现不同程度的不良反应，甚至可能会发生严重不良反应（包括偶合反应），若不能依法及时处置，可能导致部分消费者对公司产品的不信任，轻则影响产品销售，重则危害行业声誉。

**成本费用上升的竞争风险。** 血制品方面原料血浆成本占总生产成本的比例高，是影响公司血液制品成本的重要因素，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。疫苗方面公司的主产品四价流感病毒裂解疫苗的竞争对手不断增多，竞争加剧可能导致销售费用增加。

**新产品开发不及预期风险。** 研发的过程中可能会存在现有技术水平和条件下难以克服的技术困难，或由于国家政策因素、市场因素、产品设计缺失、临床效果不佳、成本超出预估等因素造成研发进度延迟或研发产品失败等方面的风险，给公司的发展造成一定的影响。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9616	10737	11610	12482
现金	1367	3005	3313	3680
应收账款	1798	1947	2134	2400
其他应收款	18	13	18	18
预付账款	72	62	80	82
存货	2029	2175	2498	2702
其他流动资产	4332	3535	3567	3600
非流动资产	6694	6183	6059	5917
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2402	2411	2302	2174
无形资产	319	306	292	278
其他非流动资产	3973	3466	3465	3465
资产总计	16310	16920	17670	18399
流动负债	2360	2604	2913	3143
短期借款	900	800	1000	1000
应付账款	217	244	273	299
其他流动负债	1243	1560	1640	1844
非流动负债	103	90	90	90
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	103	90	90	90
负债合计	2463	2694	3003	3233
少数股东权益	1988	2079	2182	2298
股本	1829	1829	1829	1829
资本公积	1430	1430	1430	1430
留存收益	8600	8887	9225	9608
归属母公司股东权益	11859	12146	12484	12867
负债和股东权益	16310	16920	17670	18399

利润表

会计年度	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4379	4634	5137	5745
营业成本	1688	1949	2156	2376
营业税金及附加	38	40	44	49
销售费用	776	811	899	1005
管理费用	296	255	283	316
财务费用	-7	-7	-9	-11
资产减值损失	-74	0	0	0
公允价值变动收益	33	0	0	0
投资净收益	138	162	185	201
营业利润	1380	1499	1682	1907
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	44	0	0	0
利润总额	1339	1502	1685	1910
所得税	183	195	219	248
净利润	1155	1306	1466	1661
少数股东损益	68	91	103	116
归属母公司净利润	1088	1215	1364	1545
EBITDA	1474.55	1799.17	1999.77	2240.86
EPS (元)	0.60	0.66	0.75	0.85

主要财务比率

会计年度	单位:百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-18.0%	5.8%	10.9%	11.8%
营业利润	-34.3%	8.6%	12.3%	13.3%
归属于母公司净利润	-26.6%	11.7%	12.2%	13.3%
盈利能力				
毛利率 (%)	61.4%	57.9%	58.0%	58.6%
单位:百万元	24.8%	26.2%	26.5%	26.9%
ROE (%)	9.2%	10.0%	10.9%	12.0%
ROIC (%)	7.0%	8.7%	9.3%	10.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	15.1%	15.9%	17.0%	17.6%
净负债比率 (%)	17.8%	18.9%	20.5%	21.3%
流动比率	4.07	4.12	3.99	3.97
速动比率	2.26	2.73	2.63	2.64
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.28	0.30	0.32
应收账款周转率	2.14	2.47	2.52	2.53
应付账款周转率	8.15	8.46	8.34	8.30
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.66	0.75	0.85
每股经营现金流(摊薄)	0.58	0.83	0.63	0.84
每股净资产	6.48	6.65	6.83	7.04
估值比率				
P/E	28.28	22.76	20.28	17.90
P/B	2.60	2.28	2.21	2.15
EV/EBITDA	20.59	14.15	12.67	11.15

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李雨涵，医药行业分析师，主要研究方向为医疗服务和生物制品。湖南大学本硕，生物技术+金融硕士复合背景。

## 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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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形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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。