

# 主营业务经营保持稳健， 生物类似药有望贡献增量

华兰生物 (002007.SZ)

## 核心观点

公司发布 2025 年报，业绩符合预期。血制品业务全年保持稳健增长，采浆量持续提升，毛利率受价格因素影响短期承压。预计随着价格趋稳，叠加浆站经营效率提升，血制品业务有望保持稳健经营趋势。流感疫苗批签发保持领先，库存水平进一步优化，26 年三价疫苗占比提升预计短期影响业绩；长期流感疫苗渗透率提升及产品结构进一步丰富有望推动疫苗业务向好发展。公司持续推进研发创新，10% 新工艺静丙获批在即；参股公司华兰安康贝伐珠单抗 2025 年开始销售，多款生物类似药处于上市申请审评阶段，有望贡献业绩增量。

## 事件

### 公司发布 2025 年报，业绩符合预期

3 月 28 日，公司发布 2025 年年度报告，实现：1) 营业收入 45.95 亿元，同比增加 4.93%；2) 归母净利润 9.40 亿元，同比下降 13.55%；3) 扣非归母净利润 9.37 亿元，同比下降 4.51%；4) 基本每股收益 0.52 元。业绩符合预期。

公司利润分配预案为：以 18.27 亿股为基数，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，拟分配现金股利 9.14 亿元（含税）。

## 重要财务指标

|           | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,379.20 | 4,595.02 | 4,325.29 | 4,609.53 | 4,831.66 |
| YoY(%)    | -18.02   | 4.93     | -5.87    | 6.57     | 4.82     |
| 净利润(百万元)  | 1,087.85 | 940.40   | 920.84   | 1,033.80 | 1,125.10 |
| YoY(%)    | -26.57   | -13.55   | -2.08    | 12.27    | 8.83     |
| 毛利率(%)    | 61.45    | 57.53    | 56.89    | 57.09    | 57.24    |
| 销售净利率(%)  | 24.84    | 20.47    | 21.29    | 22.43    | 23.29    |
| ROE(%)    | 9.17     | 8.18     | 7.54     | 7.96     | 8.12     |
| EPS(摊薄/元) | 0.60     | 0.51     | 0.50     | 0.57     | 0.62     |
| P/E(倍)    | 24.96    | 28.88    | 29.49    | 26.27    | 24.14    |
| P/B(倍)    | 2.29     | 2.36     | 2.23     | 2.09     | 1.96     |

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

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

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 04 月 10 日

当前股价：14.54 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        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|
|                | -6.07/-0.46 | -5.09/-3.83 | -9.12/-25.30 |
| 12 月最高/最低价 (元) |             |             | 17.72/14.20  |
| 总股本 (万股)       |             |             | 182,745.67   |
| 流通 A 股 (万股)    |             |             | 157,321.47   |
| 总市值 (亿元)       |             |             | 265.71       |
| 流通市值 (亿元)      |             |             | 228.75       |
| 近 3 月日均成交量 (万) |             |             | 1446.42      |

## 简评

### 主营业务收入保持稳健增长，毛利率有所承压

25Q4 公司营业收入 12.16 亿元，同比增长 36.87%；归母净利润 1.56 亿元，同比下降 5.00%；扣非归母净利润 1.94 亿元，同比增长 18.80%。25Q4 收入增速较快主要由于血制品业务 24 年同期业绩低基数，以及流感疫苗年末受流感疫情影响销售同比增长所致。全年公司收入端实现稳定增长，但利润端同比下降，主要由于：1) 受市场竞争加剧及价格调整等因素影响，血制品及疫苗业务毛利率同比有所下降。2) 长期股权投资亏损增加，导致投资净收益同比下降。

### 血制品业务：白蛋白等产品销售保持增长，采浆量实现稳步提升

2025 年，公司血制品业务实现收入 33.87 亿元，同比增长 4.35%；毛利率 50.17%，同比下降 4.24pct。分产品来看，人血白蛋白收入 14.18 亿元 (+15.40%)，毛利率 51.68% (-3.23pct)，销量提升推动收入增长，毛利率下降主要由于价格调整所致；静丙收入 8.45 亿元 (-8.94%)，毛利率 37.47% (-13.58pct)，销量及毛利率均有所承压，主要由于医保控费、DRG/DIP 改革等政策趋严导致产品使用受限，叠加价格调整所致；其他血制品收入 11.23 亿元 (+3.20%)，毛利率 57.81% (+1.10pct)，凝血因子类及特免类产品保持稳步增长。

采浆方面，2025 年公司实现采集血浆 1669.49 吨，同比增长 5.24%。其中股份公司下属浆站采浆 1015.02 吨 (+11.81%)，重庆公司下属浆站采浆 654.47 吨 (-3.55%)。2025 年公司重庆市丰都县新浆站建成并开始采浆，截至 2025 年末在营浆站共 34 家 (含 6 家分站)，分布于河南 (12 家)、重庆 (17 家)、广西 (4 家)、贵州 (1 家)。2025 年采浆量超过 100 吨的浆站有四个，成熟期浆站年均采浆量保持国内前列。预计 2026 年，随着新浆站采浆量持续爬坡叠加老浆站效率提升，公司采浆量有望实现进一步增长。

### 疫苗业务：流感疫苗批签发保持领先，库存水平实现优化

2025 年，公司疫苗业务实现收入 11.95 亿元，同比增长 7.00%；毛利率 78.38%，同比下降 3.55pct。其中流感疫苗销售收入 11.21 亿元 (+4.43%)，毛利率 79.07% (-2.77pct)。全年公司流感疫苗批签发 57 批次 (-26.92%)，其中四价流感疫苗 51 批次 (-23.88%)、三价流感疫苗 6 批次 (-45.45%)，批签发量保持国内领先。截至 2025 年末，公司疫苗库存量 147.21 万支，同比下降 69.41%，主要由于公司对批签发和供应安排进行了合理优化所致。毛利率下降主要由于疫苗生产量下降 (1548.59 万支，-26.65%)，固定成本无法有效摊薄，导致直接人工、折旧费、能源动力等单位成本上升所致。公司已上市吸附破伤风疫苗、冻干人用狂犬病疫苗等产品，未来随着新品放量，疫苗收入结构将进一步丰富。

### 持续投入研发创新，10%新工艺静丙处于上市审评阶段

公司持续推进研发创新。其中 10%新工艺静丙已接受注册核查和 GMP 符合性检查，目前处于综合审评阶段；5%规格处于等待注册检验报告阶段。皮下注射人免疫球蛋白处于新生产场地临床前工艺研究阶段；人凝血因子 IX 已完成临床研究，待新生产场地验证完成后提交上市申请；Exendin-4-FC 融合蛋白 II 期临床已完成，拟启动 III 期临床，同时新增规格和新增肥胖适应症已取得临床批件。疫苗方面，冻干 Hib 结合疫苗已于 2025 年 8 月取得临床批件，重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞) 已于 2026 年 1 月取得临床批件；吸附无细胞百 (三组分) 白破联合疫苗持续推进 III 期临床试验；mRNA 流感疫苗、新型佐剂流感疫苗正在开展临床前研究工作。

**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、新规格 | 现有生产地址已完成上市注册核查,处于发补审评阶段;正在开展场地变更关联工艺变更可比性研究 |
|      | 人凝血因子 IX (FIX) 纯化工艺开发 | 增加新品种     | 临床研究已完成,正在开展场地变更可比性研究                        |
|      | 皮下静注人免疫球蛋白工艺开发        | 增加新品种     | 临床前研究  |
|      | 毕赤酵母重组生产人血白蛋白工艺开发     | 增加新品种     | 临床前研究  |
| 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  |
| 其他产品 | Exendin-4-FC 融合蛋白     | 增加新品种、新规格 | II 期临床已完成、新增规格临床试验补充申请已获批                    |
|      |                       | 增加适应症     | 临床试验申请已获批                                    |

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,参股公司华兰安康积极推进产品销售及研发。**其中贝伐珠单抗 2025 年正式开始销售,全年收入达 1.96 亿元;利妥昔单抗已提交上市申请,处于 CDE 技术审评中;地舒单抗和阿达木单抗已于 2025 年 12 月和 2026 年 1 月分别提交上市申请;曲妥珠单抗已完成 III 期临床,拟提交上市申请。帕尼单抗、伊匹木单抗、CD3×BCMA 双抗处于 I 期临床阶段。上述产品梯队有望为公司持续培育新的利润增长点。2025 年,华兰安康与国内某知名公司签订《临床前研究数据授权协议》,华兰安康将其研发的 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。

### 毛利率同比有所承压,高比例分红回馈股东

2025 年,公司整体毛利率 57.53%,同比下降 3.92pct,主要由于血制品及疫苗业务毛利率下降所致。全年公司销售费用 8.18 亿元(+5.45%),销售费用率 17.80%(+0.09pct);管理费用 2.25 亿元(-24.16%),管理费用率 4.89%(-1.88pct),费用同比下降主要由于职工薪酬及存货报废损失同比减少所致;研发费用 3.37 亿元(+1.29%),研发费用率 7.34%(-0.26pct),保持相对稳定;财务费用 46 万元(+106.69%),主要系利息收入减少所致。公司 2025 年经营净现金流 8.78 亿元(-17.12%),主要由于销售产品收到的现金减少所致。公司拟分配现金股利 9.14 亿元,占 2025 年归母净利润的 97%,体现管理层回报股东的积极态度。

### 2026 年展望:血制品及疫苗业务有望稳健增长,期待生物类似药贡献新增量

2025 年,公司血制品业务保持稳健收入增长,采浆量实现进一步提升,毛利率受价格因素影响短期承压。预计 2026 年,随着产品价格逐步趋稳,叠加浆站经营效率持续提升,公司血制品业务有望保持稳健经营趋势。疫苗业务 2025 年批签发保持行业领先,库存水平进一步优化。26 年三价流感疫苗占比提升预计短期影响业绩表现;长期国内流感疫苗渗透率提升叠加产品结构进一步丰富,有望推动疫苗业务长期向好发展。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;参股公司华兰安康贝伐珠单抗已开始销售,多款生物类似药处于上市申请审评阶段,未来有望贡献业绩增量。

### 盈利预测与投资评级

2026 年公司血制品业务预计保持稳健;疫苗业务受三价产品占比提升影响预计短期承压,新品放量有望减

轻对冲部分影响。结合以上预期，我们预计公司 2026 ~ 2028 年收入分别为 43.25 亿元、46.10 亿元和 48.32 亿元，2026 年预计同比下降 5.9%，2027 ~ 2028 年分别同比增长 6.6% 和 4.8%；归母净利润分别为 9.21 亿元、10.34 亿元和 11.25 亿元，2026 年预计同比下降 2.1%，2027 ~ 2028 年分别同比增长 12.3% 和 8.8%；每股 EPS 分别为 0.50 元、0.57 元和 0.62 元，当前股价对应 2026 ~ 2028 年估值分别为 29.5X、26.3X 和 24.1X，维持买入评级。

## 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。

5、流感疫苗生产调整风险：2025 年 2 月，WHO（世卫组织）发布 2025-2026 年北半球季节性流感疫苗推荐组分。WHO 流感疫苗组分咨询委员会主张四价流感疫苗无需再包含 B/Yamagata 谱系抗原，建议尽快完成该组分的剔除工作。若国内流感疫苗不再推荐四价中的 B/Yamagata 组分，流感疫苗企业的生产计划可能面临调整，将三价疫苗作为主要生产品种。由于三价流感疫苗单价低于四价疫苗，生产计划调整可能导致产品销售单价降低，影响公司疫苗业务业绩表现。

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

### 刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，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、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、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。

### 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。

**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