



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

行业内部分化明显，关注细分赛道结构性机会

——2024年&2025Q1 医疗服务、生物制品板块业绩总结和投资展望

分析师：谭国超(S0010521120002)，邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李雨涵(S0010123070090)，邮箱：liyuh@hazq.com

2025年7月22日

华安证券研究所



目 录

1. 医疗服务：专科服务领域逆势增长，康复养老新蓝海
2. 生物制品：行业景气度持续提升，2025年业绩可期



医疗服务核心观点：专科服务领域逆势增长，康复养老新蓝海

- 2024年，DRG/DIP支付2.0全面落地，倒逼医院降本增效，公立医院收入承压，民营医院分化明显（龙头企业受益于合规化运营，中小机构面临淘汰）；宏观经济环境整体延续疲软，叠加人工耳蜗等高值耗材纳入集采，板块内部标的整体承压，利润端分化明显。
- 进入2025年，老年医学科的大范围普及、AI赋能与数字化升级等利好带动下，我们建议关注具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的专科医院。DRGs控费的环境下医疗服务（医院）有望持续出清，拥有更强的经营管理能力的医院有望持续受益，持续提高渗透率及份额，并有望提升盈利能力。
- 建议关注：
 - ✓ 具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的专科连锁
 - 中医医疗服务，建议关注固生堂（稀缺的中医诊疗服务连锁机构，逆周期属性明显，经营韧性强，业绩确定性高；中医诊疗需求持续扩大，公司作为供给驱动型发展模式，持续绑定中医师，发展空间广阔）。
 - 肿瘤医疗服务，建议关注海吉亚医疗（择期属性弱、业绩稳定，体内多家医院进入快速爬坡期，内生外延增长确定性高，业绩进入收获期）。
 - 体检医疗服务，建议关注美年健康（客单价持续提升，AI赋能业务）。
 - ✓ 经营管理能力强的严肃医疗
 - 建议关注盈康生命（定增预期年内落地，外延并购双主业齐下，股权激励增长提供动力）、国际医学（新院区消费专科属性强爬坡快，单床产出持续提高，盈亏平衡点有望提前）。
- 风险提示：新产品放量不及预期；行业竞争加剧风险；全球地缘政治因素影响。

医疗服务：2024&25Q1业绩回顾

- 我们选取爱尔眼科、华厦眼科、通策医疗、现代牙科、盈康生命、国际医学、新里程、美年健康、固生堂等21支A+H标的作为医疗服务标的池进行业绩统计与复盘。整体看，2024年DRG/DIP支付 2.0落地、人工耳蜗等高值耗材纳入集采、老年医学科普及、AI赋能与数字化升级，不论是外部政策端还是内部AI赋能，都反向推动院端改革深化以及医疗资源下沉；从市场表现来看，中医、肿瘤、康复等专科服务领域实现逆势增长，对医院的精细化管理要求提升，未来慢病-康复-养老、出海国际化、AI诊疗模式革新或将成为新的趋势。
- 疫后放量带来23年行业的高基数，进入2024年各标的由于基数、宏观环境等因素影响业绩有所承压，利润端下滑明显：
 - ✓ 2024年医疗服务标的池实现营业总收入总和1116.89亿元人民币，平均同比2023年增速3.06%；2024年标的池实现归母净利润总和73.74亿元人民币，平均同比2023年增速-40.72%。2024年服务板块收入与上年基本持平，利润端承压明显，主要是各项政策及集采等因素影响较大；与此同时AI赋能与精细化管理也将为公司带来生机，这是机遇与挑战并存的一年。从盈利能力看，2024年医疗服务标的池实现平均毛利率34.51%，实现平均净利率4.41%，鉴于上年度疫情后的高基数，2024年板块盈利能力略有下滑。
 - ✓ 2025Q1医疗服务标的池实现营业总收入总和174.30亿元人民币，平均同比2024Q1增速-1.70%，2025Q1标的池实现归母净利润总和10.95亿元人民币，平均同比2024Q1增速-13.52%，整体看有所承压，主要系板块宏观环境较差，消费整体疲弱，导致业绩增长略显乏力。利润端承压较为明显且分化明显，主要系不同细分赛道内标的基数差异较大。

资料来源：wind、华安证券研究所；数据截至20250710；总营收和归母净利润单位为人民币亿元；25Q1数据不含港股标的

医疗服务：标的池2024年业绩回顾

- 2024年DRG/DIP支付 2.0全面落地，医疗服务大环境整体承压，仅部分实力强劲企业异军突起，三星医疗、瑞尔集团、固生堂等上市公司业绩增速亮眼。2024年，固生堂在大环境承压的情况下，实现逆境增长，总营收达30.22亿元，同比+30.09%，实现归母净利润3.07亿元，同比+21.64%，一枝独秀。

医疗服务	证券代码	证券简称	总市值（亿元）	年初至今涨跌幅（%）	PE-TTM	PE-2025E	PE-2026E	PE-2027E	总营收2024A（亿元）	总营收2024A同比增速%	归母净利润2024A（亿元）	归母净利润2024A同比增速%	销售毛利率（2024A）%	销售净利率（2024A）%
眼科	300015.SZ	爱尔眼科	1158.21	-5.06	31.25	28.16	24.31	21.02	209.83	2.94	35.56	5.87	48.12	17.81
	301267.SZ	华厦眼科	163.80	-1.31	38.78	31.50	27.08	24.21	40.27	0.32	4.29	-35.63	44.19	10.63
	301239.SZ	普瑞眼科	59.26	-14.24	-64.76	54.85	29.56	20.41	26.78	-1.55	-1.02	-138.02	36.98	-3.47
	301103.SZ	何氏眼科	35.29	2.83	-148.00				10.96	-7.71	-0.27	-143.11	38.61	-3.22
	3309.HK	希玛眼科	22.47	-16.42	-16.63				17.72	-0.56	-1.25	-318.01	27.58	-5.66
	2219.HK	朝聚眼科	20.59	-5.96	9.77				14.05	2.63	1.95	-14.78	43.50	13.25
康复	601567.SH	三星医疗	326.65	-22.53	13.70	11.39	9.20	7.52	145.06	27.48	22.60	18.69	34.30	15.67
体检	002044.SZ	美年健康	196.89	14.81	67.08	33.05	23.73	19.10	107.02	-1.77	2.82	-44.18	42.78	3.82
口腔	600763.SH	通策医疗	187.32	-7.21	36.58	34.59	31.27	28.01	28.74	1.00	5.01	0.20	38.50	19.95
	002622.SZ	皓宸医疗	25.62	-2.17	-56.52				8.62	13.85	-0.38	60.06	48.33	-1.77
	6639.HK	瑞尔集团	12.92	-19.06	54.21				17.47	18.32	0.17	107.80	22.49	0.77
第三方检测	603882.SH	金域医学	129.99	8.02	-33.30	46.60	19.36	16.04	71.90	-15.85	-3.81	-159.26	33.15	-5.78
	603108.SH	润达医疗	103.71	11.11	-283.50	32.03	26.81	23.21	82.71	-9.12	0.55	-79.77	25.37	2.29
	300244.SZ	迪安诊断	92.62	27.49	-23.07	20.70	13.14	9.95	121.96	-9.05	-3.57	-216.20	28.01	-1.39
	9960.HK	康圣环球	14.26	16.10	-24.19				9.28	-4.10	-0.55	-232.22	47.39	-6.54
中医	2273.HK	固生堂	84.52	1.92	25.51	18.41	14.39	11.42	30.22	30.09	3.07	21.64	30.09	10.16
综合医院	000516.SZ	国际医学	116.65	-2.84	-45.64	-53.29	-127.31	391.74	48.15	4.50	-2.54	31.01	9.45	-7.68
	002219.SZ	新里程	74.18	-11.36	63.94	48.24	38.83	32.11	37.99	-3.03	1.15	296.13	30.93	3.19
辅助生殖	1951.HK	锦欣生殖	82.18	1.86	26.88	20.57	17.70	15.00	28.12	0.81	2.83	-17.88	39.10	9.73
肿瘤	6078.HK	海吉亚医疗	96.11	10.24	14.88	12.61	10.98	9.49	44.46	9.06	5.98	-12.40	29.90	13.46
	300143.SZ	盈康生命	73.90	-0.65	62.00	55.08	43.82	37.55	15.59	6.04	1.15	14.92	25.86	7.46

资料来源：wind、华安证券研究所；市值&PE TTM截至20250710

医疗服务：标的池2025Q1业绩回顾

- 步入2025年，消费有所回暖，人民硬需求亦带动部分企业业绩回升。2025Q1，爱尔眼科实现总营收60.26亿元，同比+16.04%，实现归母净利润10.05亿元，同比+16.71%。

证券代码	证券简称	总营收25Q1（亿元）	总营收同比增速 （25Q1，%）	归母净利润25Q1 （亿元）	归母净利润同比增速 （25Q1，%）	毛利率（25Q1，%）	净利率（25Q1，%）
300015.SZ	爱尔眼科	60.26	16.04	10.50	16.71	47.91	19.40
002044.SZ	美年健康	17.54	-2.65	-2.75	3.94	23.97	-16.98
600763.SH	通策医疗	7.45	5.09	1.84	6.22	44.16	29.04
301267.SZ	华夏眼科	10.93	11.69	1.50	-4.00	44.76	15.18
603882.SH	金域医学	14.67	-20.35	-0.28	-49.09	33.10	-2.37
000516.SZ	国际医学	9.97	-15.18	-1.06	-1.37	3.66	-13.55
300244.SZ	迪安诊断	23.65	-20.52	-0.21	-190.66	26.08	0.18
301293.SZ	三博脑科	3.93	16.68	0.38	14.56	26.32	10.45
002219.SZ	新里程	7.96	-16.59	0.26	-9.35	27.57	3.10
300143.SZ	盈康生命	4.09	-1.85	0.30	14.36	26.08	7.13
301239.SZ	普瑞眼科	7.42	9.93	0.27	61.18	39.29	3.88
301103.SZ	何氏眼科	2.91	2.32	0.33	12.27	43.53	10.57
002622.SZ	皓宸医疗	1.43	-12.63	-0.12	-167.13	38.26	-12.64
002524.SZ	光正眼科	2.08	4.26	0.01	103.06	37.20	0.36

资料来源：wind、华安证券研究所

医疗服务：固生堂—业绩一枝独秀，版图持续扩张

- 24年业绩增速亮眼，版图持续扩张。2024年公司业绩增速亮眼，其中医疗健康解决方案2024年实现营收29.88亿元（+30.6%），占总收入98.9%；医疗健康产品销售实现营收3472万元。24年全年公司新增分院21家（其中自建4家、并购17家），新入驻新加坡、长沙等国内外5座城市，体内总机构数增至79家。随着医联体合作持续推进，医生人数稳步增加，有望延续快速增长。2024年全年公司新增客户88.9万人，总就诊人次541.1万人次（+25.9%）；客户回头率67.1%（+1.9pct），次均消费559元（同比+3.3%）。2024年会员消费人数46.0万人（+26.1%），会员回头率85.4%，高景气度延续。
- 我们认为公司具备强大的业务整合、外延扩展和内生管理的能力，随着公司持续扩大线下业务覆盖区域、结合AI优化线上平台，公司最终有望成为中国最大的智能化、产品化、平台化的新中医体系。我们看好公司在中医医疗服务领域的领先地位，成熟门店稳健增长、国内外扩张稳步推进、AI持续赋能业务，长期增长可期。我们预计公司2025-2027年将实现营业收入38.50/47.26/57.57亿元，同比+27%/23%/22%；将实现归母净利润3.74/4.74/6.17亿元，同比+22%/27%/30%，维持“买入”评级。

盈利预测：		单位：百万人民币			
主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	3022	3850	4726	5757	
收入同比(%)	30%	27%	23%	22%	
归母净利润	307	374	474	617	
归母净利润同比(%)	22%	22%	27%	30%	
ROE(%)	12.91%	13.59%	14.70%	16.06%	
每股收益(元)	1.26	1.56	1.97	2.57	
市盈率(P/E)	26.83	22.71	17.92	13.76	

资料来源：wind，华安证券研究所

医疗服务：美年健康—客单价持续提升，AI助力构建新业态

- 客单价持续提升，业务稳健发展。公司是民营体检领域领先集团，2024年公司体检客单价672元，同比+8.25%。截至年报，公司分院总数576家，其中控股体检分院312家，参股体检分院264家，参转控持续推进。从体检人次看，2024年公司共计接待2,525万人次，其中控股体检分院接待1,538万人次。团体客户 和个人客户占收入比分别为75.9%和 24.1%。
- AI赋能业务，打开长期成长空间。24年公司结合AI技术手段取得的营收为2.16亿元，主要包括心肺联筛、眼底AI、脑睿佳等产品带来的收入。公司坚持数字化战略，引进AI质控技术，引入AI数智健管师“健康小美”，集成了体检全流程的数字化、智能化管理功能，目前上线的核心功能包括精准预约、分时预约、智能导诊、检中智能质控、智能主检、报告质控以及检后随访健康管理等，持续通过AI技术提升主业竞争力。在产品创新领域，公司新增 AI智能血糖管理、AI智能肝健康管理、中医智能体检、女性健康管理等重点创新产品，持续以创新业务为抓手，坚持“all in AI”战略，构建AI+体检的新业态。
- 公司客单价稳定提升，体检大数据叠加AI技术持续赋能业务创新，业绩有望保持良性增长。我们预计公司2025-2027年将实现营业收入117.20/130.42/142.40亿元，同比+9.5%/11.3%/9.2%；将实现归母净利润6.40/8.66/10.91亿元，同比+126.9%/35.2%/26.1%；AI赋能带来想象空间，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10702	11720	13042	14240
收入同比（%）	-1.8%	9.5%	11.3%	9.2%
归属母公司净利润	282	640	866	1091
净利润同比（%）	-44.2%	126.9%	35.2%	26.1%
毛利率（%）	42.8%	42.8%	43.8%	44.7%
ROE（%）	3.6%	7.5%	9.2%	10.4%
每股收益（元）	0.07	0.16	0.22	0.28
P/E	65.57	31.90	23.61	18.72
P/B	2.27	2.39	2.17	1.94
EV/EBITDA	9.17	12.30	9.88	8.07

资料来源：wind、华安证券研究所；营收和归母净利润单位为人民币百万元



目 录

1. 医疗服务：专科服务领域逆势增长，康复养老新蓝海
2. 生物制品：行业景气度持续提升，2025年业绩可期



生物制品--疫苗核心观点：需求分化，加速出海

- 疫苗行业：后疫情时代，需求分化，流感疫苗、肺炎疫苗等常规疫苗复苏，看好拥有大单品及优质管线储备、具备国际化战略布局的企业
 - ✓ 全球传染病防控需求持续存在，例如流感、肺炎等常见传染病以及一些新兴传染病的威胁，促使人们对疫苗的需求不断增加。同时，三年疫情过后，公众健康意识提升，对疫苗的认知度和接受度提高，尤其是二类苗（自费疫苗）市场，如9价HPV疫苗、带状疱疹疫苗等需求旺盛，成人疫苗市场潜力也在不断释放。然而板块内标的仍有不同程度的产能需要出清，叠加新生儿数量的减少，疫苗行业增长略显乏力，出海或为疫苗行业未来重点发展空间。
 - 带状疱疹疫苗：重磅成人疫苗品种，2024年GSK实现全球收入33.64亿英镑，国内渗透率低、行业竞争格局良好，商业化空间广阔，相关公司包括智飞生物（GSK独家合作推广销售，三年最低采购金额约206亿元，市场空间广阔，公司成长空间打开）、百克生物（国产首款带状疱疹疫苗，价格低副作用小适用人群更广）。
 - 流感疫苗：因新冠后公众健康意识提升，接种率持续上升。
 - 肺炎疫苗：13价/23价肺炎疫苗（如沃森生物、辉瑞、康泰）在老年人群中渗透率提升。
- 风险提示：出海进度不及预期，行业竞争加剧等。



生物制品--血制品核心观点：并购整合加速，国产替代空间可期

- 2024年中国血制品行业呈现“供给放量、价格承压、集中度提升”的复杂格局，行业整体增速放缓但结构性机会显现。
 - **供给端看**，（1）**外部大环境的变动**：2024年海外进口白蛋白降价冲击国内价格市场，产能过剩导致供大于求，白蛋白价格下滑明显，利润空间收窄；随后特朗普增加关税，基立福（Grifols）、奥克特珐玛（Octapharma）等外资企业收缩在中国的业务，国产替代加速。白蛋白进口占比超60%，国产替代空间超百亿市场。
 - （2）**国内行业集中度提升**：2024年，华润博雅收购了绿十字香港，天坛生物并购了武汉中原瑞德，推动行业集中度不断提升，浆站资源向龙头集中；目前国内正常经营的血液制品生产企业不足30家，按企业集团合并计算后户数约17家。（国外：目前仅剩不到20家血液制品企业，其中美国5家，欧洲8家。杰特贝林、基立福、武田、奥克特珐玛等4家血液制品巨头是其中的佼佼者，全球血液制品行业整体呈寡头垄断竞争态势。）
 - （3）**地方集采常态化**：2024年11月5日，鹰潭发布《江西省鹰潭采购联盟药品统一目录带量采购公告（2024年第二批）》，将狂免纳入该采购目录。11月8日，江苏省医保局发布《第五轮药品集中带量采购公告》，将重组Ⅷ因子、人凝血Ⅷ因子、人血白蛋白、破免4个产品纳入该采购目录。11月28日，重庆医保局公布《“三进”集采药品清单》，将重组Ⅷ因子、人凝血Ⅷ因子纳入该清单。虽然集采纳入产品不断增加，范围不断扩大，幸而血制品降价幅度温和，降价幅度约5%-15%。
 - **小结**：2024年，不论是国际环境的变动还是国内加速并购，带给供给端的压力持续升温，好在集采降幅缓和，AI技术优化赋能带来吨浆产值的提升空间，且2025年政策或放宽，浆站审批有望提速，血制品行业景气度依旧稳定向好发展。
 - **需求端看**，疫情放开后的院内需求阶段性爆发，带动血制品领域的共识提升，随着人口老龄化加速、重大疾病发病率上升、临床应用拓展以及医疗水平的提高，临床需求保持稳定增长。核心产品静丙的需求仍处于紧平衡状态，价格端变动较小，利润空间可观，人白国产替代仍有一定可期待空间。未来随着血制品临床价值认知的持续提高，以及分离提纯技术的提高所带来的产品迭代，血制品市场规模有望进一步扩大，需求有望加速增长。
- 2024年血制品行业在政策调控与进口冲击下进入调整期，但行业集中度提升和技术创新为龙头带来结构性机会。未来需关注浆站审批节奏、集采扩围范围及企业产品升级能力，具备浆站资源+高毛利产品管线的企业将胜出有望。建议关注：博雅生物，上海莱士，天坛生物等。
- 风险提示：政策不确定性，市场竞争加剧，扩张不及预期。

资料来源：wind、华安证券研究所



生物制品：2024&25Q1业绩回顾

- **疫苗板块：**我们选取智飞生物、百克生物、欧林生物、康华生物、康泰生物等9支标的作为疫苗板块标的池进行业绩统计与复盘。整体看，2024年，疫苗板块受到集采与技术迭代的双重冲击，面临行业低谷：
 - ✓ 2024年疫苗标的池实现营业总收入总和395.61亿元人民币，平均同比2023年增速-6.03%；2024年标的池实现归母净利润总和30.84亿元人民币，平均同比2023年增速-35.37%。从盈利能力看，2024年疫苗标的池实现平均毛利率76.46%，实现平均净利率5.66%，盈利能力整体下滑，主要系板块龙头标的（万泰生物、智飞生物）受到外部政府集采、内部技术迭代且自身存货周转率大幅下降等因素共同导致。
 - ✓ 2025Q1疫苗标的池实现营业总收入总和44.07亿元人民币，平均同比2024Q1增速-19.81%，2025Q1标的池实现归母净利润总和-3.30亿元人民币，平均同比2024Q1增速-52.63%，平均毛利率74.79%，平均净利率-3.51%。一季度板块业绩有所承压，主要系板块受集采影响尚未完全出清。
- **血制品板块：**我们选取天坛生物、博雅生物、上海莱士、派林生物、卫光生物、华兰生物等6支标的作为血制品板块标的池进行业绩统计与复盘。整体看，2024年，行业整体维稳，呈现供给放量、价格承压、集中度提升的复杂格局：
 - ✓ 2024年血制品标的池实现营业总收入总和241.80亿元人民币，平均同比2023年增速-0.86%；2024年标的池实现归母净利润总和62.26亿元人民币，平均同比2023年增速23.52%。从盈利能力看，2024年血制品标的池实现平均毛利率52.06%，实现平均净利率26.71%。2024年，血制品板块整体表现稳中有升，收入端受博雅生物（剥离非主业）、华兰生物（疫苗板块表现较差）的影响，表现表现较差，但整体血制品业务呈增长趋势，且板块整体盈利能力明显提升。
 - ✓ 2025Q1血制品标的池实现营业总收入总和53.27亿元人民币，平均同比2024Q1增速3.41%，2025Q1标的池实现归母净利润总和13.96亿元人民币，平均同比2024Q1增速-11.70%，平均毛利率46.84%，平均净利率26.96%。一季度板块利润端短期承压，主要系进口白蛋白降价冲击、静丙产能过剩、集采影响等多方面影响，但后续随着行业并购加速，高毛利产品占比提升，行业景气度有望持续延续。

资料来源：wind、华安证券研究所；数据截至20250710

生物制品：标的池2024年业绩回顾

- 1. 疫苗板块整体业绩下滑：2024年，外部行业政策调整叠加市场需求下降，企业内部产能尚未完全出清，疫苗板块整体承压，唯有靠新品上市及国外市场拓展方能带动业绩增长。
- 2. 血制品板块整体业绩增长，部分企业受产品结构、外延并购等因素影响，表观业绩面临压力。2024年，卫光生物业绩同比增速表现突出，实现营收12.03亿元，同比+14.69%，实现归母净利润2.54亿元，同比+15.95%。

生物制品	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	年初至今涨跌幅 (%)	PE-TTM	PE-2025E	PE-2026E	PE-2027E	总营收2024A (亿元)	总营收2024A同 比增速%	归母净利润2024A (亿元)	归母净利润2024A同 比增速%	销售毛利率 (2024A) %	销售净利率 (2024A) %
疫苗	603392.SH	万泰生物	758.06	-15.55	-1,049.22	-378.50	35.65	12.61	22.45	-59.42	1.06	-91.49	66.20	4.86
	300122.SZ	智飞生物	492.88	-21.90	192.84	16.26	12.82	13.40	260.70	-50.77	20.18	-74.99	27.38	7.74
	300142.SZ	沃森生物	183.29	-4.13	140.26	88.22	71.14	60.63	28.21	-31.34	1.42	-66.10	79.69	6.18
	300601.SZ	康泰生物	185.97	-2.60	109.38	58.38	41.29	30.96	26.52	-24.06	2.02	-76.59	82.00	7.60
	688739.SH	成大生物	109.94	6.48	32.96				16.76	-4.32	3.43	-26.42	82.94	20.45
	688185.SH	康希诺	113.28	1.54	-68.56	-378.50	117.27	53.34	8.46	138.97	-3.79	74.45	75.84	-45.33
	688276.SH	百克生物	89.27	-12.56	51.72	36.39	31.58	28.06	12.29	-32.71	2.32	-53.67	85.42	18.88
	300841.SZ	康华生物	82.39	34.59	30.53	18.96	16.16	14.90	14.32	-9.32	3.99	-21.71	94.20	27.84
血制品	688319.SH	欧林生物	64.26	61.89	161.94	259.08	148.50	103.13	5.89	18.74	0.21	18.24	94.45	2.67
	002252.SZ	上海莱士	460.68	-4.16	23.00	18.56	16.81	16.25	81.76	2.51	21.93	23.25	40.57	26.83
	600161.SH	天坛生物	389.54	-3.59	26.38	22.93	20.11	17.90	60.32	16.35	15.49	39.58	54.70	35.02
	002007.SZ	华兰生物	289.65	-4.19	25.43	22.45	19.31	16.62	43.79	-18.05	10.88	-26.57	61.45	26.39
	000403.SZ	派林生物	168.79	11.52	23.69	18.99	16.36	14.44	26.55	14.11	7.45	21.76	49.13	28.07
	300294.SZ	博雅生物	132.37	-12.48	34.43	24.83	21.84	19.56	17.35	-34.78	3.97	67.18	64.65	22.86
其他生物制 品	002880.SZ	卫光生物	65.75	6.66	26.25	22.87	20.14	17.66	12.03	14.69	2.54	15.95	41.88	21.11
	000661.SZ	长春高新	413.65	5.05	18.83	16.13	14.98	13.68	134.66	-7.31	25.83	-43.01	85.72	20.11
	300009.SZ	安科生物	152.87	7.66	21.89	16.14	13.56	12.66	25.36	-11.49	7.07	-16.56	77.39	28.23

资料来源：wind、华安证券研究所；市值&PE TTM截至20250710



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

生物制品：标的池2025Q1业绩回顾

- 步入2025年，疫苗板块龙头股业绩依旧受挫，主要系疫苗接种率低迷，市场需求回落，且人口结构变化导致传统儿童疫苗需求减少，成人疫苗市场尚未完全激活。然而，部分企业例如康泰生物、康希诺、欧林生物等上市公司业绩已有回暖预期，我们看好板块的国际化市场以及产品迭代升级等未来增长点。
- 血制品板块2025Q1业绩呈现营收分化、利润承压的总体特征，主要系国外产品降价、技术迭代等因素导致价格端有所承压，浆站资源仍将是企业竞争实力最强劲的后备军。

证券代码	证券简称	总营收25Q1（亿元）	总营收25Q1同比增速%	归母净利润25Q1（亿元）	归母净利润25Q1同比增速%	销售毛利率（25Q1）%	销售净利率（25Q1）%
603392.SH	万泰生物	4.01	-46.85	-0.53	-141.98	66.37	-13.59
300122.SZ	智飞生物	23.74	-79.18	-3.05	-120.93	31.84	-12.92
300142.SZ	沃森生物	4.62	-22.99	0.03	-81.27	71.26	-4.29
300601.SZ	康泰生物	6.45	42.82	0.22	-58.51	73.29	3.49
688185.SH	康希诺	1.37	20.02	-0.12	93.21	82.69	-8.42
688276.SH	百克生物	1.62	-40.17	0.01	-98.24	85.09	0.66
300841.SZ	康华生物	1.38	-55.67	0.21	-86.15	94.41	15.07
688319.SH	欧林生物	0.87	23.55	-0.07	72.79	93.39	-8.10
002252.SZ	上海莱士	20.06	-2.33	5.66	-25.20	38.45	28.36
600161.SH	天坛生物	13.18	7.84	2.44	-22.90	45.32	25.85
002007.SZ	华兰生物	8.68	10.31	3.13	19.62	55.85	37.69
000403.SZ	派林生物	3.75	-14.06	0.89	-26.95	47.48	24.01
300294.SZ	博雅生物	5.36	19.39	1.39	-8.25	53.34	26.25
002880.SZ	卫光生物	2.25	-0.69	0.44	-6.54	40.58	19.61
000661.SZ	长春高新	29.97	-5.57	4.73	-44.95	88.15	15.76
300009.SZ	安科生物	6.29	-4.18	2.09	-4.02	76.75	34.23

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券

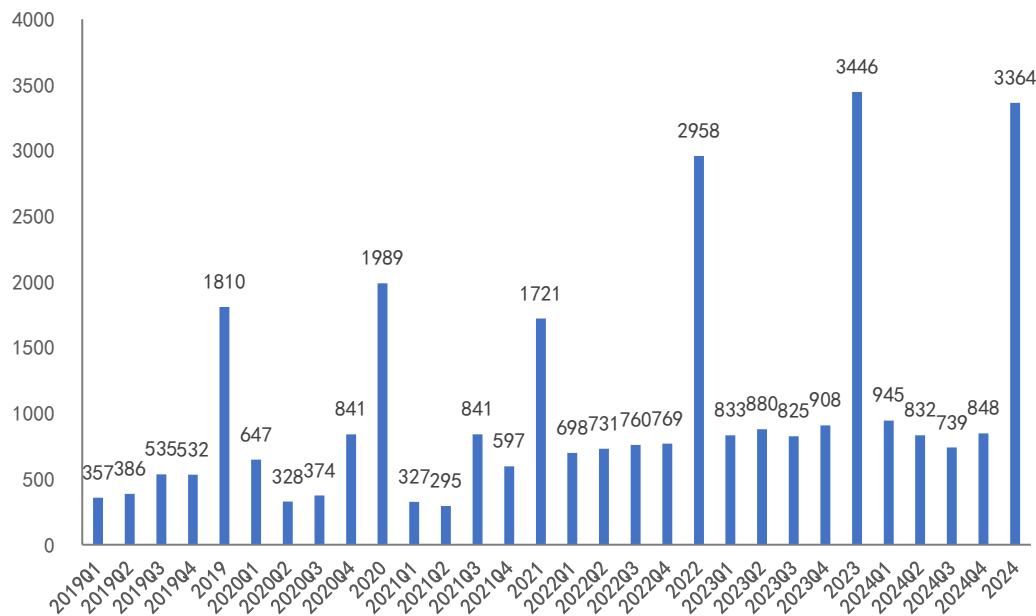
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

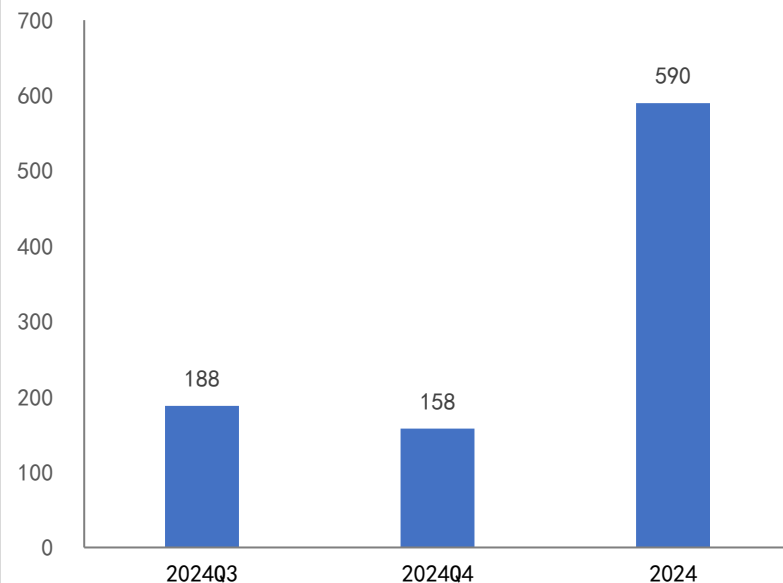
疫苗：海外单品持续放量，映射国内销量可期

- 从全球市场来看，疫苗板块的带疱疫苗及RSV疫苗持续放量，有望成为国内下一批大单品。2024年，GSK带疱疫苗实现全球销量达33.64亿英镑，RSV疫苗达5.90亿英镑，产品市场前景广阔。以此为鉴，目前国内带疱疫苗接种渗透率较低，随着民众对疾病危害及预防认知度的提升，国内市场将进一步放量，有望带动相关企业的业绩回升。

GSK 带疱疫苗全球销量（百万英镑）



GSK RSV疫苗全球销量（百万英镑）



资料来源：wind, yahoo finance, GSK公告，华安证券研究所

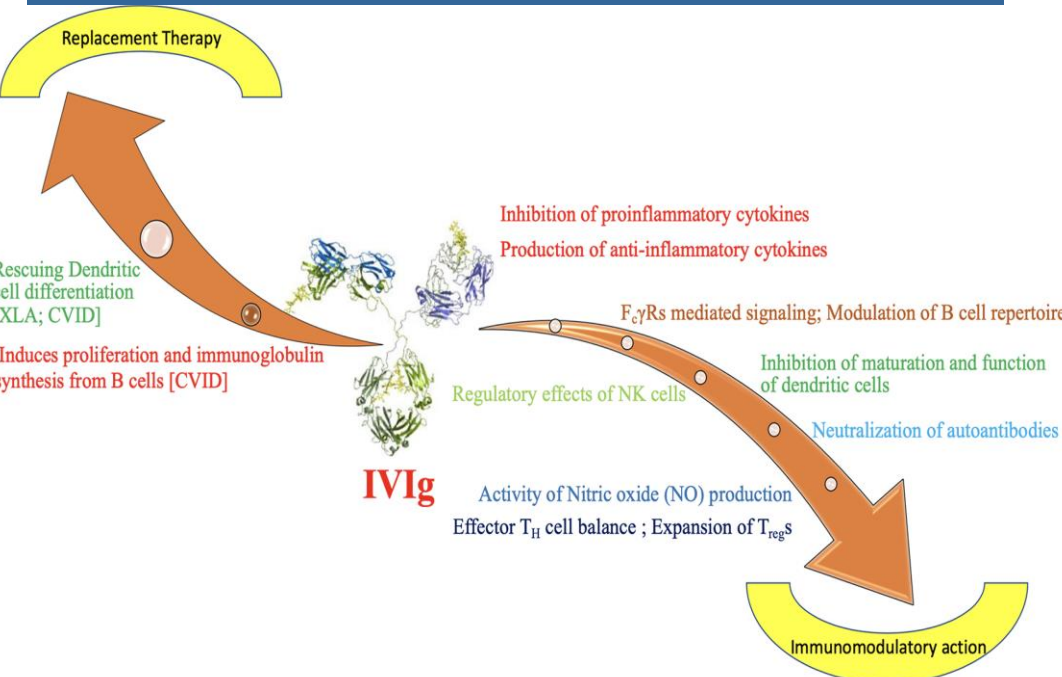
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

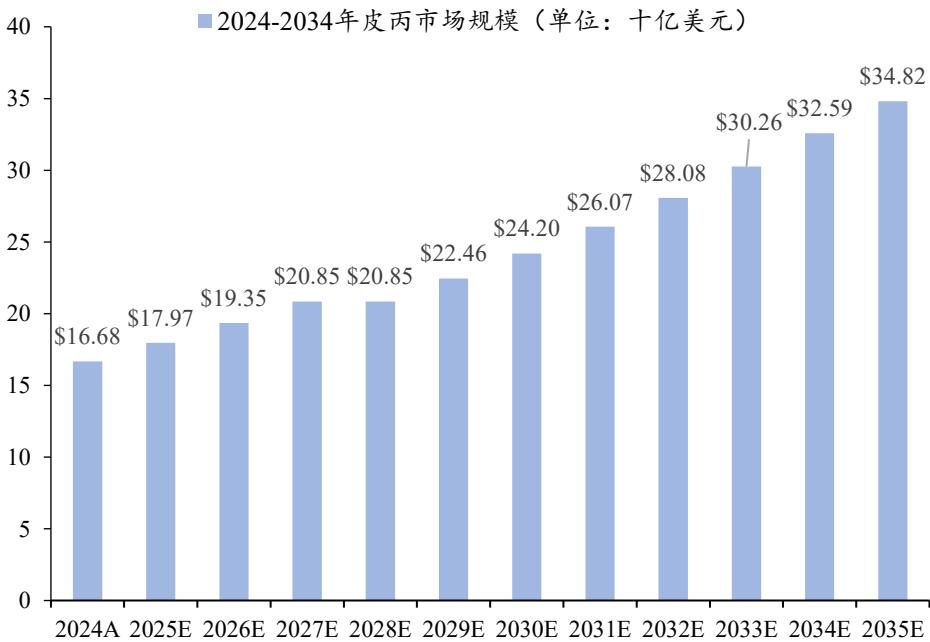
血制品：皮丙海外销售市场前景广阔，有望成为国内下一个大单品

- 皮丙或将成为国内血制品板块下一个大单品。皮下注射免疫球蛋白（简称皮丙，SCIg）的主要成分为人免疫球蛋白，区别于静丙的静脉注射，皮丙采用皮下注射的方式，且皮丙在耐受性、不良反应发生率等方面均优于静丙，或将成为国内下一款十亿级大单品。皮丙是通过其IgG成分中的Fab和Fc片段，发挥抗炎和免疫调节作用，促进免疫细胞功能恢复与平衡；其机制包括激活Fcγ受体、调节细胞因子表达、增强Treg细胞扩增等，从而在免疫缺陷疾病中发挥治疗效果。
- 目前，SCIg市场正快速扩张，2024年皮丙市场规模为166.8亿美元，预计2034年将增至348.2亿美元，年复合增速为7.6%。

皮丙作用机制



2024-2034年皮丙市场规模

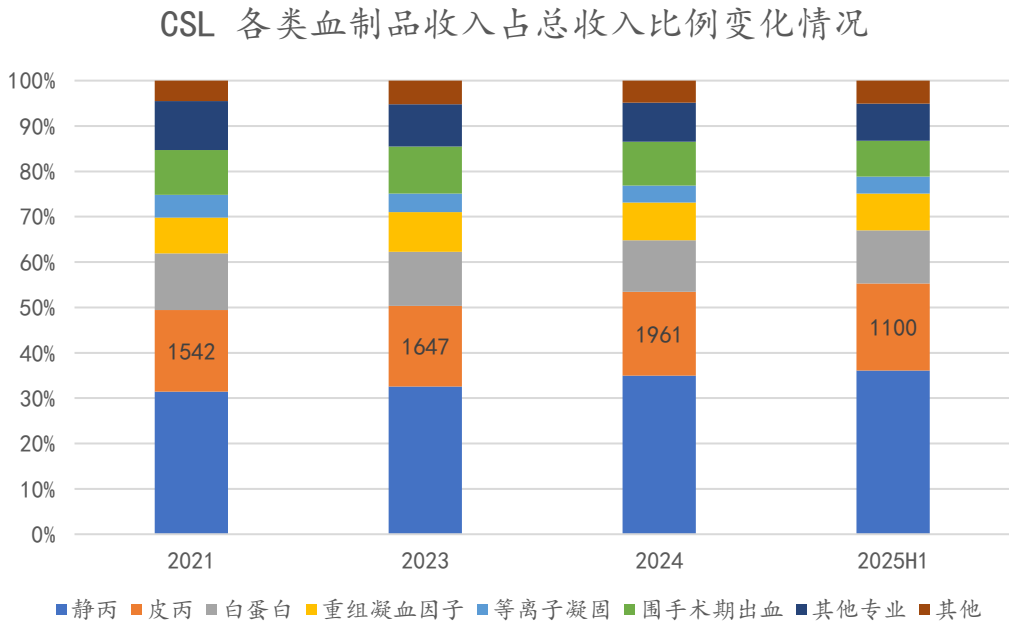


资料来源：《Immunoglobulin replcement therapies in inborn errors of immunity : a review》 Archan Sil, Precedence Research，华安证券研究所

血制品：皮丙海外销售市场前景广阔，有望成为国内下一个大单品

- 皮丙海外销售高达20亿美元市场，有望成为国内下一个血制品大单品。皮丙作为CSL收入规模第二大的品种，2024年实现营收19.61亿美元，占血制品业务收入比重达18.5%；目前国内有4家企业布局了皮丙的研发，其中天坛生物的血丙产品有望于2026年上市。

海外企业CSL皮丙收入增长趋势（单位：百万美元）



国内各企业皮丙研发进展

公司名称	临床前研究	临床试验	申报上市	获批上市
天坛生物				
远大蜀阳				
博雅生物				
华兰生物				

资料来源：CSL官网，国家药品监督管理局药品审评中心，各公司公告，新药情报库，华安证券研究所



血制品：博雅生物—收购绿十字，进一步扩大浆站版图

- 成功收购绿十字香港，进一步扩大浆站版图，采浆量再创新高。2024年7月，博雅使用自有资金人民币18.2亿元成功收购绿十字香港100%股权，公司新增1张生产牌照、4家在营单采血浆站，2个省份区域的浆站布局，进一步扩大公司浆站版图，提升公司采浆能力。与此同时，2024年7月，公司的泰和、乐平浆站正式运营；2025年1月，公司再次刷新浆站版图，成功斩获内蒙古达拉特旗省级批文。截至目前，公司共有21个浆站，其中20个在营，1个在建。2024年，公司实现采浆量630.6吨，同比+10.4%，其中华润博雅采浆量为522.04吨，同比+11.7%，高于行业平均增速。
- 业务重建聚焦主业，毛利率提升明显，重磅新品预计2025年上市。2024年，公司实现毛利率64.65%，同比+11.89pct，23年剥离两个低毛利率的业务板块，公司业务结构优化。公司作为华润旗下的血制品板块，核心产品PCC市占率位居行业前三。新品上市节奏方面，公司10%静丙现已通过现场核查、破免项目获得现场核查通知书，预计2个产品将于2025年实现上市。新品上市将进一步提升公司盈利能力，增强市场竞争力。
- 预计公司2025-2027年营收分别为20.51/22.64/24.96亿元，分别同比增长18.2%/10.4%/10.3%，归母净利润分别为4.82/5.55/6.41亿元，分别同比增长21.4%/15.2%/15.4%，建议关注新品上市带来的市场机会，维持“买入”评级。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1735	2051	2264	2496
收入同比（%）	-34.6%	18.2%	10.4%	10.3%
归属母公司净利润	397	482	555	641
净利润同比（%）	67.2%	21.4%	15.2%	15.4%
毛利率（%）	64.7%	64.4%	64.8%	65.5%
ROE（%）	5.3%	6.1%	6.6%	7.1%
每股收益（元）	0.79	0.96	1.10	1.27
P/E	38.33	27.78	24.11	20.90
P/B	2.04	1.70	1.59	1.47
EV/EBITDA	24.35	18.08	15.47	12.76

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币百万元

血制品：卫光生物—浆站平均采浆量遥遥领先，单品逆境增长

- 浆站平均采浆量处于行业领先，产品品种及规格丰富提升血浆综合利用率。卫光生物深圳市唯一的血制品企业，2024年，公司启动安康浆站新建项目，并完成对万宁卫光单采血浆有限公司的收购，实现100%控股。目前公司拥有9个单采血浆站，2024年实现采浆量562吨，同比+8.7%，平均单浆站采浆量居于行业前列。同年，公司取得人凝血酶原复合物（PCC）的《药品注册证书》，上市产品增加至11个品种，进一步提升原料血浆综合利用率。新产品人凝血因子Ⅷ和人凝血酶原复合物上市首年获得市场好评。
- 公司控费稳定，大单品逆境增长。2024年的消费回暖远不及预期，但公司24年业绩依旧保持了双位数增长，其中两大核心单品收入贡献显著，人血白蛋白实现收入4.59亿元，同比+15.29%，毛利率为38.46%，同比提升1.79个百分点；静注人免疫球蛋白实现收入4.31亿元，同比+15.00%，毛利率为40.86%，同比提升5.28个百分点。这表明公司产品在需求端仍呈现紧平衡状态，2025年业绩可期。目前公司估值处于行业中下水平，总市值相对较低，具备一定的安全边际和估值优势，可持续关注。
- 预计公司2025-2027年营收分别为13.47/14.97/16.53亿元，分别同比增长12.0%/11.1%/10.4%，归母净利润分别为2.99/3.45/3.96亿元，分别同比增长18.0%/15.3%/14.8%，看好公司长期发展，维持“买入”评级。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1203	1347	1497	1653
收入同比（%）	14.8%	12.0%	11.1%	10.4%
归属母公司净利润	254	299	345	396
净利润同比（%）	15.9%	18.0%	15.3%	14.8%
毛利率（%）	41.9%	41.9%	42.3%	42.7%
ROE（%）	11.5%	11.9%	12.1%	12.2%
每股收益（元）	1.12	1.32	1.52	1.75
P/E	24.16	21.61	18.74	16.32
P/B	2.77	2.57	2.26	1.99
EV/EBITDA	14.66	13.91	12.05	10.36

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币百万元

其他生物制品：安科生物—布局长效，提升核心竞争力

- 聚焦细分赛道，新品上市带来第二增长曲线。**公司核心产品为生长激素，目前国内生长激素治疗渗透率非常低，市场需求有望进一步释放。安科生物目前是生长激素行业的佼佼者，在粉针领域占据优势，且布局了粉针、水针和长效水针三种剂型。公司核心产品营收占比超70%，受消费降级影响公司24年产品销售不及预期，在此低基数上，预计公司25年将实现双位数增长，增速超20%。新品曲妥珠单抗“安赛汀”处于快速放量期，2024年销售收入超1个亿。
- 提前布局长效市场，巩固公司在生长激素赛道的优势。**2025年2月，安科生物作为基石投资者参与认购维昇药业，最终获配维昇药业309.2万股股份，占股份总数2.7%。维昇药业的核心产品隆培促生长素是唯一一款在每周给药之间能够在体内持续释放未经修饰的人生长激素的长效生长激素。安科将通过本次投资促进双方长期合作关系，进一步提升公司市场竞争力。此外，公司在CAR-T细胞治疗、Her2单抗、抗VEGF单抗等领域均有在研管线，研发进度加快推进，进一步提升公司的估值空间。公司目前估值较便宜，建议关注配置机会。
- 预计公司2025-2027年营收分别为31.80/36.96/41.73亿元，分别同比增长25.4%/16.2%/12.9%，归母净利润分别为9.07/10.68/12.07亿元，分别同比增长28.3%/17.8%/13.0%，公司的生长激素产品存量市场和增量市场仍然有很大空间，曲妥珠单抗“安赛汀”处于市场快速导入阶段，我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2536	3180	3696	4173
收入同比（%）	-11.5%	25.4%	16.2%	12.9%
归属母公司净利润	707	907	1068	1207
净利润同比（%）	-16.6%	28.3%	17.8%	13.0%
毛利率（%）	77.4%	78.6%	78.3%	78.0%
ROE（%）	17.1%	18.6%	18.0%	16.9%
每股收益（元）	0.42	0.54	0.64	0.72
P/E	20.57	16.01	13.59	12.03
P/B	3.50	2.98	2.45	2.03
EV/EBITDA	15.75	12.20	9.82	8.02

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币百万元

风险提示

- 新产品放量不及预期：新产品推进需要完善进院并建设销售团队，销售推进可能不及预期；
- 行业竞争加剧风险：新产品和替代产品推出市场可能导致竞争加剧；
- 全球地缘政治因素影响：现阶段全球地缘政治对海外市场及供应链的影响超出预期。



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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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方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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300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。市场基准指数为沪深300指数。



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

谢谢！