



Research and
Development Center

筹建浆站陆续开采、高纯静丙上市贡献

增量

—天坛生物(600161)公司首次覆盖报告

唐爱金医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
联系电话: 19328759065
邮箱: tangaijin@cindasc.com

吴欣医药行业分析师
执业编号: S1500523050001
联系电话: 15821927090
邮箱: wuxin@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
天坛生物 (600161.SH)
投资评级 无评级

上次评级 无评级


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	27.94
52周内股价波动区间(元)	22.51-32.16
最近一月涨跌幅(%)	6.80
总股本(亿股)	16.48
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	460.40

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

筹建浆站陆续开采、高纯静丙上市贡献增量

2024年03月02日

报告内容摘要:

- ◆血制品行业龙头, 2023年业绩快速增长。**天坛生物是中国生物旗下血液制品业务专业化平台, 在国内具备龙头优势。公司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。截至2023H1, 天坛生物在营浆站数目为76家, 筹建浆站26家, 处于全国领先地位。据公司2023年业绩预告, 公司2023年实现营收51.82亿元(同比+21.6%), 归母净利润11.03亿元(同比+25.2%), 扣非净利润10.95亿元(同比+28.3%), 采浆量提升助力业绩快速增长。
- ◆浆站数量和吨浆获利能力是血制品企业盈利的关键, 公司新浆站开采有望贡献增量。**我们认为, 未来随着我国人口老龄化和血制品临床认知加深、生产企业血浆综合利用能力提升, 我国血制品行业未来仍有望持续高景气度, 而浆站数量和吨浆获利能力是血制品企业盈利的关键。目前公司筹建中浆站二十余家, 随着筹建浆站陆续开采, 天坛生物采浆量有望快速提升, 且公司对比同行公司吨浆盈利能力有提升空间, 随着公司高纯静丙等小品种品类持续丰富, 吨浆利润有望提升。
- ◆看好蓉生四代高纯静丙上市贡献增量。**成都蓉生10%静丙于2023年9月获批, 安全性和有效性均优于三代静丙, 适用于救急救危, 具备较好的输液安全性和耐受性。我们认为我国静丙的人均用量较国外还有较大提升空间, 随着临床认知提升和适应症拓展, 静丙在国内市场具有较大潜力, 天坛生物蓉生四代静丙具备临床优势, 有望贡献业绩增量。
- ◆盈利预测:**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为51.83/61.39/71.68亿元, 归母净利润分别为11.03/13.48/16.09亿元, EPS分别为0.67/0.82/0.98元, PE分别为42/34/29X。公司估值高于可比公司, 是血制品行业的龙头企业, 我们认为天坛生物血制品业务随着筹建浆站陆续开采, 有望贡献血浆增量, 随着高纯静丙、凝血因子等新产品陆续兑现, 公司血制品收入有望快速增长。
- ◆股价催化剂:**有新浆站获批、采浆量或批签发量超预期、终端需求旺盛。
- ◆风险因素:**政策风险、单采血浆站获批和监管风险、原材料供应不足风险、产品研发风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,112	4,261	5,183	6,139	7,168
增长率 YoY%	19.3%	3.6%	21.6%	18.5%	16.8%
归属母公司净利润(百万元)	760	881	1,103	1,348	1,609
增长率 YoY%	18.9%	15.9%	25.2%	22.2%	19.4%
毛利率%	47.5%	49.1%	49.4%	50.1%	50.4%
净资产收益率 ROE%	9.4%	10.0%	11.2%	12.1%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.53	0.67	0.82	0.98
市盈率 P/E(倍)	62.79	44.38	41.74	34.16	28.61
市净率 P/B(倍)	5.93	4.45	4.66	4.12	3.62

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年03月01日收盘价

一、 公司分析:	4
1、 公司概况	4
2、 财务分析	5
二、 行业分析	6
1、 血制品临床认知加深及需求提振, 供给受浆站数量限制	6
2、 国内首个四代 10% 浓度静丙上市, 临床优势明显	9
三、 盈利预测与估值	12
1、 盈利预测和假设	12
2、 盈利预测结果	12
3、 估值结论	13
四、 风险因素	14
1、 政策风险	14
2、 单采血浆站获批和监管风险	14
3、 原材料供应不足风险	14
4、 产品研发风险	14

表目录

表 1: 公司产品介绍	4
表 2: 天坛生物分业务盈利预测假设	12
表 3: 天坛生物盈利预测结果	13
表 4: 天坛生物可比公司估值	13

图目录

图 1: 天坛生物股权结构 (据 2023 年三季度)	5
图 2: 2019-2023 年公司营收和归母净利润情况	5
图 3: 2019-2023 前三季度公司四项费用率情况	5
图 4: 2019-2023H1 公司生物制品业务收入和毛利率情况	6
图 5: 2021-2023E 公司血制品单品营收拆分	6
图 6: 2017-2023H1 天坛生物浆站数量变化	6
图 7: 2019-2023 前三季度公司资产负债率情况	6
图 8: 2018-2024E 中国血制品市场规模	7
图 9: 2022 年中国血制品市场结构占比	7
图 10: 2022 年中国血制品行业市场竞争格局	8
图 11: 2011-2022 年中国血制品行业整体采浆量变化	8
图 12: 2017-2023H1 龙头企业浆站数目、采浆量变化	8
图 13: 三家龙头企业血制品单品收入结构及 2022 年吨浆利润对比	9
图 14: 蔡生 10% 层析静丙相对传统三代静丙产品优势	10
图 15: 国外已上市高浓度静丙产品及获批适应症	10
图 16: 2017 年-2022 年 Q1-3 静丙在我国等级医院和零售市场终端销售规模变化 (样本)	11

一、 公司分析：

1、 公司概况

北京天坛生物制品股份有限公司（以下简称“天坛生物”或“公司”）是一家从事血液制品研发、生产和销售的国家高新技术企业。天坛生物前身为中央防疫处（1919年成立），是全国第一家研究和生产疫苗以及血液制品的单位。天坛生物于1998年正式注册，并于同年登陆上交所主板。2017年，出于与母公司业务区分需要，天坛生物剥离疫苗业务，专一血液制品主业。2017年12月，天坛生物向控股股东中国生物技术股份有限公司（以下简称“中国生物”）收购成都蓉生10%股权。2010年、2017年经过两次重大资产重组后，天坛生物成为中国生物旗下血液制品专业化运营公司。

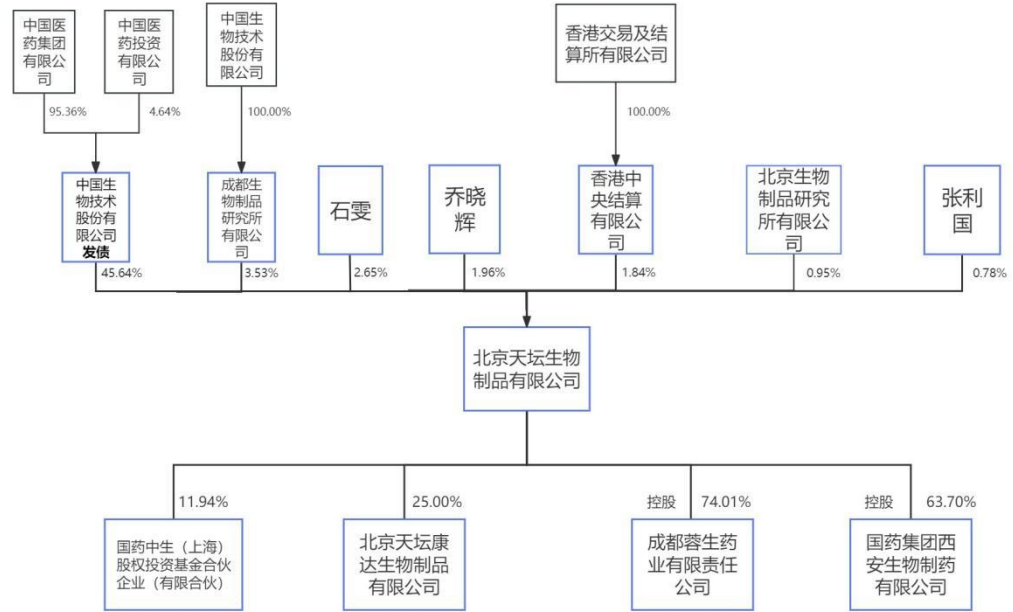
据公司2023年中报，公司在研和在产血液制品品种主要包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）、人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、人凝血因子VIII等，可分为白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类，公司是我国血液制品行业中血浆综合利用率较高、品种较多、规格较全的企业之一。截至2023H1，天坛生物在营浆站数目为76家，筹建浆站26家，浆站数量保持全国领先地位。目前，天坛生物采浆量、产品品种数量在国内稳居前列，生产的血液制品在国内市场中占有较大市场份额，拥有质量、规模及品牌等方面的综合优势。

表 1：公司产品介绍

应用科室-治疗领域	产品介绍及用途
人血白蛋白（含冻干剂型）	（1）治疗失血、创伤和烧伤等引起的休克；（2）治疗脑水肿及损伤引起的颅压升高；（3）治疗肝硬化及肾病引起的水肿或腹水；（4）预防和治疗低蛋白血症；（5）治疗新生儿高胆红素血症；（6）用于心肺分流术、烧伤及血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症。
静注人免疫球蛋白（pH4）（含冻干剂型）	治疗原发性免疫球蛋白G缺乏症，如X连锁低免疫球蛋白G血症，常见变异性免疫缺陷病，免疫球蛋白G亚类缺陷病等；治疗继发性免疫球蛋白G缺陷病，如重症感染，新生儿败血症，婴幼儿毛细支气管炎等；治疗自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜，川崎病等。
人免疫球蛋白	主要用于预防麻疹和传染性肝炎，若与抗生素合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效。
乙型肝炎人免疫球蛋白	主要用于乙型肝炎预防。适用于：乙型肝炎表面抗原（HBsAg）阳性的母亲所生的婴儿；意外感染的人群；与乙型肝炎患者和乙型肝炎病毒携带者密切接触者。
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）	与拉米夫定联合使用，预防乙型肝炎相关肝脏疾病的肝移植术后患者再感染乙型肝炎病毒。
破伤风人免疫球蛋白	主要是用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风抗毒素（TAT）有过敏反应者。
狂犬病人免疫球蛋白	用于被狂犬或其他携带狂犬病毒动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。
组织胺人免疫球蛋白	主要用于预防和治疗支气管哮喘、过敏性皮肤病、荨麻疹等过敏性疾病。
人凝血因子VIII	主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子VIII缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗。
人纤维蛋白原	主要用于防治先天性或获得性纤维蛋白原减少或缺乏症人群导致的出血症状和凝血障碍。
人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性或获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏的乙型血友病和凝血因子II、VII、IX、X缺乏导致的出血症状。

资料来源：公司2023半年报，公司公告，信达证券研发中心

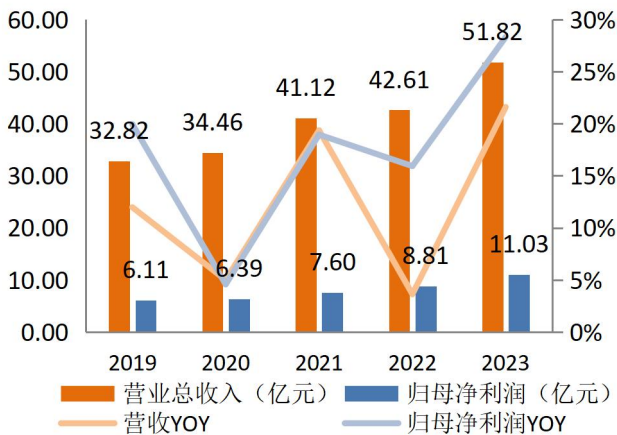
据公司2023年中报，天坛生物股权结构及子公司情况如图1所示。公司实际控制人国药集团是由国务院国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团，以预防、治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产为主业。国药集团2023年连续十一年登上世界500强企业榜单，位列第113位。公司控股股东中国生物最早是由隶属于卫生部的北京、长春、成都、兰州、上海、武汉六个生物制品研发所联合组建而成，为我国产品最全、规模最大，集科研、生产、销售为一体的综合性生物制药企业集团之一。公司依托国药集团和中国生物股东资源禀赋，充分发挥央企股东优势，股权及管理架构稳定，实现快速发展。

图 1：天坛生物股权结构（据 2023 年三季报）


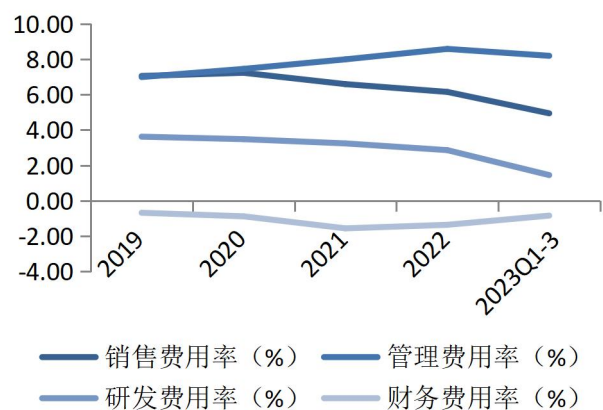
资料来源：iFind, 信达证券研发中心

2、 财务分析

2019-2023 年，公司整体营收和归母净利润持续增长，据公司 2023 年年度业绩预告，公司 2023 年实现营收 51.82 亿元（同比+21.6%），归母净利润 11.03 亿元（同比+25.2%），扣非归母净利润 10.95 亿元（同比+28.3%），单 2023Q4 实现营收 11.60 亿元（同比下滑 14.0%，环比 2023Q3 下滑 12.9%），扣非净利润 2.16 亿元（同比下滑 20.3%，环比 2023Q3 下滑 32.5%），或因 2022Q4 业绩基数较高所致。费用率方面，公司 2023 年前三季度销售费用率、研发费用率和管理费用率较 2022 年有所下降，财务费用率较为稳定。

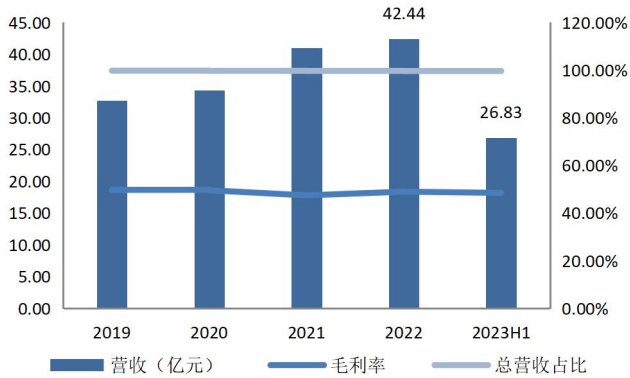
图 2：2019-2023 年公司营收和归母净利润情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心，注：2023 年数据为公司于 2024 年 1 月 11 日发布的业绩快报数据

图 3：2019-2023 前三季度公司四项费用率情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

2019-2023H1，从业务收入结构来看，公司生物制品业务占据核心地位，毛利率较为稳定。疫情期间公司营收较疫情前有快速增长。2023 年上半年，公司人血白蛋白营收 11.96 亿元（同比+35.65%），静丙营收 10.98 亿元（同比+31.69%），其他血液制品营收 3.88 亿元（同比+132.64%），我们认为系疫后血制品临床认知加深及需求提振带动。

图 4：2019-2023H1 公司生物制品业务收入和毛利率情况


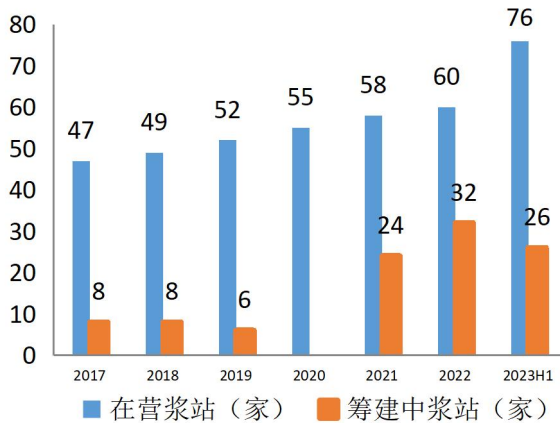
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 5：2021-2023E 公司血制品单品营收拆分

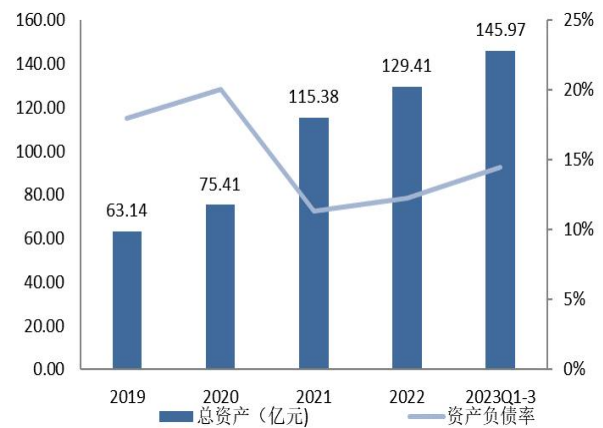
	2021	2022H1	2022	2023H1	2023
白蛋白营收 (亿元)	15.11	8.82	16.12	11.96	19.51
YOY			6.68%	35.65%	21.03%
静丙营收 (亿元)	18.75	8.34	19.47	10.98	23.58
YOY			3.84%	31.69%	21.11%
其他血制品营收 (亿元)	7.12	1.67	6.85	3.88	8.36
YOY			-3.79%	132.64%	22.04%

资料来源：公司 2023 年中报、ifind、信达证券研发中心，注：非加粗数据为我们依据半年报数据和年度营收估计，不代表实际情况，仅供参考

从浆站数量来看，公司近三年新增筹建中浆站数量较多。从资产费用率来看，2021 年公司非公开发行股份导致资产增加较多，2019 年-2023 年 Q1-3，公司负债压力较轻，总资产呈稳定增长态势。

图 6：2017-2023H1 天坛生物浆站数量变化


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 7：2019-2023 前三季度公司资产负债率情况


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

二、行业分析

1、血制品临床认知加深及需求提振，供给受浆站数量限制

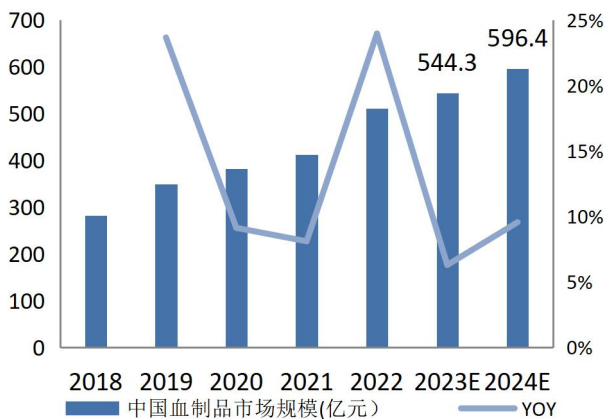
据天坛生物 2023 中报和派林生物 2022 年报，血液制品是从健康人血液、血浆或特异免疫人血浆中分离、提纯或由重组 DNA 技术制备的，用于治疗 and 预防的蛋白或细胞组分的统称，主要有白蛋白类、免疫球蛋白类和凝血因子类等三大类产品。在医疗抢救及某些特定疾病预防和治疗上，血液制品有着其他药品不可替代的重要作用，属于不可或缺的国家重要战略性储备物资及重大疾病急救药品。

中国血液制品生产始于上世纪 60 年代，我国从 2001 年起不再批准新的血液制品生产企业，我国实行血液制品生产企业总量控制，对血液制品行业严格监管，中国血液制品行业长期处于供不应求的状态，我国年采浆量仅占全球采浆量约 16%，产品种类最多的企业仅 14 种，对比欧美成熟市场我国血液制品行业具备成长潜力。此外，与欧美国家相比，我国血液制品的产量和人均消费量仍存在差距，需求存在较大增长空间。

血制品行业具备高度管制的行业准入壁垒、原料血浆稀缺且不可替代、国家强监管、血制品长期供不应求、行业集中度不断提高等特点。根据国外血液制品行业发展历程，从 20 世纪末超 100 家至目前仅剩不到 20 家血液制品企业，全球血液制品企业不断通过并购重组走向集中，海外血液制品企业产量前五位的企业市场份额占比超 80%，行业整体呈寡头垄断格局。近年来我国血液制品企业通过兼并收购等方式，使我国血液制品行业集中度不断提升，目前已形成天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物、派林生物为行业第一梯队千吨级大型血液制品企业的竞争格局，但相比欧美成熟国家行业集中度偏低。长远来看，行业整合仍为大趋势，拥有资源、资金、技术、规模等大公司优势愈发明显，领先企业与一般企业之间的分化日益加剧，血液制品行业集中度或将进一步提高。

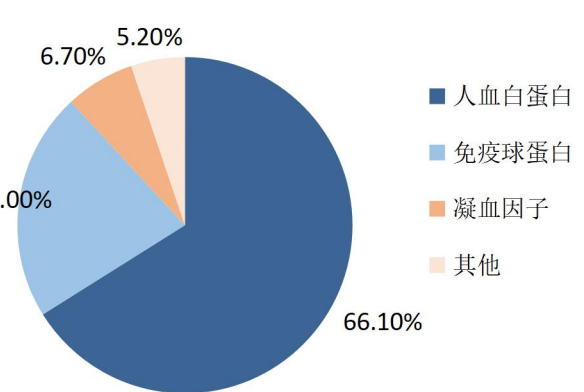
中商产业研究院发布的《2022-2027 年中国血液制品产业发展趋势及投资风险研究报告》显示，2022 年中国血制品市场规模约为 512 亿元（同比+24.0%），并预测 2023/2024 年市场规模将分别达到 544.3/596.4 亿元。2022 年中国血制品市场中人血白蛋白规模占比最高，达 66.1%，免疫球蛋白和凝血因子市场占比分别为 22.0%、6.7%。

图 8：2018-2024E 中国血制品市场规模



资料来源：网易、中商情报网、信达证券研发中心

图 9：2022 年中国血制品市场结构占比

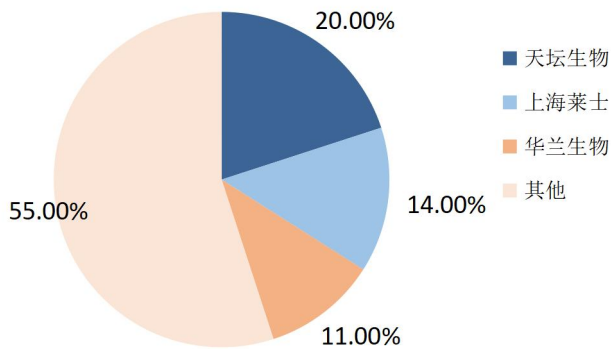


资料来源：网易、中商情报网、信达证券研发中心

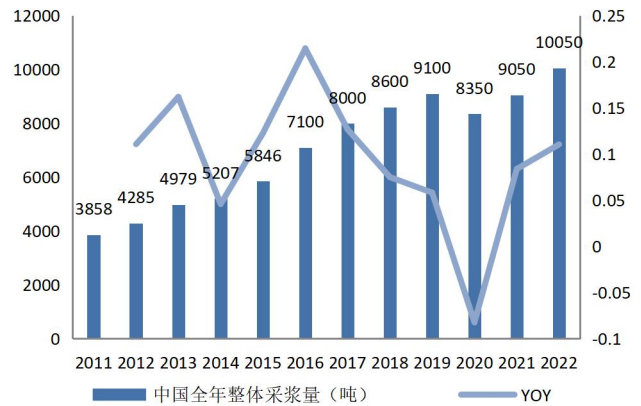
目前，中国血制品市场集中度较高，2022 年前三企业采浆量合计占全国总采浆量的 45%，如图 10 所示，天坛生物凭借 20% 的市场份额排名第一，上海莱士和华兰生物市场份额分别为 14% 和 11%。

近年来，国内血液制品企业通过申请报批单采血浆站，提高采浆量，扩大产量，国内血液制品销售市场维持良好增长势头。据前瞻产业研究院，2011 年，国家卫生部提出了“倍增”计划，即在未来五年内将中国的采浆总量提升一倍。在“倍增”计划的推动下，各地区兴建血站及单采血浆站，2011-2016 年，全国单采血浆站数量从 146 个增加至 226 个，CAGR 达 11.5%。企业调动民众献血积极性，着力提升单站采浆量，五年间，单站平均采浆量从 26.4 吨增加至 31.4 吨，CAGR 为 4.4%。总采浆量从 3858 吨提升至 7100 吨，基本实现“倍增”的目标。近年来，受疫情影响，全国采浆量增速有所放缓，2022 年我国采浆量首次突破万吨规模，但与实际血浆需求量仍存在较大的差距，由于除白蛋白外其他血制品进口受限，我国血制品实现自给自足还需时间。

疫后血制品临床认知加深及需求提振。我们认为，未来随着我国人口老龄化和血制品市场宣传推进、生产企业血浆综合利用能力提升，我国血制品行业未来仍有望持续高景气度。浆站数量和吨浆获利能力是血制品企业盈利的关键。

图 10：2022 年中国血制品行业市场竞争格局


资料来源：网易、中商情报网、信达证券研发中心

图 11：2011-2022 年中国血制品行业整体采浆量变化


资料来源：前瞻产业研究院、公司 2020 年报，上海莱士 2021-2022 年报，信达证券研发中心

经统计分析三家龙头企业 2017-2023H1 的浆站数和每年采浆量，我们发现天坛生物 2020-2023 年浆站获批数量增加明显，带动采浆量在 2022 年增量较高，由于新开业浆站采浆量达峰需要时间，采浆量充足兑现的时间会延后几年。

据三家上市公司公告，以在营浆站（不含筹建中）为基数计算：

- 1) 2022 年天坛生物平均单体浆站产出略超 33.92 吨/家。
- 2) 上海莱士自 2017 年以来新获批浆站不多，但采浆量呈波动增长态势，说明单体浆站平均产出有所提升，2022 年上海莱士平均单体浆站产出略超 34.2 吨/家。

图 12：2017-2023H1 龙头企业浆站数目、采浆量变化

	天坛生物			上海莱士			华兰生物		
	在营浆站 (家)	筹建中浆站 (家)	采浆量 (吨)	在营浆站 (家)	筹建中浆站 (家)	采浆量 (吨)	在营浆站 (家)	筹建中浆站 (家)	采浆量 (吨)
2017	47	8	超过1400	39	0	超过1000	24	1	近1100
2018	49	8	1568.07	41	0	1180	25	0	
2019	52	6	1706	41	0	1230	25	0	
2020	55	-	1713.51	41	0	超过1200	25	0	超过1000
2021	58	24	1809	41	0	1280	25	0	超过1000, 持平2020年
2022	60	32	2035	41	1	突破1400	25	7	超过1100
2023H1	76	26		42	1	同比稳中有增	28	4	

资料来源：华兰生物、天坛生物和上海莱士各年年报、信达证券研发中心

- 3) 从吨浆盈利能力层面分析：天坛生物其他血液制品营收占比较低，2022 年整体吨浆利润低于华兰生物和上海莱士。

据公司 2023 年中报，成都蓉生注射用重组人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原、兰州血制人凝血酶原复合物等 3 项研发课题完成临床研究，处于上市注册申请阶段；成都蓉生皮下注射人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子 VIIa 及上海血制人纤维蛋白原等研发课题正在开展 III 期临床试验。我们认为，随着公司筹建中浆站陆续投入运营，公司未来采浆量具备增长潜力，凝血因子类产品上市后有望贡献增量，我们看好血制品业务发展。

图 13：三家龙头企业血制品单品收入结构及 2022 年吨浆利润对比

	天坛生物		华兰生物		上海莱士	
	2023H1 营收(亿元)	YOY	2022 营收(亿元)	YOY	2022 营收(亿元)	YOY
人血白蛋白（非进口）	11.96	35.65%	9.88	21.87%	14.89	23.50%
静丙	10.98	46.07%	7.75	17.16%	13.13	23.05%
其他血液制品	3.88	68.41%	9.16	20.28%	9.68	-8.28%
	2022 年		2022 年		2022 年	
净利润（亿元）	12.05		8.97		13.63	
收入（亿元）	42.44		16.91		22.81	
采浆量（吨）	2035		1150		1450	
吨浆利润(万元/吨)	59.21		78		94.02	

资料来源：华兰生物、天坛生物和上海莱士公司公告、信达证券研发中心，注：天坛生物未披露 2022 年单品结构，故采用 2023H1 数据；华兰生物血制品业务净利润为我们估计自总利润扣除疫苗业务净利润，与实际情况存在误差；上海莱士 2022 年存在 27 亿元进口白蛋白营收，我们用毛利占比剔除其净利润后计算

2、国内首个四代 10%浓度静丙上市，临床优势明显

2023 年 9 月 21 日，公司子公司成都蓉生药业研发的四代静丙（蓉生静丙®10%）成功获批，并通过药品 GMP 符合性检查。这是国内首个自主研发生产的第四代静丙（以下简称为“蓉生 10%静丙”）。蓉生 10%静丙关键工艺步骤拥有自主知识产权，并且多项质量指标高于中国药典和欧洲药典标准，工艺升级达到国际领先水平。蓉生 10%静丙的上市，标志着我国对血液制品的生产已经全面升级了层析法分离纯化技术，这一技术进步将会进一步提高产品纯度和回收率，增加血浆综合利用率和产品种类，丰富血液制品产品结构与管理。

2.1 据中国血液制品公众号，相对三代 5%静丙，四代静丙在生产工艺、临床方面均具明显优势

1) 生产工艺：蓉生静丙®10%采用国际领先层析纯化技术（辛酸沉淀+两步离子交换层析+亲和层析工艺），以及病毒灭活及去除技术（低 pH 孵育+20nm 过滤），工艺升级达到国际领先水平。产品多项质量指标高于中国药典以及欧洲药典标准，高浓高纯，无糖等渗，各类不良反应（如过敏、溶血、血栓）的风险杂质含量均降低。

2) 临床安全性：国外多项研究证实了 10%静丙（IVIG）在不同适应症下的安全性和有效性，相比 5%浓度产品，起效快，适用于救急救危。临床使用方面，四代静丙优势主要概括为“四类无忧”：

①**住院无忧：**高浓度输注方案，缩短输液时间，提升治疗效率，降低医疗负担，医患满意度更高。

②**溶血无忧：**有效降低产品中的抗 A、抗 B 血凝素滴度，降低溶血不良反应发生风险，进一步提高非 O 型血、大剂量使用等风险因素患者使用 IVIG 的安全性。

③**心肾无忧：**糖类稳定剂影响产品渗透压，对肾脏损害具有潜在风险。高浓高纯，无糖等渗的 IVIG 产品能在大剂量输注时降低心肾负担，对不能耐受过多液体量的老年和儿童患者更关爱。

④**血栓无忧：**有效去除凝血因子 XIa，能降低基础疾病患者（如既往血栓史，高凝状态等的老年人）在大剂量使用时，发生 IVIG 相关血栓的风险。

图 14： 蓉生 10%层析静丙相对传统三代静丙产品优势

	三代静丙	第四代蓉生层析静丙	收益群体	
临床使用优势	①临床安全性更高	国内三代静丙产品大多SAE高于5%	临床试验SAE发生率为2.78%，未发生SAR	全部患者
	②临床有效性更好	用药后7天内PLT首次达到 $50 \times 10^9/L$ 的平均时间为3-5天	用药后7天内，PLT首次达到 $50 \times 10^9/L$ 的平均时间为2.2天	全部患者/急性期患者/危重症患者
	③住院无忧	浓度低，大剂量输注时间长	输液时间缩短约一倍，若采用15分钟速率递增输注方案，平均每次输注时长可进一步缩短。	全部患者/大剂量使用者
	④溶血无忧	未添加亲和层析工艺	采用亲和层析工艺技术后，溶血事件发生率显著且持续降低。	大剂量使用者/非O型血患者
	⑤心肾无忧	蔗糖、麦芽糖等糖或多元醇辅料会增加不耐受患者及糖尿病、肾功能不全患者发病风险	升级氨基酸配方降低了IVIG相关肾功能障碍和急性肾衰的潜在风险。同时，不影响糖尿病患者进行血糖测定。	大剂量使用者/心肾功能不全患者/糖尿病患者/老年、儿童患者
	⑥血栓无忧	/	辛酸沉淀和离子交换层析能有效去除FXIa，降低IVIG输注后血栓不良反应风险	大剂量使用者/自身免疫疾病患者/既往血栓史患者

资料来源：中国血液制品微信公众号，信达证券研发中心

2.2 看好静丙适应症拓展和临床使用规模提升

21世纪以来，第四代高浓度静丙相继上市。国外已上市多种高浓度静丙产品，且仍主要以原发性免疫缺陷（PID）、免疫性血小板减少性紫癜（ITP）作为上市获批适应症。此外，有代表产品增加了神经系统疾病如慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病（CIDP）、以及多灶性运动神经病（MMN）等适应症，另有 Octagam®10%在 2022 年新获批了皮炎（DM）适应症（NCT02728752）。国内获批静丙的适应症主要为原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫性疾病，获批适应症少于国外，具备拓展潜力。

图 15： 国外已上市高浓度静丙产品及获批适应症

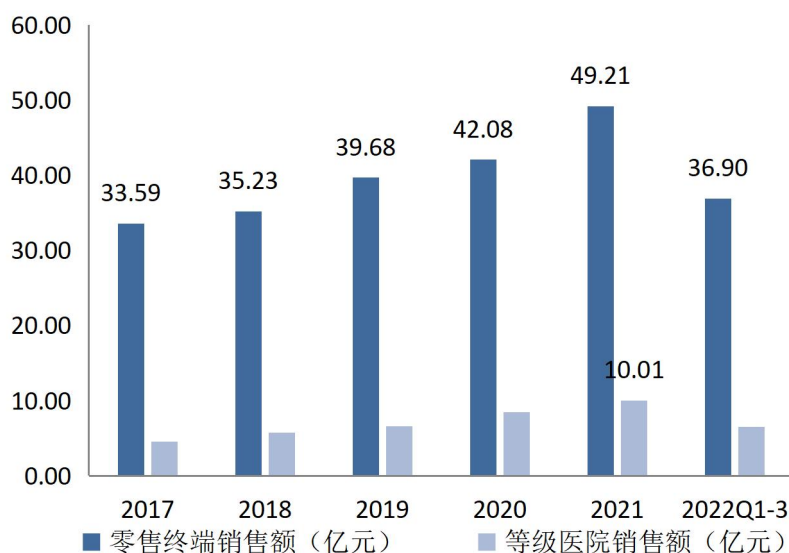
产品名称	公司	获批适应症	备注	上市年份
1 Gamunex-C	Grifols Therapeutics Inc	PID、ITP、CIDP	/	2003
2 Gammagard Liquid	Baxter	PID、MMN	• 两岁或以上的成人和儿童患者PID的替代疗法。 • 用于改善MMN成年患者的肌肉力量和残疾的维持疗法	2005
3 Privigen	CSL Behring	PID、ITP、CIDP	• 15岁及以上患者的慢性ITP • 成人CIDP	2007
4 Flebogamma DIF	Grifols	PID	• 包括常见变异型免疫缺陷病、X连锁无丙种球蛋白血症、严重联合免疫缺陷病和Wiskott-Aldrich综合征中的体液免疫缺陷。	2010
5 Bivigam	ADMA Biologics	PID	/	2012
6 Octagam	Octapharma	PID、SID ITP、DM (2022)	• 成人、儿童和青少年 (0-18岁) 的PID以及SID • 成人慢性ITP • 成人皮炎 (DM)	2014
7 Gammaplex	Bio Products Laboratory	PID、ITP	• 成人和2岁及以上儿童患者的PID • 成人慢性ITP	2017
8 Panzyga	Octapharma	PID、ITP、CIDP	• 18岁及以上患有CIDP的成年人，改善神经肌肉残疾和损伤 • 2岁及以上患者的PID • 成人慢性ITP	2018
9 Asceniv	ADMA Biologics	PID	• 成人及青少年 (12-17岁)	2019
10 Yimmugo	Biotest AG	PID	/	2022

资料来源：中国血液制品微信公众号，信达证券研发中心

据新康界，静丙含有丰富 IgG 抗体，具有免疫替代和免疫调节的双重治疗作用，能增强机体
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>10

的抗感染能力和免疫调节功能，新冠疫情提振了静丙的需求，提高了静丙的临床认知程度。据中康 CHIS 统计，近几年在国内整体采浆量没有很大提升的形势下，静丙在等级医院市场销售额自 2018 年开始快速增长，2021 年静丙的等级医院销售额达到 49.21 亿元（同比增长 16.94%），静丙在院外市场销售额从 2017 年的 4.6 亿元增长至 2021 年的 10.01 亿元。数据显示，2021 年我国静丙的批签发量约为 27.6g/千人，日本静丙用量为 42g/千人，美国静丙用量为 246g/千人，与国外差距较大，具备提升潜力。

图 16：2017 年-2022 年 Q1-3 静丙在我国等级医院和零售市场终端销售规模变化（样本）



资料来源：健康界、新康界、中康 CHIS（开思）数据、中康产业研究中心、信达证券研发中心

我们认为，静丙的人均用量较国外还有较大提升空间，随着市场宣传和适应症拓展，静丙在国内市场具有较大潜力，天坛生物四代静丙具备临床优势，有望贡献业绩增量。

三、 盈利预测与估值

1、 盈利预测和假设

我们基于对各业务未来发展的研究，假设：

(1) 血液制品板块：据公司 2023 中报，公司白蛋白、静丙和其他血制品收入分别为 11.96、10.98 和 3.88 亿元，分别同比增长 35.65%、46.07%和 68.41%，我们看好静丙增长潜力，预计公司白蛋白产品 2023-2026 年收入增速分别为 21%/10%/10%/10%，预计 5%浓度静丙 2023-2026 年收入增速分别为 21%/16%/15%/14%，预计 10%浓度静丙 2023-2026 年收入分别为 0.2/3/6/10 亿元。我们预计其他血液制品 2023-2026 年收入增速分别为 21.96%/12.12%/10.83%/11.31%；

(2) 费用率：我们估计公司 2023-2026 年销售费用率分别为 5.50%/5.30%/5.10%/5.10%，管理费用率分别为 9.05%/8.50%/8.30%/8.30%，研发费用率分别为 1.60%/1.60%/1.60%/1.60%。

表 2：天坛生物分业务盈利预测假设

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	41.12	42.61	51.83	61.39	71.68	83.66
同比	19.35%	3.63%	21.62%	18.45%	16.77%	16.70%
毛利率	47.53%	49.08%	49.39%	50.06%	50.44%	50.82%
血液制品营收 (亿元)	40.98	42.44	51.62	61.16	71.42	83.35
同比	19.31%	3.59%	21.63%	18.47%	16.78%	16.71%
毛利率	47.45%	49.00%	51%	50%	50%	49%
人血白蛋白营收 (亿元)	15.11	16.12	19.51	21.46	23.60	25.96
同比	19.64%	6.68%	21%	10%	10%	10%
静丙 (5%浓度) 营收 (亿元)	18.75	19.47	23.56	27.33	31.43	35.83
同比	14.82%	3.84%	21%	16%	15%	14%
静丙 (10%浓度) 营收 (亿元)	0	0	0.2	3	6	10
同比				1400%	100%	67%
其他血液制品营收 (亿元)	7.12	6.85	8.36	9.37	10.39	11.56
同比	32.17%	-3.66%	21.96%	12.12%	10.83%	11.31%
销售费用率	6.59%	6.15%	5.50%	5.30%	5.10%	5.10%
管理费用率	8.00%	8.59%	9.05%	8.50%	8.30%	8.30%
研发费用率	3.23%	2.86%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
财务费用率	-1.56%	-1.36%	-0.77%	-1.07%	-1.05%	-1.05%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心预测

2、 盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 51.83/61.39/71.68 亿元，归母净利润分别为 11.03/13.48/16.09 亿元。

表 3：天坛生物盈利预测结果

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,112	4,261	5,183	6,139	7,168
同比 (%)	19.3%	3.6%	21.6%	18.5%	16.8%
归属母公司净利润 (百万元)	760	881	1,103	1,348	1,609
同比 (%)	18.9%	15.9%	25.2%	22.2%	19.4%
毛利率 (%)	47.5%	49.1%	49.4%	50.1%	50.4%
ROE%	9.4%	10.0%	11.2%	12.1%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.53	0.67	0.82	0.98
P/E	62.79	44.38	41.74	34.16	28.61

资料来源：iFind、公司公告，信达证券研发中心预测，股价为 2024 年 03 月 01 日收盘价

3、 估值结论

我们选取华兰生物、上海莱士和卫光生物作为天坛生物可比公司，2024 年行业可比公司平均 PE 估值为 22.04 倍。公司估值高于可比公司，是血制品行业的龙头企业，我们认为天坛生物血制品业务随着筹建浆站陆续开采，有望贡献血浆增量，随着高纯静丙、凝血因子等新产品陆续兑现，公司血制品收入有望快速增长。

表 4：天坛生物可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE(倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002880.SZ	卫光生物	65.55	1.17	2.30	2.68	3.14	55.81	28.45	24.44	20.89
002007.SZ	华兰生物*	362.28	10.76	14.03	16.15	19.03	33.66	25.82	22.43	19.04
002252.SZ	上海莱士	482.46	18.80	22.53	25.06	29.14	25.66	21.42	19.25	16.56
行业均值							38.38	25.23	22.04	18.83
600161.SH	天坛生物	460.40	8.81	11.03	13.48	16.09	44.38	41.74	34.16	28.61

资料来源：ifind、信达证券研发中心，注：股价为 2024 年 03 月 01 日收盘价，*为信达证券研发中心预测

四、 风险因素

1、 政策风险

血液制品行业是国家重点监管的产业之一，国家对行业内企业的监管程度越来越高，包括产品质量、生产标准等。如若国家有关行业监管政策发生变化，将可能对整个行业竞争态势带来新的变化，也会对公司的生产经营以及盈利情况产生影响。药品集中带量采购改革处于常态化、制度化的新阶段，地方在参与国家组织集采的同时也开展了不同形式的省级和省际联盟集采。

2、 单采血浆站获批和监管风险

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。尽管公司对各所属单采血浆站在血浆采集及浆站管理等方面建立了一套规范管理制度和流程，积累了丰富的内部监管经验，并实行了最严格的考核问责制度，确保合规经营。但未来仍存在着单采血浆站监管政策的变化给公司带来一定的影响。此外，浆站是否能获批也存在不确定性。

3、 原材料供应不足风险

血液制品的原材料为健康人血浆，由于来源的特殊性，加之群众献浆的积极性始终不高，供需失衡，导致目前整个原料血浆行业供应紧张，原料血浆供应量直接决定血液制品生产企业的生产规模。

4、 产品研发风险

生物制药行业是创新型行业，由于血液制品和重组凝血因子类新产品开发具有探索性和不确定性，具有开发周期长、投入大、风险高的特点，存在一定的研发风险，且新产品研发成功并产业化后仍存在不适应市场需求及其变化的风险。

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,546	7,271	8,223	10,050	12,064
货币资金	4,330	3,713	4,897	6,171	7,547
应收票据	1,017	983	710	841	982
应收账款	10	33	43	49	58
预付账款	20	25	66	56	77
存货	2,144	2,332	2,472	2,889	3,349
其他	24	185	37	44	52
非流动资产	4,032	5,670	6,161	6,410	6,677
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	966	2,477	2,590	2,749	2,921
无形资产	371	442	459	347	219
其他	2,695	2,751	3,112	3,314	3,537
资产总计	11,578	12,941	14,384	16,459	18,741
流动负债	810	1,157	1,281	1,574	1,749
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	72	84	97
应付账款	73	69	93	104	123
其他	736	1,088	1,116	1,387	1,528
非流动负债	501	427	267	267	267
长期借款	366	254	94	94	94
其他	135	173	173	173	173
负债合计	1,311	1,584	1,548	1,841	2,016
少数股东权益	2,215	2,561	2,954	3,435	4,009
归属母公司股东权益	8,052	8,796	9,882	11,183	12,715
负债和股东权益	11,578	12,941	14,384	16,459	18,741

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,112	4,261	5,183	6,139	7,168
同比(%)	19.3%	3.6%	21.6%	18.5%	16.8%
归属母公司净利润	760	881	1,103	1,348	1,609
同比(%)	18.9%	15.9%	25.2%	22.2%	19.4%
毛利率(%)	47.5%	49.1%	49.4%	50.1%	50.4%
ROE%	9.4%	10.0%	11.2%	12.1%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	0.46	0.53	0.67	0.82	0.98
P/E	62.79	44.38	41.74	34.16	28.61
P/B	5.93	4.45	4.66	4.12	3.62
EV/EBITDA	26.82	24.04	21.66	16.00	13.28

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,112	4,261	5,183	6,139	7,168
营业成本	2,158	2,170	2,623	3,066	3,553
营业税金及附加	47	45	57	68	79
销售费用	271	262	285	325	366
管理费用	329	366	469	522	595
研发费用	133	122	83	98	115
财务费用	-64	-58	-40	-56	-67
减值损失合计	-15	-2	0	-5	-1
投资净收益	12	28	21	25	29
其他	9	52	66	48	52
营业利润	1,245	1,432	1,792	2,184	2,608
营业外收支	-4	-6	-6	-2	-2
利润总额	1,241	1,426	1,786	2,182	2,606
所得税	172	221	289	354	422
净利润	1,069	1,205	1,497	1,829	2,183
少数股东损益	309	324	394	481	574
归属母公司净利润	760	881	1,103	1,348	1,609
EBITDA	1,340	1,489	1,911	2,508	2,916
EPS(当年)(元)	0.46	0.53	0.67	0.82	0.98

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	980	1,126	2,047	1,981	2,132
净利润	1,069	1,205	1,497	1,829	2,183
折旧摊销	166	192	245	447	455
财务费用	3	2	10	6	6
投资损失	-12	-28	-21	-25	-29
营运资金变动	-254	-235	354	-259	-463
其它	9	-10	-39	-17	-19
投资活动现金流	-2,185	-1,871	-493	-451	-450
资本支出	-1,123	-1,353	-413	-503	-506
长期投资	-59	-36	-1	0	0
其他	-1,002	-481	-79	52	56
筹资活动现金流	2,774	-378	-370	-256	-306
吸收投资	3,333	1	0	0	0
借款	-326	-108	-160	0	0
支付利息或股息	-192	-246	-210	-256	-306
现金流净增加额	1,570	-1,123	1,184	1,274	1,376

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 ±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。