

# 央企血制品龙头，浆站获批能力强，研发布局夯实长期竞争力

——天坛生物（600161）首次覆盖

买入（首次）

2024年06月20日

## 报告关键要素：

依托央企股东背景，公司具备较强的浆站获批能力，2021年以来新设浆站资源储备丰厚，未来有望逐步进入收益兑现期。长期看，血制品属于高壁垒资源型赛道，公司有望凭借内生增长和外延拓展双实力实现稳健增长。

## 投资要点：

**央企赋能，浆站获批能力强，产能建设匹配增长需求。**公司多项血制品经营指标行业领先。截至2023年年报，公司拥有血制品品种数量15个，单采血浆站分布于全国16个省/自治区，总数达102家，其中在营数量达80家，所属79家营业单采血浆站实现血浆采集2415吨，约占国内行业总采浆量的20%。2021年以来，公司浆站数量增长较快，新设浆站资源储备丰厚，2021/2022/2023 尚未在采浆站数量分别为24个/32个/22个，未来随着新设浆站投入使用以及新浆站逐步成熟，业绩有望随采浆量的提升逐步兑现。另外，公司三个在建产能（成都蓉生永安厂区、上海血制云南项目、兰州血制兰州项目）在建中，设计产能均为1200吨，投产后，六家血液制品生产基地产能约为5000吨，匹配公司未来增长需求。

**采浆效率和浆源综合利用率有望提升抬高盈利能力。**公司目前采浆效率较低，主要是因为新浆站拖累单站采浆量水平；公司品种布局较多，但收入结构主要倾向于低毛利品种，拖累整体毛利率水平和吨浆盈利水平。未来随着公司浆站步入成熟阶段，以及研发新品种，高毛利品种占比提升，公司采浆效率和浆源综合利用率有较大成长空间，推动吨浆盈利水平提高。

**布局血源和重组新产品，未来有望迎收获期。**公司在重组人凝血因子类和免疫球蛋白类产品的研发领域保持国内同行业的领先地位，在研管线包含血液制品和基因重组产品十余个，重点布局高浓度人免疫球蛋白、血源性凝血因子、重组凝血因子、微蛋白制剂等新产品。公司是目前国内血液制品行业唯一布局了重组人凝血因子类产品并上市获批的

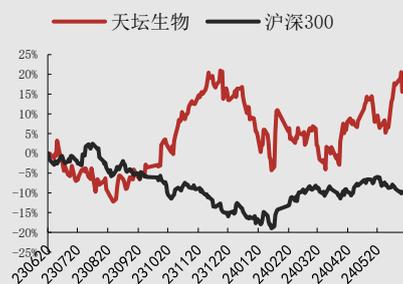
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5180.44	6219.08	7330.10	8631.66
增长比率(%)	21.57	20.05	17.86	17.76
归母净利润(百万元)	1109.89	1358.19	1639.45	1992.11
增长比率(%)	25.99	22.37	20.71	21.51
每股收益(元)	0.56	0.69	0.83	1.01
市盈率(倍)	53.66	43.85	36.33	29.90
市净率(倍)	6.06	5.45	4.74	4.09

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 基础数据

总股本(百万股)	1,977.37
流通A股(百万股)	1,977.37
收盘价(元)	30.12
总市值(亿元)	595.58
流通A股市值(亿元)	595.58

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：

S0270522030001

电话：

18221003557

邮箱：

huangjj@wlzq.com.cn

企业。2023年，成都蓉生自主研发的国内首个第四代层析工艺10%浓度静注人免疫球蛋白（pH4）获批上市。新产品有望优化公司收入结构，保持公司在行业内的长期竞争优势。

**盈利预测与投资建议：**血制品赛道具备高壁垒特性，产品需求稳定，公司是血制品赛道龙头，浆站获批能力强，基于对行业和研究，我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为13.58亿元/16.39亿元/19.92亿元，对应EPS0.69元/股、0.83元/股、1.01元/股，对应PE为43.85/36.33/29.90（对应2024年6月19日收盘价30.12元），首次覆盖给予“买入”评级。

**风险因素：**原材料供应不足的风险，采浆成本上升的风险，产品研发进展不达预期风险

## 正文目录

<b>1 央企股东背景，血制品赛道龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1 国药中生下属血制品业务平台，下辖六家血制品企业 .....	5
1.2 业绩规模稳步增长，白蛋白和静丙贡献主要业绩 .....	6
1.3 费用管控水平提升，现金流充裕 .....	7
<b>2 依托央企背景，浆站资源和终端覆盖国内行业领先</b> .....	<b>9</b>
2.1 血制品品种数量、收入规模国内行业领先 .....	9
2.2 浆站数量、采浆规模国内行业领先 .....	10
2.3 终端覆盖数量逐年增长，核心产品市占率居前 .....	11
<b>3 内生成长空间大</b> .....	<b>14</b>
3.1 采浆量和采浆效率提升可期，抬高内生增长天花板 .....	14
3.2 产品矩阵扩大提升盈利能力，研发布局推动公司长期成长 .....	15
3.2.1 国内首个四代层析静丙获批上市 .....	18
3.2.2 重组人凝血因子VIII获批上市 .....	18
3.3 三个血液制品生产基地布局，匹配业绩增长需求 .....	19
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>20</b>
<b>5 投资建议</b> .....	<b>20</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>20</b>
图表 1: 公司发展历程及历年重大资产重组 .....	5
图表 2: 公司股权结构 .....	5
图表 3: 公司营业收入和同比增速: 亿元 .....	6
图表 4: 公司归母净利润和同比增速: 亿元 .....	6
图表 5: 公司血制品生产量、销售量和同比增速: 万瓶 .....	6
图表 6: 公司收入结构 .....	7
图表 7: 公司毛利结构 .....	7
图表 8: 公司血制品业务收入、毛利和毛利率 .....	7
图表 9: 七家血制品上市公司三项费用率合计 .....	8
图表 10: 公司各项费用率和净利率 .....	8
图表 11: 公司经营性现金流和同比增速: 亿元 .....	9
图表 12: 血制品上市公司品种布局 (2023 年) .....	9
图表 13: 国内七家血制品上市公司血制品业务收入对比: 亿元 .....	10
图表 14: 公司采浆站数量领先: 个 (2023 年) .....	11
图表 15: 公司采浆规模领先: 吨 (2023 年) .....	11
图表 16: 公司采浆站分布于全国 16 省 .....	11
图表 17: 公司终端覆盖数量 .....	12
图表 18: 公司医疗端覆盖进展 .....	12
图表 19: 国内人血白蛋白样本医院销售额和同比增速 .....	13
图表 20: 样本医院进口和国产白蛋白销售额比例 .....	13
图表 21: 国产白蛋白样本医院销售额竞争格局 (2023 年) .....	13
图表 22: 国内市场静丙样本医院销售额和同比增速 .....	14
图表 23: 国内市场静丙竞争格局 .....	14
图表 24: 公司浆站总数量和非在营浆站数量: 个 .....	15
图表 25: 公司新设浆站数量和获采浆许可证数量: 个 .....	15
图表 26: 血制品上市公司单站采浆量: 吨 (2023 年) .....	15

图表 27: 公司近两年单站采浆量: 吨.....	15
图表 28: 各公司血制品业务毛利率对比.....	16
图表 29: 各血制品公司吨浆收入: 万元 (采浆量口径) .....	16
图表 30: 公司研发费用和同比增速: 亿元.....	17
图表 31: 公司部分在研管线 (截至 2023 年年报) .....	17
图表 32: 层析静丙 (10%) 国内上市&临床情况 (截至 2024.6) .....	18
图表 33: 国内已上市重组人凝血因子VIII (截至 2024.6) .....	19
图表 34: 公司在建工程 (百万元) .....	19
图表 35: 公司收入拆分和盈利预测: 亿元.....	20

# 1 央企股东背景，血制品赛道龙头

## 1.1 国药中生下属血制品业务平台，下辖六家血制品企业

公司前身为卫生部北京生物制品研究所，是国内最早开始从事血液制品工业化生产的企业公司，成立之初主营业务包括疫苗、血制品。经过2010年、2017年两次重大资产重组后，专注于血液制品业务，下辖成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制、西安血制六家血液制品企业。截至2023年年报，公司在全国16个省、自治区拥有102家单采血浆站（80家营业浆站，22家筹建浆站），是国内生产规模最大的血液制品公司。

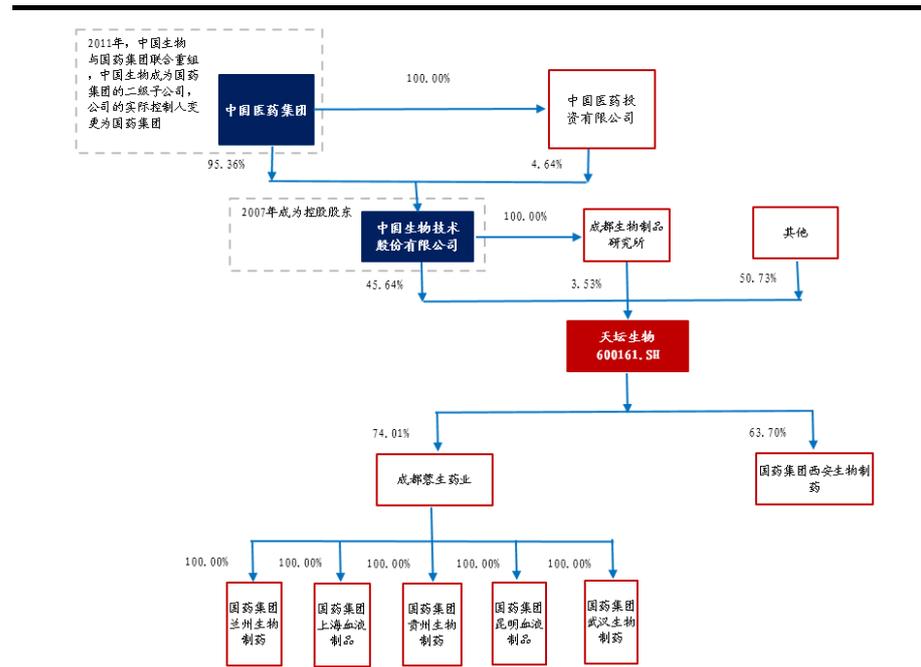
图表1:公司发展历程及历年重大资产重组

年份	发展历程
1998年	由北京生物制品研究所于1998年发起设立，同年登陆上交所
1999年	北京所与另五家生物制品研究所由卫生部划归中国生物管理，成为中国生物下属的全国六大生物制品研究所之一
2007年	北京所向中国生物无偿划转所持有的天坛生物全部股份，中国生物成为公司控股股东
2009年	成都蓉生纳入国药集团旗下
2011年	中国生物与国药集团联合重组，公司的实际控制人变更为国药集团
2017年	公司剥离疫苗业务（为解决公司与控股股东在疫苗制品业务方面的同业竞争）； 购买国药中生下属经营血液制品业务的贵州中泰（即“贵州血制”）80%的股权； 国药中生将血制品业务资产入股成都蓉生，贵州血制、上海血制、武汉血制、兰州血制成为成都蓉生子公司
2022年	以收购及增资方式收购西安血制63.6962%股权

资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

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；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究所联合组建而成，为我国综合性生物制药企业集团之一。

图表2:公司股权结构

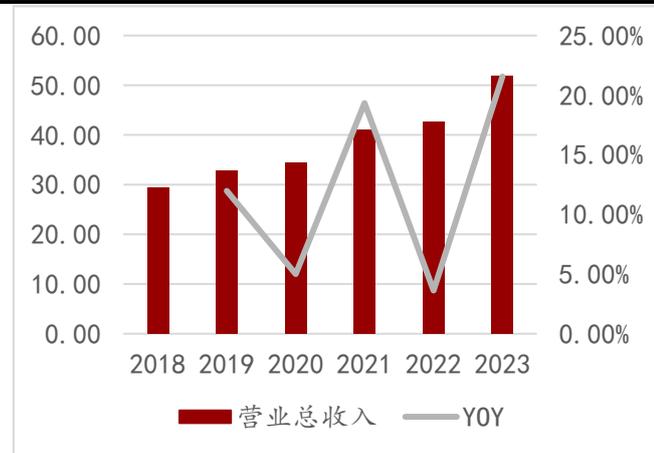


资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

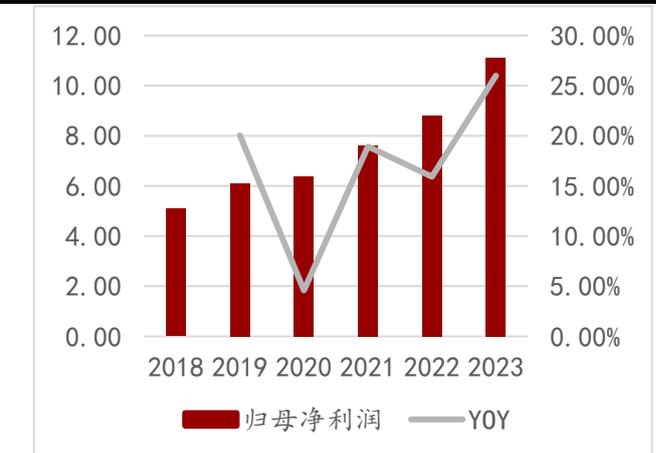
## 1.2 业绩规模稳步增长, 白蛋白和静丙贡献主要业绩

公司2018年开始聚焦血制品, 公司总营业收入规模从2018年的29.31亿元增长至2023年的51.80亿元, 五年年复合增速为12.06%; 归母净利润规模从2018年的5.09亿元增长至2023年的11.10亿元, 五年年复合增速为16.87%。

图表3:公司营业收入和同比增速: 亿元



图表4:公司归母净利润和同比增速: 亿元

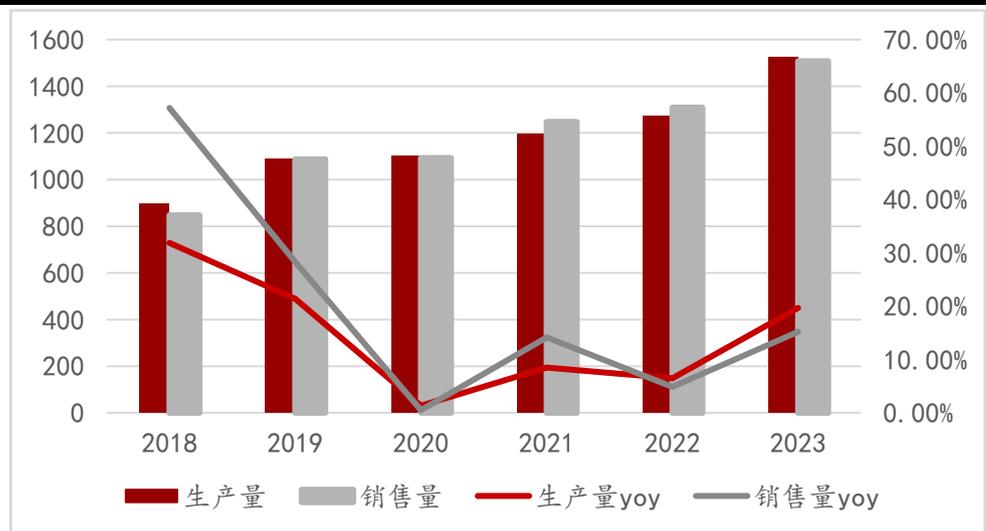


资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

近几年, 公司充分利用产能, 增加血浆投产量, 同时加大营销力度, 血制品生产量和销售量稳步增长, 近五年年复合增长率分别为11.22%和12.21%, 和公司营业收入增速匹配。

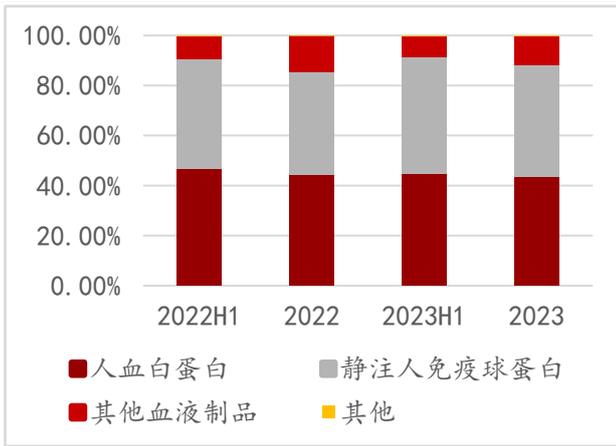
图表5:公司血制品生产量、销售量和同比增速: 万瓶



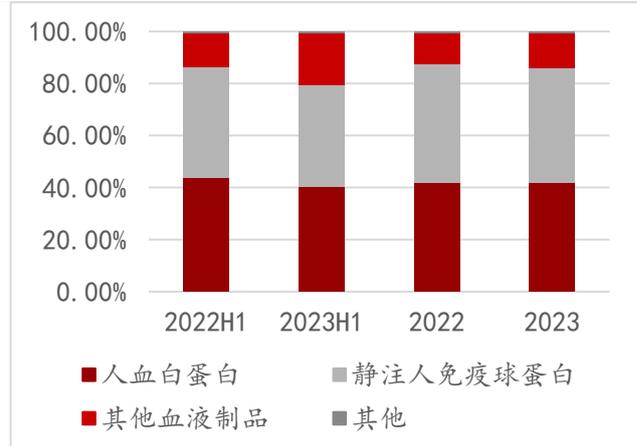
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

拆分公司收入和毛利, 白蛋白和静丙均分别贡献40%以上比例收入和毛利, 凝血因子类贡献8%到12%比例收入, 贡献12%-20%比例毛利, 因为凝血因子类产品毛利率较高。未来随着公司新产品上市, 收入和毛利结构有望逐步向高毛利产品优化。

图表6:公司收入结构



图表7:公司毛利结构



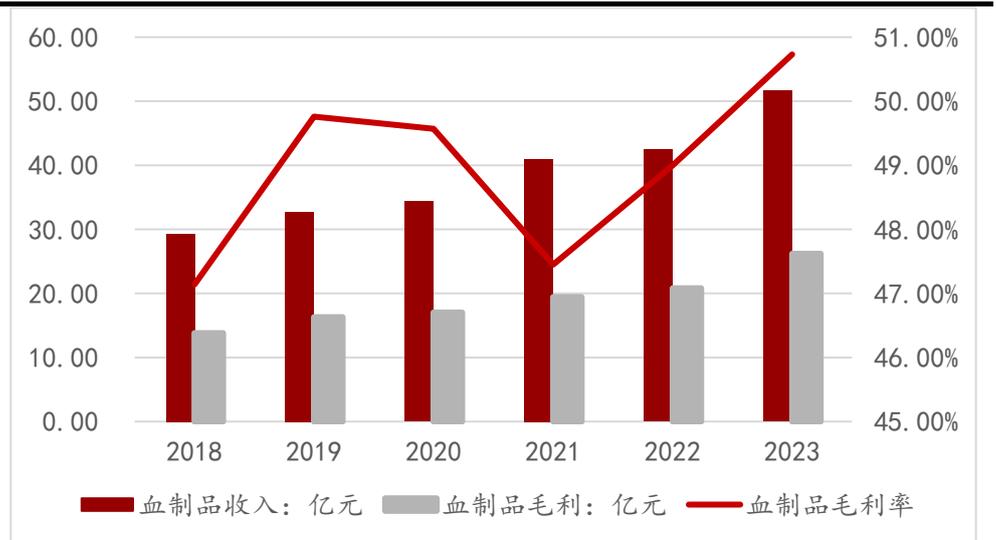
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

资料来源:公司公告, 万联证券研究所

### 1.3 费用管控水平提升, 现金流充裕

公司核心业务血制品收入和毛利稳健增长, 收入从2018年的29.29亿元增长至2023年的51.62亿元, 年复合增速为15.22%, 毛利年复合增速为16.16%。公司血制品毛利率稳定在47%到51%之间。

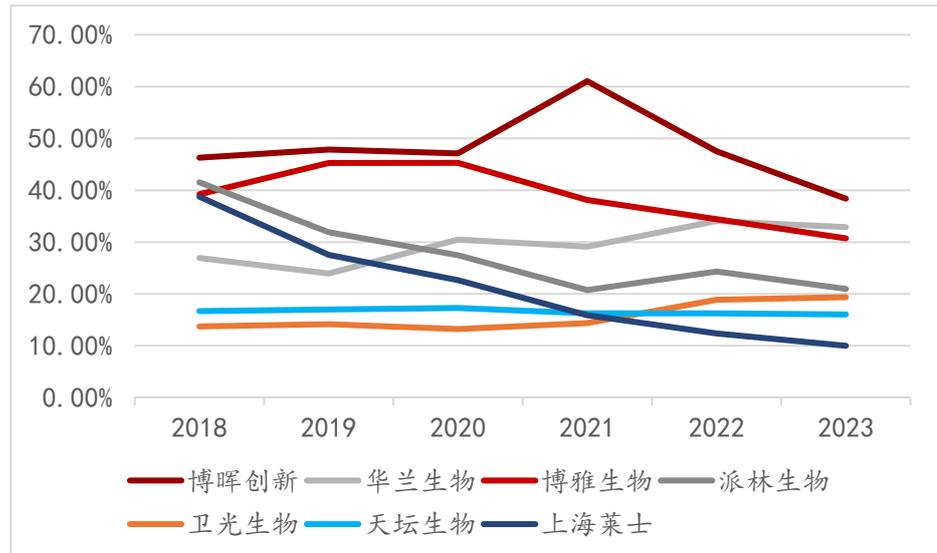
图表8:公司血制品业务收入、毛利和毛利率



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

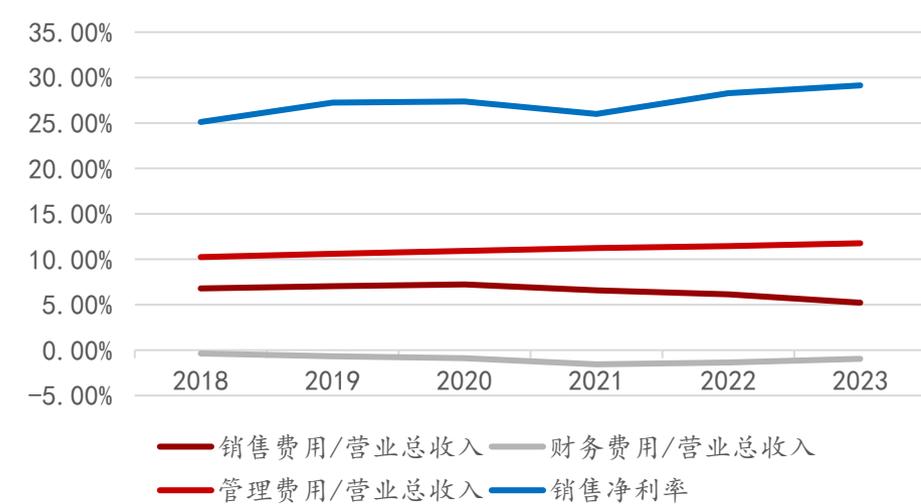
公司2023年三项费用率合计为16.03%, 在A股7家血制品上市公司中排名第二, 且三项费用合计费用率近几年呈逐年减少趋势, 主要是因为公司销售费用率持续降低, 受益于费用优化, 公司近几年净利率稳步提升。

图表9:七家血制品上市公司三项费用率合计



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

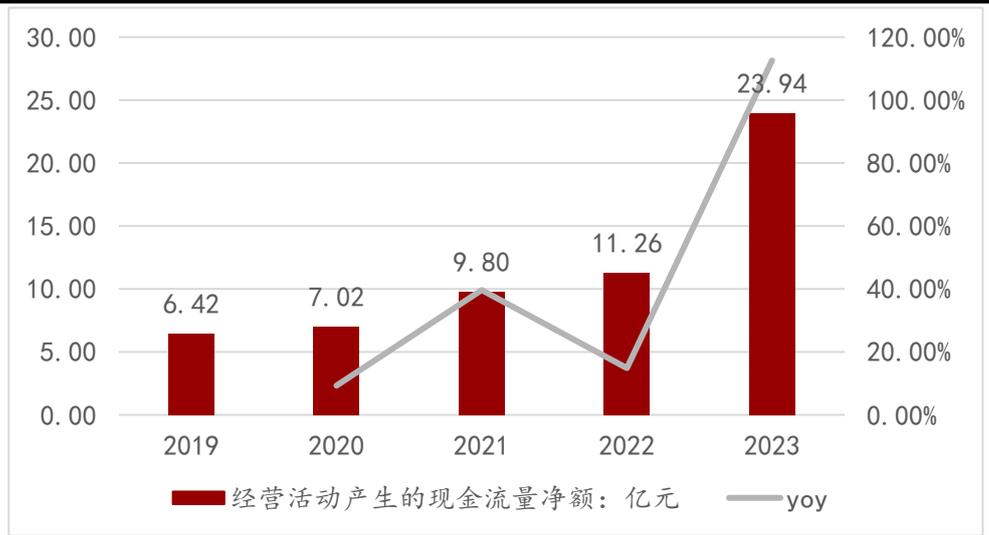
图表10:公司各项费用率和净利率



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

公司2023年经营性现金流净额23.94亿元, 主要为销量增加及销售信用政策变化带来销售现金回款增加, 2019年以来年复合增长率为38.93%。

图表11:公司经营现金流和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

## 2 依托央企背景, 浆站资源和终端覆盖国内行业领先

### 2.1 血制品品种数量、收入规模国内行业领先

对比A股7家血制品上市公司, 公司2023年血制品品种数量达15个, 位列第一, 公司主要产品包括人血白蛋白、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、人纤维蛋白原、注射用重组人凝血因子VIII等; 紧随其后的是上海莱士12个、华兰生物11个、派林生物11个、卫光生物10个, 博雅生物9个、博晖创新7个。

图表12:血制品上市公司品种布局(2023年)

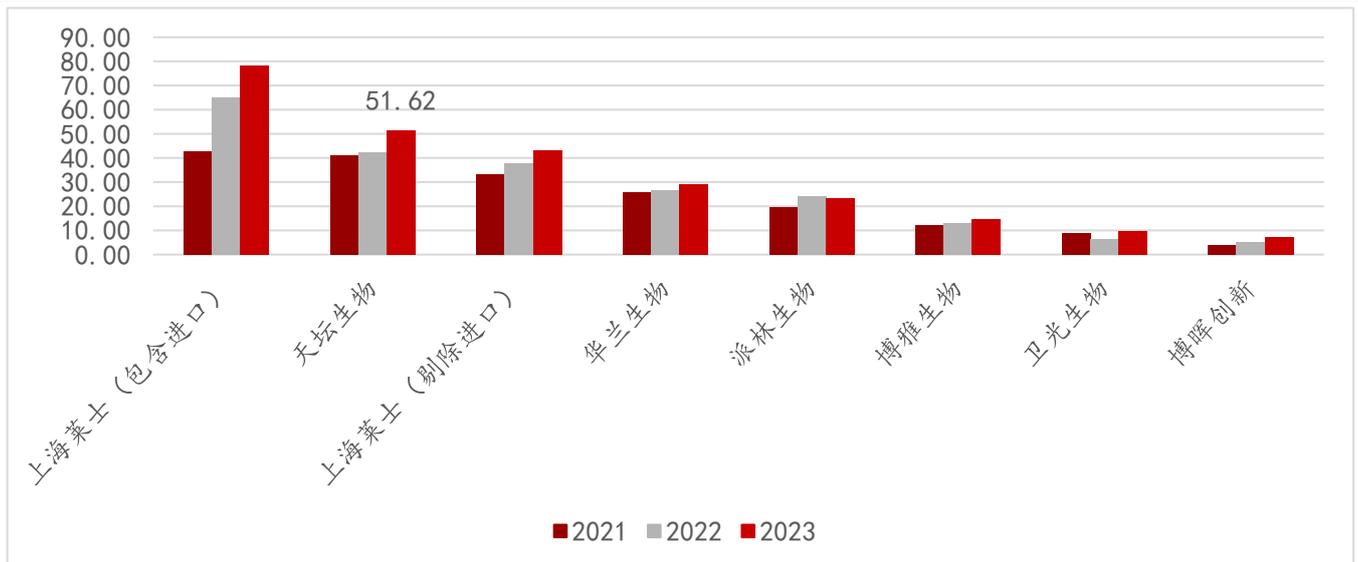
		天坛生物	上海莱士	派林生物	华兰生物	卫光生物	博雅生物	博晖创新
白蛋白	人血白蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	人血白蛋白(冻干剂型)	✓						
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	皮下注射人免疫球蛋白							
	静注人免疫球蛋白(pH4)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	静注人免疫球蛋白(pH4)(冻干剂型)	✓	✓	✓		✓	✓	
	高纯静丙(10%)	✓						
	乙型肝炎人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	乙型肝炎人免疫球蛋白(冻干剂型)	✓						
	静注乙型肝炎人免疫球蛋白			✓				
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白(pH4)	✓						
	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	✓				✓		
凝血因子	人凝血因子VIII	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	人凝血因子IX							
	人纤维蛋白原	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

人纤溶酶原							
人纤维蛋白胶				✓			
人凝血酶原复合物		✓	✓	✓		✓	✓
外用冻干人凝血酶				✓			
人凝血酶		✓					
人纤维蛋白粘合剂		✓					
注射用重组人凝血因子VIII	✓						
注射用重组人凝血因子VIIa							
注射用重组人凝血因子VIII-Fc 融合蛋白 (长效重组人凝血因子VIII)							
<b>品种数量</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>7</b>

资料来源：公司公告，万联证券研究所

剔除上海莱士进口产品部分，公司血制品2023年收入规模51.62亿元，位列A股7家上市公司第一，血制品收入规模从高到低分别为天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、博雅生物、卫光生物和博晖创新。

图表13:国内七家血制品上市公司血制品业务收入对比：亿元

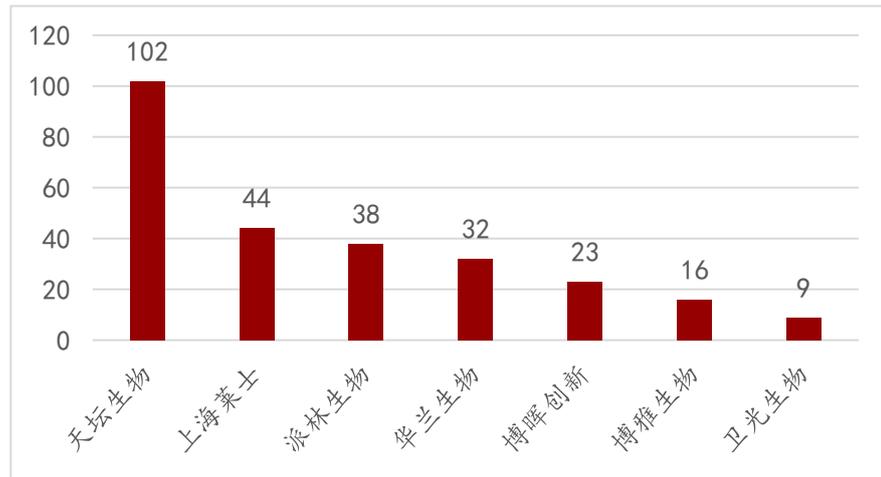


资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 2.2 浆站数量、采浆规模国内行业领先

公司及所属血制品公司依托国药集团与各地战略合作背景，积极开拓浆站资源。截至2023年年报，公司所属单采血浆站分布于全国16个省/自治区，单采血浆站总数达102家，其中在营单采血浆站数量达80家，公司所属79家营业单采血浆站实现血浆采集2415吨，约占国内行业总采浆量的20%，浆站数量和采浆规模国内行业领先。

图表14:公司采浆站数量领先: 个 (2023 年)



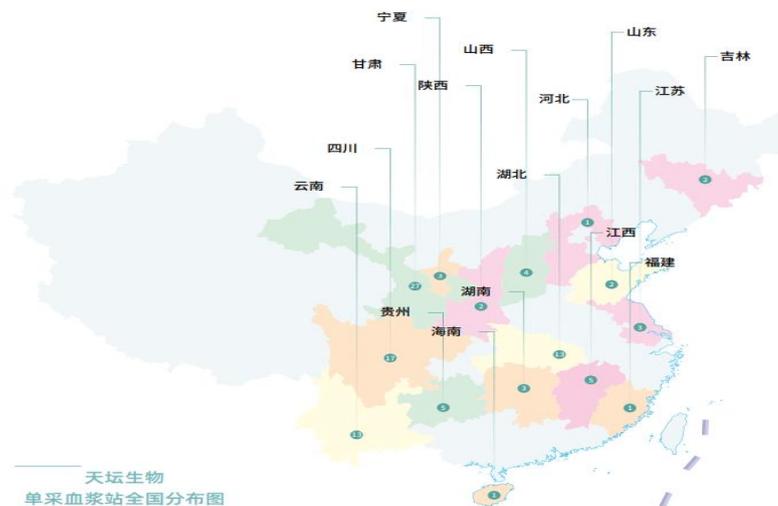
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表15:公司采浆规模领先: 吨 (2023 年)

	采浆量 (2023 年)
天坛生物	2415
上海莱士	>1500
派林生物	>1200
博雅生物	467
博晖创新	415
卫光生物	517
华兰生物	1342

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表16:公司采浆站分布于全国 16 省



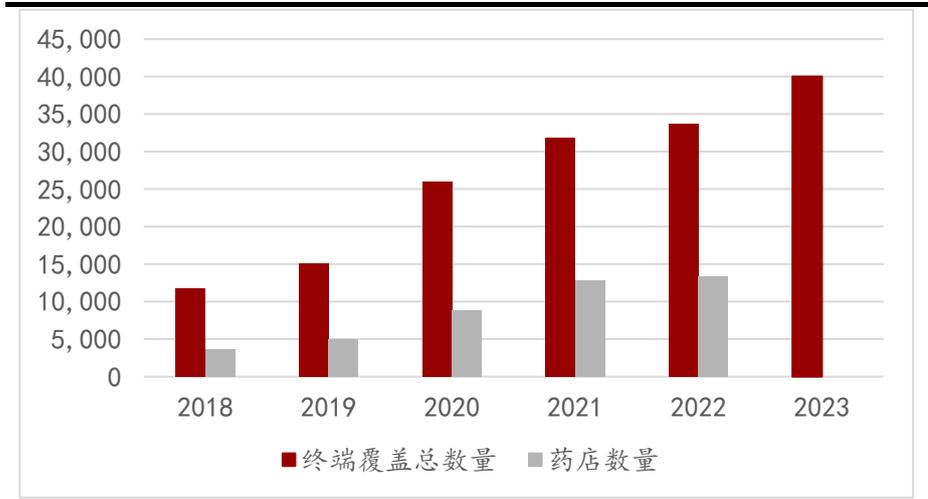
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 2.3 终端覆盖数量逐年增长, 核心产品市占率居前

公司国内市场的销售模式主要是将产品通过配送商销往各级医疗机构和零售药店等

终端客户。公司根据市场情况，参与各省、市、地级市的政府采购招标，在招标过程中，确定中标价格，确定区域指定配送商，由配送商承担区域配送职责。截至2023年年报，公司覆盖销售终端总数四万余家，已基本覆盖除港澳台地区外的各主要省市地区。公司2022年药店覆盖1.3万家，二级以上医疗机构覆盖3100家，同比增长5.77%。

图表17:公司终端覆盖数量



资料来源：公司公告，万联证券研究所（公司未披露2023年药店覆盖数量）

图表18:公司医疗端覆盖进展

年份	医疗端覆盖进展
2018	进入 51 家标杆医院
2019	进入标杆医院 31 家、重点开发医院 52 家
2020	进入标杆医院 35 家、重点开发医院 44 家
2021	进入标杆医院 29 家、重点开发医院 30 家
2022	二级以上医疗机构覆盖 3100 家，同比增长 5.77%
2023	覆盖销售终端总数四万余家，已基本覆盖除港澳台地区外的各主要省市地区

资料来源：公司公告，万联证券研究所

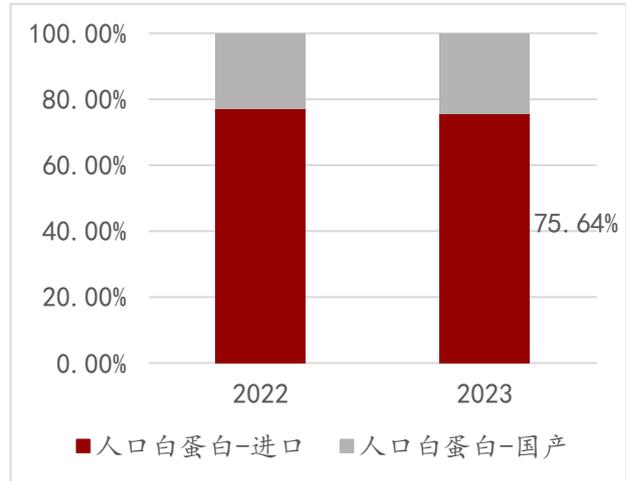
人血白蛋白2019年至2023年年样本医院整体销售额年复合增速为19.38%，显示人血白蛋白终端需求旺盛。人血白蛋白国内院内市场进口产品占比较高，2023年进口占比达75.64%。

图表19:国内人血白蛋白样本医院销售额和同比增速



资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

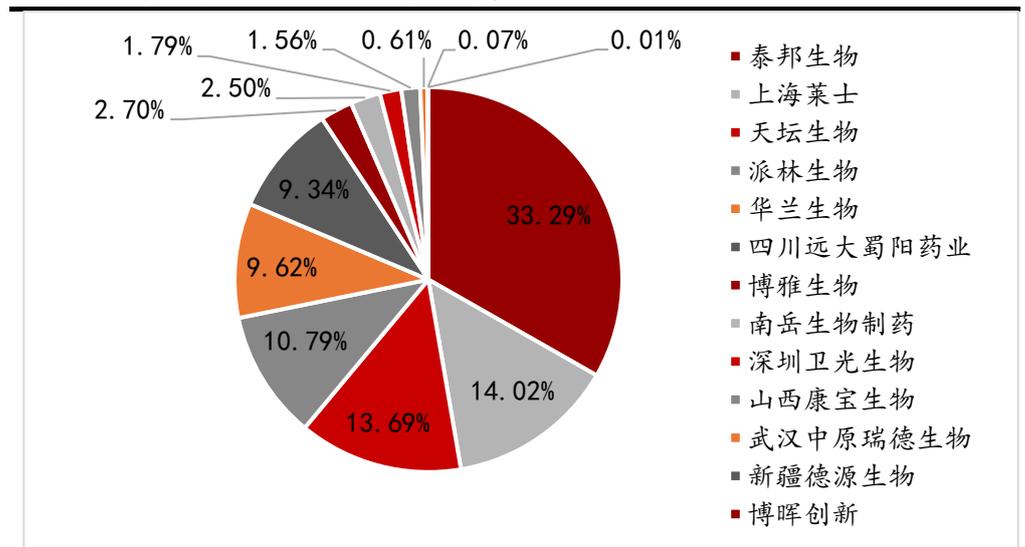
图表20:样本医院进口和国产白蛋白销售额比例



资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

从人血白蛋白国内市场国产品牌竞争格局看, 样本医院销售额占比前三厂商分别为泰邦生物33.29%、上海莱士14.02% (包含进口经销部分) 和天坛生物13.69%。

图表21:国产白蛋白样本医院销售额竞争格局 (2023年)



资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

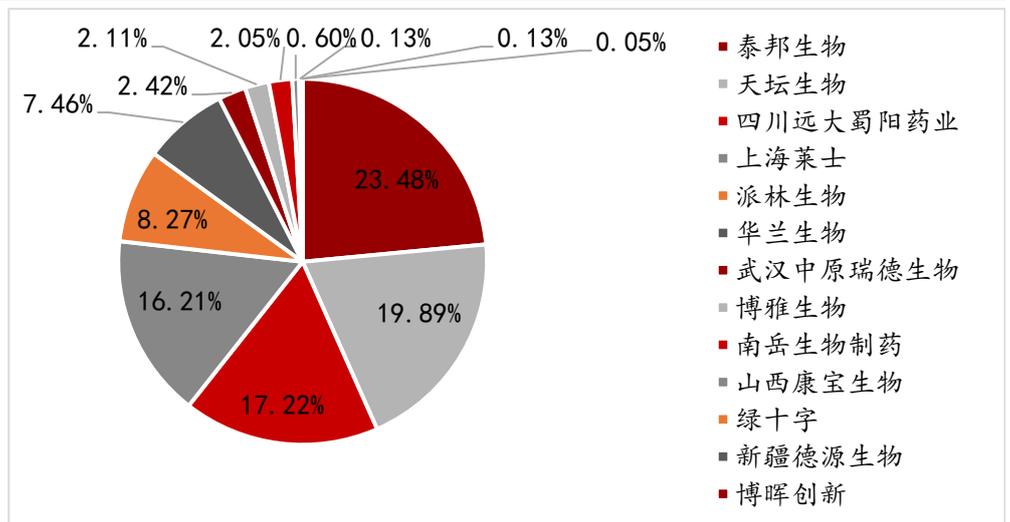
静丙国内市场样本医院整体销售额2019年至2023年年复合增速为14.91%, 略低于人血白蛋白。从静丙竞争格局看, 样本医院销售额占比前三厂商分别为泰邦生物23.48%、天坛生物19.89%和四川远大蜀阳药业17.22%。

图表22:国内市场静丙样本医院销售额和同比增速



资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

图表23:国内市场静丙竞争格局



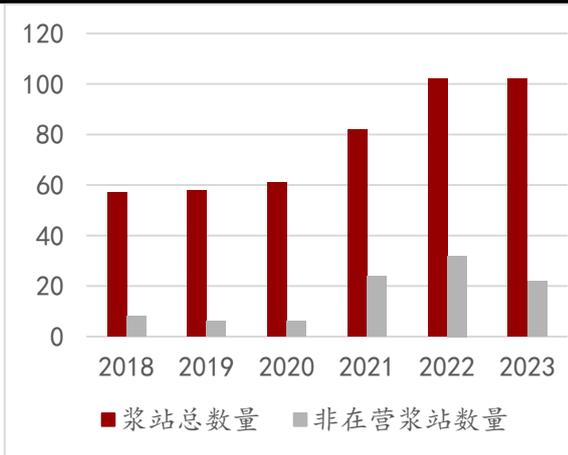
资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

### 3 内生成长空间大

#### 3.1 采浆量和采浆效率提升可期，抬高内生增长天花板

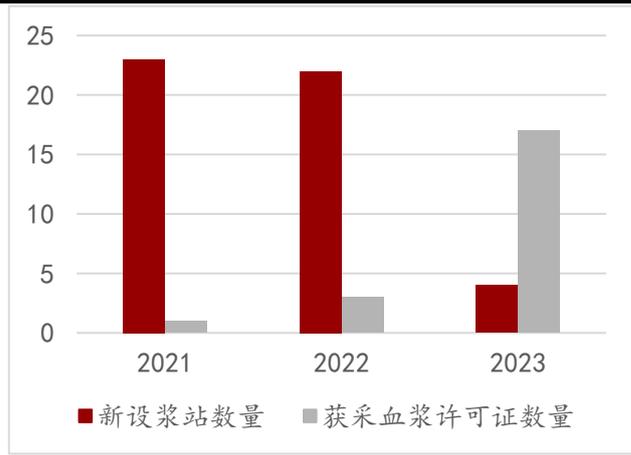
根据血液制品企业发展逻辑和行业规律，企业规模取决于原料血浆采集规模。2018年国药集团入主后，公司浆站总数量从2019年的58个增长至2023年的102个；其中，非在采浆站数量从2020年的6个增长至2021年的24个、2022年的32个和2023年的22个，可以看出2021年以来公司浆站资源储备大幅提升。公司2021年新设浆站数量23个，经过浆站筹建和验收，2023年获采浆许可证的浆站数量达17个，显示浆站从新建到开始进入收获期的过程。随着公司存量浆站和新浆站采浆量爬坡到成熟，公司血制品收入规模有望进一步扩大。

图表24:公司浆站总数量和不在营浆站数量: 个



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

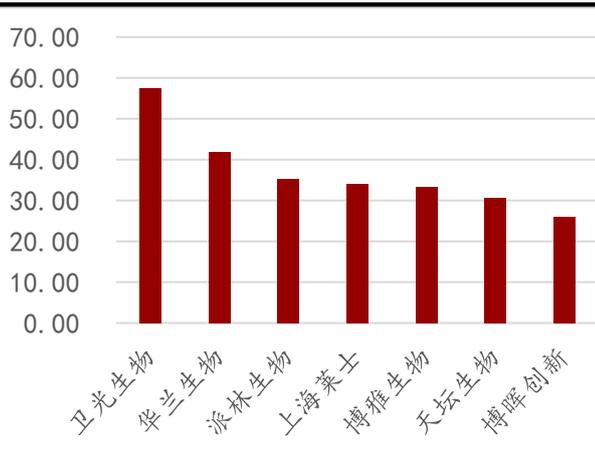
图表25:公司新设浆站数量和获采浆许可证数量: 个



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

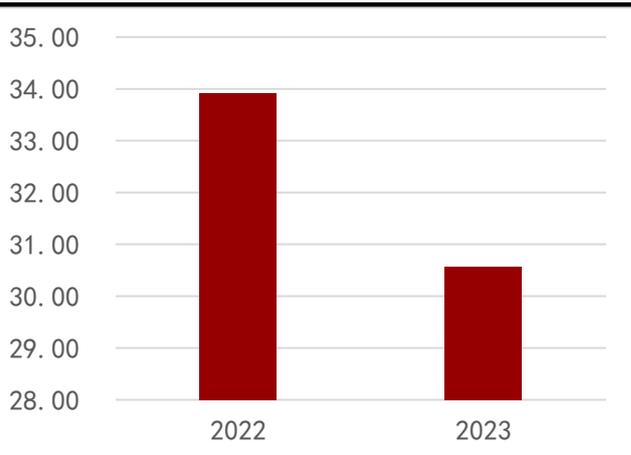
虽然公司采浆规模行业领先,但单站采浆量相相较于同业水平较低,主要是因为公司近几年新设浆站较多,目前在采浆站有部分仍处于爬坡阶段,新浆站拉低了整体单站采浆量水平,因此可以看到公司近两年单站采浆量呈减少趋势。新增浆站和采浆量是公司未来业绩增长的核心,公司具有强大的单采血浆站获批能力,随着浆站从新建到成熟,公司采浆效率有望持续提升,单站采浆量有望达到行业领先水平。

图表26:血制品上市公司单站采浆量: 吨 (2023年)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表27:公司近两年单站采浆量: 吨

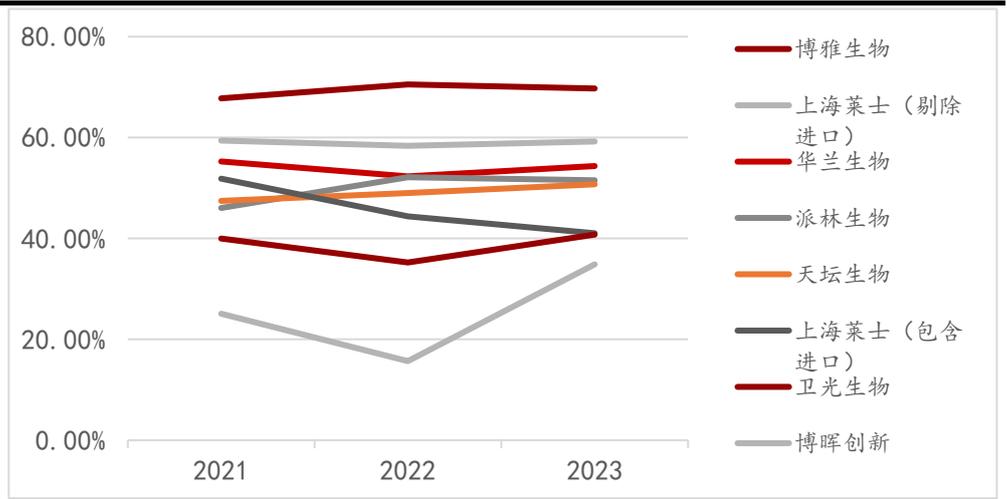


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 3.2 产品矩阵扩大提升盈利能力, 研发布局推动公司长期成长

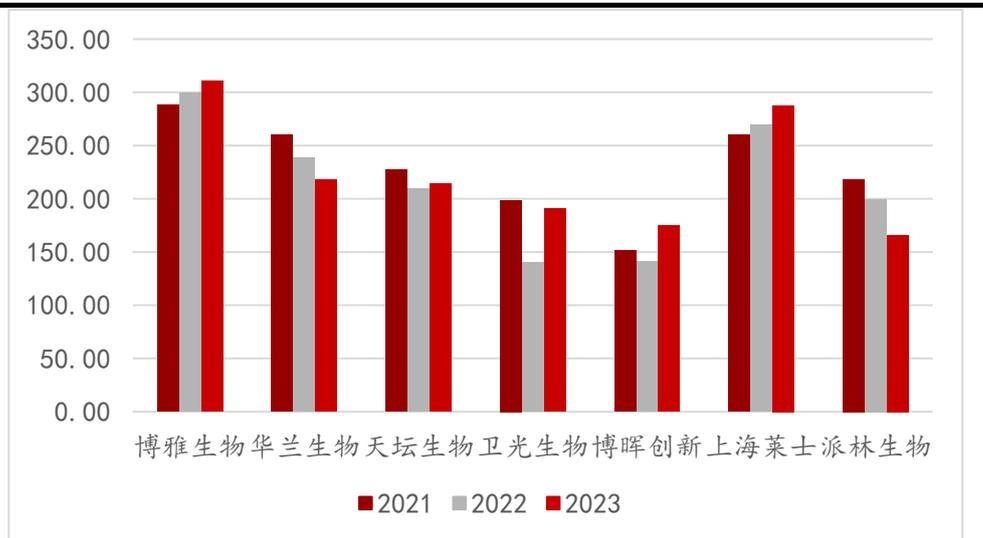
公司血制品毛利率多年稳定在47%到51%之间,吨浆收入(采浆量口径)水平在200万元/吨到230万元/吨,与公司收入规模在行业内的领先地位相比,毛利率和吨浆收入水平相对弱势,主要是因为相较于其他血制品公司,公司在凝血因子类布局较晚,产品结构主要倾斜于毛利率较低的白蛋白和静丙。根据血液制品企业发展逻辑和行业规律,吨浆盈利能力提升取决于新产品研发,产品品种越多吨浆盈利能力越高。公司近几年加速布局凝血因子类产品,未来随着凝血因子类产品占比提升,公司血浆利用率提高,毛利率和吨浆盈利水平存较大成长空间。

图表28:各公司血制品业务毛利率对比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

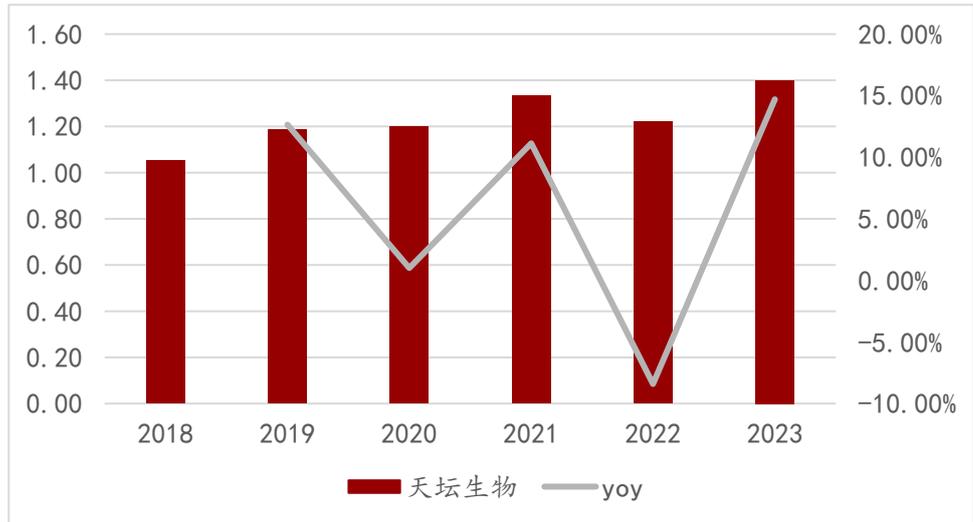
图表29:各血制品公司吨浆收入: 万元 (采浆量口径)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

截至2023年年报,公司在研管线包含血液制品和基因重组产品十余个,公司围绕血友病等罕见病、免疫缺陷、重症感染等领域形成多品种研发管线,重点布局高浓度人免疫球蛋白、血源性凝血因子、重组凝血因子、微蛋白制剂等新产品,并在重组人凝血因子类和人免疫球蛋白类产品的研发领域保持国内同行业的领先地位。2023年公司研发费用1.4亿元,同比增长14.75%,整体看保持稳定。

图表30:公司研发费用和同比增速: 亿元



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表31:公司部分在研管线 (截至 2023 年年报)

品种	适应症/功能主治	所处阶段
高纯静丙 (10%)	1. 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。 2. 治疗继发性免疫球蛋白 G 缺陷病, 如重症感染, 新生儿败血症等。3. 治疗自身免疫性疾病, 如原发免疫性血小板减少症, 川崎病等。	已获批上市
注射用重组人凝血因子 VIII	血友病 A (先天性凝血因子 VIII 缺乏症) 患者出血的控制和预防。	已获批上市
注射用重组人凝血因子 VIIa	用于下列患者群体出血的治疗, 以及外科手术或有创操作出血的防治: 1. 凝血因子 VIII 或 IX 的抑制物 > 5 个 Bethesda 单位 (BU) 的先天性血友病患者; 2. 预计对注射凝血因子 VIII 或凝血因子 IX, 具有高记忆应答的先天性血友病患者; 3. 获得性血友病患者; 4. 先天性凝血因子 VII (FVII) 缺乏症患者; 5. 具有血小板膜糖蛋白 II b-IIIa (GP II b-IIIa) 和/或人白细胞抗原 (HLA) 抗体和既往或现在对血小板输注无效或不佳的血小板无力症患者。	III 期临床试验
皮下注射人免疫球蛋白	治疗原发性免疫缺陷病 (PID), 如 X 连锁无免疫球蛋白 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。	III 期临床试验
人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX 和 X 缺乏症 (单联或联合缺陷) 包括: 1. 凝血因子 II、VII、IX 和 X 缺乏症, 包括血友病 B; 2. 抗凝剂过量、维生素 K 缺乏症; 3. 因肝脏疾病导致的凝血机制紊乱, 肝脏疾病导致的出血患者需要纠正凝血功能障碍时; 4. 各种原因所致的凝血酶原时间延长而拟做外科手术患者, 但对凝血因子 V 缺乏者可能无效; 5. 治疗已产生因子 VIII 抑制物的血友病 A 患者的出血。逆转香豆素类抗凝剂诱导的出血。	上市许可申请

注射用重组人凝血因子 VIII-Fc 融合蛋白	血友病 A（先天性凝血因子 VIII 缺乏症）患者出血的控制和预防。	I 期临床试验
-------------------------	------------------------------------	---------

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司是目前国内血液制品行业唯一布局了重组人凝血因子类产品并上市获批的企业。2023年，成都蓉生自主研发的国内首个第四代层析工艺10%浓度静注人免疫球蛋白（pH4）获批上市。

### 3.2.1 国内首个四代层析静丙获批上市

目前，国内大多数公司的“静丙”制备工艺中采用低温乙醇法，仅有蛋白浓度为5%的IVIG产品上市。传统的低温乙醇分离至少基于3个沉淀步骤，耗时较长。同时，低温乙醇法生产的IVIG制剂中，免疫球蛋白A（IgA）的含量相对较高，容易引起IgA缺乏者的过敏反应。使用糖类作为稳定剂，对肾功能受损的患者存在潜在风险，可能会增加肾功能障碍和急性肾功能衰竭的发生概率。采用层析工艺生产“静丙”，过程可控，层析纯化步骤能够去除血浆中残留的蛋白，将白蛋白、转铁蛋白等物质降到极低水平。同时，通过超滤步骤使蛋白浓度达到10%，患者的输注时间更短。

2023年9月，成都蓉生自主研发的国内首个层析静丙获批上市，在生产工艺、收获率和产品质量等方面均达到国际一流水平，多项质量指标均高于《欧洲药典》（European Pharmacopoeia）和《中华人民共和国药典》标准，临床有效性和安全性显著提升，在国内首家采用了10%高蛋白浓度、无糖配方和20nm除病毒过滤，临床起效更快，患者住院时间缩短，不良反应率降低。

目前博雅生物、华兰生物和贵州泰邦的层析工艺10%浓度静丙均处于临床3期阶段，公司产品是国内首个上市的四代静丙。国际上CSL Behring、BioproducsLab、Grifols、Shire等多个企业已上市层析静丙，竞争格局较激烈。

图表32:层析静丙（10%）国内上市&临床情况（截至2024.6）

厂商	阶段	适应症	最新状态日期
天坛生物	已上市（2023.9 获批）	1. 原发性免疫球蛋白 G 缺乏症；2. 继发性免疫球蛋白 G 缺陷病；3. 自身免疫性疾病	-
博雅生物	临床 III 期	原发免疫性血小板减少症	2024-05-01
华兰生物	临床 III 期	原发免疫性血小板减少症（ITP）	2024-03-20
贵州泰邦	临床 III 期	原发免疫性血小板减少症（ITP）	2022-08-22

资料来源：datayes, 万联证券研究所

### 3.2.2 重组人凝血因子 VIII 获批上市

2023年9月，成都蓉生自主研发的“注射用重组人凝血因子 VIII”实现国内行业首家获批上市，获批适应症为“成人及青少年（≥12岁）血友病 A（先天性凝血因子 VIII 缺乏症）患者出血的控制和预防”，成为国内唯一、全球第四家同时拥有血源和重组人凝血因子 VIII 的企业，是目前国内血液制品行业唯一布局了重组人凝血因子类产品并上市获批的企业。注射用重组人凝血因子 VIII 主要适用于血友病 A 患者出血的控制和预防，是国家鼓励开发的罕见病用药。从国内竞争格局看，注射用重组人凝血因子 VIII 参与者主要包括武田药品、拜耳、诺和诺德、神州细胞、惠氏等。神州细胞的重组人凝血因子 VIII 2021 年上市销售，打破了重组凝血八因子无国产产品的局面，上市以来销售额高速增长。2023 年，重组人凝血因子 VIII 产品安佳因® 全年销售额约 17.8 亿元，同比增幅超过 77%。

图表33:国内已上市重组人凝血因子VIII (截至 2024.6)

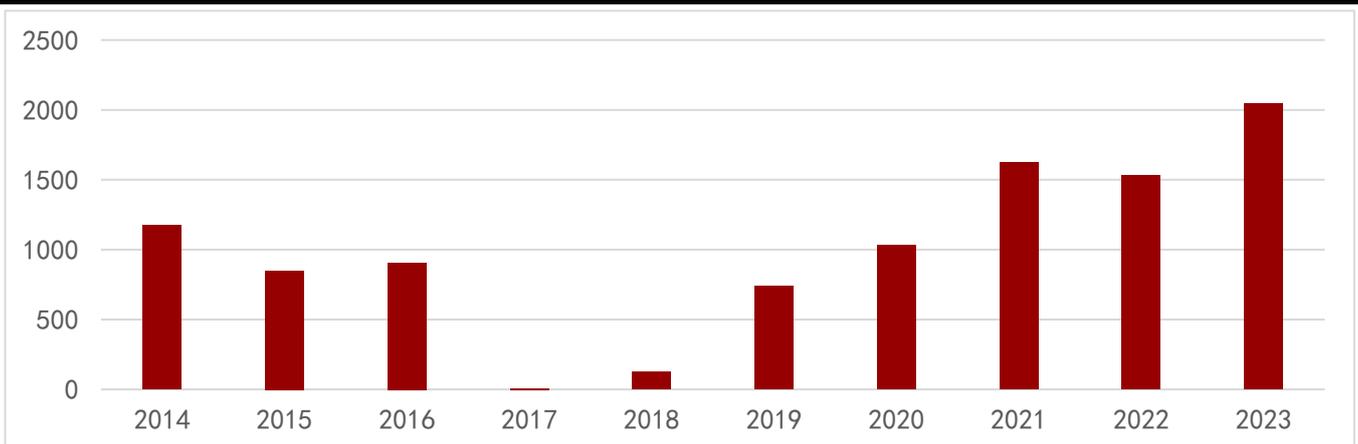
生产单位	国产/进口	批准日期
Baxalta Manufacturing S à r l	进口	2023/12/20
成都蓉生药业	国产	2023/9/5
正大天晴药业	国产	2023/8/29
Wyeth Farma S. A.	进口	2023/3/30
Bayer HealthCare LLC	进口	2023/1/20
Green Cross Corporation	进口	2021/8/5
神州细胞工程	国产	2021/7/20
Novo Nordisk A/S	进口	2020/12/29
Bayer HealthCare LLC	进口	2019/5/24

资料来源: 药融云, 万联证券研究所

### 3.3 三个血液制品生产基地布局, 匹配业绩增长需求

从产能规划看, 公司2018年以来在建工程大幅增长。2018年永安血制项目推动在建工程从2017年的800万提升至2020年的10亿; 2020年公司新增云南项目等; 2022年永安血制项目转固; 2023年在建工程增长至20亿, 主要为重组因子车间项目、兰州项目投入增加。

图表34:公司在建工程 (百万元)



年份	在建工程同比增速	在建工程变动说明
2017	-99.09%	转让子公司北生研和长春祈健股权所致
2018	1387.99%	永安血制项目增加
2019	503.52%	永安血制项目建设增加
2020	39.21%	云南项目及永安项目建设增加
2021	57.60%	云南血制项目及永安血制项目工程投入增加
2022	-5.66%	永安厂区转固, 其他工程项目增加
2023	33.43%	重组因子车间项目、兰州项目投入增加

资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

截至2023年年报, 成都蓉生在四川省成都市天府国际生物城园区投资新建永安厂区, 上海血制在云南省昆明市滇中新区投资新建云南项目, 兰州血制在甘肃省兰州市国家高新技术产业开发区投资新建兰州项目, 上述三个血液制品生产基地设计产能均为

1200 吨，产品包含白蛋白、球蛋白和因子类产品。成都蓉生、云南项目、兰州项目新基地投产后，六家血液制品生产基地产能约为5000吨。截至2023年年报，永安厂区已投产运行，未来随着云南项目和兰州项目逐步投产，公司将拥有三个单厂投浆能力超千吨的血液制品生产基地，并发挥协同效应。同时，公司加速血源数字化建设，已完成部分浆站云平台项目部署和使用，助力浆站加速发展。

#### 4 盈利预测

- 1) 白蛋白和静丙：公司浆站资源获批能力强，2021年以来新设浆站数量稳步增长，随着新浆站投入使用和新建浆站步入成熟期，公司年采浆量有望保持稳步增长，预计2024/2025/2026年年采浆量增速分别为16.20%/13.33%/13.00%。国内市场白蛋白和静丙需求稳定，公司产出稳定，预计公司白蛋白和静丙2024/2025/2026年收入分别实现增速16.20%/13.33%/13.00%（和采浆量同步）；毛利率方面，未来人工成本增长预期拉高成本，采浆量的提升带来的规模效应预期拉低成本，因此我们预测白蛋白和静丙2024/2025/2026年毛利率和2023年水平几乎持平，每年保持小幅增长。
- 2) 凝血因子类其他血制品：从公司品种布局和收入结构看，公司凝血因子类产品销售尚未发力，未来随着凝血因子类产品占比提升以及新产品研发，凝血因子类血制品收入有望在低基数上保持稳定增长，毛利率参考同业水平。

图表35:公司收入拆分和盈利预测：亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	42.61	51.80	62.19	73.30	86.32
yoy		21.57%	20.06%	17.86%	17.76%
营业成本	21.70	25.51	30.31	35.18	40.63
毛利率	49.08%	50.76%	51.26%	52.01%	52.93%
1、血制品					
收入	42.44	51.62	62.00	73.09	86.09
yoy		21.62%	20.10%	17.90%	17.78%
营业成本	21.65	25.43	30.23	35.09	40.54
毛利率	49.00%	50.73%	51.24%	51.99%	52.91%
2、其他					
收入	0.17	0.18	0.19	0.21	0.23
yoy		8.18%	8.00%	8.00%	8.00%
营业成本	0.05	0.07	0.08	0.08	0.09
毛利率	69.56%	60.12%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司公告，万联证券研究所预测

#### 5 投资建议

血制品赛道具备高壁垒特性，产品需求稳定，公司是血制品赛道龙头，浆站获批能力强，基于对行业和公司的研究，我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为13.58亿元/16.39亿元/19.92亿元，对应EPS0.69元/股、0.83元/股、1.01元/股，对应PE为43.85/36.33/29.90（对应2024年6月19日收盘价30.12元），首次覆盖给予“买入”评级。

#### 6 风险提示

原材料供应不足的风险，采浆成本上升的风险，产品研发进展不达预期风险

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5180</b>	<b>6219</b>	<b>7330</b>	<b>8632</b>
同比增速 (%)	21.57	20.05	17.86	17.76
营业成本	2551	3031	3518	4063
毛利	2630	3188	3812	4568
营业收入 (%)	50.76	51.26	52.01	52.93
税金及附加	49	63	73	86
营业收入 (%)	0.94	1.01	0.99	0.99
销售费用	271	330	381	440
营业收入 (%)	5.22	5.30	5.20	5.10
管理费用	469	572	667	777
营业收入 (%)	9.06	9.20	9.10	9.00
研发费用	140	168	205	250
营业收入 (%)	2.70	2.70	2.80	2.90
财务费用	-50	-68	-60	-72
营业收入 (%)	-0.96	-1.09	-0.82	-0.83
资产减值损失	-2	-5	-1	-2
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	21	31	44	60
投资收益	37	45	53	62
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1805</b>	<b>2195</b>	<b>2641</b>	<b>3208</b>
营业收入 (%)	34.84	35.29	36.03	37.17
营业外收支	-6	-5	-6	-6
<b>利润总额</b>	<b>1799</b>	<b>2189</b>	<b>2635</b>	<b>3203</b>
营业收入 (%)	34.72	35.20	35.95	37.10
所得税费用	289	328	395	480
净利润	1509	1861	2240	2722
营业收入 (%)	29.14	29.92	30.56	31.54
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1110</b>	<b>1358</b>	<b>1639</b>	<b>1992</b>
同比增速 (%)	25.99	22.37	20.71	21.51
少数股东损益	400	503	600	730
EPS (元/股)	0.56	0.69	0.83	1.01

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.56	0.69	0.83	1.01
BVPS	4.97	5.53	6.36	7.37
PE	53.66	43.85	36.33	29.90
PEG	2.06	1.96	1.75	1.39
PB	6.06	5.45	4.74	4.09
EV/EBITDA	23.15	22.60	18.45	15.12
ROE	11.30%	12.42%	13.04%	13.68%
ROIC	11.27%	12.54%	13.19%	13.79%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4555	3944	4707	6029
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	94	810	813	879
存货	2844	3278	3840	4437
预付款项	35	37	44	52
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	40	120	142	149
流动资产合计	7569	8188	9546	11547
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2793	3288	3955	4197
在建工程	2044	2382	2634	3088
无形资产	687	832	985	1197
商誉	174	194	215	222
递延所得税资产	47	55	55	55
其他非流动资产	875	971	1026	1082
<b>资产总计</b>	<b>14188</b>	<b>15908</b>	<b>18417</b>	<b>21388</b>
短期借款	0	-33	-50	-69
应付票据及应付账款	179	156	192	228
预收账款	1	1	1	1
合同负债	356	410	494	579
应付职工薪酬	24	29	33	39
应交税费	117	164	191	221
其他流动负债	603	627	745	837
流动负债合计	1280	1387	1656	1905
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	29	29	29	29
其他非流动负债	125	124	124	124
<b>负债合计</b>	<b>1434</b>	<b>1540</b>	<b>1809</b>	<b>2058</b>
归属于母公司的所有者权益	9823	10934	12573	14565
少数股东权益	2932	3434	4035	4765
<b>股东权益</b>	<b>12754</b>	<b>14368</b>	<b>16608</b>	<b>19330</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>14188</b>	<b>15908</b>	<b>18417</b>	<b>21388</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2394</b>	<b>1073</b>	<b>2281</b>	<b>2664</b>
投资	-2	-7	-3	-4
资本性支出	-1077	-1378	-1501	-1332
其他	-168	-14	3	12
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1247</b>	<b>-1399</b>	<b>-1502</b>	<b>-1324</b>
债权融资	-113	-3	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	-254	-33	-17	-19
筹资成本	-122	-248	1	1
其他	-20	-1	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-508</b>	<b>-285</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>
<b>现金净流量</b>	<b>639</b>	<b>-611</b>	<b>763</b>	<b>1322</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场