

# 天坛生物：高质量发展，血制品央企成长典范

——首次覆盖报告

公司深度

## ● 聚焦：疫苗血制品资产梳理，奠定聚焦血制品发展大方向

**聚焦血制品业务。**2017年，公司与控股股东中生股份启动业务内部重整交易，分两步走：一是置出上市公司全部疫苗业务，二是以控股子公司成都蓉生为血制品业务平台，置入控股股东旗下三大所（上海所、武汉所和兰州所）血制品业务资产，上市公司聚焦血制品业务，奠定聚焦血制品发展大方向，并与控股股东彻底解决同业竞争问题。血制品业务内部整合后，在浆站管理、品种互补、研发协调等多方面，实现1+1>2效应；2020年末，置入血制品资产全面超额完成重组三年业绩承诺。

## ● 做大：多维度拓展权益浆源，浆量提升打开“量”空间

公司通过收购成都蓉生少数股东权益、批量获得新设浆站和外延并购（西安回天、中原瑞德等）等方式，多维度拓展浆站浆源；目前公司已经成为拥有102家单采血浆站，其中在营浆站80家，在建浆站22家，2023年采浆量达2415吨的血制品行业龙头。

**公司老浆站不断挖潜，单位浆站采浆能力不断提升。**2017年公司全部在营浆站单位浆站年均采浆29.8吨左右；2022年均采浆量上升到34吨左右，基本追评行业单位浆站年均采浆量水平（35吨左右/年）；2023年全年有20家新浆站投产采浆，平均单位浆站年采浆量下滑到30.2吨左右，我们测算老站年均采浆量达到38吨左右。

**新浆站投产采浆不断爬坡。**新浆站投产后根据当地户籍人口数量、献浆宣传动员等因素，平均有3-4年爬坡期，公司2021-2022年累计获得43家新设浆站批文，这些浆站从2023年开始，将陆续获得采浆批文投产采浆，2023年共有20家新批浆站投产采浆，新浆站投产采浆不断爬坡贡献原料血浆。挖潜浆量，提升公司营收“量”的空间。

## ● 做强：拓展产品矩阵，增添发展“质”元素

**发展“质”元素提升明显。**近年来，公司不断补齐凝血产品矩阵，2023年实际批签发品种8个，成都蓉生今年4月获得人纤维蛋白原药品补充申请批文，今年生产端将补齐全部凝血产品线矩阵，实际生产批签发血制品数量有望上升到9种。另外，重组凝血VIII因子获批上市。公司血浆利用率不断提升，经营效率提升明显，2023年毛利率和净利润率均创出2018年以来新高。产能方面，永安基地全面投产，各主要血制品通过批文补充申请及GMP符合性检查，昆明基地已经建设完成，正在进行工艺验证和生产场地转移工作，兰州基地正在建设中，随着三大生产基地逐渐建成投产，逐渐突破产能限制瓶颈。

## ● 盈利预测与投资评级

**盈利预测：**我们预测公司2024-2026年，营收分别为61.6/71.1/81.9亿元，分别同比增18.9%/15.6%/15.1%；归母净利润为13.9/16.4/19.0亿元，分别同比增25.3%/17.9%/15.6%。

## 推荐（首次评级）

### 李志新（分析师）

联系方式：lizhixin@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280523110001

### 庞雨东（联系人）

联系方式：pangyudong@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280123100008

### 市场数据

时间 2024.09.20

收盘价(元): 20.58

一年最低/最高(元): 20.07/27.14

总股本(亿股): 19.77

总市值(亿元): 406.9

流通股本(亿股): 19.77

流通市值(亿元): 406.9

近3月换手率: 29.5%

### 相关报告

**投资评级：**截止 2024 年 9 月 20 日，血液制品（SW）指数 PE（TTM）为 28.3 倍，公司 PE（TTM）为 32.1 倍，略高于行业指数（约 13.4%）。我们预测 2024 年天坛生物总体采浆量在 2669 吨左右，权益采浆量约 1975 吨（持股 74.01%成都蓉生），当前市值 406.9 亿元（2024.9.20 日数据），对应公司 2024 年权益浆量吨浆市值约为 2060 万元，对应 PE（2024E）为 29.3 倍，公司作为血制品行业龙头企业，且正处于浆量快速提升阶段，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**浆站合规运营风险，采浆量不及预期；血制品生产质量控制风险；行业竞争加剧，并购估值较高风险；估值过高回调风险，系统风险。

#### 财务摘要和估值指标（截止 2024.9.20）

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	4,261	5,180	6,157	7,115	8,188
增长率(%)	3.6	21.6	18.9	15.6	15.1
归母净利润(亿元)	881	1,110	1,391	1,640	1,896
增长率(%)	15.9	26.0	25.3	17.9	15.6
毛利率(%)	49.1	50.8	54.0	54.1	54.1
净利率(%)	20.7	21.4	22.6	23.0	23.2
ROE(%)	10.6	11.8	13.5	13.7	13.8
EPS(摊薄/元)	0.53	0.67	0.70	0.83	0.96
P/E	51.4	57.9	29.3	24.8	21.5
P/B	4.6	5.3	3.7	3.3	2.9

资料来源：Wind、诚通证券研究所，股价截止时间为 2024 年 9 月 20 日

## 投资要件

### 盈利预测与投资评级

1) 盈利预测：我们预测公司 2024-2026 年，营收分别为 61.6/71.1/81.9 亿元，分别同比增 18.9%/15.6%/15.1%；归母净利润为 13.9/16.4/19.0 亿元，分别同比增 25.3%/17.9%/15.6%。

2) 投资评级：截止 2024 年 9 月 20 日，血液制品（SW）指数 PE（TTM）为 28.3 倍，公司 PE（TTM）为 32.1 倍，略高于行业指数（约 13.4%）。我们预测 2024 年天坛生物总体采浆量在 2669 吨左右，权益采浆量约 1975 吨（持股 74.01%成都蓉生），当前市值 406.9 亿元（2024.9.20 日数据），对应公司 2024 年权益浆量吨浆市值约为 2060 万元，对应 PE（2024E）为 29.3 倍，公司作为血制品行业龙头企业，且正处于浆量快速提升阶段，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 关键假设

**1、采浆量：**不考虑未来外延并购，仅对当前现有 102 家自有浆站给与采浆假设。采浆量增长来源于两个方面，老浆站的挖潜和新浆站的增量。截止 2024 年中报，公司仍有 22 家浆站在建，我们假设 2024-2026 年分别投产 5 家、10 家和 7 家，到 2026 年全部完成投产采浆；另外假设新浆站投产后，采浆能力爬坡节奏为 4 年：第 1 年 10 吨，第 2 年 15 吨，第 3 年 25 吨，第 4 年 30 吨，第 5 年后进入成熟运营阶段；2023 年公司采浆 2415 吨，其中 52 家成熟期浆站采浆大约 2020 吨，折合单位浆站年采浆 38.8 吨，我们假设 2024-2026 年成熟浆站采浆年均增长 2%。

通过以上假设，我们预测 2024-2026 年公司自有 102 家浆站采浆量约为 2669 吨、3079 吨和 3418 吨，分别同比上一年增长 10.5%、15.4%和 11.0%。

**2、产品线：**产品线丰富程度决定血制品企业毛利率，产品越多，成本分摊越充分，相应单个品种毛利率越高，公司 2023 年有批签发的品种 8 个，产品大类已经覆盖白蛋白、免疫球蛋白和凝血类产品三大类。2023 年毛利率和净利润率分别为 50.8%和 29.1%，未来随着产品线的进一步补齐，毛利率和净利润率有进一步提升的空间。

### 我们与市场的观点的差异

**血液制品优等生蜕变之路。**在资产重组前，公司盈利水平受盈利能力低下的一类疫苗业务拖累较大，公司吨浆市值比一直处于行业靠后位置；重组后公司已经成为纯血制品央企，且通过多年新拓浆站和外延并购，拥有浆站数量最多、整体采浆量全国最大、凝血产品管线基本补齐，基本面已经发生翻天覆地变化，未来预期吨浆市值比逐渐回归。

### 股价上涨的催化因素

进一步提升采浆规模。继续增加浆站数量：批量获得新设浆站，外延扩张收购血制品企业，收购成都蓉生少数股东权益；旗下浆站采浆进一步挖潜，提升单位浆站采浆能力。产品线继续补齐和丰富，进一步提升毛利率和净利润率水平。

### 投资风险

浆站合规运营风险，采浆量不及预期；血制品生产质量控制风险；行业竞争加剧，并购估值较高风险；估值过高回调风险，系统风险。

## 目 录

1、 聚焦：疫苗血制品资产梳理，奠定聚焦血制品发展大方向 .....	6
1.1、 集团与上市公司资产、业务整合两步走 .....	6
1.2、 血制品业务内部整合，实现 1+1>2 效应 .....	7
1.3、 全面超额完成重组三年业绩承诺 .....	9
2、 做大：多维度拓展权益浆源，浆量提升打开“量”空间 .....	10
2.1、 提升成都蓉生持股比例，增加权益血浆占比 .....	10
2.2、 抓住政策时间窗口，批量获得新设浆站 .....	11
2.3、 单位浆站采浆能力提升明显，挖潜空间仍为可观 .....	13
2.4、 外延并购持续扩大浆源版图 .....	14
3、 做强：拓展产品矩阵，增添发展“质”元素 .....	15
3.1、 拓展产品矩阵，提升血浆利用率 .....	15
3.2、 运营效率不断提升，毛利率/净利率双升 .....	16
3.3、 新建永安、昆明和兰州三大血浆处理基地，打破产能瓶颈 .....	17
4、 盈利预测与投资评级 .....	19
4.1、 关键假设 .....	19
4.2、 估值：吨浆产值和吨浆市值角度 .....	20
4.3、 盈利预测与投资评级 .....	21
5、 风险提示 .....	21
附：财务预测摘要 .....	22

## 图表目录

图 1： 疫苗、血制品资产业务重组两步走 .....	6
图 2： 重组完成后天坛生物资产股权结构图 .....	7
图 3： 重组前公司控股单采血浆站区域分布 .....	9
图 4： 重组后公司控股单采血浆站区域分布 .....	9
图 5： 超额完成重组三年业绩承诺 .....	10
图 6： “十二五”血液倍增计划完成情况 .....	12
图 7： 2016-2023 年天坛生物年采浆量及增速 .....	13
图 8： 2016-2023 年天坛生物浆站总数及新增量 .....	13
图 9： 天坛生物单位浆站年均采浆量对比 .....	14
图 10： 天坛生物毛利率和扣非净利率变化趋势 .....	17
图 11： 2023 年主要血制品企业运营效率比较 .....	17
图 12： 昆明血制品有限公司 .....	19
图 13： 2018-2023 年天坛生物历年吨浆产值一览 .....	20
图 14： 2023 年血制品行业主要公司吨浆产值横向比对 .....	20
图 15： 血制品企业吨浆市值比较 .....	21
表 1： 2016 年各血制品子公司采浆及投浆能力 .....	7
表 2： 2017 年成都蓉生及武汉、上海和兰州三大血制品血制品批文 .....	8
表 3： 血制品行业主要并购事件一览 .....	10
表 4： 我国各地方省“十四五”单采血浆站设置规划 .....	12
表 5： 天坛生物拥有生产批文和历年实际生产批签品种比较 .....	16

表 6: 天坛生物近年来血浆处理产能扩张计划 .....	17
表 7: 永安基地建设规划及投产节点 .....	18
表 8: 永安基地主要血制品通过批文补充申请及 GMP 符合性检查时间节点 .....	18

## 1、 聚焦：疫苗血制品资产梳理，奠定聚焦血制品发展大方向

### 1.1、 集团与上市公司资产、业务整合两步走

重组前，天坛生物原主业包含疫苗和血制品两大业务。疫苗业务主要是一类疫苗的研发、生产和销售，由北京北生研、长春祈健子公司开展业务，品种主要是百白破、流脑疫苗等国家强制免疫一类疫苗品种，品种普遍价格低、利润薄，并且对上市公司整体利润形成拖累。血制品业务主要由控股子公司成都蓉生开展，肩负原料血浆采集、提取纯化和销售血液制品全链条，业务利润率相对较高。

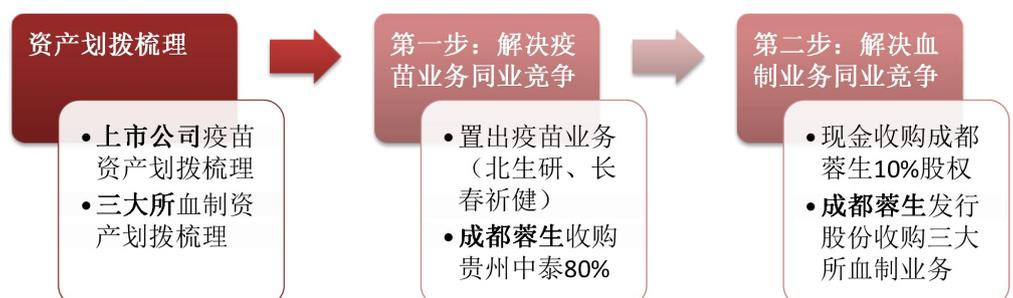
2017年，为履行解决上市公司与控股股东中生股份下属企业间同业竞争承诺，公司与控股股东启动业务内部重整交易：置出上市公司全部疫苗业务，纳入控股股东旗下三大血制品业务资产（上海血制、武汉血制和兰州血制），同时收购贵州中泰，上市公司聚焦血制品业务，与控股股东彻底解决同业竞争问题。

**整个资产和业务重整交易过程分两步走。**

**第一步解决疫苗同业竞争问题。**公司将经营疫苗业务的子公司北生研（持股100%）和长春祈健（持股51%）转让给控股股东中生股份，同时公司控股子公司成都蓉生以现金3.6亿元的价格向中生股份收购其持有的贵州中泰80%股权（2018年10月完成向国药广东环球收购另外20%少数股东权益，实现全资控股），首次交易于2017年5月完成交割，交割完成后，公司彻底退出拖累公司业绩的疫苗业务，解决与控股股东间的疫苗同业竞争问题，蜕变成为血制品专业化公司。

**第二步解决血制品同业竞争。**上市公司以6.2亿元左右对价向中生股份现金收购子公司成都蓉生10%股权，并由成都蓉生为血制品业务整合主体，发行股份支付收购上海血制、武汉血制和兰州血制三大血制品资产，合计总价27.37亿元，第二次交易于2018年1月完成交割，交割完成后上市公司天坛生物持有成都蓉生69.47%股权，上海所、武汉所和兰州所分别持有成都蓉生11.27%、12.64%和6.63%股权，中生股份旗下所有血制品业务都进入上市公司控股子公司成都蓉生旗下。

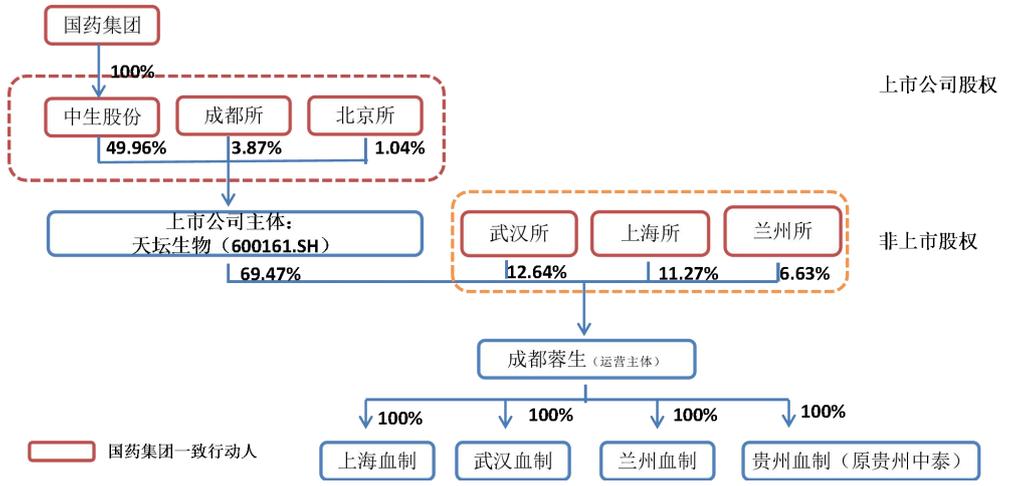
**图 1： 疫苗、血制品资产业务重组两步走**



资料来源：公司公告《重大资产购买及关联交易报告》，诚通证券研究所

公司与控股股东中生股份的重大资产重组业务构思非常巧妙,除疫苗资产出售外,血制品业务收购全部是在成都蓉生子公司层面,不涉及上市公司层面现金或股份支付对价,大大简化审批步骤(需要实控人国药集团通过,无需证监会审核)。上述重大资产重组完成后,上市公司天坛生物更偏向于控股平台,子公司成都蓉生是血液制品主营业务的运营平台,而三大所以血制品资产入股获得的股份是子公司成都蓉生股权。

图 2: 重组完成后天坛生物资产股权结构图



资料来源：公司公告《重大资产购买及关联交易报告》，诚通证券研究所

## 1.2、血制品业务内部整合，实现 1+1>2 效应

完成集团与上市公司业务重整后，公司成为一家纯正的血制品公司，血制品业务资产主要是成都蓉生，旗下全资下辖上海、武汉、兰州和贵州四大血制公司。公司原有血制品业务与新置入的三大血制在在产品、研发方面既有重叠又有互补，在产能配置、浆站设置方面则完全互补。

### 一是产能的互补：内部调浆，减少产能错配损失

在建设成都永安新厂区前，成都蓉生本部厂区年血浆处理能力约 800 吨，旗下浆站 2016 年采浆量已超 700 吨，血浆处理产能利用率基本饱和；而武汉血制、兰州血制原有浆站采浆能力相对较弱，血浆处理产能有所富余。2017 年公司向药监部门申请向子公司血浆调拨，2018 年国家药品监督管理局向四川、湖北、甘肃省食品药品监督管理局下发了关于同意成都蓉生向武汉血制和兰州血制调拨生产用人血浆的批复，同意公司控股子公司成都蓉生为充分利用血浆资源，缓解血液制品供应紧缺情况，将血液制品生产用人血浆调拨给武汉血制和兰州血制，调拨时限至 2021 年底。

表 1: 2016 年各血制品子公司采浆及投浆能力

下属血制品公司	2016 年浆站数 (个)	2016 年采浆量 (吨)	单位浆站采浆量 (吨/年.个)	年处理血浆能力 (吨)
成都蓉生 (含中泰)	21 (含中泰 2)	708	33.7	约 800 吨
上海血制	7	162	23.1	约 400 吨
武汉血制	9	202	22.4	
兰州血制	8	99	11.0	约 300 吨

资料来源：公司公告《重大资产购买及关联交易报告》，诚通证券研究所

## 二是品种互补，研发协调。

**品种互补。**成都蓉生特免产品缺少狂犬病人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白和受产能限制未生产的凝血类因子；兰州血制品种较少；上海血制品类齐全，涵盖人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血三大类；武汉血制产品主要是人血白蛋白和免疫球蛋白，缺少凝血产品线。重组三大血制品后，分别补齐相关产品，公司成为血制品种批文行业最全，特别是免疫球蛋白产品线最丰富的血制品企业。

表 2： 2017 年成都蓉生及武汉、上海和兰州三大血制品血制品批文

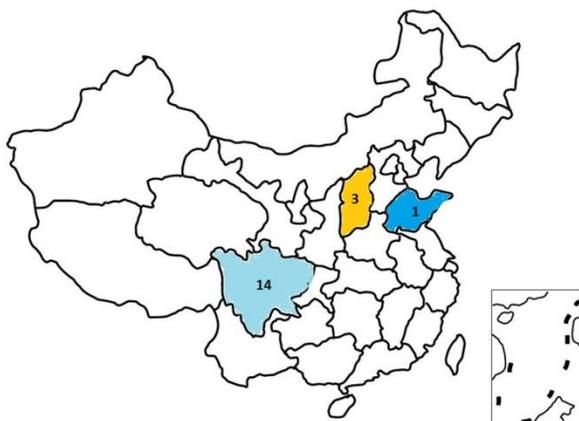
大类	细分品种	合并后拥有批文品种				
		合计	成都蓉生	武汉血制	上海血制	兰州血制
		12 种	8 种	8 种	10 种	6 种
白蛋白	人血白蛋白	√	√	√	√	√
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白 (pH4)	√	√	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√
	狂犬免疫球蛋白	√		√	√	
	破伤风免疫球蛋白	√	√	√		
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)	√	√			√
	人免疫球蛋白	√	√	√	√	√
	组织胺人免疫球蛋白	√		√	√	
凝血类	人凝血酶原复合物	√			√	
	人纤维蛋白原	√			√	
	人凝血因子 VIII	√	√		√	

资料来源：公司公告《天坛生物对上交所重组问询函回复公告》，《重大资产购买及关联交易报告》，诚通证券研究所

**研发协调。**吸并四大血制品资产后，公司整合内外部资源，成立研发中心，采用集中研发模式，通过专业化管理、共享病毒去除/灭活技术平台、检测技术平台、共享注册和临床团队等措施，减少重复研发投入，充分发挥整合优势。

**三是浆站互补，浆站地区分布平衡，抵御区域关停风险能力更强。**完成两步业务重组后，2017 年末，公司浆站数量从蓉生原有的 18 家浆站大幅增加到 55 家浆站（含分站），在营浆站 47 家；浆站资源地域分布也更广，成都蓉生原有 18 家浆站分布于四川、山西、山东三个省，其中绝大部分位于四川 14 家，山西 3 家，山东 1 家；置入四大血制品资产后，浆站覆盖省份扩充到川、晋、鲁、苏、鄂、闽、湘、赣、黔、滇、琼、甘、宁 13 个省/自治区，公司浆站在全国地区分布更加平衡，抵御区域关停风险能力更强。

图 3： 重组前公司控股单采血浆站区域分布



资料来源：公司 2016 年年报，诚通证券研究所

图 4： 重组后公司控股单采血浆站区域分布



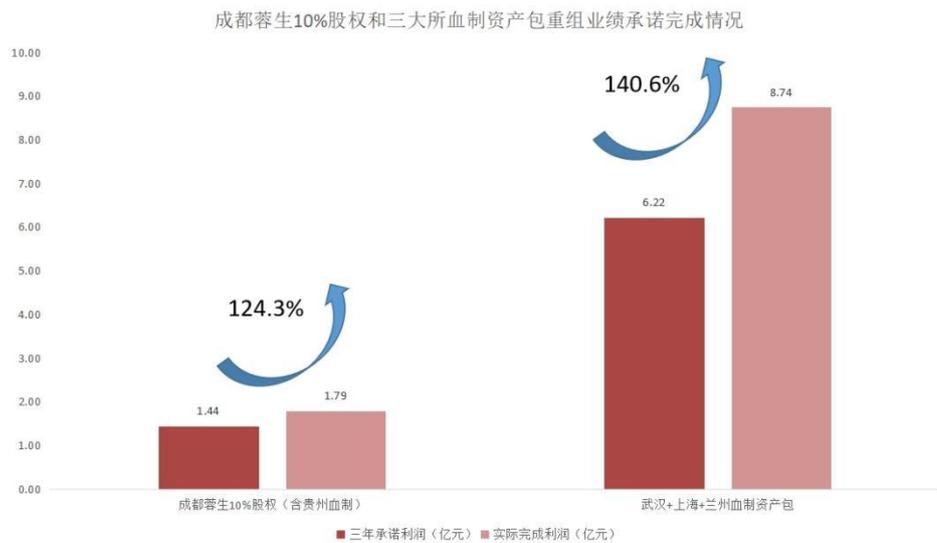
资料来源：公司 2017 年年报，诚通证券研究所

**四是优秀管理输出。**三大血制品旗下原有浆站采浆能力不强，2016 年上海血制、武汉血制和兰州血制在营浆站单位年均采浆量仅 23.1 吨、22.4 吨和 11.0 吨，远低于成都蓉生原有浆站采浆能力（33.7 吨/年/个），甚至低于当年行业平均水平（约 30 吨/年/个）。公司组织采浆能力较强的浆站员工，定点帮扶，管理输出，取得较好成效，如以简阳、金堂浆站管理团队为主的成都蓉生公司帮扶团队，采取一对一定点帮扶方式对贵州中泰所属两家浆站进行了帮扶，成效显著，贵州中泰两家浆站 2017 年 7-12 月采浆量同比增长达 55.73%。2017 年公司全年采浆量超过 1400 吨，同比 2016 年可比口径增长 19.83%，高于行业平均增幅，领跑国内血制品企业。

### 1.3、 全面超额完成重组三年业绩承诺

截止 2020 年末，成都蓉生（含贵州血制品）10%股权 在 2018 年-2020 年度实现累计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 1.79 亿元，超过承诺数 0.35 亿元，完成累计预测盈利的 124.7%；武汉血制、上海血制、兰州血制 100% 股权资产，在 2018 年-2020 年度实现累计扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润合计 8.74 亿元，超过合计承诺数 2.52 亿元，完成累计预测盈利的 140.6%。成都蓉生和三大所血制品资产均全面超额完成重组三年业绩承诺。

图 5：超额完成重组三年业绩承诺



资料来源：公司 2020 年年报，诚通证券研究所

## 2、做大：多维度拓展权益浆源，浆量提升打开“量”空间

### 2.1、提升成都蓉生持股比例，增加权益血浆占比

2020 年 10 月，公司发布非公开发行股票预案，计划募集资金总额约 33.4 亿元，用于成都蓉生临床研究项目及重组凝血 VIII 因子生产车间、上海血制云南基地和兰州血制产业化基地建设。非公开增发完成后，再增资非全资控股子公司成都蓉生，成都蓉生原少数权益股东武汉所、兰州所和上海所放弃增资优先权，不参与成都蓉生增资，增资完成后上市公司天坛生物对成都蓉生的持股比例上升到 74.01%，进一步增厚上市公司权益血浆。

本次增资成都蓉生的全部权益评估值为 145.6 亿元，无论从吨浆估值的产业估值角度，还是市盈率二级市场相对估值看，均明显进一步增厚权益血浆。从吨浆评估值产业角度，2020 年成都蓉生在克服新冠疫情不利影响下，全年采浆达到 1713.5 吨，按成都蓉生的评估值计算，吨浆评估值 850 万元/吨左右，远低于行业并购吨浆评估值（1300-2000 万元/吨浆）；从市盈率二级市场相对估值看，2020 年成都蓉生净利润 9.93 亿元，按评估价计算收购 PE 倍数 14.7 倍左右，也远低于血液制品行业二级市场估值水平。

表 3：血制品行业主要并购事件一览

并购年度	并购标的	并购主体	收购比例	收购兑价(亿元)	最近一年采浆量(吨)	最近一年净利润(亿元)	吨浆评估值(万元/吨浆)	收购 PE 倍数
2014 年 1 月	邦和药业	上海莱士	100.00%	18.00	132 吨 (2014 年)	1.05	1363.6	17.14
2014 年 12 月	河北大安	博晖创新	100.00%	13.86	103.7 吨 (2015 年)	-0.31	1336.5	NA
2014 年 12 月	广东卫伦	博晖创新	100.00%	5.00	30.1 吨 (2015 年)	-0.19	1661.1	NA
2014 年 12 月	同路生物	上海莱士	89.77%	47.58	268 吨 (2014 年)	2.85	1977.7	18.60
2016 年 11 月	同路生物	上海莱士	10.23%	5.50	NA	4.04	NA	13.29
2023 年 11 月	广西冠峰	上海莱士	95%	4.81	NA	-0.17	NA	NA

并购年度	并购标的	并购主体	收购比例	收购兑价(亿元)	最近一年采浆量(吨)	最近一年净利润(亿元)	吨浆评估值(万元/吨浆)	收购 PE 倍数
2024 年 7 月	绿十字中国	博雅生物	100%	18.2	104 吨 (2023 年)	-0.23	1750	NA

资料来源：各公司资产收购公告，诚通证券研究所

## 2.2、抓住政策时间窗口，批量获得新设浆站

国内新设单采血浆站审批管理严格，新设一般采用事前审批原则，需要省、市、县三级卫生主管部门规划批准，设置区域还要与现有血液中心、中心血站/血库所在地互斥，并且出台相关单采血浆站管理办法，在新设单采血浆审批环节中向血液制品大企业倾斜。

2012 年，卫生部《关于单采血浆站管理有关事项的通知》（卫医政发〔2012〕），要求血液制品生产企业申请设置新的单采血浆站，其注册的血液制品应当不少于 6 个品种（承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于 5 个品种），且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子类制品。2016 年，卫计委发布《关于促进单采血浆站健康发展的意见》，严格新增单采血浆站设置审批，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血液制品生产企业倾斜原则，对于不符合设置条件的，坚决不予批准。血液制品生产企业在申请新设置单采血浆站时，需提交有效的药品生产注册批准证明性材料。浆站审批倾斜政策不仅提升了血浆的利用率，而且有利于促进血液制品行业的集中度提升，有利于天坛生物、华兰生物和上海莱士等头部血液制品企业的浆站拓展。

近年来，国内单采血浆站审批红利期有两个：一是国家卫生部提出的“十二五血浆倍增计划”，二是疫情带来的以静丙为代表的血制品市场教育，各省市相继出台“十四五”浆站设置规划，均为血制品行业批量新设单采血浆站的红利期。

**原国家卫生部“十二五血浆倍增计划”**：2011 年，受传统采浆大省贵州关停 16 家单采血浆站影响，全国采浆量仅 3856 吨，同比下降 7%左右，全国血制品供应尤其用于血友病的凝血 VIII 因子出现短缺。2012 年初，原国家卫生部提出“血液制品倍增计划”，发布《关于单采血浆站管理有关事项的通知》，鼓励各地设置审批单采血浆站，国内开始加速新设浆站审批，并着力提升浆站血浆采集效率。2016 年全国浆站数量达到 218 个，全行业采浆大约 7100 吨，同比 2011 年分别增长 49.3%和 84%左右，基本实现浆量翻倍。

成都蓉生 2015-2016 年采浆量快速提升，分别采浆 584 吨和 683 吨，同比增长 10.8%和 16.9%。

图 6：“十二五”血液倍增计划完成情况



资料来源：国家卫计委，北京协和医学院输血研究所，诚通证券研究所

**“十四五”浆站设置规划红利期：**2020年以来，疫情带来以静丙为代表的血制品需求大增，地方省市为保障本省血制品供应保障，在浆站新设审批方面出现积极变化，相继出台“十四五”浆站建设规划文件，支持本省单采血浆站新设和血浆纯化处理基地建设。截止2023年底，云南、内蒙古、河南、重庆、江西、吉林、贵州和辽宁等省相继出台“十四五”浆站建设规划文件，预计分别新设17个、6个、7个、2个、4个、2个、3个和1个浆站，合计超40个浆站；尤其是传统采浆大省河南和贵州，2022年开始再次批量批准新设单采血浆站，两省浆站历史平均年采浆量均超60吨，远超目前行业34吨左右的平均水平，批量新设单采血浆站将明显提升血制品行业采浆量水平。

表 4：我国各地方省“十四五”单采血浆站设置规划

省份	规划文件	“十四五”浆站新设数量
云南省	《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）》	19个（含2个试点）
内蒙古	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022-2025）》	不超过6个
河南省	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	7个（华兰生物7个）
重庆市（直辖市）	《重庆市采供血机构设置规划（2021-2025年）》	共12个，新增2个（华兰丰都、华兰巫山）
吉林省	《吉林省单采血浆站设置试点工作方案》	长春市辖区设置2家试点
江西省	《江西省采供血机构设置规划（2021~2025年）》	新增单采血浆站总数不超过4个
贵州省	《贵州省采供血机构设置规划（2021—2025年）》	已经落地凤冈中生、黎平中生和贵定泰邦3个
辽宁省	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	原则上不超过1个
湖南、四川、黑龙江		不再增设单采血浆站

资料来源：各省卫健委，诚通证券研究所

自2017年完成血制品业务重组以来，天坛生物在云南、贵州、四川、甘肃、吉林等省累计获得新设55个单采血浆站批文，尤其是“十四五”期间，2021-2022年天坛生物分别获批21家、22家新设浆站批文，远超行业其他同行。从2023年

开始，新批单采血浆站陆续投产采浆。

截至2024年3月底，公司浆站总数达到102家，其中在营浆站数量80家，年采浆量突破2400吨，2022-2023年，连续两年采浆量同比增速突破10%，尤其是2023年达到18.7%，增速创6年新高，已经快速打开浆量提升空间。

图7：2016-2023年天坛生物年采浆量及增速



资料来源：公司2016-2023年年报，诚通证券研究所

图8：2016-2023年天坛生物浆站总数及新增量



资料来源：公司2016-2023年年报，诚通证券研究所

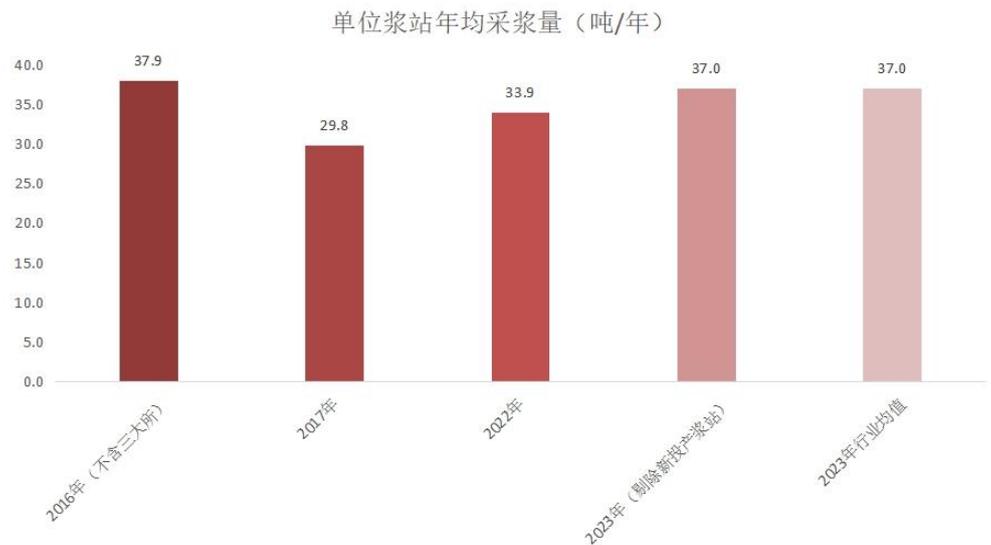
### 2.3、单位浆站采浆能力提升明显，挖潜空间仍为可观

成都蓉生原有18家浆站采浆能力较强，在资产重组前，2016年18家在营浆站实现采浆683吨，浆站平均年采浆38吨左右，高于行业浆站平均30吨年采浆能力。上海血制、武汉血制平均单位浆站采浆能力为22吨左右，兰州血制和贵州血制品（原贵州中泰）浆站采浆能力更弱，平均仅有12吨左右，显著低于行业平均值。

**老浆站采浆挖潜提质增效明显。**公司向贵州中泰等子公司派驻经验丰富的血源管理和发展团队，优化采浆管理队伍，2017年公司全部在营浆站平均采浆规模上升到接近行业平均水平，达到29.8吨左右；2022年公司在营浆站年均采浆量上升到34吨左右，基本追评行业单位浆站年均采浆量水平（35吨左右/年）；2023年全年有20家新浆站投产采浆，平均单位浆站年采浆量下滑到30.2吨左右，我们测算原有老站年均采浆量达到37吨左右。

**新浆站投产采浆不断爬坡。**新浆站投产后根据当地户籍人口数量、献浆宣传动员等因素，平均有3-4年爬坡期，公司2021-2022年累计获得43家新设浆站批文，这些浆站从2023年开始，将陆续获得采浆批文投产采浆，2023年共有20家新批浆站投产采浆，预计在建22家浆站将在未来2年内陆续投产采浆，新浆站投产采浆不断爬坡贡献原料血浆。

图 9： 天坛生物单位浆站年均采浆量对比



资料来源：公司 2017-2023 年年报，诚通证券研究所

备注：2023 年假设新投产浆站年均采浆量 10 吨测算，全行业均值根据全国年度采浆总量与全国浆站总数测算。

## 2.4、 外延并购持续扩大浆源版图

**收购西安回天 63.69%股权，战略布局陕西优良浆源地。**2022 年 7 月，天坛生物公告以收购股权及增资方式重组西安回天血液制品有限责任公司（以下简称“西安回天”），布局陕西省血液制品业务，现金出资 6497 万元收购山东泰邦持有的西安回天 35%股权，收购完成后向西安回天增资不超过 1.47 亿元，收购及增资完成后，公司共持有西安回天 63.69%股权。

西安回天成立于 1996 年 10 月，是陕西省唯一一家血液制品生产企业，收购前，中国能源建设集团西北电力建设工程有限公司（简称“西北电建”）和山东泰邦分别持有 65%和 35%股权。目前西安回天拥有白水、富平 2 家单采血浆站，目前能生产人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白等系列产品共 11 个规格。2020 年 7 月，西安回天在生产过程中存在违反《药品生产质量管理规范》组织生产的行为，受到行政处罚停产。因西安回天停止生产，所属浆站停止采浆。

虽然公司预计西安回天恢复生产经营所需时间会比较长，但由于陕西省浆站数量仅有 2 个，还处于停止采浆状态，相比全国浆站大省广西、广东、四川等省，陕西省基本属于采浆空白地区，甚至不及山西、内蒙、甘肃和宁夏等周边省份。陕西全省辖 31 个市辖区、7 个县级市、69 个县，合计 107 个县级区划，常住人口接近 4000 万人（数据来源《2023 年陕西省国民经济和社会发展统计公报》），未来浆站设置空间有较大提升可能，且西安回天作为陕西省唯一一家血制品企业，拥有完整的浆站、血制品纯化生产基地；收购西安回天后，公司将实现在陕西省的战略布局，为拓展陕西省优良血浆资源奠定良好基础。2022 年 9 月，公司公告西安回天已完成相关工商变更登记，天坛生物已持有西安回天 63.6962%股权。

**收购中原瑞德 100%股权，进一步扩大湖北浆源地优势。**2024 年 8 月 30 日，公司公告拟由控股子公司成都蓉生为主体，以 1.85 亿美元总金额收购中原瑞德 100%股权(含 1.378 亿美元股权收购兑价和 0.472 亿美元归还 CSL 亚太股东借款)。中原瑞德拥有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白和特异性人免疫球蛋白等 13 个产品文号，主要在产产品为人血白蛋白和静注人免疫球蛋白，在湖北省设置有 5 家全资浆站，分别为恩施天源浆站、当阳瑞德、罗田瑞德、赤壁瑞祥和利川瑞德，均已取得《单采血浆许可证》并正常执业采浆，2023 年共采集血浆 112.37 吨。

公司并购中原瑞德后，基本独占湖北浆站资源。据湖北卫健委公示披露，截止目前，湖北省共有 19 家单采血浆站，其中公司旗下武汉血制拥有 13 家浆站，包括 11 家在营浆站（洪湖武生、石首武生、竹山武生、郧西武生、武穴武生、松滋武生、钟祥武生、监利武新、云梦武生、老河口武生和郟阳武生），另外 2 家正在筹建期浆站（巴东武生和阳新武生）；中原瑞德拥有 5 个，上海莱士拥有 1 个（保康莱士），叠加旗下武汉血制在湖北的血浆处理产能，公司进一步加强在湖北地区浆源地优势。

**控股股东中国生物与光明国资签署合作协议，拟控股卫光生物。**2023 年 6 月，公司公告控股股东权益变动，控股股东中国生物与光明国资签署《合作协议》，约定中国生物与光明国资局设立合资公司，中国生物持有合资公司 51%股权，光明国资局持有合资公司 49%股权；合资公司设立后，中国生物向合资公司无偿划转天坛生物 5.96%股份，光明国资无偿划转卫光生物 35.25%股份，中国生物通过合资公司和武汉所控制卫光生物 42.50%的股份，成为卫光生物的间接控股股东。卫光生物共有 9 家在营浆站，2023 年采浆量 517 吨，平均单站年采浆能力位居全行业前列（57.4 吨），其中在广西拥有 5 家，平果浆站为年采百吨以上单采血浆站。

我们预计在完成交易后，中国生物控股天坛生物和卫光生物两家血制品企业，将面临规避同业竞争监管要求，未来不排除在集团血制品资产层面再进一步整合运作。目前，这一央地产业合作方案，仍在审批当中。

### 3、 做强：拓展产品矩阵，增添发展“质”元素

#### 3.1、 拓展产品矩阵，提升血浆利用率

受制于产能限制和新生产基地批文转移审批影响，天坛生物在手批文和实际生产批签品种的数量存在较大落差。在 2018 年完成三大所血制品业务收购后，天坛生物共拥有 11 个血制品生产批文，但是在 2018 年-2019 年公司实际生产批签记录的品种数仅有 6 种、5 种，主要集中在人血白蛋白和免疫球蛋白类（静丙、三大特免）利基品种上，凝血产品线完全缺失。2020 年，上海血制人凝血因子 VIII 开始有少量生产批签，但全年仅 3 批次批签发；2021 年第三季度，成都蓉生人凝血酶原复合物开始实际生产批签，公司全年有生产批签记录的品种上升到 8 种；人纤维蛋白原批文方面，上海血制拥有批文但未实际生产批签，成都蓉生刚刚在今年 4 月获得药品补充申请批文，我们预计今年生产端将补齐全部凝血产品线矩阵，实际生产批签血制品数量有望上升到 9 种，全覆盖白蛋白、免疫球蛋白和凝血三大类所有主流品种，全面提升血浆利用率。

表 5：天坛生物拥有生产批文和历年实际生产批签品种比较

大类	细分品种	拥有批文品种			实际生产批签品种			
		种	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	合计	13种	6种	5种	6种	8种	8种	8种
白蛋白	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	静注人免疫球蛋白 (pH4)	√	√	√	√	√	√	√
免疫球蛋白	冻干静注人免疫球蛋白	√				√	√	
	狂犬免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	破伤风免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	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	√				√	√	√
						21Q3批签		
	凝血类	人纤维蛋白原	√					
人凝血因子VIII		√			√上海血制	√	√	√2023年蓉生批准
	注射用重组人凝血因子VIII	√						
		2023年批准						

资料来源：公司 2018-2023 年年报，中国食品药品检定研究院，诚通证券研究所

另外，2023 年成都蓉生第四代 10%浓度静注人免疫球蛋白（蓉生静丙®10%）和注射用重组人凝血因子 VIII（非血源基因重组）在国内相继获批上市，其中第四代高纯静丙是国内首家获批上市品种，目前品种矩阵已经进一步丰富。

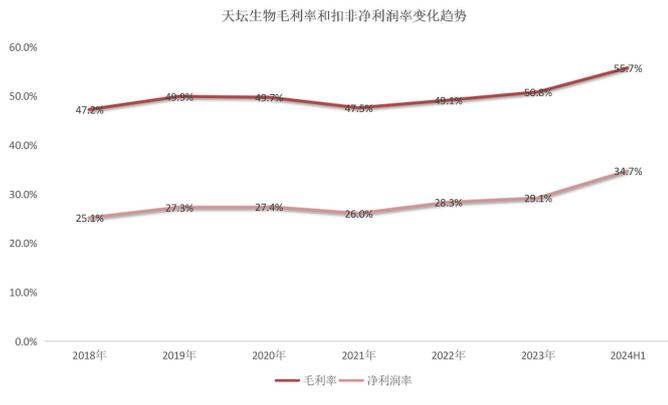
2024 年 4 月，成都蓉生完成了人纤维蛋白原（0.5g/瓶）的注册工作，并获得药品批文证书，可以正式上市销售，成都蓉生完成所有主力凝血产品线的补齐。

### 3.2、运营效率不断提升，毛利率/净利率双升

在产血制品管线逐渐丰富，毛利率/净利率双升。从 2018 年完成全部资产重组以来，天坛生物主营业务变为纯血制品，但 2018-2021 年，公司实际生产批签品种集中在白蛋白和免疫球蛋白类，毛利率和扣非净利润率均值分别为 47.1%和 25.1%左右，随着上海血制人凝血因子 VIII 和成都蓉生人凝血酶原复合物获批复产，生产端逐渐补齐凝血产品管线，公司运营效率逐渐提升，2023 年毛利率和净利润率分别为 50.8%和 29.1%，均创历史最高水平。

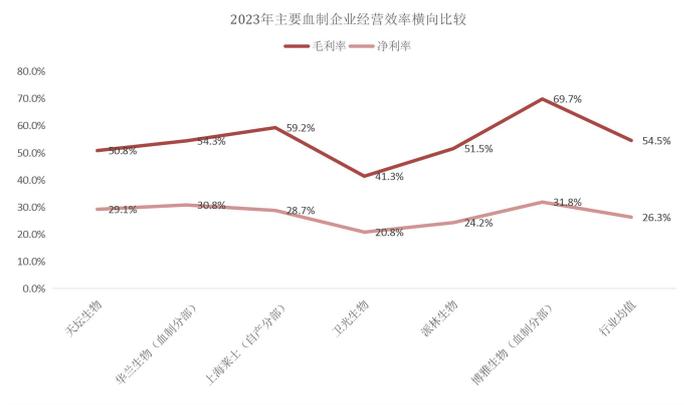
运营效率仍有提升空间。通常在产血制品管线越丰富，血浆利用率越高，血制品血浆成本分担越少，毛利率越高，随之净利润率也伴随提升。从横向比较来看，天坛生物 2023 年毛利率仍显著低于行业均值，与行业优秀企业差距较大，成本控制方面仍有提升空间。行业内产品管线丰富且品类分部均衡的企业如华兰生物（血制品分部）、上海莱士（自产血制品分部）和博雅生物（血制品分部）毛利率分别为 54.3%、59.2%和 69.7%，扣非净利润率也较高，达到 30%左右。我们预计随着在产血制品品种不断扩充，公司运营效率将持续追赶行业均值水平。

图 10: 天坛生物毛利率和扣非净利润率变化趋势



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 11: 2023 年主要血制品企业运营效率比较



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

备注: 华兰生物为血制品分部, 上海莱士为自产血制品分部、博雅生物根据母公司报表测算

### 3.3、新建永安、昆明和兰州三大血浆处理基地, 打破产能瓶颈

重组三大所血制品资产后, 随着公司拥有浆站数量不断增加, 浆站年采浆能力不断提升, 公司年采浆量逐年上台阶, 从 2017 年合并之初的 1400 吨, 跨越式上升到 2023 年的 2415 吨, 血浆处理产能成为制约公司成长的首要因素。为匹配逐年上升的采浆量, 公司从 2017 年开始布局新建永安、昆明和兰州三大血液处理基地, 合计新建年血浆处理能力达到 3600 吨。

表 6: 天坛生物近年来血浆处理产能扩张计划

三大基地	永安基地	昆明基地	兰州基地
所属子公司	成都蓉生	云南血制品/上海血制	兰州血制
公告立项时间	2017/5/27	2018/11/17	2020/10/29
总投资额	14.5 亿元	16.55 亿元	12.87 亿元
规划产能	1200 吨/年	1200 吨/年	1200 吨/年
项目所在地	成都天府新区	云南昆明滇中新区	兰州国家高新技术产业开发区
项目建设期	分三期: I-II 期 3.3 年, III 期 2.3 年, 计划 2022 年 3 月竣工验收。	规划建设总周期 3-5 年, 计划 2022 年 9 月建成投产。	建设期 2021 年 4 月-2024 年 7 月, 2024 年 11 月建成投产。
实际完成进度	已全面投产。	尚未正式投产, 正在进行工艺验证和生产场地转移工作。	尚在建设期。

资料来源: 《天府生物城永安血制品建设项目公告》, 《关于云南生物制品产业化基地项目立项公告》, 《关于兰州血制产业化基地项目的公告》, 诚通证券研究所

**永安基地:** 2017 年 5 月公告立项投建。成都蓉生旧厂区(科园厂区)年血浆处理产能约 800 吨, 2017 年成都蓉生(含成都蓉生和贵州血制品)采浆达到 862 吨, 血浆处理产能瓶颈矛盾突出。2017 年, 公司公告投资 14.5 亿元, 拟在成都新建天府生物城永安血制品建设项目。项目分三期建设, 一期建设内容为土建部分, 包括厂区办公楼、质检研发楼、血制品生产车间等土建, 二期和三期为血制品产品工艺设备及安装, 其中二期为人血白蛋白、低温乙醇法人免疫球蛋白和人凝血因子 VIII 产品, 三期为层析法高纯静丙、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原产品。永安

血制品建设项目建成后，血液制品生产线投浆量达到 1200 吨/年。

**表 7：永安基地建设规划及投产节点**

建设期	建设内容	包含建筑及产品	计划完成时间节点	实际完成
一期	总平工程、土建	办公楼、质检研发楼、 血制品生产车间等	3.3 年（预计 2020.3 竣工验收）	全部完成
二期	工艺设备及安装	人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子 VIII		全部完成
三期	工艺设备及安装	层析法高纯静丙、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原	2.3 年（预计 2022.3 月竣工验收）	全部完成

资料来源：公司公告，诚通证券研究所

2022 年 8 月，永安基地已经正式投产，原科园厂区全面停产，成都区域血液处理产能完成新旧厂区转移。原有药品批文变更生产场地需要通过药品补充申请、GMP 符合性检查等审批，截止目前永安基地已完成人血白蛋白（2022 年 8 月）、静注人免疫球蛋白 pH4（2022 年 8 月）、人凝血酶原复合物（2022 年 12 月）、人凝血因子 VIII（2023 年 1 月）、人免疫球蛋白（2023 年 2 月）、层析法高纯静丙（2023 年 9 月）和人纤维蛋白原（2024 年 4 月）共 7 个药品补充申请批准和 GMP 适应性通过，相关产品可以在永安基地生产、上市和销售，标志着永安基地三期建设内容基本全部完工。另外，永安基地还在建设重组凝血因子车间建设项目，用于生产重组人凝血因子 VIII 和重组人凝血因子 VIIa 产品，其中重组人凝血因子 VIII 产品已于 2023 年 9 月获批正式生产并上市销售，目前生产场地暂时在锦江区，待永安项目建设完成后，预计接续完成场地变更；重组人凝血因子 VIIa 已经完成 I 期临床并取得 I 期总结报告，即将开展 III 期临床试验（2023 年 6 月公司公告）。

永安基地产能利用率逐渐爬坡，2022 年成都蓉生（科园厂区和永安厂区）日均处理污水 870.2 立方米，2023 年全年日均处理污水 1225 立方米（永安厂区）。

**表 8：永安基地主要血制品通过批文补充申请及 GMP 符合性检查时间节点**

细分产品	规格	通过审批内容	获得审批通过时间
人血白蛋白	2g/瓶（20%,10ml）	生产许可申报、补充注册申报、 GMP 符合性检查	2022 年 8 月
	5g/瓶（20%,25ml）		
	10g/瓶（20%,50ml）		
静注人免疫球蛋白（pH4）	5% 25ml 1.25g/瓶	生产许可申报、补充注册申报、 GMP 符合性检查	2022 年 8 月
	5% 50ml 2.5g/瓶		
	5% 100ml 5g/瓶		
人凝血酶原复合物	300IU（15ml）/瓶	生产许可申报、补充注册申报、 GMP 符合性检查	2022 年 12 月
人凝血因子 VIII	200IU（10ml）/瓶	生产许可申报、补充注册申报、 GMP 符合性检查	2023 年 1 月
人免疫球蛋白	10%1.5ml 150mg/瓶	生产许可申报、补充注册申报、 GMP 符合性检查	2023 年 2 月
	10%3ml 300mg/瓶		
层析法高纯静丙	5g/瓶（10%,50ml）	补充注册申报、GMP 符合性检查	2023 年 9 月

细分产品	规格	通过审批内容	获得审批通过时间
人纤维蛋白原	0.5g(25ml)/瓶	补充注册申报、GMP 符合性检查	2024 年 4 月

资料来源：历次《获得药品注册证书并通过药品 GMP 符合性检查公告》，诚通证券研究所

**昆明血制品：**2018 年 11 月公告立项。2017 年和 2022 年，国药集团两度与云南省政府签订《战略合作框架协议》，作为“央企入滇，沪滇合作”的示范项目，国药集团中国生物将天坛生物旗下重点企业上海血制整体搬迁至云南滇中新区，建设昆明血制品和云南省内配套单采血浆站。昆明血制品规划总投资 16.55 亿元人民币，年血浆处理能力 1200 吨，规划建设总周期 3-5 年。目前尚未正式投产，正在进行工艺验证和生产场地转移工作。上海血制产能和品种批文跨省异地整体转移到昆明血制品，昆明血制品获得生产许可证后，各品种批文还需要通过补充注册和 GMP 符合性检查，方能正式投产。

图 12：昆明血制品有限公司



资料来源：公司主页，诚通证券研究所

**兰州血制：**2020 年 10 月立项。兰州血制血液制品生产车间始建于八十年代，现有厂区设备老化，产能不足。公司在甘肃区域新浆站拓展工作快速推进，预计未来兰州血制下属浆站数量和血浆采集量将大幅上升，现有车间产能瓶颈矛盾突出。兰州血制立项规划在兰州市国家高新技术产业开发区中生物科技健康产业园区内建设血液制品生产车间，项目总投资 12.87 亿元，设计产能投浆量 1,200 吨/年。兰州新基地建设期 2021 年 4 月-2024 年 7 月，预计 2024 年 11 月建成投产。目前尚在建设期。

## 4、盈利预测与投资评级

### 4.1、关键假设

**1、采浆量：**不考虑未来外延并购，仅对当前现有 102 家自有浆站给与采浆假设。采浆量增长来源于两个方面，老浆站的挖潜和新浆站的增量。截止 2024 年中报，公司仍有 22 家浆站在建，我们假设 2024-2026 年分别投产 5 家、10 家和 7 家，到 2026 年全部完成投产采浆；另外假设新浆站投产后，采浆能力爬坡节奏为 4 年：第 1 年 10 吨，第 2 年 15 吨，第 3 年 25 吨，第 4 年 30 吨，第 5 年后进入成熟运营

阶段；2023年公司采浆2415吨，其中52家成熟期浆站（已运营4年以上浆站）采浆大约2020吨，折合单位浆站年采浆38.8吨，我们假设2024-2026年成熟浆站采浆年均增长2%。

通过以上假设，我们预测2024-2026年公司自有102家浆站采浆量约为2669吨、3079吨和3418吨，分别同比上一年增长10.5%、15.4%和11.0%。

**2、产品线：**产品线丰富程度决定血制品企业毛利率，产品越多，成本分摊越充分，相应单个品种毛利率越高，公司2023年有批签发的品种8个，产品大类已经覆盖白蛋白、免疫球蛋白和凝血类产品三大类。2023年毛利率和净利润率分别为50.8%和29.1%，未来随着产品线的进一步补齐，毛利率和净利润率有进一步提升的空间。

## 4.2、估值：吨浆产值和吨浆市值角度

**吨浆产值（营业收入/投浆量）：**衡量血制品企业经营效率除采浆量外，吨浆产值也是重要衡量基准，由于各家血制品公司历年投浆量数据少于披露，我们简化采用年采浆量代替投浆量来测算吨浆产值。（备注：由于投浆量通常小于当年采浆量，故实际吨浆产值通常大于计算值）

从2018年天坛生物成为纯血制品业务公司以来，采浆量逐年提升，即使在2020-2022年三年疫情特殊时期也保持稳健增长，2023年公司采浆量突破2400吨，同比增长18.6%。随着在产血制品品种不断丰富，血浆利用率不断提升，吨浆产值经营效率也不断提升，2018年公司吨浆产值186.9万元/吨，2023年上升到214.5万元/吨，年复合增长率为2.8%。

2023年主要血制品公司吨浆产值在200-300万元/吨间，其中博雅生物吨浆产值最高，行业均值为240.8万元/吨，天坛生物2023年吨浆产值为214.5万元，仍低于行业均值水平（240万元/吨），随着凝血管线的生产批签并放量，我们认为公司吨浆产值追赶行业均值值得期待。

图 13： 2018-2023 年天坛生物历年吨浆产值一览



资料来源：公司2018-2023年年报，诚通证券研究所

图 14： 2023 年血制品行业主要公司吨浆产值横向比对



资料来源：各公司2023年年报，诚通证券研究所

备注：博雅生物、华兰生物为血制品业务收入，上海莱士不含白蛋白代理收入

**吨浆市值（总市值/年采浆量）：**截止目前（2024.9.20日）数据，以2023年采浆量计算，天坛生物吨浆市值为2277万元（按权益浆量计算），6家上市血制品

企业均值为 2055 万元，博雅生物、上海莱士吨浆产值行业领先，对应吨浆市值也相对较高，天坛生物采浆量占全行业 20%左右，行业龙头应有一定估值溢价，高于行业均值水平。

**图 15： 血制品企业吨浆市值比较**



资料来源：Wind，各公司 2023 年年度报告，诚通证券研究所

备注：华兰生物市值、营收剔除疫苗业务贡献，上海莱士和派林生物 2023 年采浆量为根据年报披露预估数据。市值数据截止 2024.9.20 日

### 4.3、 盈利预测与投资评级

1) 盈利预测：我们预测公司 2024-2026 年，营收分别为 61.6/71.1/81.9 亿元，分别同比增 18.9%/15.6%/15.1%；归母净利润为 13.9/16.4/19.0 亿元，分别同比增 25.3%/17.9%/15.6%。

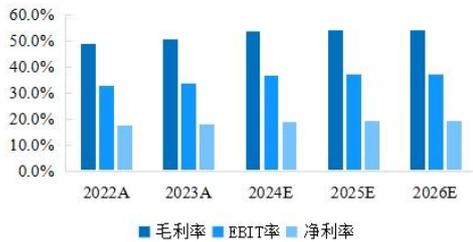
2) 投资评级：截止 2024 年 9 月 20 日，血液制品 (SW) 指数 PE (TTM) 为 28.3 倍，公司 PE (TTM) 为 32.1 倍，略高于行业指数 (约 13.4%)。我们预测 2024 年天坛生物总体采浆量在 2669 吨左右，权益采浆量约 1975 吨 (持股 74.01%成都蓉生)，当前市值 406.9 亿元 (2024.9.20 日数据)，对应公司 2024 年权益浆量吨浆市值约为 2060 万元，对应 PE (2024E) 为 29.3 倍，公司作为血制品行业龙头企业，且正处于浆量快速提升阶段，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5、 风险提示

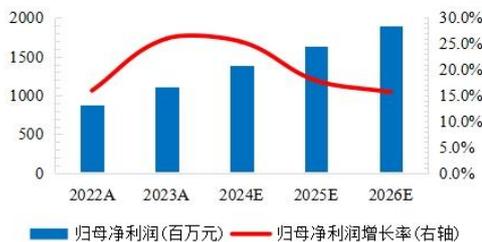
- 1、浆站合规运营风险，采浆量不及预期；
- 2、血制品生产质量控制风险；
- 3、行业竞争加剧，并购估值较高风险；
- 4、估值过高回调风险，系统风险。

## 附：财务预测摘要

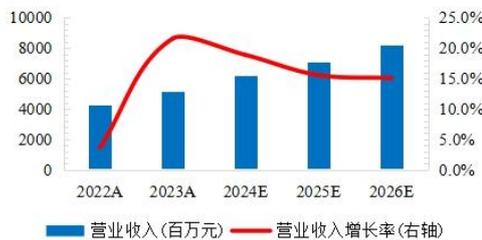
### 1、毛利率、EBIT率、净利率



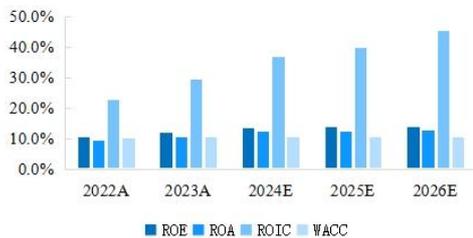
### 2、净利润及其年度增长率



### 3、营业收入及其年度增长率



### 4、资本回报率



利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4261	5180	6157	7115	8188
营业成本	2170	2551	2832	3264	3757
折旧和摊销	171	269	330	410	491
营业税费	45	49	65	75	84
销售费用	262	271	350	388	456
管理费用	366	469	543	636	727
财务费用	-58	-50	-94	-111	-125
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	28	37	20	24	27
营业利润	1432	1805	2319	2704	3110
利润总额	1426	1799	2315	2699	3105
少数股东损益	324	400	558	629	716
归属母公司净利润	881	1110	1391	1640	1896

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	12941	14188	15832	18167	20573
流动资产	7271	7569	8690	10547	12432
货币资金	3713	4555	5536	6591	8206
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	33	18	43	27	54
应收票据	983	76	129	108	165
其他应收款	28	39	41	52	55
存货	2332	2844	2904	3721	3904
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2477	2793	3381	3894	4400
无形资产	930	1050	1129	1204	1274
总负债	1584	1434	1376	1640	1632
无息负债	1075	1291	1251	1515	1506
有息负债	509	143	125	125	125
股东权益	11356	12754	14456	16527	18941
股本	1648	1648	1977	1977	1977
公积金	2793	2793	2463	2463	2463
未分配利润	4096	5120	6201	7483	8975
少数股东权益	2561	2932	3490	4118	4835

现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1126	2394	1982	2000	2666
净利润	1205	1509	1949	2268	2612
折旧摊销	171	269	330	410	491
净营运资金增加	-7	-772	179	538	279
其他	-243	1387	-476	-1216	-716
投资活动产生现金流	-1871	-1247	-830	-858	-978
净资本支出	1354	1078	524	478	520
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-517	-169	-306	-380	-458
融资活动现金流	-378	-508	-171	-87	-73
股本变化	275	0	330	0	0
债务净变化	274	-151	-58	264	-8
无息负债变化	370	215	-40	264	-8
净现金流	-1123	639	981	1055	1615

资料来源：Wind，诚通证券研究所

关键指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	3.6	21.6	18.9	15.6	15.1
净利润增长率	12.7	25.3	29.1	16.4	15.1
EBITDA 增长率	15.5	28.8	28.3	17.5	15.6
EBIT 增长率	15.4	25.3	29.2	16.5	14.9
<b>估值指标</b>					
PE	51.4	57.9	29.3	24.8	21.5
PB	4.6	5.3	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	25.5	19.4	14.9	12.6	10.6
EV/EBIT	28.6	22.4	17.1	14.5	12.4
EV/NOPLAT	33.9	26.7	20.3	17.3	14.7
EV/Sales	9.4	7.6	6.3	5.4	4.6
EV/IC	4.3	3.9	3.5	3.1	2.6
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	49.1	50.8	54.0	54.1	54.1
EBITDA 率	36.9	39.0	42.1	42.8	43.0
EBIT 率	32.8	33.8	36.8	37.1	37.0
税前净利润率	33.6	34.8	37.7	38.0	38.0
税后净利润率 (归属母公司)	17.5	18.0	19.0	19.4	19.5
ROA	9.3	10.6	12.3	12.5	12.7
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.6	11.8	13.5	13.7	13.8
经营性 ROIC	22.9	29.4	37.0	40.0	45.4
<b>偿债能力</b>					
流动比率	6.3	5.9	7.1	7.1	8.4
速动比率	4.1	3.7	4.7	4.6	5.7
归属母公司权益/有息债务	17.3	68.6	87.6	99.1	112.7
有形资产/有息债务	19.1	72.4	96.4	115.3	134.4
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.53	0.67	0.70	0.83	0.96
每股红利	0.05	0.15	0.10	0.10	0.10
每股经营现金流	0.79	1.50	1.00	1.01	1.35
每股自由现金流(FCFF)	-0.17	0.76	0.78	0.81	1.13
每股净资产	5.34	5.96	5.55	6.28	7.13
每股销售收入	2.59	3.14	3.11	3.60	4.14

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及诚通证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

诚通证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。诚通证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。

诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>