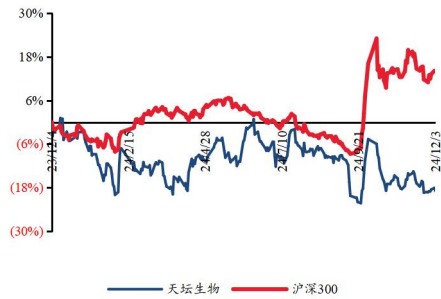


医药

## 天坛生物：采浆兑现满足行业高需求，静丙迭代驱动公司快成长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	19.77/19.77
总市值/流通(亿元)	422.76/422.76
12个月内最高/最低价(元)	32.5/20.39

### 相关研究报告

《以血制品行业盈利模型，窥其投资价值几何》—2024-12-02

《重组白蛋白商业化之路道阻且长，持续看好人源产品投资机会》—2024-10-08

《天坛生物(600161.SH)：稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，成长路径清晰，确定性高》—2020-12-28

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

### 报告摘要

本篇报告主要从行业和公司两个角度，对天坛生物静丙业务未来的增长预期进行了探讨。主要回答了几个问题：（1）静丙在疫情期间的高增长在疫情后是否还能持续？（2）静丙市场未来5年内会增长至怎样的规模？（3）如何理解公司近期的业绩与短期变化？（4）蓉生新一代10%静丙上市后，公司人免疫球蛋白板块5年内收入如何增长？（5）皮下注射人免疫球蛋白能否成为公司的新增长点？

#### ● 行业前景：静丙市场高景气，终端规模2028年有望达228亿

从国内血制品消费量和消费结构来看，静丙还有很大的成长空间。且近几年公共卫生事件加速了市场教育，静丙治疗的临床价值逐步被认可。同时，随着临床认知的提升，其余血制品曾经不合理使用的部分份额有望转向静丙市场。另外，行业浆站总量持续拓展，预计将满足静丙不断提升的需求，从而拉动市场整体增长。综上，我们认为静丙有望成为血制品增长引擎。

经过测算，考虑到供需关系和院内外结构变化、价格调整、新品上市等因素，基于“批签发量\*院外比例\*院外价格+批签发量\*院内比例\*院内价格=市场规模”的算法，预计到2028年，国内静丙终端市场规模有望达228亿元，2023-2028五年CAGR约10%。假设2028年出厂价为终端价的80%，则到2028年，厂商端的静丙规模约为182亿元。

#### ● 短中期：预计下半年静丙仍将放量，2028年静丙收入有望达48亿

基于2023年公司新增在营浆站数量、历年产销情况、季度收入结构，我们测算得出，公司2023年第四季度收入环比下滑一部分是由库存不足导致。从市场表现来看，2024年第二季度已显示出改善迹象。基于新建浆站产能兑现的逻辑以及对产销情况的测算，预计公司静丙2024年下半年仍将持续放量。

2023年9月蓉生静丙®10%上市，考虑该产品对公司静丙出厂价的影响、公司整个静丙业务的成长趋势和其他行业因素，假设成都蓉生到2028年完成10%静丙对5%静丙的全部替换，2028年10%静丙占天坛生物静丙销量的50%。在不考虑公司未来新增收购的前提下，我们预计2028年公司静丙业务营收可内生增长至48.19亿元，2023-2028五年CAGR约16%。

● **长期：皮下注射免疫球蛋白有望成为远期又一增长点**

2024年6月，成都蓉生皮下注射免疫球蛋白III期临床完成。一方面，目前国内该产品在研管线极少，经过推算，公司约有2-3年的市场真空期用于推广拓展，具有极强的先发优势。另一方面，该产品临床有效性、安全性、便捷性等方面均优于静丙，且在部分发达国家中的患者偏好已经超过了静丙，美国市场的相关产品销量近年来持续增长。因此，该产品或可成为公司未来的又一增长点。

● **盈利预测与估值**

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为57.10亿/66.03亿/76.12亿元；归母净利润分别为13.97亿/15.38亿/18.56亿元；EPS 0.71/0.78/0.94元；按照2024年12月3日收盘价，PE为30/27/23x，维持“买入”评级。

● **风险提示**

收购的浆站投产及单站采浆增长不及预期的风险；10%静丙推广不及预期的风险；产品安全性导致的潜在风险。

■ **盈利预测和财务指标**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,180	5,710	6,603	7,612
营业收入增长率(%)	21.57%	10.21%	15.66%	15.27%
归母净利（百万元）	1,110	1,397	1,538	1,856
净利润增长率(%)	25.99%	25.87%	10.09%	20.65%
摊薄每股收益（元）	0.67	0.71	0.78	0.94
市盈率（PE）	46.18	30.26	27.49	22.78

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 公司简介：国资血制品龙头，内生成长空间大.....	6
(一) 过去与现在：整合造就龙头地位，资源与市占稳居行业前列.....	6
(二) 未来：浆站获批优势明显，单站采浆量与吨浆收入成长空间大.....	10
二、 行业前景：静丙市场高景气，终端规模 2028 年有望达 228 亿.....	14
(一) 疫情加速静丙临床教育，预计未来市场保持高景气.....	14
(二) 基于批签发量，静丙终端市场 2028 年有望达 228 亿.....	19
三、 公司观点：供给扩充补齐临床需求，静丙迭代开辟新增长曲线.....	23
(一) 扩充供给补齐临床需求，公司静丙 2024 年下半年有望持续放量.....	23
(二) 静丙迭代抬高成长空间，2028 年静丙收入或达 48 亿元.....	25
(三) 皮下注射免疫球蛋白有望成为远期又一增长点.....	28
四、 盈利预测及估值.....	31
五、 风险提示.....	31

## 图表目录

图表 1: 天坛生物历史沿革	6
图表 2: 天坛生物股权结构 (截至 2024 年 11 月 23 日)	7
图表 3: 2018-2023 年各公司总浆站数 (家) 对比	8
图表 4: 2018-2023 年各公司采浆量 (吨) 对比	8
图表 5: 2023 年各公司三类主要血制品批签发次数	8
图表 6: 各公司产品种类对比 (截至 2024 年 11 月末)	9
图表 7: 2024H1 各公司静丙批签发批次	10
图表 8: 2024H1 样本医院静丙销售格局	10
图表 9: 2018-2023 年各公司非在营浆站对比	10
图表 10: 2018-2024 3Q 公司经营现金流净额与期末余额 (亿元)	11
图表 11: 2018-2023 年各公司单站采浆量 (吨) 对比	12
图表 12: 2020-2023 年各公司吨浆收入 (万元) 对比	12
图表 13: 天坛生物各子公司获批品种对比 (截至 2024 年 11 月末)	12
图表 14: 疫情前样本医院白蛋白、静丙销量 (百万瓶)	14
图表 15: 2020-2023 样本医院白蛋白、静丙销售情况	14
图表 16: 2017Q1-2024Q2 静丙样本院内销售情况	15
图表 17: 2019Q1-2024Q3 静丙平均售价	15
图表 18: 2022 年各国免疫球蛋白消耗量 (g/千人)	16
图表 19: 2022 年我国和国际血制品市场结构对比	16
图表 20: 2022 年徐州市中医院 1,970 例白蛋白不合理用药原因分布	16
图表 21: 2017-2023 年 CSL 与天坛生物销售费用率对比	17
图表 22: 2016-2026E 全国采浆量 (吨)	18
图表 23: 2016-2026E 全国在营单采浆站及新增在营浆站数 (家)	18
图表 24: 2023-2024 市场供需情况测算 (按批签发口径)	19
图表 25: 血制品公司 10%静丙在研情况 (截至 2024 年 10 月末)	20
图表 26: 2023-2028 年静丙终端市场价格测算	21
图表 27: 2023-2028 年静丙终端市场规模测算	22
图表 28: 2020Q1-2024Q1 样本医院蓉生静丙销售额	23
图表 29: 2020Q1-2024Q2 天坛生物营收及同比变化	23
图表 30: 天坛生物 2023 年产销与库存测算	24
图表 31: 2024H1 各公司静丙批签发批次情况	24
图表 32: 2023Q1-2024Q2 天坛生物营收及同比增速	24
图表 33: 10%蓉生静丙 vs 5%静丙的优势对比	25
图表 34: 我国与发达国家静丙市场结构对比	25
图表 35: 2023 年天坛生物静丙销量测算	26
图表 36: 2023-2028 年天坛生物静丙价格测算	28
图表 37: 2023-2028 年天坛生物静丙收入测算	28
图表 38: 成都蓉生与远大蜀阳 SCIG 获批时间线预测	29
图表 39: SCIG 较于 IVIG 的优点	30
图表 40: 部分欧洲国家 IG 治疗的首选给药途径偏好	30
图表 41: 美国上市的部分 SCIG 产品	30
图表 42: 2021-2023 年 Xembify 销售额增速	30

## 前言

疫情期间，静注人免疫球蛋白（后称“静丙”）被广泛纳入新冠诊治指南，市场快速扩容，静丙批签发批次增速提升：2020-2023 年的 CAGR 约为 12.86%，显著高于 2015-2019 年的 2.34%。此外，在放量的同时，价格持续上涨。首次覆盖报告《天坛生物：稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，成长路径清晰，确定性高》发布后，我们持续跟踪公司发展动态，并认为其静丙业务迎来了高速发展期。

天坛生物作为中生集团旗下唯一的血制品业务平台，静丙销量居市场前列，采浆量在业内遥遥领先。同时，公司对免疫球蛋白管线的各代产品均有布局：蓉生静丙®10%于 2023 年 9 月获批，成为第一款国产高浓度层析静丙；皮下注射人免疫球蛋白于 2024 年 6 月完成了 III 期临床试验，该产品在部分发达国家的使用意愿已超过 10%静丙，且各跨国血制品龙头相关产品近年来持续放量。

基于目前静丙市场供不应求、且预计未来持续保持高景气，加上公司产能、产品均有强大优势，我们认为天坛生物未来成长逻辑清晰。从中短期看，随着公司收购整合浆站与产能扩建结果兑现，预计 2024 下半年与 2025 年静丙板块仍将持续放量。10%静丙的上市，又能为公司在未来贡献新的增长曲线。从长期看，静丙市场预计将持续保持高景气，还可期待皮下注射人免疫球蛋白成为公司的又一增长点。

## 一、公司简介：国资血制品龙头，内生成长空间大

### (一) 过去与现在：整合造就龙头地位，资源与市占稳居行业前列

天坛生物是国内血制品龙头，前身为北洋政府建立的中央防疫处（后更名“北京所”），2007年被划归中国生物。2009年，公司收购成都蓉生90%股份，并以此成为国内最大的血液制品企业之一。2017年天坛生物售出疫苗业务，子公司成都蓉生向中国生物下属的贵州中泰及各地方血制购买股权，从而实现对集团内部所有血制品公司的控制，成为中生下属唯一的血制品业务平台，自此浆站数在行业内稳居一位。

图表 1：天坛生物历史沿革

时间	事件	意义
<b>1919-1997 年，作为研究机构运营，主营疫苗和免疫血清研究生产，与其他五大生物制品研究所大体无异</b>		
1919	北洋政府建立中央防疫处，即天坛生物的前身，隶属于中央军事委员会。	是全国第一家研究和生产疫苗、血液制品的单位
1950	改由卫生部管理	
1980	更名为“卫生部北京生物制品研究所”（简称“北京所”）	
<b>1998-2010 年，公司上市，划归中国生物</b>		
1998	卫生部生物制品研究所改制，北京天坛生物制品股份有限公司正式成立，并在上交所上市	成为全国最早上市的生物制品公司
1999	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
2006	收购长春所的新健生物 51% 股权	进一步增强疫苗业务
2006	股权分置改革成功	北京所 66.36% 非流通股转为 57.28% 流通股
2007	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	向成都所收购成都蓉生 90% 股权，并追加 2 亿投资	加强公司血制品能力，使公司成为当时国内最大的血液制品企业之一
2009	开建亦庄疫苗产业基地	是当时国内最大的生物疫苗基地
2010	中国生物技术集团公司整体改制为中国生物技术股份有限公司	
<b>2011-2016 年，深陷疫苗事件泥潭</b>		
2011	国资委批准国药集团与中生集团实行联合重组	背靠国药集团，整合集团业务，增强了医药流通和资本运营能力
2011	中国生物技术股份有限公司表明将赴港股 IPO	天坛生物面临同业竞争问题
2013	康泰生物乙肝疫苗事件爆发	中国疫苗企业出现信任危机



2014	天坛生物疫苗产线被认定未通过 GMP 认证	公司疫苗业务陷入信任危机
2015	天坛生物二季度自查发现，已下线的麻腮风疫苗不合格，存在上市风险，不能进入市场流通。	当年公司业绩整体承压

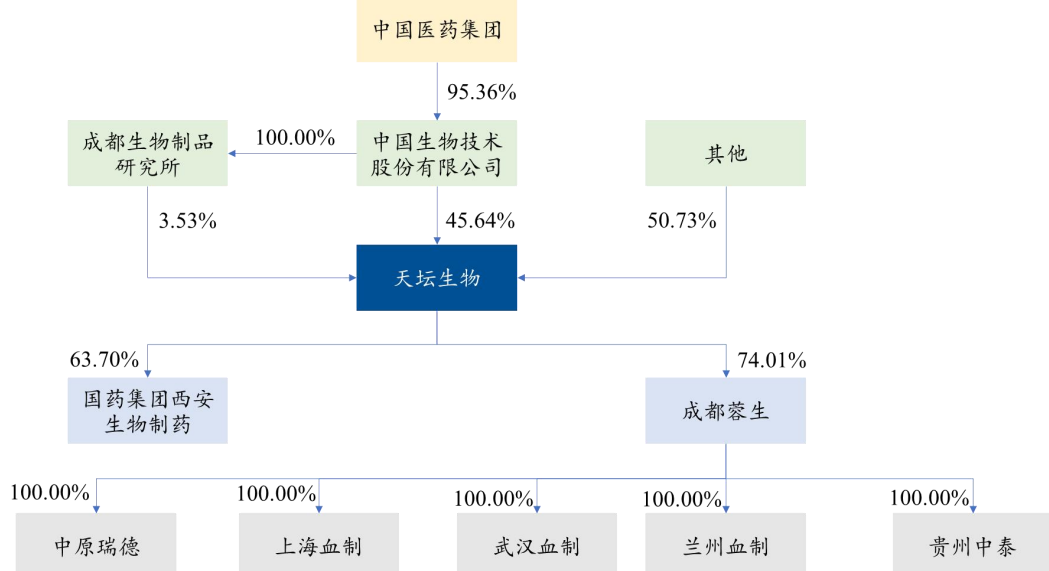
**2017 年至今，壮士断腕割舍疫苗业务，持续扩产登顶血制品产业**

2017	天坛生物向中生股份出售北生研 100%和长春祈健 51%的股权，并购买成都蓉生 10%股权以及其持有的贵州中泰 80%股权，和其间接持有的上海血制、武汉血制、兰州血制各 100%的股权	天坛生物成为中生股份下属唯一的血液制品业务专业运作平台，也成为国内最大规模的血液制品公司，浆站数、采浆量、血制品种类均居于国内首位
2017	成都蓉生在天府新区购置约 140 亩土地，投建天府生物城永安血制项目	扩大血制品产能
2019	拟投资 17 亿建设云南生物制品产业化基地项目	扩大血制品产能
2020	拟投资 13 亿建设兰州血制产业化基地项目	扩大血制品产能
2022	以股权收购及增资方式收购西安血制 63.70%股权	进一步增强公司血液制品业务
2024	成都蓉生拟以 1.85 亿美元总金额收购中原瑞德 100%股权	进一步增强公司血液制品业务

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

整合完成后，公司的股权架构如下所示。公司由中国生物直接持有约 46%股份，背靠国药集团。作为国药集团旗下唯一的血液制品业务平台，公司在浆站获批、销售流通和资本营运能力等方面具有先天优势。另外，公司直接控股成都蓉生和西安回天，并间接控制各地方所经营，拥有强大的浆站资源和血液制品生产能力。

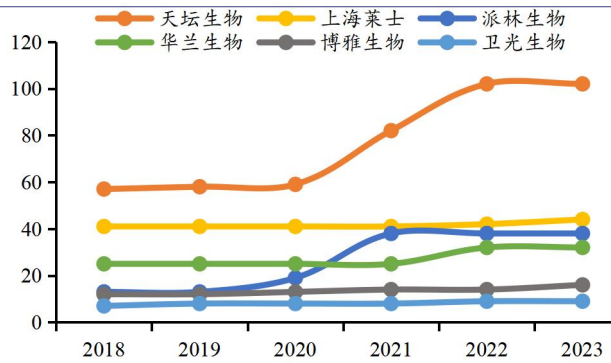
图表 2：天坛生物股权结构（截至 2024 年 11 月 23 日）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

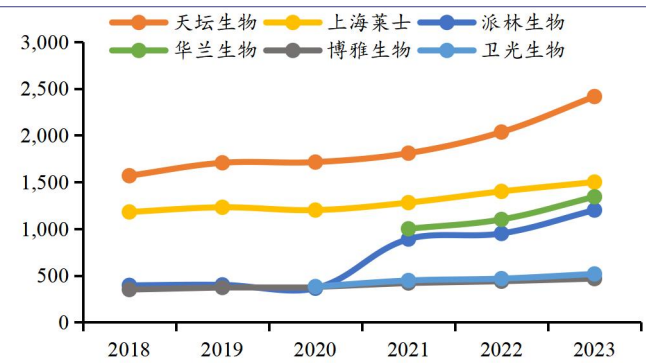
血制品企业的生产以单采血浆站和采浆量为基础，制备以生产批文为依据，销售以政府批签发为前提。因此，可以通过关注浆站数和采浆量、产品种类、批签发情况判断企业收入规模、吨浆利润、产销情况。天坛生物凭借内部整合、外延并购和新品获批，其浆站数和采浆量、产品种类、白蛋白和静丙批签发次数在国产企业中均遥遥领先。

图表 3：2018-2023 年各公司总浆站数（家）对比



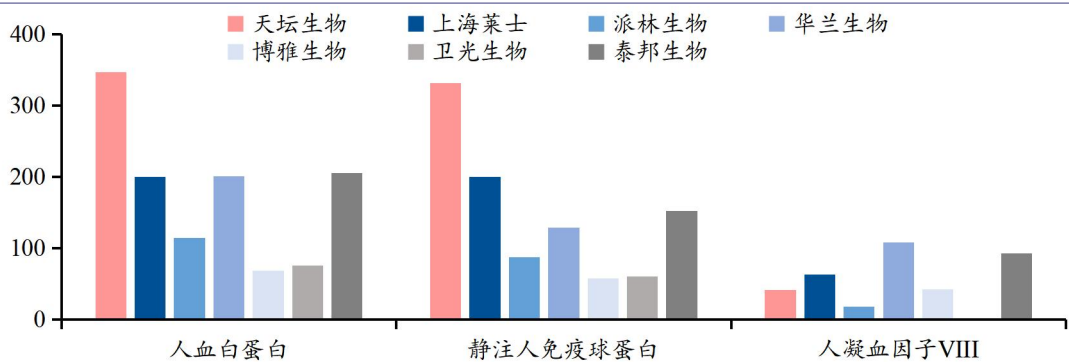
资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表 4：2018-2023 年各家公司采浆量（吨）对比



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表 5：2023 年各公司三类主要血制品批签发次数



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理



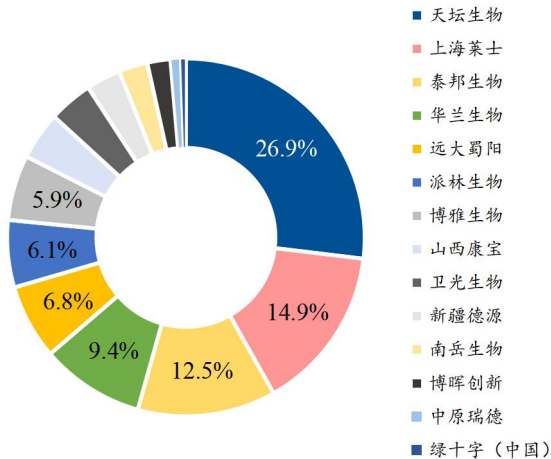
图表 6：各公司产品种类对比（截至 2024 年 11 月末）

	天坛生物	上海莱士	华兰生物	博雅生物	卫光生物	泰邦生物	派林生物
<b>白蛋白</b>							
人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√
冻干人血白蛋白							
<b>免疫球蛋白</b>							
人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
静注人免疫球蛋白 (10%)	√					√	
冻干静注人免疫球蛋白	√	√		√	√		√
乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
冻干乙型肝炎人免疫球 蛋白	√						
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	√						
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	√				√		
<b>凝血因子</b>							
人凝血因子 VIII	√	√	√	√	√	√	√
人凝血因子 IX						√	
人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√	√
人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	√	√
人纤维蛋白粘合剂		√	√				
冻干人凝血酶		√	√				
重组人凝血因子 VIII	√						

资料来源：医药魔方，国家药监局，太平洋证券整理

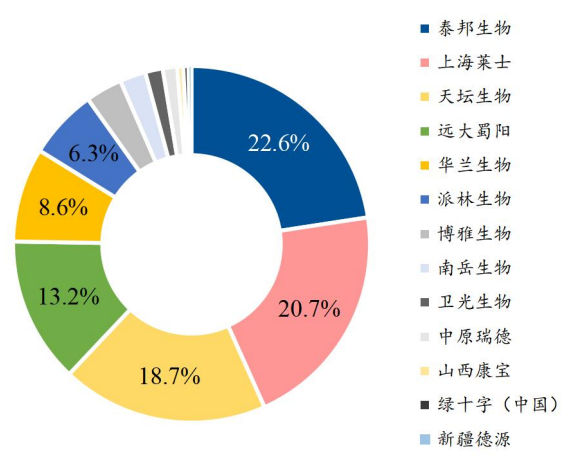
从本文主要探讨的静丙业务来看，天坛生物的批签发次数近几年稳居行业第一，2024 上半年，批签发 155 次，占比 26.9%。从样本医院与药店来看，其销售额居行业前三，2024 上半年，销售份额 18.7%。

图表 7：2024H1 各公司静丙批签发批次



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表 8：2024H1 样本医院静丙销售格局



资料来源：中康数据库，太平洋证券整理（注：终端销售口径，样本数据与真实值或存在偏差，仅供参考）

## （二）未来：浆站获批优势明显，单站采浆量与吨浆收入成长空间大

传统血制品企业的未来成长主要来源于三块：浆站数量、单站采浆量、吨浆收入，下面本节从这三个方面分别对天坛生物展开介绍：

### 1、从浆站数来看，天坛生物的存量和增速都在行业内遥遥领先。

2020-2023 年公司总浆站数快速增加（见图表 3），采浆量于 2022 年率先突破 2,000 吨。与友商对比，其非在营浆站储备也十分充足，预计在未来能为公司业绩增长注入源源不断的新动力。

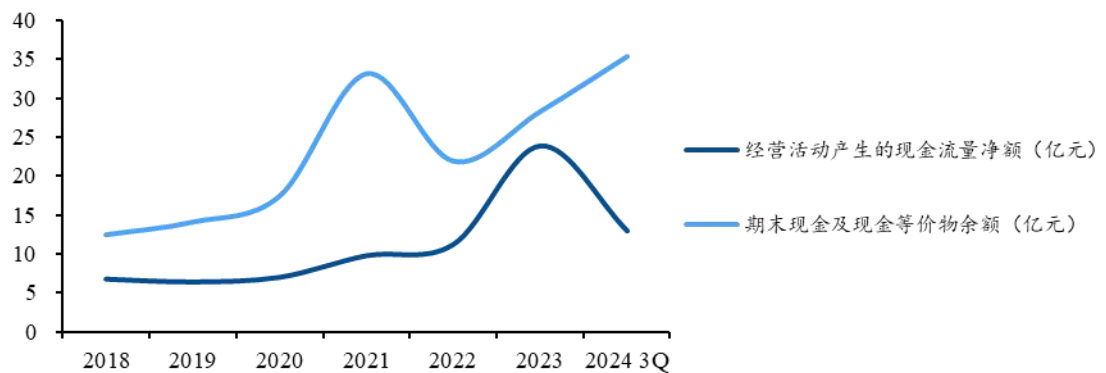
图表 9：2018-2023 年各公司非在营浆站对比

非在营浆站数	2018	2019	2020	2021	2022	2023
天坛生物	8	6	4	24	32	22
上海莱士	0	0	0	0	0	3
华兰生物	0	0	0	0	7	4
派林生物				12	10	4
博雅生物	0	0	0	0	0	2
卫光生物	0	0	0	0	0	0

资料来源：各公司公告，太平洋证券整理（注：无数值代表当年无相关数据披露）

基于先前发布的行业报告《以血液制品行业盈利模型，窥其投资价值几何》，地方或国资头部企业具有更强的投资能力和政府对话能力，在浆站获批上占据优势。天坛生物的子公司地域分布范围广，因此在各地拓展浆站更有地方优势，再加上其强大的国资背景和生产能力，近年来公司新批浆站不断，浆站增量远高于同行，预计未来这一优势仍将持续。另外，在行业集中度持续加强的背景下，公司不断整合行业标的，通过收购西安回天与中原瑞德，公司分别新增2家和5家在营浆站。由于公司一直以来现金流情况优异，预计未来浆站增长也可受益于外延并购。

图表 10：2018-2024 3Q 公司经营现金流净额与期末余额（亿元）

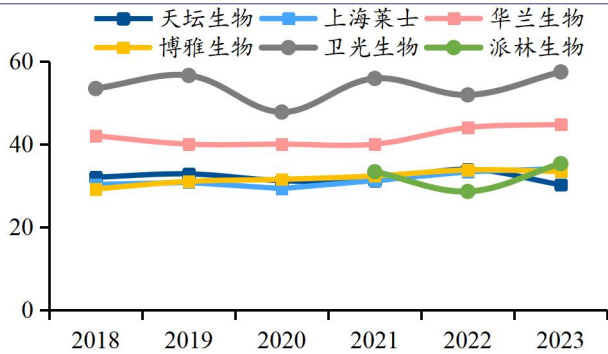


资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 2、从单站采浆量来看，公司未来成长可期。

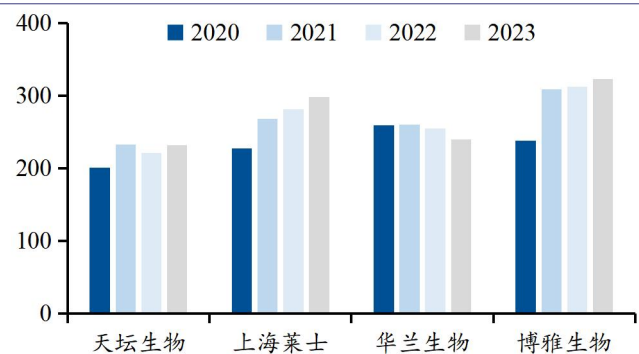
单站采浆量与浆站的成熟程度、采浆效率，以及所在区域的人口密度、献血观念等因素有关。由于浆站从被批准采浆，至达到成熟浆站的采浆量需要大致三年的爬坡时间，而天坛生物近年来持续处于在营浆站的扩张状态，加上 2020-2023 年期间疫情反复导致采浆受限，因此公司整体的单站采浆量存有较大的提升空间。随着新浆站爬坡完成、疫情放开后采浆恢复，公司的单站采浆量有望提升。

图表 11：2018-2023 各公司单站采浆量（吨）对比



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

图表 12：2020-2023 年各公司吨浆收入（万元）对比



资料来源：各公司公告，太平洋证券整理（注：由于血制品从采浆到销售至少有半年的滞后，采浆量采用的是当年和前一年的平均值；上海莱士的数值剔除了代理人血白蛋白业务的影响）

### 3、从吨浆收入来看，公司仍有提升空间。

吨浆收入主要与公司血浆利用率、产品价格和销售结构等因素有关。与整体采浆和收入规模相比，天坛生物的吨浆收入仍有提升空间。这可能与其作为中国生物血制品业务整合平台的背景有关，各子公司原本均独立运营，后由于中生的上市需求，整合至天坛生物旗下，因此批文分布不均。虽然公司整体浆站多，但批文分布散。一些批文较少的子公司血浆利用率不高，从而公司整体吨浆收入较低。根据博雅生物，10%静丙的吨浆利润为 5%静丙的 1.8 倍。预计随着 10%静丙的推广、管理效率提高，公司吨浆收入在未来有望逐步提升。

图表 13：天坛生物各子公司获批品种对比（截至 2024 年 11 月末）

	成都蓉生	上海血制	武汉血制	兰州血制	贵州血制	西安血制	中原瑞德
<b>白蛋白</b>							
人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√
冻干人血白蛋白							
<b>免疫球蛋白</b>							
人免疫球蛋白	√	√	√		√	√	
静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
冻干静注人免疫球蛋白	√	√	√				
乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√		√	√	
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白	√						
蛋白							
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	√	√	√	
<b>凝血因子</b>				
人凝血因子 VIII	√	√		
人纤维蛋白原	√	√		
人凝血酶原复合物	√	√	√	√

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

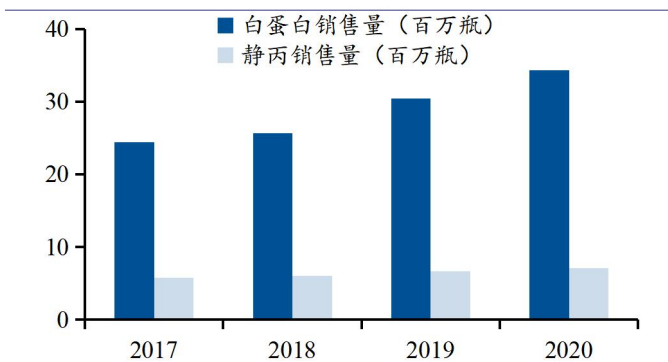
## 二、行业前景：静丙市场高景气，终端规模 2028 年有望达 228 亿

### (一) 疫情加速静丙临床教育，预计未来市场保持高景气

疫情前，我国静丙市场的增长几乎处于停滞状态。根据样本医院数据，静丙在 2017-2020 年期间的销量增长缓慢，复合增速约 7%；而白蛋白销量以约 12% 的复合增速从 2,442 万瓶增长至 3,437 万瓶。

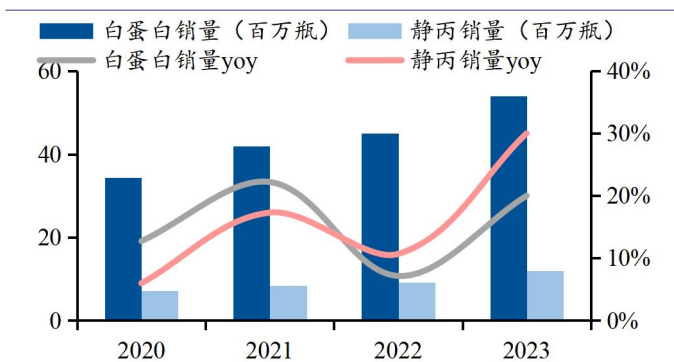
疫情期间，静丙的临床价值得到认可，开始了高速增长。2020 年开始，以北京协和医院为代表的多家大型三甲医院先后将静丙列入新冠诊疗方案。临床研究显示，对重型新冠患者，在发病 14 天内大剂量注射静丙可降低患病 28 天时的死亡率。疫情期间对静丙的使用，提升了医患对其临床价值的认知，静丙在治疗和提高免疫力上的效果得到了认可。2020-2023 年期间，静丙销售量年度增速超过白蛋白，进入高速增长。

图表 14：疫情前样本医院白蛋白、静丙销量



资料来源：中康数据库，太平洋证券整理（注：样本数据与真实值或存在偏差，仅供参考）

图表 15：2020-2023 样本医院白蛋白、静丙销售情况

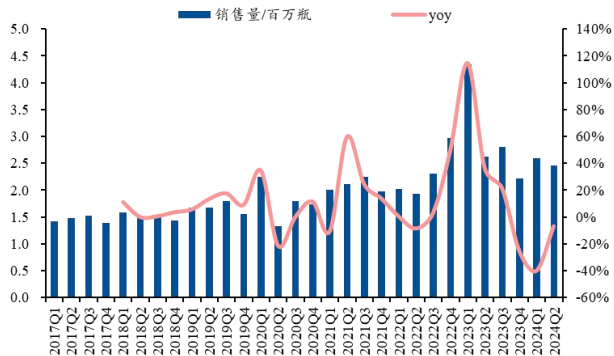


资料来源：中康数据库，太平洋证券整理（注：样本数据与真实值或存在偏差，仅供参考）

不过，市场供给不足导致 2023 下半年静丙销量下滑。静丙销售的高速增长在 2023 下半年突然中断，静丙院内销量在 2023 年第四季度甚至出现了负增长。然而，静丙的院外价格却仍在上升，由此推断，静丙市场在 2023 下半年表现的下滑可能是由于市场供应不足。

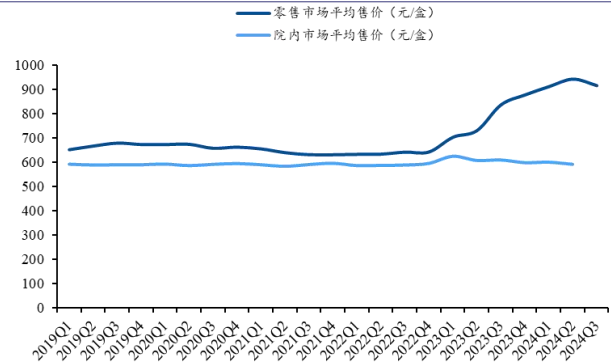


图表 16：2017Q1-2024Q2 静丙样本院内销售情况



资料来源：中康数据库，太平洋证券整理（注：样本数据与真实值或存在偏差，仅供参考）

图表 17：2019Q1-2024Q3 静丙平均售价



资料来源：中康数据库，太平洋证券整理（注：样本数据与真实值或存在偏差，仅供参考；院内数据更新至 2024Q2）

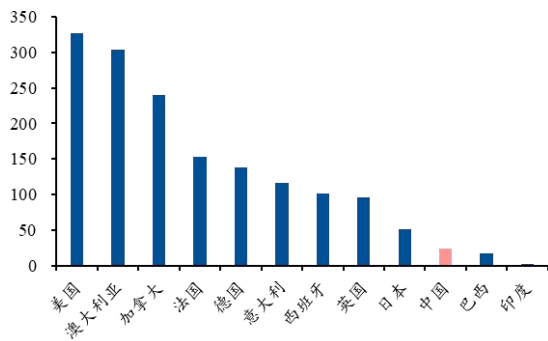
但我们预计，未来静丙市场仍将保持高增长。一方面，从国内消费量和消费结构来看，静丙还有很大的成长空间，且静丙需求被长期压制的因素在疫情中得到了解决。另一方面，行业浆站总量持续拓展，预计将满足静丙不断提升的需求，从而拉动市场整体增长。因此，预计未来静丙将基于临床认知转变和新增采浆兑现开启高增长。具体论证如下：

### 1、国内静丙市场空间巨大

从人均消耗来看，目前我国静丙消耗水平远低于海外发达国家。据 Grifols 公司报告，2017 年美国每千人使用免疫球蛋白 210 克，而我国对应的千人使用量仅为 15 克，不足美国人均用量的 10%。2022 年我国每千人消耗约 25 克免疫球蛋白。但与美国、澳大利亚、加拿大、英国等国家相比，仍处于较低的水平。

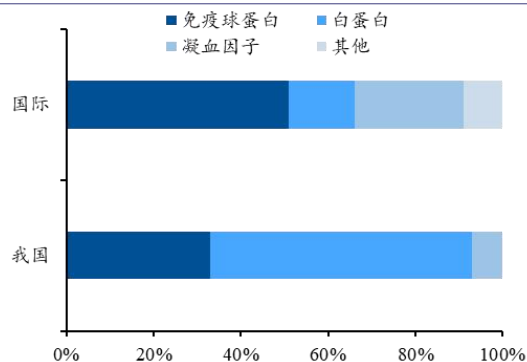
从消费结构来看，静丙已成为国际血制品第一大产品，而我国仍以白蛋白为主。据博雅生物公司公告，截至 2022 年国际市场免疫球蛋白占比达到了 51%，人血白蛋白占比仅为 15%。而人血白蛋白仍是我国血制品市场中最大的品种，占比约 60%，而免疫球蛋白占比约 33%。

图表 18：2022 年各国免疫球蛋白消耗量（g/千人）



资料来源：CSL 公司报告，太平洋证券整理

图表 19：2022 年我国和国际血制品市场结构对比



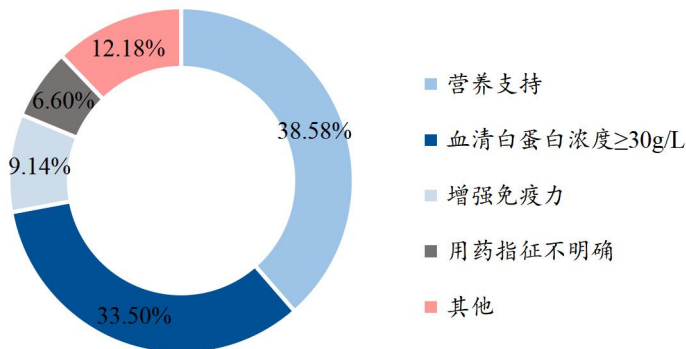
资料来源：博雅生物公司公告，太平洋证券整理

## 2、部分过去由白蛋白满足的需求有望转向静丙市场

我国人血白蛋白存在用于“营养支持”和“增强免疫力”等不合理使用现象。2024 年 2 月发布的《人血白蛋白临床应用管理中国专家共识》提到，我国部分医院人血白蛋白用药不合理率为 33.6%-78.4%。一项基于徐州市中医院的调查显示，该院 1,970 例不合理用药当中，有 38.6% 为营养支持、9.1% 为增强免疫力。

预计未来静丙有望获取白蛋白市场曾经不合理使用的部分份额。2023 年 1 月，国家卫生健康委已将人血白蛋白纳入了《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，因此预计白蛋白的不合理使用将逐渐减少。另外，包括《静脉注射免疫球蛋白的临床应用》在内的多篇权威期刊或指南均指出，静丙可被用于患者增强免疫，加上疫情期间的指南纳入以及临床对于静丙的认知提高，预计未来白蛋白市场曾经不合理使用的部分份额有望转向静丙市场。

图表 20：2022 年徐州市中医院 1,970 例白蛋白不合理用药原因分布

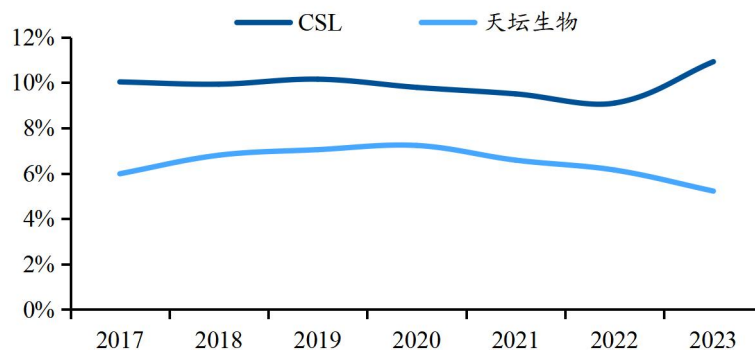


资料来源：徐州市中医院，太平洋证券整理

### 3、疫情提高认知，静丙增长将持续

我们推测，疫情前静丙的增长停滞主要是由于缺少市场教育。一方面，与海外血制品企业相比，国内企业的销售费用率偏低，由于血制品的需求刚性，国内企业较少进行市场推广和教育；另一方面，自1986年始中国便禁止了除人血白蛋白以外的所有人血液制品进口，因此跨国企业在国内仅对白蛋白进行院端教育，而对静丙等产品不会进行市场推广，这也造就了我国目前的血制品消费结构。

图表 21：2017-2023 年 CSL 与天坛生物销售费用率对比



资料来源：Wind，CSL 公司公告，太平洋证券整理

不过，疫情期间静丙被多地纳入诊疗方案，从而被广泛用于医护人员防护和重症患者的治疗。疫情期间的使用提升了医生和患者对静丙的临床价值认知，从而解决了此前静丙增长的痛点，因此预计静丙将维持其增长。

### 4、浆站建设兑现，采浆量预计将持续增长。

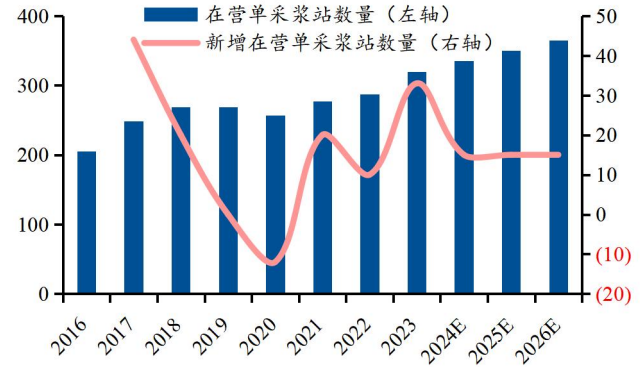
如《以血制品行业盈利模型，窥其投资价值几何》所述，2021-2023 年 3 月全国累计批复 69 个新浆站（未含 7 个分站升站），截至 2024 年 6 月末，全国在营浆站数量达 327 家，较 2020 年增加 70 家。2018-2023 年期间，除 2020 年受疫情影响外，我国采浆量稳步提升。2023 年全国新增在营浆站 33 家，预计将为 2024 年采浆规模贡献不小的增量。据博雅生物估计，“十四五”期间国内采浆量年复合增速或将超过 10%。预计随着新批浆站逐渐成熟，我国静丙供给将稳步提升，满足高景气的临床需求，共同拉动市场增长。

图表 22：2016-2026E 全国采浆量（吨）



资料来源：博雅生物公司公告，太平洋证券整理与测算

图表 23：2016-2026E 全国在营单采浆站及新增在营浆站数（家）



资料来源：博雅生物公司公告，太平洋证券整理与测算

以上是我们基于市场现状对静丙行业未来的定性判断，下面我们将通过定量测算证明：即便非常保守地估计，2024 年下半年的市场仍处于供不应求且渠道低库存的状态，随着各公司产能逐步到位，预计行业将高速增长。

首先，我们用批签发的批次代表行业的静丙制备量。

其次，我们粗略假设从采浆到静丙制备完成的滞后时间为半年，且静丙的制备量与行业采浆量成正比，则可以推得 2024 年下半年大约会有 652 批静丙制备完成。

另外，基于 WHO 和中国疾病预防控制中心的数据，我们推断新冠本身的影响已经在 2023 上半年出清，因此我们保守地假设 2023 下半年批签发的 564 批是疫情后正常的需求状态。

由于市场在 2023 下半年处于紧平衡状态，因此推断医院几乎没有库存。由此，我们假设 2024 上半年开始，医院及渠道开始储备库存，且总库存为 3 个月（564\*0.5）的用量。不考虑临床需求的增长，则市场在 2024 上、下半年的静丙需求均为 702 批（正常使用需求量+补库存量）。

用需求量减去制备量，我们可以发现，即便不考虑 2023 下半年本就是紧平衡状态、不考虑临床需求的增长，在保守的估算下，2024 下半年的市场仍处于供不应求且渠道低库存(2 个月左右)的状态。

图表 24：2023-2024 市场供需情况测算（按批签发口径）

	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
采浆量（吨）	12,079		6,400	
制备量（批）	564		666	652
需求量（批）	564		564+141=702	564+141=702
空缺量（批）			36	36+50

资料来源：博雅生物公告，医药魔方，太平洋证券整理与测算（以上测算偏理想境况，未考虑投浆节奏的影响，我们预估实际空缺量略大于上述测算）

由于行业浆站总数在近年高速增长，因此预计随着新建浆站成熟、非在营浆站转化、在建浆站获批，行业将随着供给增长持续高速增长。

## （二）基于批签发量，静丙终端市场 2028 年有望达 228 亿

下面我们对 5 年内静丙的终端市场空间进行测算。考虑到目前我国静丙的获批适应症较少，用适应症需求来推算其规模将偏小；但由于静丙的渗透率较低，若以临床需求来推算其规模又会偏大。由于目前主要是供给端制约静丙增长，因此批签发数量更能反映公司的实际生产和销售情况。所以我们采用：**批签发量\*院外比例\*院外价格+批签发量\*院内比例\*院内价格=市场规模**的算法，预估未来 5 年静丙的市场规模能增长到什么水平。

### 核心假设 1（10%静丙替代）：

（1）根据目前各公司的在研及获批情况，进度居前的 6 家公司分别为成都蓉生、贵州泰邦、博雅生物、华兰生物、卫光生物、广东双林。参照蓉生静丙®10%的获批时间线，考虑到未来其他厂商的产品获批可能更快。由此乐观估计，2026 年起 10%静丙对 5%静丙的替代将开始提速；到 2028 年，上述 6 家公司及其母公司控制下的其他相关企业（根据样本数据，该 6 家公司的母公司约占目前静丙市场约 60%的份额）有望成功拓展并推广该产品。

图表 25：血制品公司 10%静丙在研情况（截至 2024 年 10 月末）

企业	研发进展
成都蓉生（天坛生物子公司）	已于 2023 年 9 月获批上市；开展新增适应症“慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病”的临床试验
贵州泰邦	已于 2024 年 3 月获批上市
博雅生物	已完成 III 期临床研究，获得补充申请受理通知书
华兰生物	已完成 III 期临床研究，处于申报注册上市的阶段
卫光生物	III 期临床研究中
广东双林（派林生物子公司）	III 期临床研究中
派斯菲科（派林生物子公司）	临床前试验研究阶段
上海莱士	临床前试验研究阶段
同路生物（上海莱士子公司）	临床前试验研究阶段

资料来源：国家药品监督管理局，药物临床试验登记与信息公示平台，太平洋证券整理

(2) 由于采浆量有限，且 10%静丙的吨浆收入和毛利更高，因此预计公司会尽可能将血浆投入对 10%静丙的生产而非 5%静丙。但由于获批时间有先后，考虑到推广时间，预计厂商对 5%静丙的替代程度随获批时间而递减，即越晚获批的厂商替代程度越低。

基于以上，我们在 60%的基础上给予一定折扣，假设 10%静丙在 2028 年占据 40%的静丙终端销量市场份额。

### 核心假设 2（院内外占比）：

(1) 全国各地静丙院内外分布有差异，但基于静丙处于上升初期且其为输注类药物的特殊性，预计整体院内占比高于院外，假设 2023 年静丙的院内市场和院外市场销量占比分别为 65%和 35%。

(2) 出于 DRGs、药占比考核的需求，加上近年来的处方外流趋势，预计未来院外占比会有提高。另外，由于 10%静丙在院外出厂价更高，厂商更有动力在院外进行售卖。又基于前述 10%静丙将在 2026 年开始放量提速的假设，预计未来静丙院外销量占比缓慢提升。

### 核心假设 3（院内外价格）：

(1) 5%静丙方面，基于广东等联盟集采静丙的经验，预计集采对 5%静丙的价格影响不大。且根据样本医院数据，5%静丙的院内价格一直保持较为平稳的状态。院外 5%静丙价格主要受市场调控，近年由于供不应求，一直处于高位。预计未来随着 10%静丙的推广，5%静丙价格呈缓慢下降趋势。

(2) 10%静丙方面，基于 2.5g 静丙一直以来的价格经验，院内价格受到较强管控，而院外市



场一般由市场驱动。预计随着 10%静丙挂网范围逐步铺开，其院内价格会先快速下降，后先于院外达到稳态。

基于上述三大假设，我们对 2023-2028 年静丙终端市场价格进行了测算：

图表 26：2023-2028 年静丙终端市场价格测算

元	10%静丙占比	院外			院内		
		2.5g, 5%静丙价格	5g, 10%静丙价格	整体静丙价格	2.5g, 5%静丙价格	5g, 10%静丙价格	整体静丙价格
2023E	0%	769.72	2480.00	769.72	612.67	2480.00	612.67
2024E	0%	785.11	2480.00	785.11	606.54	2480.00	606.54
2025E	5%	745.86	1984.00	807.76	576.21	1860.00	640.40
2026E	15%	708.56	1587.20	840.36	547.40	1302.00	660.59
2027E	30%	673.14	1269.76	852.12	520.03	1041.60	676.50
2028E	40%	639.48	1142.78	840.80	514.83	937.44	683.88

资料来源：中康数据库，太平洋证券整理与测算

基于图表 26 测算得到的院外和院内的整体静丙价格（5%和 10%静丙加权平均得到），以及下述对于批签发情况的假设，我们算得了整个终端市场 2023-2028 年的规模。

#### 核心假设 4（批签发情况）：

（1）由于 2020 年之后不再披露具体的批签发瓶数，因此假设 2021-2023 批签发的瓶数与批签发次数保持相似的增长趋势，以此推得 2023 年的静丙批签发量约 2,153 万支。

（2）由于 2023 年批签发高基数，加上厂商库存不足，2024 上半年批签发次数回落。同时，参考 2024 年 7-11 月的批签发数据，假设 2024 全年批签发量同比有所下滑。

（3）随着后续疫情影响逐渐出清，厂商供应恢复常态，各新建浆站爬坡完成，预计静丙批签发量 2025 年会有略高于疫情前、略低于疫情期间的增速。

（4）2026-2028 年，随着 10%静丙的放量，静丙的整体批签发量受到 10%静丙（5g, 10%）与 5%静丙规格差异的影响，增速预计有所下滑。同时考虑到静丙需求的增长与采浆量的增速，假设随着 10%静丙批签发量占比逐步提高，2026-2028 批签发量增速依次为 13%、11%、10%。

图表 27：2023-2028 年静丙终端市场规模测算

	批签发 批次	批签发量 (万支)	批签发量 同比变化	院外销量 占比	院外 价格	院内销量 占比	院内 价格	市场规模 (亿元)	2023-2028 市场规 模 CAGR 约 10%
2023E	1305	2153	24.29%	35%	769.72	65%	612.67	143.74	
2024E	1175	1938	-10.00%	35%	785.11	65%	606.54	129.64	
2025E	1351	2228	15.00%	36%	807.76	64%	640.40	156.13	
2026E	1526	2518	13.00%	36%	840.36	64%	660.59	182.64	
2027E	1694	2795	11.00%	37%	852.12	63%	676.50	207.25	
2028E	1864	3075	10.00%	37%	840.80	63%	683.88	228.11	

资料来源：中康数据库，太平洋证券整理与测算

最终测算得：考虑到供需关系和院内外结构变化、价格调整、新品上市等因素，按照批签发口径，2028 年国内静丙终端市场规模约 228 亿元，2023-2028 五年 CAGR 约 10%。假设 2028 年出厂价为终端价的 80%，则 2028 年厂商端的静丙市场规模约为 182 亿元。

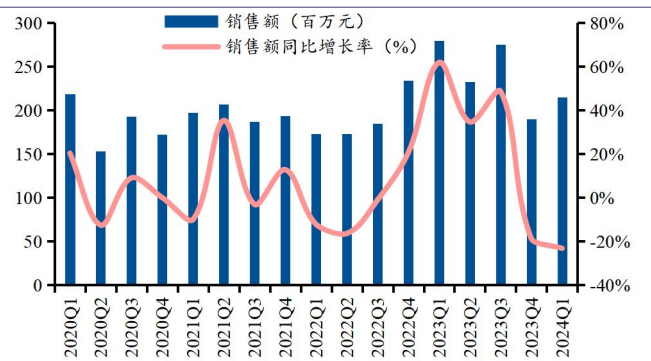
### 三、公司观点：供给扩充补齐临床需求，静丙迭代开辟新增长曲线

基于前述简介与市场分析，下面我们对公司近期的经营状况、中短期和长期的成长逻辑进行分析。

#### (一) 扩充供给补齐临床需求，公司静丙 2024 下半年有望持续放量

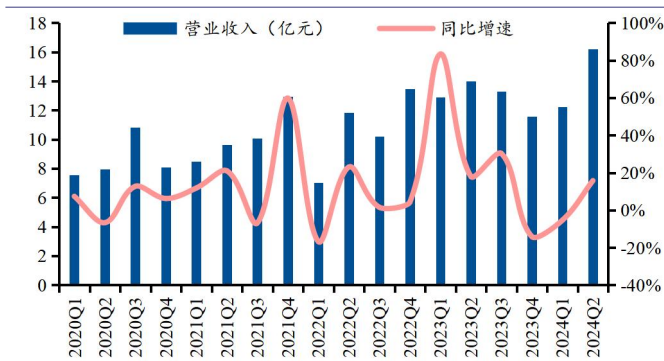
2022 第四季度疫情防控措施转变带来了大量治疗需求，成都蓉生的静丙在样本医院和药店的销售额自此开始高速增长，然而其销售额在 2023 第四季度环比发生了大幅下降，天坛生物整体营收也出现了同比和环比减少。

图表 28：2020Q1-2024Q1 样本医院蓉生静丙销售额



资料来源：中康数据库，太平洋证券整理

图表 29：2020Q1-2024Q2 天坛生物营收及同比变化



资料来源：Wind，太平洋证券整理

从过往财务数据来看，第四季度一般是公司销售较好的季度。不考虑公司控制库存的情况，假设公司全力满足市场需求。我们推测，2023 第四季度公司静丙销售下降和整体业绩下滑可能是由于公司血制品存货面临压力，论证如下：

(1) 2023 年期间，公司在营浆站增加 20 家，不考虑投产所需的准备时间，乐观估计，假设这 20 家浆站在 2023 年初就开始采浆，根据血液制品 6-8 个月的制备、批签发、销售周期，最快要到 2023 第四季度初才完成销售。

(2) 假设公司在 2023 年期间未新增任何在营浆站，仅考虑 2021、2022 年新浆站的爬坡情况，则测算得公司 2023 年的全年采浆量约为 2,195 吨（60 家成熟浆站与单站年采浆 36.6 吨的乘积）。同时，基于公司 2022 年采浆 2,035 吨、生产 1,273 万瓶的比例，则在不考虑 2023 新开浆站的情况下，我们通过老浆站采浆的爬坡估计出公司 2023 全年产量在 1,373 万瓶。

(3) 2023 年公司实际产量为 1,524 万瓶，因此推测剩余 151 万瓶来源于 2023 年的新开浆站，

乐观状态下，假设这 151 万瓶到 Q4 初可销售。

(4)假设成熟浆站的全年产量平均分布在四个季度，公司销量的各季度占比与收入保持一致。由于 2023 年初公司库存为 133 万瓶，则在 2023 第三季度末，公司库存就已经面临较大压力，第四季度血制品存货难以立即满足市场需求。

图表 30：天坛生物 2023 年产销与库存测算

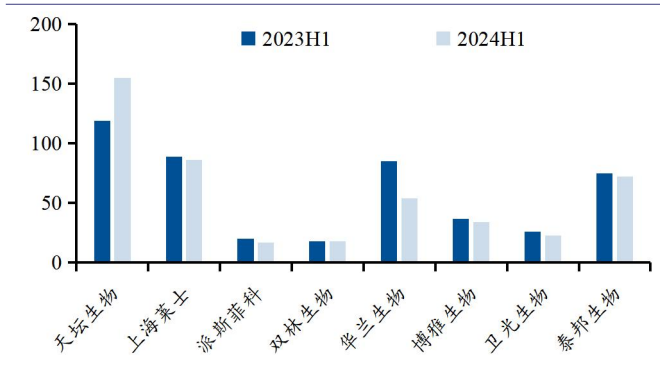
	销售量 (万瓶)	生产量 (万瓶)	差值 (万瓶)
2023Q1	376	343	-33
2023Q2	407	343	-64
2023Q3	387	343	-44
2023Q4	337	344+151	+158
总计	1507	1524	+17

资料来源：公司公告，太平洋证券整理与测算（“差值”列中：“-”代表库存降低，“+”代表库存增加）

根据血制品 6-8 个月的制备、批签发、销售周期，结合 2023 年年底最终库存较 2022 年底有小幅增加，因此预计在 2024 年初，由 2023 年新增浆站生产的血制品已经可以陆续到院或到店销售，可以看到，天坛生物 2024 第一季度环比小幅改善，2024 第二季度收入已经出现明显增长。

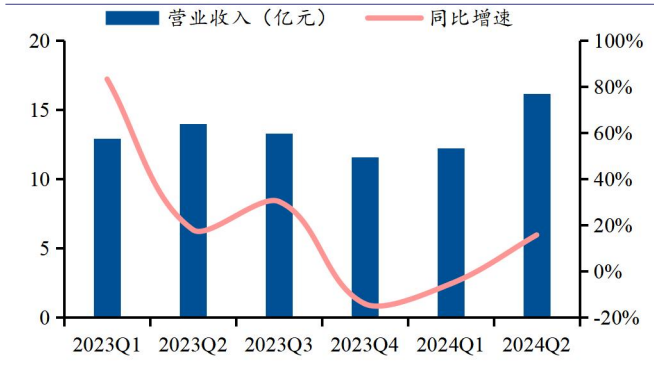
由于目前静丙市场价格仍处于高位，同时，第二章中预计 2024 下半年血制品行业仍处于紧平衡的状态，因此预计市场需求仍有待满足。加上存量和新开浆站的采浆量将持续爬坡，从而推测第三、四季度公司静丙有望持续放量，业务同比及环比有望均实现增长。

图表 31：2024H1 各公司静丙批签发批次情况



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表 32：2023Q1-2024Q2 天坛生物营收及同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

## (二) 静丙迭代抬高成长空间，2028 年静丙收入或达 48 亿元

2023 年 9 月 27 日，成都蓉生自主研发生产的第四代静注人免疫球蛋白（pH4）（简称“蓉生静丙®10%”）成功获批，是中国首个用层析法研制的丙种球蛋白，多项质量指标高于欧洲和中国药典标准。治疗原发免疫性血小板减少症（ITP）的总有效率达 87.0%，与国际同类产品类似；平均起效时间较于第三代静丙更短，严重不良反应发生率减少近半。从安全性、有效性、适用人群等方面考虑，其替代 5%静丙的逻辑清晰。

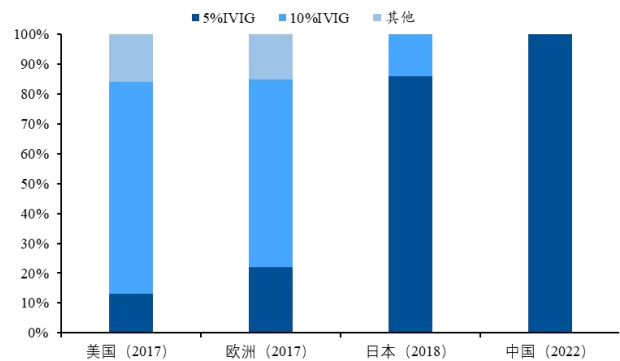
经过二十多年的发展，现在以美国为代表的欧美市场以 10% IVIG 为主。由于国外的层析工艺发展较早，早在 2003 年，Grifols 的首款 10%层析静丙 Gamunex-C 就已在美国获批上市，此后其他厂商的产品陆续上市，如 2005 年上市的 Gammagard Liquid (Baxalta)、2007 年上市的 Privigen (CSL Behring AG) 等。由于我国的第一款 10%静丙 2023 年才获批，且该领域一直不允许进口，因此市场全部被 5%静丙占据，10%静丙有巨大的替代空间。

图表 33：10%蓉生静丙 vs 5%静丙的优势对比

	三代静丙	第四代蓉生层析静丙	受益群体
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/大剂量使用患者
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	大剂量使用患者/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的患者及糖尿病、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	大剂量使用患者/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更有效去除 FXIa，降低 IVIG 输注后血栓不良反应风险	大剂量使用患者/自身免疫性疾病患者/既往血栓史患者

资料来源：中国血制品公众号，太平洋证券整理

图表 34：我国与发达国家静丙市场结构对比



资料来源：Takeda 公司公告，太平洋证券整理

近年来，国内 10%静丙市场的主要参与者有公司旗下的成都蓉生，以及贵州泰邦、博雅生物、华兰生物等。目前不少公司有 10%静丙在研，除天坛生物外，进度最快的是贵州泰邦，其产品已于 2024 年 3 月获批。其次是博雅生物，已完成三期临床，获得补充申请受理通知书；华兰生物已完成 III 期临床研究，处于申报注册上市的阶段。未来，公司或可凭借国产第一款 10%静丙的先发优势，在静丙市场变革的过程中抢占更多市场份额。

由于 10% 静丙单价更高，参考发达国家 10% 静丙对于 5% 静丙的替代，我们认为 10% 静丙的上市会为公司打开新的成长曲线，静丙板块的收入将迎来新高。下面，我们对公司静丙板块未来的收入进行测算：

### 测算 1：公司静丙板块目前销量与单价

(1) 公司零售渠道网络发达，预计公司静丙的院外占比略高于行业水平，从而假设其在院外和院内的销售额占比为 5:5。

(2) 通过样本医院和样本药店的销售额结构，我们拆分了公司各子品牌对应的营业收入。

(3) 我们假设出厂价为终端价的 80%，基于样本医院与药店的终端价，得出出厂价，从而算得 2023 年公司整体约销售 418 万瓶 2.5g 静丙，整个静丙板块出厂价约为 556 元。

图表 35：2023 年天坛生物静丙销量测算

院内	样本医院销售额 (百万元)	占比	对应营业收入 (百万元)	出厂价 (元)	销量 (百万瓶)
成都蓉生	796.00	36.34%	842.9	497.50	1.69
武汉生物	249.00	11.37%	263.7	441.90	0.60
贵州生物	50.21	2.29%	53.2	483.95	0.11
院内小计	1095.21	50.00%	1159.7	483.06	2.40
院外	样本药店销售额 (百万元)	占比	对应营业收入 (百万元)	出厂价 (元)	销量 (百万瓶)
成都蓉生	182.00	21.55%	499.75	606.67	0.82
武汉生物	89.00	10.54%	244.38	647.27	0.38
兰州生物	37.64	4.46%	103.35	493.64	0.21
上海血制	110.00	13.02%	302.05	880.00	0.34
贵州生物	3.71	0.44%	10.19	494.67	0.02
院外小计	422.35	50.00%	1159.72	653.54	1.77
总计	1517.56	100.00%	2319.44	555.52	4.18

资料来源：中康数据库，太平洋证券整理与测算

### 测算 2：公司静丙板块未来收入规模

#### 核心假设 1 (销量)：

(1) 2024 上半年，在静丙整体批签发次数下降的情况下，公司的批签发次数维稳。同时，由于 2023 年公司大幅增加在营浆站，采浆量提升，到 2024 年预计正好反映在收入端。2024 上半年，静丙业务较 2023 年同期增长约 22%，我们预计其中包括日益增长的静丙需求得到满足与渠道补库存。叠加公司完成对中原瑞德的收购，我们预计公司静丙销量在 2023 年高基数下实现同比增长，给到全年静丙销量 12% 的增速。

(2) 2025-2026 年，随着 10% 静丙的放量，静丙的整体批签发量受到 10% 静丙的规格 (5g,



10%)影响，同时，考虑到静丙需求的增长与公司在2022、2023新建的浆站在2025-2026将会完成采浆量的爬坡。假设2025-2026销量增速依次为11%、11%。

(3) 2027-2028年，我们预计，随着公司10%静丙占比提高，由于其规格因素影响，给到全年静丙销量增速依次为9%、9%。

#### 核心假设2（院内外占比）：

(1) 如前所述，我们假设销售额院内和院外占比为5:5，基于公司静丙在样本医院和药店的单价情况，推算得2023年公司静丙销售量的院外和院外占比分别为42.5%和57.5%。

(2) 受处方外流、DRGs等政策推进、院内药占比考核等因素影响，整体环境利好院外比例提升，且2026、2027年10%静丙放量，院外高价可能导致整体静丙的院外比例提高，但由于公司近年来着力于推进医院终端建设，因此预计未来院内外占比提升幅度较小。假设2024-2025年期间，公司静丙销量的院外占比为43%，2026-2028年期间为44%。

#### 核心假设3（价格）：

(1) 5g，10%静丙终端价为2,480元。假设5%静丙出厂价为终端价的80%，考虑到新产品推广前期需要给经销商预留更多空间，假设10%静丙目前出厂价为终端价的60%。

(2) 未来将有其他厂商的10%静丙上市，竞争逐渐激烈，且各省医疗卫生部门议价空间充足，因此预计未来10%静丙价格会有所下降，且随着大范围挂网完成，预计院内市场降价速度更快。

#### 核心假设4（推广速度）：

(1) 2024全年10%静丙的拓展稳步推进，已完成多省市挂网，如重庆、黑龙江、广西。由于2025、2026年将会有其他更多厂家的10%静丙上市，预计整个市场拓展将加速。

(2) 根据样本医院和药店数据，目前蓉生静丙占整个公司销量的约60%，由于天坛生物各子公司中仅有成都蓉生获批了10%静丙。考虑到10%静丙规格的影响，假设到2028年成都蓉生完成10%静丙的全部替换，整个公司静丙中10%静丙的销量占比为50%。

图表 36：2023-2028 年天坛生物静丙价格测算

	院外				院内			
	10%静丙占比	2.5g, 5%静丙出厂价	5g, 10%静丙出厂价	整体静丙出厂价	2.5g, 5%静丙出厂价	5g, 10%静丙出厂价	整体静丙出厂价	
2023E	0%	653.54	1488.00	653.54	483.06	1488.00	483.06	
2024E	0%	666.61	1488.00	666.61	483.06	1488.00	483.06	
2025E	8%	633.28	1339.20	689.75	468.57	1190.40	526.32	
2026E	20%	601.62	1205.28	722.35	454.51	952.32	554.08	
2027E	40%	583.57	1084.75	784.04	440.88	857.09	607.36	
2028E	50%	577.73	1030.51	804.12	436.47	814.23	625.35	

资料来源：中康数据库，太平洋证券整理与测算

图表 37：2023-2028 年天坛生物静丙收入测算

	公司销量（万瓶）	销量增速	院外占比	院外价格	院内占比	院内价格	收入规模（亿元）	收入增速
2023E	418	-	42.5%	653.54	57.5%	483.06	23.19	-
2024E	468	12%	43.0%	666.61	57.0%	483.06	26.28	13.31%
2025E	519	11%	43.0%	689.75	57.0%	526.32	30.97	17.84%
2026E	576	11%	44.0%	722.35	56.0%	554.08	36.19	16.86%
2027E	628	9%	44.0%	784.04	56.0%	607.36	43.03	18.89%
2028E	685	9%	44.0%	804.12	56.0%	625.35	48.19	12.01%

资料来源：中康数据库，太平洋证券整理与测算

因此，不考虑未来新增外延并购的情况下，假设 5 年内成都蓉生能实现 10%静丙对 5%静丙已有市场的替代，则天坛生物到 2028 年，静丙业务收入有望内生增长至 48.19 亿元，5 年 CAGR 为 15.75%。

### （三）皮下注射免疫球蛋白有望成为远期又一增长点

皮下注射人免疫球蛋白（简称 SCIG）是一种用于治疗原发性免疫缺陷病（PID）等适应症的免疫球蛋白制剂。与传统的静脉注射人免疫球蛋白（IVIG）相比，SCIG 具有使用方便、可在家自行注射等优势，能显著改善患者的生活质量。

根据中国药物临床试验登记与信息公示平台，成都蓉生皮下注射免疫球蛋白临床试验已经完成。忽略 SCIG 较于 IVIG 的使用场景变化，参考 10% IVIG 的获批周期（2021 年 12 月完成蓉生静丙®10%的 III 期临床，2023 年 9 月获批上市），预计 2026 年公司的 20% SCIG 即可获批，算上推广时间，预计未来 5 年内有望成为公司全新增长点。

目前 SCIG 在研管线极少，预计未来竞争格局较好。除成都蓉生外，目前仅有远大蜀阳的产品于 2024 年 7 月 8 日申请了临床。成都蓉生的 20% SCIG 于 2020 年 12 月获得临床试验受理，2024 年 6 月才完成 III 期试验。参考此临床周期，成都蓉生有望至少存在 2-3 年的市场真空期用于进行市场拓展。

图表 38：成都蓉生与远大蜀阳 SCIG 获批时间线预测

年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
蓉生 IVIG		完成 III 期		获批上市							
蓉生 SCIG	申请临床				完成 III 期		预计获批上市	市场空白			
远大蜀阳 SCIG					申请临床				预计完成 III 期		预计获批上市

资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

SCIG 各方面表现优越，有望在未来替代 10% 静丙。目前成都蓉生在研的 20% SCIG 是最新一代产品，蛋白质含量从传统的 100g/L 提升至 200 g/L，可显著缩短患者输注所需时间，减少输注次数，提高患者使用舒适度。现有研究表明，与 IVIG 相比，20% SCIG 在 PID 治疗的整个给药周期内能持续维持较好的 IgG 水平，且具有较好的耐受性，可有效减少患者感染，目前未有严重不良反应报告。

从患者角度看，SCIG 能实现自我管理、在家输注，可节约交通和就诊时间及费用，提高生活质量。根据基立福投资者交流材料，部分欧洲国家在 IG 治疗首选给药途径的偏好上，对 SCIG 的偏好已经超过了 IVIG。从医院和政府角度看，SCIG 可以改变原发性免疫缺陷病人需要定期“月供式住院”的需求，从而节省医疗资源，合理控制住院费用。各方均有动力对 IVIG 进行 SCIG 的替代。

图表 39：SCIG 较于 IVIG 的优点

<b>安全性</b>	可有效减少患者感染，全身不良反应更少
<b>有效性</b>	在 PID 治疗的给药周期内能持续维持更好的 IgG 水平
<b>便捷性</b>	可在家注射
<b>耐受性</b>	更好
<b>舒适性</b>	显著缩短输注时间和次数
<b>个性化</b>	小型给药泵，患者可根据自身需求定制治疗方案

资料来源：《世界临床药物》，太平洋证券整理

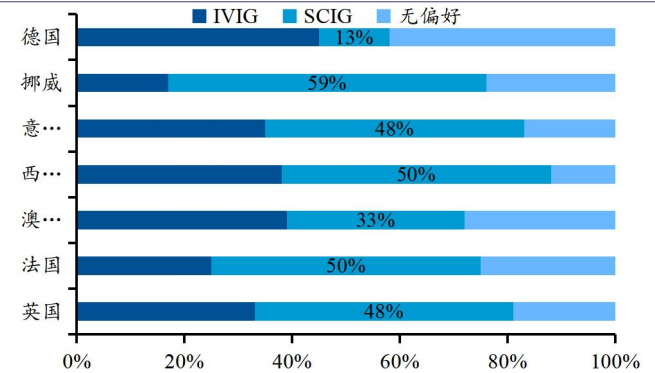
参考美国，2006 年就有首款 SCIG 上市，2010 年来新产品陆续获批。其中，Grifols 于 2019 年上市的 Xembify 近三年销售额增速为 55.0%、33.7%、37.3%，均保持较高增长。受益于疫情后医生对丙球的认知改善，加上 SCIG 本身在便利性、安全性上的优越性，预计未来 5 年内 SCIG 可成为天坛生物的全新增长点。

图表 41：美国上市的部分 SCIG 产品

产品名称	公司	适应症	时间
Vivaglobin	CSL	原发性免疫缺陷 (PID) 患者的治疗	2006
Hizentra	CSL	成人和 2 岁及以上儿童患者的原发性免疫缺陷 (PI) 的治疗；成人慢性炎性脱髓鞘性多发性神经病 (CIDP) 的维持治疗	2010
CUVITRU	Baxalta	成人和两岁及以上儿童患者原发性体液免疫缺陷 (PI) 的替代疗法	2016
CUTAQUIG	OCTAPHARMA	成人和 2 岁及以上儿童的原发性体液免疫缺陷 (PI) 的治疗	2018
Xembify	Grifols	治疗 2 岁及以上患者的原发性体液免疫缺陷 (PI)	2019

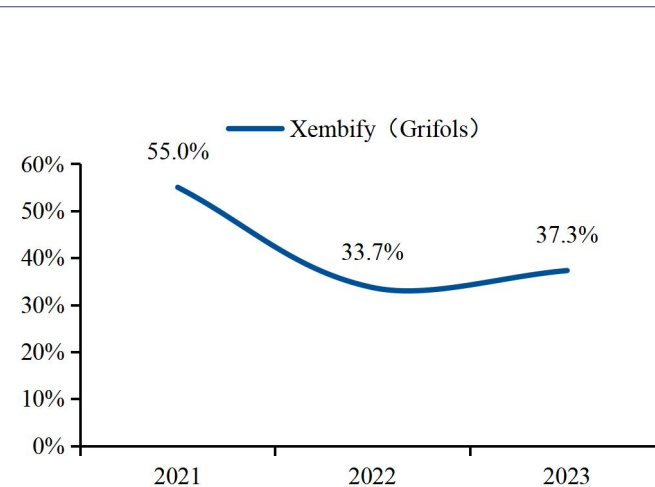
资料来源：FDA，太平洋证券整理

图表 40：部分欧洲国家 IG 治疗的首选给药途径偏好



资料来源：Grifols 投资交流，太平洋证券整理

图表 42：2021-2023 年 Xembify 销售额增速



资料来源：Grifols 公司公告，太平洋证券整理

#### 四、盈利预测及估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 57.10 亿/66.03 亿/76.12 亿元；归母净利润分别为 13.97 亿/15.38 亿/18.56 亿元；EPS 0.71/0.78/0.94 元；按照 2024 年 12 月 3 日收盘价，PE 为 30/27/23x，维持“买入”评级。

#### 五、风险提示

收购的浆站投产及单站采浆增长不及预期的风险；10%静丙推广不及预期的风险；产品安全性导致的潜在风险。

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,713	4,555	5,704	7,087	8,787
应收和预付款项	1,041	129	203	235	269
存货	2,332	2,844	2,935	3,289	3,479
其他流动资产	185	40	34	40	47
流动资产合计	7,271	7,569	8,876	10,651	12,583
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	72	69	67	65	63
固定资产	2,477	2,793	2,793	2,877	2,948
在建工程	1,532	2,044	2,270	2,370	2,470
无形资产开发支出	930	1,050	1,112	1,150	1,400
长期待摊费用	64	107	97	87	77
其他非流动资产	7,854	8,126	9,426	11,201	13,133
资产总计	12,929	14,188	15,764	17,749	20,089
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	69	180	123	139	155
长期借款	254	0	0	0	0
其他负债	1,250	1,253	1,253	1,437	1,608
负债合计	1,574	1,434	1,376	1,575	1,763
股本	1,648	1,648	1,977	1,977	1,977
资本公积	2,793	2,793	2,463	2,463	2,463
留存收益	4,355	5,382	6,500	7,730	9,215
归母公司股东权益	8,795	9,823	10,940	12,170	13,655
少数股东权益	2,560	2,932	3,448	4,003	4,672
股东权益合计	11,356	12,754	14,389	16,173	18,327
负债和股东权益	12,929	14,188	15,764	17,749	20,089

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,126	2,394	1,919	2,129	2,724
投资性现金流	-1,871	-1,247	-488	-440	-654
融资性现金流	-378	-508	-282	-305	-369
现金增加额	-1,123	639	1,149	1,383	1,700

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,261	5,180	5,710	6,603	7,612
营业成本	2,170	2,551	2,644	3,118	3,481
营业税金及附加	45	49	57	66	76
销售费用	262	271	206	317	365
管理费用	366	469	480	541	609
财务费用	-58	-50	-43	-54	-68
资产减值损失	-2	-2	-2	-0	-0
投资收益	28	37	34	40	46
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,432	1,805	2,281	2,496	3,010
其他非经营损益	-6	-6	-3	-5	-5
利润总额	1,426	1,799	2,278	2,491	3,005
所得税	222	289	365	399	481
净利润	1,205	1,509	1,914	2,092	2,525
少数股东损益	324	400	517	554	669
归母股东净利润	881	1,110	1,397	1,538	1,856

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	49.08%	50.76%	53.70%	52.78%	54.26%
销售净利率	20.67%	21.42%	24.47%	23.29%	24.38%
销售收入增长率	3.63%	21.57%	10.21%	15.66%	15.27%
EBIT 增长率	12.50%	29.17%	30.05%	9.03%	20.56%
净利润增长率	15.91%	25.99%	25.87%	10.09%	20.65%
ROE	10.02%	11.30%	12.77%	12.64%	13.59%
ROA	6.81%	7.82%	8.86%	8.67%	9.24%
ROIC	9.56%	11.27%	13.01%	12.62%	13.43%
EPS(X)	0.53	0.67	0.71	0.78	0.94
PE(X)	44.77	46.18	30.26	27.49	22.78
PB(X)	4.45	5.19	3.86	3.47	3.10
PS(X)	9.18	9.84	7.40	6.40	5.55
EV/EBITDA(X)	23.51	23.15	14.76	13.04	10.41

资料来源：携宁，太平洋证券



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。