



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 29 日

#### 基础数据

04 月 28 日收盘价（元）	19.06
总市值（亿元）	376.89
总股本（亿股）	19.77

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关研究

【兴证医药】天坛生物（600161.SH）  
2024 年中报点评：浆量稳步增加，盈利能力显著提升-2024.09.03

#### 分析师：孙媛媛

S0190515090001  
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

#### 分析师：黄翰漾

S0190519020002  
huanghanyang@xyzq.com.cn

#### 分析师：东楠

S0190521030001  
dongnan@xyzq.com.cn

天坛生物(600161.SH)

## 公司采浆量稳步提升，血制品收入实现稳健增长

### 投资要点：

- **事件：**天坛生物发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 60.32 亿元，同比增长 16.44%；实现归母净利润 15.49 亿元，同比增长 39.58%；实现扣非归母净利润 15.19 亿元，同比增长 37.52%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 13.18 亿元，同比增长 7.84%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比下降 22.90%；实现扣非归母净利润 2.39 亿元，同比下降 23.71%。
- **公司浆量稳步提升，血制品收入实现稳健增长。**截至 2025 年 3 月 29 日，公司下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 107 家；2024 年，公司采浆量再创新高，公司下属 85 家在营单采血浆站采集血浆 2781 吨，同比增长 15.15%，国内行业占比约 20%，继续保持国内先进水平。2024 年，公司下属成都蓉生以 1.85 亿美元总金额完成中原瑞德 100% 股权的收购，公司新增一家血液制品生产企业，新增 5 个在营单采血浆站，年采浆量增加百余吨，进一步开拓血浆资源，扩大采浆规模和生产规模，提升公司的综合竞争实力。2024 年，公司人血白蛋白营收 25.10 亿元，同比 +11.70%，毛利率 51.20%，同比+2.50pp；静注人免疫球蛋白营收 27.58 亿元，同比 +18.90%，毛利率 56.95%，同比+6.58pp；其他血制品营收 7.45 亿元，同比+25.10%，毛利率 57.94%，同比-1.84pp。
- **盈利预测与评级：**公司年采浆量及血制品收入稳居全国领先地位，规模优势明显。随着公司采浆量持续增长，销售渠道不断完善，新品上市后陆续进入放量期，海外业务发展渐入佳境，预计未来公司血制品业务仍有望保持稳健增长，此外盈利能力也有望进一步提升。我们调整对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 17.17 亿元、19.54 亿元、22.05 亿元，对应 2025 年 4 月 28 日收盘价，市盈率分别为 21.9 倍、19.3 倍、17.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动超预期，产品放量不及预期，产品价格波动风险，行业竞争加剧风险，研发风险，并购整合不及预期风险等。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6032	6859	7725	8638
同比增长	16.4%	13.7%	12.6%	11.8%
归母净利润（百万元）	1549	1717	1954	2205
同比增长	39.6%	10.9%	13.8%	12.9%
毛利率	54.7%	53.9%	54.2%	54.3%
ROE	13.9%	13.9%	14.3%	14.5%
每股收益（元）	0.78	0.87	0.99	1.12
市盈率	24.3	21.9	19.3	17.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

- 天坛生物发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 60.32 亿元，同比增长 16.44%；实现归母净利润 15.49 亿元，同比增长 39.58%；实现扣非归母净利润 15.19 亿元，同比增长 37.52%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 13.18 亿元，同比增长 7.84%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比下降 22.90%；实现扣非归母净利润 2.39 亿元，同比下降 23.71%。

## 点评

- 公司浆量稳步提升，血制品收入实现稳健增长。截至 2025 年 3 月 29 日，公司下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 107 家；2024 年，公司采浆量再创新高，公司下属 85 家在营单采血浆站采集血浆 2781 吨，同比增长 15.15%，国内行业占比约 20%，继续保持国内先进水平。2024 年，公司下属成都蓉生以 1.85 亿美元总金额完成中原瑞德 100% 股权的收购，公司新增一家血液制品生产企业，新增 5 个在营单采血浆站，年采浆量增加百余吨，进一步开拓血浆资源，扩大采浆规模和生产规模，提升公司的综合竞争实力。2024 年，公司人血白蛋白营收 25.10 亿元，同比+11.70%，毛利率 51.20%，同比+2.50pp；静注人免疫球蛋白营收 27.58 亿元，同比+18.90%，毛利率 56.95%，同比+6.58pp；其他血制品营收 7.45 亿元，同比+25.10%，毛利率 57.94%，同比-1.84pp。
- 公司坚持创新驱动，加速研发进展。2024 年，成都蓉生人纤维蛋白原获得《药品补充申请批准通知书》；皮下注射人免疫球蛋白完成 III 期临床试验，国内首家递交上市许可申请，并获得受理；注射用重组人凝血因子 VIIa 完成 III 期临床试验，并于 2025 年 1 月递交上市许可申请，并获得受理；注射用重组人凝血因子 VIII-Fc 融合蛋白开展 I 期临床试验；人凝血因子 IX、第四代 10% 浓度静注人免疫球蛋白（蓉生静丙®10%）新增治疗慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病适应症获得《药物临床试验批准通知书》。兰州血制人凝血酶原复合物获得《药品注册证书》。武汉血制人凝血酶原复合物获得《药物临床试验批准通知书》。贵州血制人凝血酶原复合物开展 III 期临床试验。
- 公司积极拓展海外市场，蓄力国际业务。2024 年，公司稳步推进新产品国际市场开发和注册准备工作，完成静注人免疫球蛋白（pH4）和乙型肝炎人免疫球蛋白在中国澳门上市备案，实现破伤风人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白

( pH4 )、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等产品出口。2024 年，公司国外地区营收 370 万元，同比 76.35%，毛利率 65.28%，同比+1.37pp。

- **2024 年 Q4 单季度：**公司实现营业收入 19.59 亿元，同比增长 69.06%；实现归母净利润 4.97 亿元，同比增长 123.58%；实现扣非归母净利润 4.75 亿元，同比增长 111.21%。
- **费用及经营性现金流情况：**2024 年，公司销售费用 1.33 亿元，同比-50.69%，销售费用率 2.21%，同比-3.01pp，主要为市场开发费、职工薪酬同比降幅较大；管理费用 4.81 亿元，同比+2.46%，管理费用率 7.97%，同比-1.09pp；财务费用-0.33 亿元，2023 年同期为-0.50 亿元，主要为募集资金减少及其他非专项资金整体规模较 2024 年初减少，利息收入减少；研发费用 1.43 亿元，同比+2.03%，研发费用率 2.37%，同比-0.33pp。2024 年，公司实现经营现金流净额 8.20 亿元，同比-65.75%，主要为 2024 年第三季度开始执行新的信用政策，应收票据、应收账款同比增加，同时 2023 年同期应收票据到期收款金额较大，加之 2024 年采浆量增加等原因增加资金占用导致经营现金流出增加。2025 年第一季度，公司销售费用 0.34 亿元，同比-38.15%，销售费用率 2.61%，同比-1.93pp；管理费用 1.18 亿元，同比+9.34%，管理费用率 8.98%，同比+0.12pp；财务费用-0.01 亿元，2024 年第一季度同期为-0.14 亿元；研发费用 0.30 亿元，同比+23.90%，研发费用率 2.30%，同比+0.30pp。2025 年第一季度，公司实现经营现金流净额-3.02 亿元，同比-164.34%，主要由于公司执行新销售信用政策，销售商品收到的现金流减少，加之支付的各项税费增加，经营活动现金流量净额变动比例较大。
- **盈利预测与评级：**公司年采浆量及血制品收入稳居全国领先地位，规模优势明显。随着公司采浆量持续增长，销售渠道不断完善，新品上市后陆续进入放量期，海外业务发展渐入佳境，预计未来公司血制品业务仍有望保持稳健增长，此外盈利能力也有望进一步提升。我们调整对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 17.17 亿元、19.54 亿元、22.05 亿元，对应 2025 年 4 月 28 日收盘价，市盈率分别为 21.9 倍、19.3 倍、17.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动超预期，产品放量不及预期，产品价格波动风险，行业竞争加剧风险，研发风险，并购整合不及预期风险等。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>7722</b>	<b>9643</b>	<b>11626</b>	<b>13984</b>
货币资金	2686	3875	5297	7037
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1113	1254	1409	1571
预付款项	31	38	44	47
存货	3869	4390	4814	5257
其他	24	85	63	71
<b>非流动资产</b>	<b>8147</b>	<b>8488</b>	<b>8744</b>	<b>8880</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3307	3412	3475	3495
在建工程	2478	2583	2641	2662
无形资产	917	1024	1150	1245
商誉	572	572	572	572
其他	872	897	906	906
<b>资产总计</b>	<b>15870</b>	<b>18131</b>	<b>20370</b>	<b>22864</b>
<b>流动负债</b>	<b>1120</b>	<b>1527</b>	<b>1673</b>	<b>1798</b>
短期借款	0	35	35	35
应付票据及应付账款	81	139	170	160
其他	1039	1353	1468	1603
<b>非流动负债</b>	<b>216</b>	<b>244</b>	<b>262</b>	<b>286</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	216	244	262	286
<b>负债合计</b>	<b>1336</b>	<b>1771</b>	<b>1935</b>	<b>2084</b>
股本	1977	1977	1977	1977
未分配利润	6411	7355	8429	9642
少数股东权益	3394	4019	4727	5528
<b>股东权益合计</b>	<b>14533</b>	<b>16360</b>	<b>18435</b>	<b>20780</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>15870</b>	<b>18131</b>	<b>20370</b>	<b>22864</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1549	1717	1954	2205
折旧和摊销	363	478	540	599
营运资金的变动	-1666	-372	-422	-500
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>820</b>	<b>2410</b>	<b>2748</b>	<b>3069</b>
资本支出	-1067	-803	-768	-716
长期投资	-938	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1859</b>	<b>-775</b>	<b>-753</b>	<b>-685</b>
债权融资	0	76	18	24
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-370</b>	<b>-445</b>	<b>-573</b>	<b>-644</b>
现金净变动	-1410	1189	1422	1740

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>6032</b>	<b>6859</b>	<b>7725</b>	<b>8638</b>
营业成本	2732	3163	3540	3948
税金及附加	61	69	76	86
销售费用	133	178	209	242
管理费用	481	562	626	691
研发费用	143	192	215	238
财务费用	-33	-46	-66	-92
投资收益	64	56	67	79
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-7	-3	-4	-5
资产减值损失	-53	-16	-21	-28
<b>营业利润</b>	<b>2558</b>	<b>2829</b>	<b>3215</b>	<b>3631</b>
营业外收支	-11	-8	-8	-9
<b>利润总额</b>	<b>2547</b>	<b>2822</b>	<b>3207</b>	<b>3622</b>
所得税	435	480	545	616
净利润	2112	2342	2661	3006
少数股东损益	563	625	708	801
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1549</b>	<b>1717</b>	<b>1954</b>	<b>2205</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.78</b>	<b>0.87</b>	<b>0.99</b>	<b>1.12</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	16.4%	13.7%	12.6%	11.8%
营业利润增长率	41.7%	10.6%	13.6%	12.9%
归母净利润增长率	39.6%	10.9%	13.8%	12.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	54.7%	53.9%	54.2%	54.3%
归母净利率	25.7%	25.0%	25.3%	25.5%
ROE	13.9%	13.9%	14.3%	14.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.4%	9.8%	9.5%	9.1%
流动比率	6.89	6.32	6.95	7.78
速动比率	3.41	3.41	4.04	4.82
<b>营运能力</b>				
资产周转率	40.1%	40.3%	40.1%	40.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.78	0.87	0.99	1.12
每股经营现金	0.41	1.22	1.39	1.55
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	24.3	21.9	19.3	17.1
PB	3.4	3.1	2.7	2.5

### 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn