

采浆量稳健增长，控费水平提升

——天坛生物（600161）点评报告

买入（维持）

2025 年 05 月 06 日

事件：

3 月 29 日，公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现总营业收入 60.32 亿元（+16.44%）；实现归母净利润 15.49 亿元（+39.58%）。

4 月 26 日，公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司实现总营业收入 13.18 亿元（+7.84%），实现归母净利润 2.44 亿元（-22.90%），主要是因为产品价格下降减少的利润大于销量增长增加的利润。

投资要点：

浆站和采浆量：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。截至 2024 年，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，其中在营单采血浆站数量达 85 家，实现血浆采集 2,781 吨（+15.15%），保持国内行业占比约 20%。浆站数量和血浆采集规模均持续保持国内领先。

血制品收入：截至 2024 年，公司共计拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子等三大类、15 个品种、90 个血液制品生产文号，公司下辖成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制、西安血制、中原瑞德七家血液制品企业。2024 年，公司血制品收入 60.13 亿元（+16.48%），其中，人血白蛋白收入 25.10 亿元（+11.70%），静丙收入 27.58 亿元（+18.90%），其他血制品收入 7.45 亿元（+25.10%），可以看出核心产品增长稳健。

研发成果：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，获得受理；注射用重组人凝血因子Ⅷa 完成Ⅲ期临床试验，并于 2025 年 1 月递交上市许可申请，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

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）	19.09
总市值（亿元）	377.48
流通A股市值（亿元）	377.48

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

2024Q3 业绩承压，盈利能力提升
采浆量双位数增长，利润端增速超预期
2024Q1：收入稳健，盈利能力提升

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6031.87	6819.64	7688.75	8647.64
增长率（%）	16.44	13.06	12.74	12.47
归母净利润（百万元）	1549.16	1644.01	1901.60	2079.65
增长率（%）	39.58	6.12	15.67	9.36
每股收益（元）	0.78	0.83	0.96	1.05
市盈率（倍）	24.37	22.96	19.85	18.15
市净率（倍）	3.39	2.90	2.57	2.29

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

《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。

毛利率承压，费用优化。公司 2024 年和 2025Q1 毛利率分别为 54.70%（同比增加 3.94 个百分点）和 45.87%（同比减少 10.20 个百分点）；2024 年和 2025Q1 销售/管理/财务费用率合计分别为 9.64%（同比减少 3.69 个百分点）和 11.48%（同比减少 0.74 个百分点）。可以看出，产品价格下降压低了公司毛利率水平，但公司费用控制水平提高。

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，基于公司定期报告披露，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 16.44/19.02/20.80 亿元（调整前为 14.45 亿元/17.46 亿元/-），对应 EPS0.83 元/股、0.96 元/股、1.05 元/股，对应 PE 为 22.96/19.85/18.15（对应 2025 年 4 月 30 日收盘价 19.09 元），维持“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

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6032	6820	7689	8648
同比增速 (%)	16.44	13.06	12.74	12.47
营业成本	2732	3060	3433	3840
毛利	3299	3760	4255	4807
营业收入 (%)	54.70	55.13	55.35	55.59
税金及附加	61	68	76	86
营业收入 (%)	1.01	0.99	0.99	1.00
销售费用	133	355	400	450
营业收入 (%)	2.21	5.20	5.20	5.20
管理费用	481	621	700	787
营业收入 (%)	7.97	9.10	9.10	9.10
研发费用	143	191	215	242
营业收入 (%)	2.37	2.80	2.80	2.80
财务费用	-33	-38	-91	-110
营业收入 (%)	-0.55	-0.55	-1.18	-1.27
资产减值损失	-53	-1	-2	-2
信用减值损失	-7	0	0	0
其他收益	40	39	54	0
投资收益	64	47	56	0
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
营业利润	2558	2649	3063	3351
营业收入 (%)	42.40	38.84	39.84	38.75
营业外收支	-11	-6	-6	-6
利润总额	2547	2643	3057	3345
营业收入 (%)	42.23	38.75	39.76	38.68
所得税费用	435	396	459	502
净利润	2112	2246	2598	2843
营业收入 (%)	35.02	32.94	33.80	32.87
归属于母公司的净利润	1549	1644	1902	2080
同比增速 (%)	39.58	6.12	15.67	9.36
少数股东损益	563	602	697	763
EPS（元/股）	0.78	0.83	0.96	1.05

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.78	0.83	0.96	1.05
BVPS	5.63	6.59	7.43	8.35
PE	24.37	22.96	19.85	18.15
PEG	0.62	3.75	1.27	1.94
PB	3.39	2.90	2.57	2.29
EV/EBITDA	13.21	10.33	8.62	7.60
ROE	13.91%	12.61%	12.94%	12.60%
ROIC	14.25%	12.95%	12.95%	12.47%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2686	6239	7580	9093
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1113	3093	3468	3881
存货	3869	0	0	0
预付款项	31	86	98	109
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	24	134	135	160
流动资产合计	7722	9552	11281	13243
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3307	3763	4142	4521
在建工程	2478	2878	3128	3378
无形资产	917	1091	1253	1402
商誉	572	622	672	722
递延所得税资产	42	43	43	43
其他非流动资产	830	1093	1122	1160
资产总计	15870	19043	21643	24470
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	81	165	199	212
预收账款	0	0	0	0
合同负债	213	341	384	432
应付职工薪酬	22	61	69	78
应交税费	222	178	197	224
其他流动负债	582	1047	1177	1321
流动负债合计	1120	1793	2027	2267
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	62	59	59	59
其他非流动负债	154	162	172	182
负债合计	1336	2013	2258	2507
归属于母公司的所有者权益	11139	13032	14691	16506
少数股东权益	3394	3997	4694	5457
股东权益	14533	17029	19385	21962
负债及股东权益	15870	19043	21643	24470

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	820	5045	2942	3192
投资	-938	0	0	0
资本性支出	-1067	-1554	-1371	-1371
其他	147	-200	6	-50
投资活动现金流净额	-1859	-1753	-1365	-1421
债权融资	0	17	10	10
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-353	-212	-246	-269
其他	-18	-2	0	0
筹资活动现金流净额	-370	-197	-236	-259
现金净流量	-1410	3094	1341	1512

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