

评级变动报告

天坛生物 600161.SH



鉴于行业供需及审批节奏发生实质变化，我们全面下调了天坛生物未来三年及远期的采浆量与毛利率预期，导致公司远期估值中枢同步下移。

核心原因如下：

**浆站审批与建设后移：**“十四五”浆站拓建集中在末期，且2026年最新批筹进展及血制品需求显示审批实质性后移，导致近期采浆不及预期、远期爬坡周期拉长。

**核心品种价格承压：**白蛋白供需调整，且静丙受院内合规趋严抑制需求及行业竞争加剧影响，价格超预期走低。尽管远期价格有望企稳回升，但在医保控费常态化下，长期价格中枢已整体下移。

**观点重申与结论：**短期高增长红利阶段性承压，远期成长斜率与盈利天花板回归理性。但公司作为血制品绝对龙头的规模优势与资源壁垒未变，未来核心看点将由高价驱动转向效率与规模驱动。

公司基本信息



天坛生物是国内血制品龙头企业，隶属中国生物，前身为北洋政府时期的中央防疫处，是我国最早从事血液制品工业化生产的企业之一。公司专注于人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（静丙）、凝血因子等核心产品，广泛应用于免疫调节、感染防治和出血性疾病治疗。旗下拥有成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制等七家子公司，采浆量和产能均居全国前列。凭借完善的浆源体系和严格的质量管控，天坛生物在国内血制品领域保持稳固领先地位。

公司深度评级

|        |         |      |        |          |                     |
|--------|---------|------|--------|----------|---------------------|
| 所属行业   | 医疗健康    | 成长空间 | ↓↓☆☆☆☆ | DDM估值：价值 | 345.85亿(较上期-17.85%) |
| 当前股价   | 13.47元  | 盈利趋势 | ☆☆☆☆☆  | 状态       | 偏低估(上行空间+30%)       |
| 总市值    | 266.35亿 | 产业格局 | ☆☆☆☆☆  |          |                     |
| PE-TTM | 27.39   | 护城河  | ☆☆☆☆☆  | 动态估值：价值  | 343.64亿(较上期-13.49%) |
| PB-MRQ | 2.25    |      |        | 状态       | 偏低估(上行空间+29%)       |

公司盈利预测

| 天坛生物          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 51.8  | 60.3  | 61.7  | 64.5  | 68.1  | 71.4  | 79.5  | 87.9  |
| 归母净利润(亿)      | 11.1  | 15.5  | 10.9  | 11.0  | 12.6  | 13.1  | 14.2  | 15.5  |
| 归母净利润增速(%)    | 26.0  | 39.6  | -29.6 | 1.0   | 14.1  | 4.4   | 8.3   | 8.8   |
| 经营性净利润(亿)     | 14.4  | 20.3  | 14.6  | 14.4  | 16.5  | 17.2  | 18.7  | 20.5  |
| 经营性净利润增速(%)   | 26.7  | 41.2  | -28.2 | -1.3  | 14.4  | 4.5   | 8.5   | 9.3   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 10.6  | 14.9  | 10.7  | 10.6  | 12.1  | 12.6  | 13.7  | 15.0  |
| 经营性归母净利润增速(%) | 27.4  | 40.8  | -28.3 | -1.2  | 14.4  | 4.5   | 8.5   | 9.3   |

资料来源：壹评级

## 量化评级变动分析

### 经营绩效评级

#### 经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

**成长能力下降1.5星级：**上期星级3.5星，本期星级2.0星。

主要系近期新浆站获批节奏以及老浆站采浆量增速有所放缓，叠加核心产品价格承压，公司营收增速、归母净利润增速转负，导致成长能力星级下降。

**业务控制力及财务健康下降0.5星级：**上期星级2.5星，本期星级2.0星。

主要系医疗合规及院内相关举措短期内抑制了部分终端需求，同时行业竞争加剧，公司经营性现金流及净占款情况短期恶化，导致业务控制力及财务健康评级降低。

**盈利能力下降0.5星级：**上期星级4.5星，本期星级4.0星。

主要系近期由于核心产品价格承压，公司ROE、ROIC、扣非净利率均有所下滑，导致盈利能力星级下降。

## 深度评级变动分析

### 四维深度评级

#### 四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-02

#### 分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-02

**成长空间下降0.5星级：**上期星级3.5星，本期星级3.0星。

结合近期审批趋势，我们下调了公司近期及远期采浆量天花板预测，导致公司远期营收天花板和短期CAGR变化，进而影响了成长空间。

### 估值评级

DDM估值下降-17.85%：上期 421.00亿，本期 345.85亿。

我们对公司营业收入的远期预测进行了下调，主要是我们对采浆量的预测做出调整。

采浆量：经过评估，结合近期审批趋势，我们同步下调了公司远期采浆量天花板预测。鉴于“十五五”新浆站获批与拓建审批实质性后移，这不仅延缓了近期的产能释放，也意味着远期新站从获批、建设到爬坡满产的整体周期被动拉长。叠加各省对新设浆站资源审批的合规与风控门槛持续收紧，中长期内新站的单站贡献效率及整体拓建密度大概率难以达到此前乐观预期，导致远期采浆规模增速斜率放缓。

我们对公司净利率的远期预测进行了下调，主要是我们对毛利率的预测做出调整。

毛利率：经过评估，尽管我们维持血制品价格远期有望企稳回升的判断，但由于价格反弹中枢下移，我们同步下调了远期整体毛利率预测。尽管阶段性供需失衡修复后价格将迎来反弹，但行业中长期阵痛已改变价格锚点。一方面，医疗合规常态化与医保控费趋严对终端价格形成长期制约；另一方面，行业壁垒抬升、新竞争者产能逐步释放，促使市场竞争由“高价高利”向“效率竞争”演变。行业进入价格中枢整体下移的新常态，即便价格回升也难以重返此前高点，远期毛利率修复空间受限。

动态估值下降-13.49%：上期 397.24亿，本期 343.64亿。

近期由于核心产品（人血白蛋白、静丙）价格下降幅度超预期，对公司中短期盈利能力带来不利影响，因此我们下调近期公司利润预期。同时由于产品价格中枢的下移，虽然我们整体预测逻辑未发生变化，但远期成长空间天花板受价格中枢的下降而受到一定限制。基于以上原因，公司动态估值有所下降。

## 盈利预测

### 核心假设及逻辑

公司的业务包括：人血白蛋白、静丙、其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

#### 人血白蛋白：

##### 收入假设：

1) 采浆量：基于此前新增浆站速度，给予远期保守每年新增3家浆站，乐观每年新增9家浆站。考虑新浆站需运营一定时间才能达到老浆站的采浆量水平，给予单站8-10吨/家的年采浆增量，老浆站考虑到运营及推广的精细化，给予单站2-3吨/家的年采浆增量。但是经过评估，我们对2026-2028年的采浆量预测较之前做出了显著下调，主要是因为“十四五”期间新浆站拓建具有明显的“前轻后重”特征，资源释放集中在末期。此前模型假设“十五五”浆站平稳推进，但结合2026年最新获批进展及终端血制品需求节奏来看，新浆站的获批与建设审批实质性后移，导致2026年实际采浆量不及预期。浆站建设前慢后快导致产能释放延后，故同步下调后续三年预测。

2) 吨浆收入：由于海外巨头在国内较低的人血白蛋白价格，以及疫情过后阶段性的供需错配，导致整体人血白蛋白价格承压，故吨浆收入出现下滑，未来预计小幅调整后趋稳，但由于近期价格持续承压超预期，故小幅下调远期价格中枢。

##### 盈利能力假设：

基于收入假设中对吨浆收入的预测，由于价格小幅下降，故未来毛利率也将小幅下降，但考虑到血制品的刚需性，预计仍能维持较高水准（远期约为43%）。

## 静丙：

### 收入假设：

1) 采浆量：基于此前新增浆站速度，给予远期保守每年新增3家浆站，乐观每年新增9家浆站。考虑新浆站需运营一定时间才能达到老浆站的采浆量水平，给予单站8-10吨/家的年采浆增量，老浆站考虑到运营及推广的精细化，给予单站2-3吨/家的年采浆增量。但是经过评估，我们对2026-2028年的采浆量预测较之前做出了显著下调，主要是因为“十四五”期间新浆站拓建具有明显的“前轻后重”特征，资源释放集中在末期。此前模型假设“十五五”浆站平稳推进，但结合2026年最新获批进展及终端血制品需求节奏来看，新浆站的获批与建设审批实质性后移，导致2026年实际采浆量不及预期。浆站建设前慢后快导致产能释放延后，故同步下调后续三年预测。

2) 吨浆收入：由于高浓度静丙价格更高，随着后续高浓度静丙的推广，静丙整体的吨浆收入有望持续提升。但由于医疗合规及院内相关举措短期内抑制了部分终端需求，另一方面，该品类前期高利润吸引行业竞争加剧，供需格局阶段性恶化，故远期小幅下调产品价格中枢。

### 盈利能力假设：

基于收入假设中对吨浆收入的预测，由于价格以及提取效率的提升，未来毛利率有望维持较高水平（远期约为50%）。

## 其他：

### 收入假设：

1) 采浆量：基于此前新增浆站速度，给予远期保守每年新增3家浆站，乐观每年新增9家浆站。考虑新浆站需运营一定时间才能达到老浆站的采浆量水平，给予单站8-10吨/家的年采浆增量，老浆站考虑到运营及推广的精细化，给予单站2-3吨/家的年采浆增量。但是经过评估，我们对2026-2028年的采浆量预测较之前做出了显著下调，主要是因为“十四五”期间新浆站拓建具有明显的“前轻后重”特征，资源释放集中在末期。此前模型假设“十五五”浆站平稳推进，但结合2026年最新获批进展及终端血制品需求节奏来看，新浆站的获批与建设审批实质性后移，导致2026年实际采浆量不及预期。浆站建设前慢后快导致产能释放延后，故同步下调后续三年预测。

2) 吨浆收入：公司持续推进研发，其他血液制品陆续获批上市，随着产品矩阵的拓展，吨浆收入小幅提升。

### 盈利能力假设：

基于收入假设中对吨浆收入的预测，由于产品矩阵的拓展，血浆的综合利用率提升，毛利率也将提升（远期约为50%）。

## 公司整体业绩预测

| 天坛生物          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 51.8  | 60.3  | 61.7  | 64.5  | 68.1  | 71.4  | 79.5  | 87.9  |
| 归母净利润(亿)      | 11.1  | 15.5  | 10.9  | 11.0  | 12.6  | 13.1  | 14.2  | 15.5  |
| 归母净利润增速(%)    | 26.0  | 39.6  | -29.6 | 1.0   | 14.1  | 4.4   | 8.3   | 8.8   |
| 经营性净利润(亿)     | 14.4  | 20.3  | 14.6  | 14.4  | 16.5  | 17.2  | 18.7  | 20.5  |
| 经营性净利润增速(%)   | 26.7  | 41.2  | -28.2 | -1.3  | 14.4  | 4.5   | 8.5   | 9.3   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 10.6  | 14.9  | 10.7  | 10.6  | 12.1  | 12.6  | 13.7  | 15.0  |
| 经营性归母净利润增速(%) | 27.4  | 40.8  | -28.3 | -1.2  | 14.4  | 4.5   | 8.5   | 9.3   |

数据来源：壹评级

## 公司分业务业绩预测

| 静丙          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 23.2  | 27.6  | 30.8  | 32.9  | 34.7  | 36.3  | 40.3  | 44.3  |
| 收入增速(%)     | 16.9  | 18.9  | 11.6  | 7.0   | 5.4   | 4.6   | 10.9  | 10.0  |
| 经营性净利润(亿)   | 7.1   | 10.4  | 8.9   | 9.3   | 10.2  | 10.6  | 11.6  | 12.6  |
| 经营性净利率(%)   | 30.8  | 37.6  | 29.1  | 28.2  | 29.3  | 29.3  | 28.8  | 28.3  |
| 经营性净利润增速(%) | 26.1  | 45.1  | -13.6 | 3.9   | 9.4   | 4.6   | 9.0   | 8.4   |
| 人血白蛋白       | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 22.5  | 25.1  | 24.4  | 25.0  | 26.4  | 27.6  | 30.7  | 33.7  |
| 收入增速(%)     | 17.9  | 11.7  | -2.7  | 2.3   | 5.7   | 4.6   | 10.9  | 10.0  |
| 经营性净利润(亿)   | 6.0   | 8.3   | 5.4   | 4.8   | 5.9   | 6.2   | 6.5   | 7.0   |
| 经营性净利率(%)   | 26.9  | 33.0  | 22.2  | 19.2  | 22.2  | 22.3  | 21.2  | 20.9  |
| 经营性净利润增速(%) | 21.9  | 37.1  | -34.4 | -11.5 | 22.1  | 5.1   | 5.5   | 8.2   |
| 其他          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 6.1   | 7.6   | 6.5   | 6.5   | 7.0   | 7.5   | 8.6   | 9.8   |
| 收入增速(%)     | 65.6  | 24.5  | -15.3 | 1.2   | 6.7   | 6.8   | 15.4  | 14.3  |
| 经营性净利润(亿)   | 1.2   | 1.7   | 0.2   | 0.3   | 0.5   | 0.4   | 0.6   | 0.9   |
| 经营性净利率(%)   | 20.1  | 22.4  | 3.6   | 4.9   | 6.6   | 5.9   | 7.1   | 8.7   |
| 经营性净利润增速(%) | 61.9  | 38.3  | -86.5 | 38.3  | 45.6  | -5.6  | 40.6  | 38.7  |

数据来源：壹评级

## 动态估值

### 公司整体及分业务动态估值

| 业务        | 半显性期<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| 人血白蛋白     | 8.0%         | 中等         | 较好    | 强          | 7.5%         | 19.5       | 9.1           |
| 静丙        | 7.5%         | 中等         | 非常好   | 强          | 7.5%         | 21.45      | 16.7          |
| 其他        | 8.3%         | 中等         | 一般    | 一般         | 7.5%         | 14.36      | 0.8           |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 人血白蛋白(亿)  | 44.6         | 107.4      | 152.0 | 6.6        | 42.5         | —          | 116.1         |
| 静丙(亿)     | 83.9         | 201.3      | 285.3 | 8.3        | 73.3         | —          | 220.3         |
| 其他(亿)     | 1.8          | 9.0        | 10.8  | 1.8        | 5.2          | —          | 7.3           |
| 公司整体测算(亿) | 130.4        | 317.7      | 448.0 | 16.6       | 121.0        | —          | 343.6         |

数据来源：壹评级

## DDM估值

### 公司整体及分业务DDM估值

| 业务        | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-----------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| 人血白蛋白(亿)  | 77.1      | 86.2      | 163.4 | 6.6  | 42.5         | —          | 127.4 |
| 静丙(亿)     | 128.0     | 143.9     | 271.9 | 8.3  | 73.3         | —          | 206.9 |
| 其他(亿)     | 7.7       | 7.3       | 14.9  | 1.8  | 5.2          | —          | 11.5  |
| 公司整体测算(亿) | 212.8     | 237.4     | 450.2 | 16.6 | 121.0        | —          | 345.9 |

数据来源：壹评级

## 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性较为优异，主要系产业属性、产业格局较好，且公司护城河持续性强，并且历史来看，收入和盈利能力的波动较小。但由于当前批签发数据变为批次，对销量的把握相对较低，因此对确定性有一定的削弱。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。