

评级变动报告

天坛生物 600161.SH



结合生物制品增值税政策变动、行业需求复苏节奏及产品价格调整情况，我们对公司2026年盈利预测进行调整，核心原因如下：

税率与价格双重调整挤压收入空间： 我们下调公司2026年营业收入预测。主要系生物制品增值税由3%简易征收上调至13%一般计税，对不含税收入形成直接挤压；同时，核心产品价格调整的影响已在此前预测中体现，综合导致短期收入承压。

多重因素叠加下调短期利润预期： 我们下调公司2026年归母净利润预测。增值税税率上调直接削弱盈利空间，且降价可能引发存量及渠道库存退货，带来潜在的存货跌价损失；同时，行业需求恢复弱于预期，终端消耗放缓进一步限制了利润释放。

公司业绩短期受增值税政策调整及价格复苏不及预期影响有所波动，但长期来看，血制品作为医疗刚需产品的核心属性并未改变，短期外部扰动不影响公司长期价值与壁垒，因此估值几乎不受到影响。

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	339.63亿(较上期-1.80%)
当前股价	12.56元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏低估(上行空间+37%)
总市值	248.36亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	32.53	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	335.77亿(较上期-2.29%)
PB-MRQ	2.09			状态	偏低估(上行空间+35%)

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	58.0	61.3	64.3	79.5	87.9
归母净利润(亿)	11.1	15.5	10.9	6.9	10.4	10.9	13.2	14.5
归母净利润增速(%)	26.0	39.6	-29.6	-36.4	50.2	5.0	20.9	9.5
经营性净利润(亿)	14.4	20.3	14.6	8.9	13.6	14.3	17.4	19.1
经营性净利润增速(%)	26.7	41.2	-28.2	-39.4	53.3	5.1	21.9	10.1
经营性归母净利润(亿)	10.6	14.9	10.7	6.5	10.0	10.5	12.7	14.0
经营性归母净利润增速(%)	27.4	40.8	-28.3	-39.3	53.3	5.1	21.9	10.1

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

估值评级

我们对公司2026年收入预测进行下调，主要基于增值税政策调整对收入端的直接挤压，以及核心产品价格变动的持续影响。

增值税调整：我们下调了2026年公司的营业收入预期。主要系生物制品增值税政策调整影响，适用的增值税税率由原先的3%简易征收上调至13%的一般计税，使得不含税收入规模受挤压；此外，核心产品价格因素已在此前预测中有所体现，综合导致短期收入预期下调。

我们对公司2026年归母净利润预测进行下调，主要基于税率政策切换、行业需求复苏放缓以及降价引发的存货损失风险。

增值税调整：我们下调了2026年公司的归母净利润预期。主要系生物制品增值税税率由3%简易征收上调至13%一般计税，导致公司整体盈利空间受挤压；此外，核心产品降价可能引发存量库存及渠道库存退货，进而带来潜在的存货跌价损失，对利润端形成额外拖累。

需求恢复弱于预期：行业整体需求复苏节奏慢于此前预期，终端采买意愿及消耗速度承压，叠加产品价格调整的影响，进一步限制了公司盈利能力的释放，故而下调短期内归母净利润预期。

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，给予未来保守每年新增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，综合来看年均采浆量增速约为10.8%。

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（约从93万元/吨下滑至88万元/吨）。

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45%）。

静丙：

收入假设：

1) 采浆量：基于此前新增浆站速度，给予未来保守每年新增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，综合来看年均采浆量增速约为10.8%。

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（约从96万元/吨上升至108万元/吨）。

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高位（远期约为56%）。

其他：

收入假设：

1) 采浆量：基于此前新增浆站速度，给予未来保守每年新增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，综合来看年均采浆量增速约为10.8%。

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（约从27万元/吨上升至30万元/吨）。

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65%）。

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	58.0	61.3	64.3	79.5	87.9
归母净利润(亿)	11.1	15.5	10.9	6.9	10.4	10.9	13.2	14.5
归母净利润增速(%)	26.0	39.6	-29.6	-36.4	50.2	5.0	20.9	9.5
经营性净利润(亿)	14.4	20.3	14.6	8.9	13.6	14.3	17.4	19.1
经营性净利润增速(%)	26.7	41.2	-28.2	-39.4	53.3	5.1	21.9	10.1
经营性归母净利润(亿)	10.6	14.9	10.7	6.5	10.0	10.5	12.7	14.0
经营性归母净利润增速(%)	27.4	40.8	-28.3	-39.3	53.3	5.1	21.9	10.1

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	29.6	31.2	32.7	40.3	44.3
收入增速(%)	16.9	18.9	11.6	-3.7	5.4	4.6	23.2	10.0
经营性净利润(亿)	7.1	10.4	8.9	6.2	8.4	8.8	10.8	11.8
经营性净利率(%)	30.8	37.6	29.1	20.8	26.8	27.0	26.7	26.5
经营性净利润增速(%)	26.1	45.1	-13.6	-31.2	36.1	5.2	22.3	9.2
人血白蛋白	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	22.5	25.1	24.4	22.5	23.8	24.9	30.7	33.7
收入增速(%)	17.9	11.7	-2.7	-7.9	5.7	4.6	23.2	10.0
经营性净利润(亿)	6.0	8.3	5.4	2.4	4.8	5.1	6.0	6.6
经营性净利率(%)	26.9	33.0	22.2	10.9	20.3	20.5	19.7	19.5
经营性净利润增速(%)	21.9	37.1	-34.4	-55.0	97.4	5.7	18.5	8.9
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.1	7.6	6.5	5.9	6.3	6.7	8.6	9.8
收入增速(%)	65.6	24.5	-15.3	-9.0	6.7	6.8	28.2	14.3
经营性净利润(亿)	1.2	1.7	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8
经营性净利率(%)	20.1	22.4	3.6	4.3	5.9	5.3	6.6	8.1
经营性净利润增速(%)	61.9	38.3	-86.5	10.1	47.3	-5.4	60.6	40.0

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 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
静丙	7.5%	中等	非常好	强	7.5%	21.45	16.0
人血白蛋白	7.4%	中等	较好	强	7.5%	19.5	9.5
其他	5.6%	中等	一般	一般	7.5%	14.36	1.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
静丙(亿)	76.3	192.2	268.5	8.3	40.0	-	236.8
人血白蛋白(亿)	46.1	103.8	149.9	6.6	68.4	-	88.1
其他(亿)	5.0	9.0	14.0	1.8	4.9	-	10.9
公司整体测算(亿)	127.4	305.0	432.4	16.6	113.3	-	335.8

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 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
静丙(亿)	119.6	143.9	263.5	8.3	40.0	—	231.8
人血白蛋白(亿)	71.9	86.2	158.1	6.6	68.4	—	96.3
其他(亿)	7.5	7.3	14.7	1.8	4.9	—	11.6
公司整体测算(亿)	198.9	237.4	436.3	16.6	113.3	—	339.6

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任何变更。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。