

静丙带动短期业绩，浆站建设提速提升成长空间

——天坛生物(600161.SH)年报及一季报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年及 2023Q1 业绩。2022 年公司实现营业总收入 42.61 亿元 (+3.63%)，归母净利润 8.81 亿元 (+15.92%)，扣非归母净利润 8.54 亿元 (+12.93%)。其中，2022Q4 实现营业总收入 13.49 亿元 (+4.20%)，归母净利润 2.80 亿元 (+38.74%)，扣非归母净利润 2.71 亿元 (+32.60%)。2023Q1 公司实现营业总收入 12.92 亿元 (+83.30%)，归母净利润 2.62 亿元 (+109.23%)，扣非归母净利润 2.53 亿元 (+118.19%)。
- **保持行业领先地位，筹备浆站数量充足。** 2022 年，公司依托央企平台优势，新设 22 家浆站。截至 2022 年底，公司在营浆站已达 70 家，筹建中浆站 32 家。2022 年公司采浆量 2035 吨，同比增长达 11%，占行业总采浆量达 20%。公司浆站数量及采浆规模均持续保持国内领先。
- **扩产项目陆续落地，奠定长期增长基础。** 公司永安厂区已于 2022 年 8 月开始投产，未来随着云南项目和兰州项目逐步建成投产，公司将拥有三个单厂投浆能力超千吨的血液制品生产基地。三个千吨级扩产项目搭配充足的在建浆站，奠定公司长期增长基础。
- **行业景气度短期受益于静丙火爆，长期受益于诊疗恢复。** 由于 1 月疫情期间静丙缺口较大，2-3 月依然处于补库存状态，公司 2023Q1 业绩高增长。此外，受益于医疗服务复苏，和手术量密切相关的白蛋白有望恢复高增长。2023Q1 公司实现净利润 2.62 亿，23Q1 相较 21Q1 增长 72.4%，两年 Q1 复合增长 31.3%。
- **投资建议:** 天坛是国内血制品龙头企业，十四五期间浆站扩张最大受益者，预计成都永安、云南基地和兰州建成后，公司将拥有 4000-5000 吨的血浆处理能力，赶上国际一线血制品公司规模。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 10.78/13.15/15.27 亿元，同比增长 22.34%、21.98% 和 16.11%，对应 EPS 为 0.65/0.80/0.93 元，对应 PE 为 41/33/29 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 血制品安全性问题及单采血浆站监管风险、疫情反复影响采浆及终端需求的风险、新产品研发和上市进度不达预期的风险等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4261.30	5158.58	6298.79	7378.55
收入增长率%	3.63	21.06	22.10	17.14
净利润(百万元)	881.03	1077.88	1314.84	1526.71
利润增速%	15.92	22.34	21.98	16.11
毛利率%	49.08	49.55	50.04	50.03
摊薄 EPS(元)	0.53	0.65	0.80	0.93
PE	49.92	40.80	33.45	28.81
PB	5.00	4.45	3.93	3.46
PS	10.32	8.53	6.98	5.96

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

天坛生物(600161.SH)

推荐 维持评级

合理估值区间: 29.25-32.50 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

刘晖

☎: 010-80927650

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

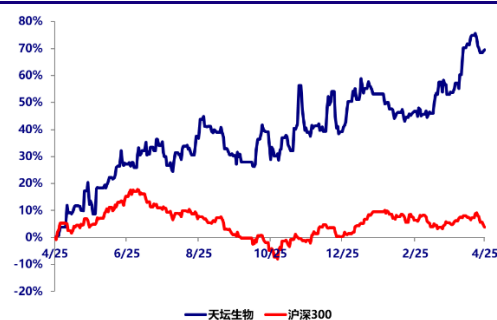
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2023-04-25

A 股收盘价(元)	26.74
A 股一年内最高价(元)	27.92
A 股一年内最低价(元)	14.87
沪深 300	3962.67
总股本(万股)	164780.95

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

2023-04-12 天坛生物 2022 一季度业绩快报点评: 静丙销售高增长, 行业维持高景气
2023-01-14 天坛生物 2022 业绩快报点评: 业绩大超预期, 看好血制品 23 年景气度
2022-10-25 天坛生物三季报点评: 业绩平稳增长, 看好扩产放量预期

全国布局的血制品龙头，依托央企平台优势积极扩张

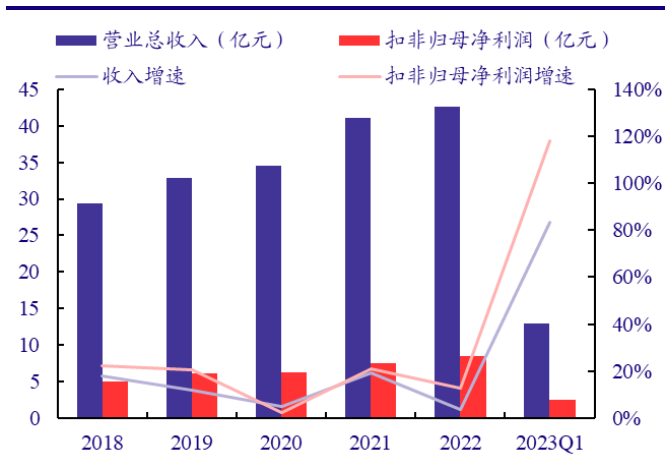
2022 年公司在营 60 家单采血浆站，实现采集血浆 2,035 吨，约占行业总采浆量 20%，所属单采血浆站数量及采浆规模均持续保持国内领先。截至目前，公司拥有单采血浆站（含分站）总数达 102 家，浆站分布扩大至全国 16 个省/自治区，其中：在营单采血浆站（含分站）数量 70 家，筹建浆站 32 家。近年来，公司持续加大基础性、建设性投入，为公司未来发展奠定坚实基础。覆盖销售终端总数达 33,703 家，同比增长 5.72%，其中药店覆盖 13,410 家，同比增长 4.69%；二级以上医疗机构覆盖 3,100 家，同比增长 5.77%；进入标杆医院 37 家、重点开发医院 37 家，已基本覆盖除港澳台地区外的各省市地区主要的重点终端，终端数量持续位居国内领先地位。

公司实际控制人国药集团是由国务院国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团。公司控股股东中国生物最早是由隶属于卫生部的北京、长春、成都、兰州、上海、武汉六个生物制品研究所联合组建而成，为我国产品最全、规模最大，集科研、生产、销售为一体的综合性生物制药企业集团之一。公司具备依托国药集团和中国生物强大股东资源的独特优势，实现快速发展。

行业短期景气度高企，盈利能力明显好转

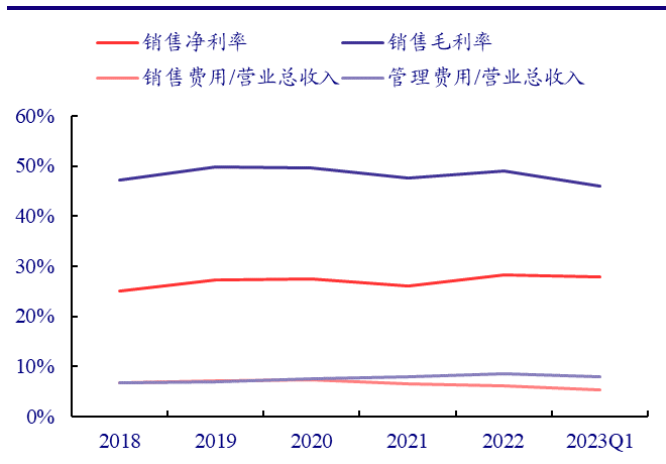
2022 年公司实现净利率 28.27%，提升 2.28 个百分点；实现毛利率 49.08%，提升 1.55 个百分点；销售费用率 6.15%，下降 0.44 个百分点；管理费用率 8.59%，提升 0.60 个百分点；研发费用率 2.86%，下降 0.38 个百分点。2023Q1 公司实现净利率 27.79%，同比提升 2.88 个百分点；毛利率 46.00%，同比下降 2.33 个百分点；销售费用率 5.37%，同比下降 3.30 个百分点；管理费用率 7.88%，同比下降 3.15 个百分点；研发费用率 0.74%，同比下降 2.47 个百分点。2023Q1 静丙缺口巨大，血制品行业景气度高企，公司销售费用率大幅下降，盈利能力明显好转。

图 1：公司近年来收入利润及增速变动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司近年来盈利指标变动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

报表预测

资产负债表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	
流动资产	7270.71	7513.56	8304.80	9448.44	营业收入	4261.30	5158.58	6298.79	7378.55	营业成本	2170.02	2602.29	3146.66	3686.78
现金	3712.89	2767.88	2977.87	2964.20	营业税金及附加	44.92	54.38	66.39	77.78	营业费用	262.08	283.72	359.03	442.71
应收账款	33.27	18.88	44.80	29.80	管理费用	365.75	438.48	535.40	627.18	财务费用	-57.99	-42.73	-30.55	-35.70
其它应收款	28.36	32.93	41.91	45.76	资产减值损失	-2.25	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	24.60	29.50	35.67	41.80	投资净收益	28.13	34.05	41.57	48.70	营业利润	1432.12	1750.94	2134.56	2477.55
存货	2332.00	3035.80	3454.88	4149.90	营业外收入	2.77	2.00	2.00	2.00	营业外支出	8.61	8.00	8.00	8.00
其他	1139.58	1628.57	1749.67	2217.00	利润总额	1426.27	1744.94	2128.56	2471.55	所得税	221.44	270.91	330.47	383.72
非流动资产	5670.00	6968.96	8182.01	9310.31	净利润	1204.83	1474.03	1798.09	2087.83	少数股东损益	323.81	396.15	483.25	561.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	881.03	1077.88	1314.84	1526.71	EBITDA	1522.54	2015.21	2489.39	2904.84
固定资产	2477.11	3810.56	5032.26	6153.22	EPS (元)	0.53	0.65	0.80	0.93	主要财务比率				
无形资产	441.63	511.63	576.63	636.63	营业收入	3.63%	21.06%	22.10%	17.14%	营业收入	3.63%	21.06%	22.10%	17.14%
其他	2751.26	2646.76	2573.12	2520.46	营业利润	15.04%	22.26%	21.91%	16.07%	营业利润	15.04%	22.26%	21.91%	16.07%
资产总计	12940.71	14482.52	16486.81	18758.76	归属母公司净利润	15.92%	22.34%	21.98%	16.11%	归属母公司净利润	15.92%	22.34%	21.98%	16.11%
流动负债	1157.35	1265.13	1511.33	1735.45	毛利率	49.08%	49.55%	50.04%	50.03%	毛利率	49.08%	49.55%	50.04%	50.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	20.68%	20.89%	20.87%	20.69%	净利率	20.68%	20.89%	20.87%	20.69%
应付账款	69.34	75.23	99.58	105.24	ROE	10.02%	10.92%	11.75%	12.01%	ROE	10.02%	10.92%	11.75%	12.01%
其他	1088.01	1189.89	1411.75	1630.21	ROIC	9.56%	10.72%	11.65%	11.89%	ROIC	9.56%	10.72%	11.65%	11.89%
非流动负债	427.02	387.02	347.02	307.02	资产负债率	12.24%	11.41%	11.27%	10.89%	资产负债率	12.24%	11.41%	11.27%	10.89%
长期借款	253.75	203.75	153.75	103.75	净负债比率	13.95%	12.88%	12.70%	12.22%	净负债比率	13.95%	12.88%	12.70%	12.22%
其他	173.27	183.27	193.27	203.27	流动比率	6.28	5.94	5.50	5.44	流动比率	6.28	5.94	5.50	5.44
负债合计	1584.37	1652.15	1858.35	2042.47	速动比率	4.25	3.52	3.19	3.03	速动比率	4.25	3.52	3.19	3.03
少数股东权益	2560.60	2956.75	3440.00	4001.11	总资产周转率	0.33	0.36	0.38	0.39	总资产周转率	0.33	0.36	0.38	0.39
归属母公司股东权益	8795.74	9873.62	11188.46	12715.17	应收帐款周转率	128.07	273.22	140.59	247.62	应收帐款周转率	128.07	273.22	140.59	247.62
负债和股东权益	12940.71	14482.52	16486.81	18758.76	应付帐款周转率	61.46	68.57	63.25	70.11	应付帐款周转率	61.46	68.57	63.25	70.11
					每股收益	0.53	0.65	0.80	0.93	每股收益	0.53	0.65	0.80	0.93
					每股经营现金	0.68	0.44	1.13	0.99	每股经营现金	0.68	0.44	1.13	0.99
					每股净资产	5.34	5.99	6.79	7.72	每股净资产	5.34	5.99	6.79	7.72
					P/E	49.92	40.80	33.45	28.81	P/E	49.92	40.80	33.45	28.81
					P/B	5.00	4.45	3.93	3.46	P/B	5.00	4.45	3.93	3.46
					EV/EBITDA	23.51	20.63	16.60	14.22	EV/EBITDA	23.51	20.63	16.60	14.22
					P/S	10.32	8.53	6.98	5.96	P/S	10.32	8.53	6.98	5.96

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

刘晖，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn