

# 天坛生物 (600161.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 二季度实现稳定增长，浆站增长预期持续兑现

### 业绩简评

2023年8月29日，公司发布半年度报告。公司2023年上半年实现收入26.91亿元，同比+42%；实现归母净利润5.67亿元，同比+47%；实现扣非归母净利润5.59亿元，同比+49%；单季度来看，2023年第二季度公司实现收入13.99亿元，同比+18%；实现归母净利润3.05亿元，同比+17%；实现扣非归母净利润3.06亿元，同比+19%。

### 经营分析

**二季度实现稳定增长，收入结构进一步优化。**公司业绩在一季度实现大幅同比增长后，二季度仍维持了稳定增速。产品结构方面，2023年上半年公司人血白蛋白和静注人免疫球蛋白分别实现营业收入11.96亿元和10.98亿元，同比增长35.65%和31.69%；其他血液制品实现营业收入3.88亿元，同比增长132.64%，上半年其他血液制品收入占比达到14.5%，公司收入结构进一步得到优化。  
**浆站及采浆规模持续领先，规模优势有望逐步兑现。**公司单采血浆站数量及采浆规模持续保持国内领先地位，目前所属单采血浆站分布扩大至全国16个省/自治区，总数达102家，其中在营单采血浆站数量76家，筹建浆站26家；上半年公司采浆量达1125吨，同比增长10.8%，继续保持国内领先水平。根据公司公告，上半年公司先后完成临夏、西和、徽县、永靖4家浆站注册设立，龙陵和巧家2家浆站增资等工作，为血源规模进一步扩大奠定坚实基础。

**坚持创新引领，研发工作持续突破。**公司持续加大研发投入，以临床需求为导向，开展新产品研发工作，重点提升新产品工艺技术和质量水平。目前成都蓉生注射用重组人凝血因子VIII、静注人免疫球蛋白(pH4)(层析工艺,10%浓度)、人纤维蛋白原、兰州血制人凝血酶原复合物均已完成临床试验，处于上市注册申请阶段；成都蓉生皮下注射人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子VIIa及上海血制人纤维蛋白原等产品正在开展III期临床试验。在研产品若顺利获批上市，未来有望带动公司吨浆收入持续上升。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计2023-2025年公司分别实现归母净利润10.43亿元(+18%)、12.93亿元(+24%)、15.75亿元(+22%)。公司2023-2025年EPS分别为0.63、0.78、0.96元，对应PE分别为38、31、25倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

浆站拓展不及预期；单采血浆站监管风险；新开浆站带来资本开支增加；采浆成本上升的风险；产品价格波动的风险等。

医药组

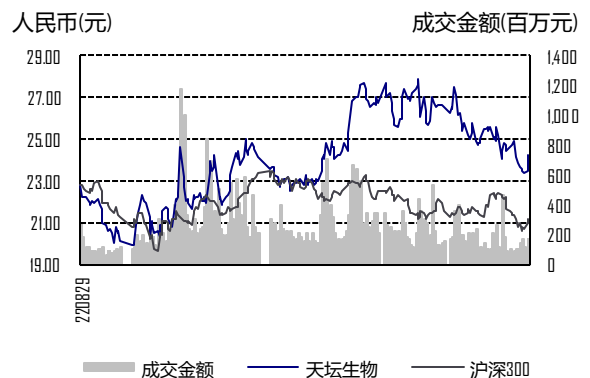
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.23元

相关报告：

- 《天坛生物公司点评：半年度业绩快报公布，二季度实现稳健增长》，2023.7.14
- 《天坛生物公司点评：一季度业绩高速增长，规模优势有望逐步释放》，2023.4.25
- 《天坛生物公司点评：一季度业绩大幅增长，浆站建设持续突破》，2023.4.13



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,112	4,261	5,062	5,969	6,971
营业收入增长率	19.35%	3.63%	18.80%	17.90%	16.80%
归母净利润(百万元)	760	881	1,043	1,293	1,575
归母净利润增长率	18.94%	15.92%	18.35%	23.97%	21.83%
摊薄每股收益(元)	0.553	0.535	0.633	0.784	0.956
每股经营性现金流净额	0.71	0.68	0.92	1.16	1.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.44%	10.02%	10.69%	11.79%	12.64%
P/E	52.32	44.38	38.29	30.89	25.35
P/B	4.94	4.45	4.09	3.64	3.20

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	3,446	4,112	4,261	5,062	5,969	6,971	货币资金	1,748	4,330	3,713	3,791	4,758	6,166	
增长率		19.3%	3.6%	18.8%	17.9%	16.8%	应收款项	713	1,050	1,201	1,238	1,306	1,442	
<b>主营业务成本</b>	-1,734	-2,158	-2,170	-2,562	-3,008	-3,507	存货	2,172	2,144	2,332	2,456	2,885	3,266	
%销售收入	50.3%	52.5%	50.9%	50.6%	50.4%	50.3%	其他流动资产	24	22	25	46	39	46	
<b>毛利</b>	1,712	1,954	2,091	2,501	2,960	3,465	流动资产	4,656	7,546	7,271	7,531	8,988	10,920	
%销售收入	49.7%	47.5%	49.1%	49.4%	49.6%	49.7%	%总资产	61.7%	65.2%	56.2%	54.1%	57.6%	61.9%	
<b>营业税金及附加</b>	-37	-47	-45	-56	-66	-77	长期投资	194	222	218	218	218	218	
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	2,000	2,589	4,009	4,942	5,175	5,223	
<b>销售费用</b>	-249	-271	-262	-319	-373	-432	%总资产	26.5%	22.4%	31.0%	35.5%	33.1%	29.6%	
%销售收入	7.2%	6.6%	6.2%	6.3%	6.3%	6.2%	无形资产	542	861	1,168	1,174	1,195	1,242	
<b>管理费用</b>	-257	-329	-366	-402	-472	-530	非流动资产	2,885	4,032	5,670	6,377	6,629	6,722	
%销售收入	7.4%	8.0%	8.6%	8.0%	7.9%	7.6%	%总资产	38.3%	34.8%	43.8%	45.9%	42.4%	38.1%	
<b>研发费用</b>	-120	-133	-122	-157	-197	-234	<b>资产总计</b>	<b>7,541</b>	<b>11,578</b>	<b>12,941</b>	<b>13,909</b>	<b>15,617</b>	<b>17,642</b>	
%销售收入	3.5%	3.2%	2.9%	3.1%	3.3%	3.4%	短期借款	326	125	124	132	145	145	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	1,049	1,175	1,297	1,567	1,853	2,192	应付款项	299	329	569	493	585	684	
%销售收入	30.4%	28.6%	30.4%	31.0%	31.1%	31.5%	其他流动负债	314	356	465	359	423	497	
<b>财务费用</b>	30	64	58	54	61	85	流动负债	939	810	1,157	984	1,152	1,326	
%销售收入	-0.9%	-1.6%	-1.4%	-1.1%	-1.0%	-1.2%	长期贷款	475	366	254	254	254	254	
<b>资产减值损失</b>	0	-16	-3	0	0	0	其他长期负债	96	135	173	19	14	10	
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0	0	0	负债	<b>1,510</b>	<b>1,311</b>	<b>1,584</b>	<b>1,256</b>	<b>1,419</b>	<b>1,589</b>	
<b>投资收益</b>	1	12	27	1	1	1	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,518</b>	<b>8,052</b>	<b>8,796</b>	<b>9,756</b>	<b>10,966</b>	<b>12,459</b>	
%税前利润	0.1%	1.0%	1.9%	0.1%	0.1%	0.0%	其中：股本	1,254	1,373	1,648	1,648	1,648	1,648	
<b>营业利润</b>	1,105	1,245	1,432	1,622	1,915	2,279	未分配利润	2,738	3,358	4,096	5,056	6,267	7,759	
营业利润率	32.1%	30.3%	33.6%	32.0%	32.1%	32.7%	少数股东权益	1,513	2,215	2,561	2,897	3,232	3,594	
<b>营业外收支</b>	0	-4	-6	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,541</b>	<b>11,578</b>	<b>12,941</b>	<b>13,909</b>	<b>15,617</b>	<b>17,642</b>	
<b>税前利润</b>	1,105	1,241	1,426	1,622	1,915	2,279	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	32.1%	30.2%	33.5%	32.0%	32.1%	32.7%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	-162	-172	-221	-243	-287	-342	每股收益	0.509	0.553	0.535	0.633	0.784	0.956	
所得税率	14.6%	13.9%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	3.602	5.864	5.338	5.921	6.655	7.561	
<b>净利润</b>	943	1,069	1,205	1,379	1,628	1,937	每股经营现金净流	0.560	0.714	0.683	0.918	1.165	1.396	
少数股东损益	304	309	324	336	335	362	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050	
<b>归属于母公司的净利润</b>	639	760	881	1,043	1,293	1,575	<b>回报率</b>							
净利率	18.5%	18.5%	20.7%	20.6%	21.7%	22.6%	净资产收益率	14.14%	9.44%	10.02%	10.69%	11.79%	12.64%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.47%	6.56%	6.81%	7.50%	8.28%	8.93%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	13.09%	9.39%	9.30%	10.21%	10.79%	11.33%	
<b>净利润</b>	943	1,069	1,205	1,379	1,628	1,937	<b>增长率</b>							
少数股东损益	304	309	324	336	335	362	主营业务收入增长率	4.99%	19.35%	3.63%	18.80%	17.90%	16.80%	
<b>非现金支出</b>	143	182	195	445	598	687	EBIT 增长率	2.62%	11.97%	10.36%	20.85%	18.28%	18.30%	
非经营收益	-5	-16	-38	53	27	27	净利润增长率	4.57%	18.94%	15.92%	18.35%	23.97%	21.83%	
<b>营运资金变动</b>	-378	-254	-235	-365	-334	-351	总资产增长率	19.43%	53.53%	11.77%	7.48%	12.28%	12.96%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>702</b>	<b>980</b>	<b>1,126</b>	<b>1,512</b>	<b>1,919</b>	<b>2,300</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	-608	-1,123	-1,353	-1,225	-850	-780	应收账款周转天数	1.1	1.0	1.8	2.0	1.0	1.0	
投资	-11	-59	-36	0	0	0	存货周转天数	433.7	365.1	376.4	350.0	350.0	340.0	
其他	-1	-1,002	-481	1	1	1	应付账款周转天数	9.3	10.0	12.0	10.0	10.5	11.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-620</b>	<b>-2,185</b>	<b>-1,871</b>	<b>-1,224</b>	<b>-849</b>	<b>-779</b>	固定资产周转天数	102.7	85.7	212.2	220.6	189.2	156.6	
<b>股权募资</b>	2	3,333	1	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	400	-326	-108	-98	13	0	净负债/股东权益	-15.70%	-37.39%	-29.37%	-26.91%	-30.71%	-35.93%	
其他	-147	-232	-272	-106	-110	-110	EBIT 利息保障倍数	-34.6	-18.3	-22.4	-28.9	-30.5	-25.7	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>254</b>	<b>2,774</b>	<b>-378</b>	<b>-204</b>	<b>-97</b>	<b>-110</b>	资产负债率	20.03%	11.32%	12.24%	9.03%	9.09%	9.01%	
<b>现金净流量</b>	<b>336</b>	<b>1,570</b>	<b>-1,123</b>	<b>85</b>	<b>973</b>	<b>1,411</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-26	买入	19.01	N/A
2	2022-07-14	买入	25.07	N/A
3	2022-08-27	买入	22.68	N/A
4	2022-10-25	买入	21.30	N/A
5	2023-01-16	买入	24.48	N/A
6	2023-04-13	买入	27.05	N/A
7	2023-04-25	买入	26.69	N/A
8	2023-07-14	买入	25.36	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

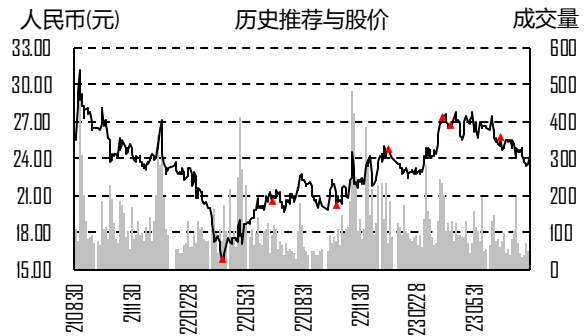
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806