

天坛生物 (600161.SH)

强烈推荐 (维持)

消费品/医药生物

目标估值: NA

当前股价: 19.99 元

控股西安回天, 陕西战略布局促浆源拓展

公司于2022年7月29日发布公告, 拟以不高于经国资备案的评估值作价, 现金出资不超过6497.63万元收购山东泰邦生物制品有限公司持有的西安回天35%股权, 收购完成后向西安回天现金增资不超过14674.30万元, 收购及增资完成后, 天坛生物共持有西安回天63.6962%股权。

交易完成后将实现西安回天控股, 进一步拓展血浆资源。

- **西安回天旗下拥有2个浆站和部分血浆库存:** 西安回天所属白水回天和富平回天单采血浆站纳入本次交易。根据官网, 白水浆站年采集原料血浆量40t以上, 采浆区域包括澄城县、蒲城县和白水县; 富平浆站年采集原料血浆量40t以上, 采浆区域富平县(除杜村以外)。目前两家供浆站处于停采状态, 恢复后有望贡献80t以上的年采浆量。
- **实现陕西战略布局, 省内浆站获批更具优势。** 西安回天是陕西省唯一血液制品生产企业, 根据企查查数据目前陕西单采血浆站共4家, 其中3家为西安回天旗下。在全国单采血浆站设置放开背景下, 若陕西设置新浆站, 西安回天的本土优势叠加天坛的国资背景有望优先受益。

助力西安回天恢复生产, 技术管理支持促经营效率提升。

- **短期:** 西安回天在生产经营恢复期间, 可能对上市公司利润带来负面影响。目前西安回天下属浆站处于停产状态, 2021年及2022年上半年分别亏损1.34、0.23亿元。交易完成后需进行全面的维护维修、产品注册等工作, 耗时较长并将带来一定成本费用。
- **中长期:** 天坛整合经验丰富, 技术及管理支持有望推动西安回天吨浆效率提升。四大血制的成功经验是天坛生物整合能力的背书, 西安回天的加入将进一步扩大公司规模、提升综合竞争力。根据西安回天历史批签发数据, 其主要生产人血白蛋白和静注人免疫球蛋白(pH4)两大品种(2019年人白批签发约30.41万瓶、静丙批签发10.47万瓶)。天坛控股后, 技术及管理相关支持有望加速西安回天新产品推出、促进其吨浆利用效率提升。

□ **投资建议:** 我们看好本次重组对天坛生物带来的长期战略性利好, 拓源+提效打开公司成长空间, 预计2022-2024年实现归母净利润8.48/9.99/11.86亿元, 对应市盈率39/33/28倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 疫情反复风险、商誉减值风险、西安回天生产恢复不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3446	4112	4583	5378	6282
同比增长	5%	19%	11%	17%	17%
营业利润(百万元)	1105	1245	1389	1636	1942
同比增长	5%	13%	12%	18%	19%
归母净利润(百万元)	639	760	848	999	1186
同比增长	5%	19%	12%	18%	19%
每股收益(元)	0.51	0.55	0.51	0.61	0.72
PE	39.2	36.1	38.8	33.0	27.8
PB	5.6	3.4	3.6	3.4	3.1

基础数据

总股本(万股)	164781
已上市流通股(万股)	164781
总市值(亿元)	329
流通市值(亿元)	329
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	11.9%
主要股东	中国生物技术股份有限公司
主要股东持股比例	45.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-13	-35
相对表现	6	-5	-21



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《天坛生物(600161)一浆站持续拓展, 成长逻辑明朗》2022-04-27
- 2、《天坛生物(600161)一高基数下短期承压, 拓源+提效长期逻辑不改》2021-11-01
- 3、《天坛生物(600161)一新设12家浆站, 拓源提效助业绩长跑》2021-08-27

孙炜 S1090520030002

sunwei7@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 研究助理

fangqiushi@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4656	7546	7979	8012	9011
现金	1748	4330	4452	3955	4302
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	683	1017	1134	1331	1554
应收款项	12	10	4	4	5
其它应收款	17	22	25	29	34
存货	2172	2144	2340	2665	3083
其他	24	22	24	28	32
非流动资产	2885	4032	4932	6095	6422
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	970	966	1245	1491	1709
无形资产商誉	509	829	846	861	875
其他	1407	2237	2841	3742	3838
资产总计	7541	11578	12911	14107	15433
流动负债	939	810	813	858	816
短期借款	200	0	100	100	0
应付账款	46	74	81	92	106
预收账款	201	215	236	269	311
其他	493	521	397	397	399
长期负债	571	501	501	501	501
长期借款	475	366	366	366	366
其他	96	135	135	135	135
负债合计	1510	1311	1314	1359	1317
股本	1254	1373	1648	1648	1648
资本公积金	275	3067	3067	3067	3067
留存收益	2989	3612	4322	5067	5953
少数股东权益	1513	2215	2559	2965	3447
归属于母公司所有者权益	4518	8052	9038	9782	10669
负债及权益合计	7541	11578	12911	14107	15433

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	702	980	1091	1135	1317
净利润	639	760	848	999	1186
折旧摊销	142	147	205	239	269
财务费用	3	3	(6)	(6)	(8)
投资收益	(1)	(12)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	(377)	(219)	(271)	(488)	(596)
其它	296	301	338	413	489
投资活动现金流	(620)	(2185)	(1088)	(1384)	(577)
资本支出	(609)	(1132)	(1110)	(1406)	(600)
其他投资	(12)	(1053)	23	23	23
筹资活动现金流	254	2774	119	(249)	(392)
借款变动	67	(106)	(25)	0	(100)
普通股增加	209	119	275	0	0
资本公积增加	0	2793	0	0	0
股利分配	(63)	(125)	(137)	(254)	(300)
其他	40	94	6	6	8
现金净增加额	336	1570	122	(498)	348

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3446	4112	4583	5378	6282
营业成本	1734	2158	2363	2692	3114
营业税金及附加	37	47	52	62	72
营业费用	249	271	302	382	446
管理费用	257	329	367	457	534
研发费用	120	133	121	161	188
财务费用	(30)	(64)	(6)	(6)	(8)
资产减值损失	(0)	(16)	(16)	(16)	(16)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	10	10	10	10
投资收益	1	13	13	13	13
营业利润	1105	1245	1389	1636	1942
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	1105	1241	1385	1632	1938
所得税	162	172	192	227	270
少数股东损益	304	309	345	406	482
归属于母公司净利润	639	760	848	999	1186

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	5%	19%	11%	17%	17%
营业利润	5%	13%	12%	18%	19%
归母净利润	5%	19%	12%	18%	19%
获利能力					
毛利率	49.7%	47.5%	48.4%	49.9%	50.4%
净利率	18.5%	18.5%	18.5%	18.6%	18.9%
ROE	14.1%	9.4%	9.4%	10.2%	11.1%
ROIC	13.4%	9.4%	9.9%	10.6%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	11.3%	10.2%	9.6%	8.5%
净负债比率	10.6%	4.2%	3.6%	3.3%	2.4%
流动比率	5.0	9.3	9.8	9.3	11.0
速动比率	2.6	6.7	6.9	6.2	7.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.2	4.8	4.2	4.4	4.3
应付账款周转率	36.2	36.1	30.6	31.2	31.4
每股资料(元)					
EPS	0.51	0.55	0.51	0.61	0.72
每股经营净现金	0.56	0.71	0.66	0.69	0.80
每股净资产	3.60	5.86	5.48	5.94	6.47
每股股利	0.10	0.10	0.15	0.18	0.22
估值比率					
PE	39.2	36.1	38.8	33.0	27.8
PB	5.6	3.4	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	20.6	18.8	15.4	13.1	11.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙 炜 生物医药行业首席分析师

复旦大学金融学硕士，6 年卖方研究经验，3 年医疗咨询和 PE 投资经历。2020 年 2 月加入招商证券，曾先后在国金证券、康桥资本担任分析师。

许菲菲 生物医药行业分析师

复旦大学经济学学士、哥伦比亚大学运筹学硕士，6 年卖方研究经验，2020 年 4 月加入招商证券，此前就职于国金证券。

方秋实 生物医药行业研究助理

浙江大学财务管理学学士、浙江大学会计学硕士，2021 年 4 月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。