

## 业绩低于预期，期待新产品贡献

天坛生物(600161)

推荐 (维持)

### 核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年度业绩快报, 2023 年度实现营业收入 51.82 亿元 (+21.59%), 归母净利润 11.03 亿元 (+25.23%), 扣非净利润 10.95 亿元 (+28.31%); 2023 年 Q4 实现营收 11.60 亿元 (-14.01%), 归母净利润 2.16 亿元 (-22.86%), 扣非净利润 2.16 亿元 (-20.30%)。
- 全年业绩稳健增长, Q4 单季小幅下滑。** 公司 2023 年全年营业收入增长 21.59%, 归母净利润增长 25.23%, 在新建产能和新品上市的双重驱动下维持稳健增长态势, 进一步巩固公司的业内龙头地位; Q4 单季度营业收入下降 14.01%, 归母净利润下降 22.86%, 一方面是 2022 年四季度受新冠疫情影响, 静丙和白蛋白等血制品应急需求大量增加, 导致去年同期基数较高, 另一方面预计是投浆节奏所致, 23Q4 投浆可能放缓, 全年采浆增速跟不上投浆增速。尽管单季度业绩出现小幅回落, 但整体仍保持稳定水平。
- 新建产能驱动增长。** 公司依托央企平台优势, 在浆站数量和产能建设方面始终保持国内领先; 2023 年公司 16 家新建浆站获得采浆许可, 正在运营的浆站数量达 76 家, 随着新建浆站逐步投入运营, 公司采浆总量将持续爬坡增长。2023 三季度公司永安基地全面投产, 预计为公司带来 1200 吨新增产能; 同时云南、兰州两处血制品生产基地的建设进一步加快, 未来公司将拥有三家单厂产能在千吨以上的生产基地。
- 新品上市增厚业绩。** 2023 年 9 月公司获批国内首款高浓度静注人免疫球蛋白和注射用重组人凝血 VIII 因子, 产品矩阵进一步丰富。高浓度静丙系公司采用层析法分离纯化技术, 将静丙浓度由原先的 5% 提升至 10%, 临床试验的安全性和有效性数据在同类产品中均更优异, 产品用药起效快且不良反应发生率低。公司的重组凝血 VIII 因子是国内继神州细胞和正大天晴之后第三款上市的产品, 该产品是目前血友病的主要替代疗法, 我国血友病患者数量庞大, 但用药渗透率仍较低。新产品上市预计将在 2024 年为公司带来新的业绩增量。
- 投资建议:** 天坛生物是国内血制品龙头企业, 截至 2023 年, 公司拥有单采浆站数量 102 家 (其中包括在营采浆站 76 家、筹建采浆站 26 家), 预计具备 4000-5000 吨的血浆处理能力, 赶超国际一线血制品公司的业务规模。基于 2023 年度业绩稳健增长, 我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 11.03/14.03/17.51 亿元, 同比增长 25.21%、27.17% 和 24.80%, 对应 EPS 为 0.67/0.85/1.06 元, 对应 PE 为 44/35/28 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。

### 分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei\_yj@chinastock.com.cn

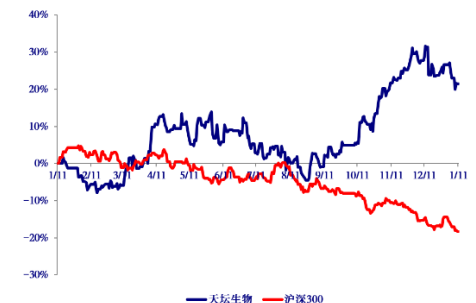
分析师登记编码: S0130522100001

### 市场数据

2024-1-11

股票代码	600161
A 股收盘价(元)	29.69
沪深 300	3,277.13
总股本万股	164,781
实际流通 A 股万股	164,781
流通 A 股市值(亿元)	489

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河医药】公司点评\_天坛生物(600161.SH)三季报点评\_三季度业绩超预期, 行业提速龙头受益

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4261.30	5181.52	6238.26	7509.44
收入增长率%	3.63	21.59	20.39	20.38
净利润(百万元)	881.03	1103.12	1402.80	1750.73
利润增速%	15.92	25.21	27.17	24.80
毛利率%	49.08	51.06	52.04	54.04
摊薄 EPS(元)	0.53	0.67	0.85	1.06
PE	55.53	44.35	34.88	27.94
PB	5.56	4.98	4.36	3.77
PS	11.48	9.44	7.84	6.51

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7270.71	7440.14	8317.65	9743.33	营业收入	4261.30	5181.52	6238.26	7509.44
现金	3712.89	4100.66	3798.09	5454.64	营业成本	2170.02	2535.81	2991.64	3451.59
应收账款	33.27	19.11	43.96	31.96	营业税金及附加	44.92	54.62	65.76	79.16
其它应收款	28.36	33.20	40.92	48.30	营业费用	262.08	284.98	343.10	450.57
预付账款	24.60	28.75	33.92	39.13	管理费用	365.75	440.43	530.25	638.30
存货	2332.00	2035.23	2950.83	2610.07	财务费用	-57.99	-42.73	-50.54	-48.00
其他	1139.58	1223.18	1449.94	1559.21	资产减值损失	-2.25	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	5670.00	6968.96	8182.01	9310.31	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	28.13	15.54	49.91	60.08
固定资产	2477.11	3810.56	5032.26	6153.22	营业利润	1432.12	1791.81	2276.96	2840.20
无形资产	441.63	511.63	576.63	636.63	营业外收入	2.77	2.00	2.00	2.00
其他	2751.26	2646.76	2573.12	2520.46	营业外支出	8.61	8.00	8.00	8.00
<b>资产总计</b>	12940.71	14409.10	16499.65	19053.64	利润总额	1426.27	1785.81	2270.96	2834.20
<b>流动负债</b>	1157.35	1239.57	1451.75	1651.56	所得税	221.44	277.26	352.58	440.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1204.83	1508.55	1918.38	2394.18
应付账款	69.34	71.54	94.66	97.09	少数股东损益	323.81	405.43	515.57	643.45
其他	1088.01	1168.03	1357.09	1554.47	归属母公司净利润	881.03	1103.12	1402.80	1750.73
<b>非流动负债</b>	427.02	387.02	347.02	307.02	EBITDA	1522.54	2074.58	2603.46	3243.82
长期借款	253.75	203.75	153.75	103.75	EPS (元)	0.53	0.67	0.85	1.06
其他	173.27	183.27	193.27	203.27					
<b>负债合计</b>	1584.37	1626.59	1798.77	1958.59					
少数股东权益	2560.60	2966.03	3481.61	4125.05					
归属母公司股东权益	8795.74	9816.47	11219.28	12970.00					
<b>负债和股东权益</b>	12940.71	14409.10	16499.65	19053.64					
					<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
					营业收入	3.63%	21.59%	20.39%	20.38%
					营业利润	15.04%	25.12%	27.08%	24.74%
					归属母公司净利润	15.92%	25.21%	27.17%	24.80%
					毛利率	49.08%	51.06%	52.04%	54.04%
					净利率	20.68%	21.29%	22.49%	23.31%
					ROE	10.02%	11.24%	12.50%	13.50%
					ROIC	9.56%	11.14%	12.24%	13.28%
					资产负债率	12.24%	11.29%	10.90%	10.28%
					净负债比率	13.95%	12.73%	12.24%	11.46%
					流动比率	6.28	6.00	5.73	5.90
					速动比率	4.25	4.34	3.67	4.30
					总资产周转率	0.33	0.36	0.38	0.39
					应收帐款周转率	128.07	271.10	141.91	234.93
					应付帐款周转率	61.46	72.43	65.90	77.34
					每股收益	0.53	0.67	0.85	1.06
					每股经营现金	0.68	1.31	0.82	2.00
					每股净资产	5.34	5.96	6.81	7.87
					P/E	55.53	44.35	34.88	27.94
					P/B	5.56	4.98	4.36	3.77
					EV/EBITDA	23.51	21.78	17.46	13.49
					P/S	11.48	9.44	7.84	6.51
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>					
<b>经营活动现金流</b>	1126.00	2153.58	1344.49	3291.45					
净利润	1204.83	1508.55	1918.38	2394.18					
折旧摊销	192.14	341.04	426.95	511.69					
财务费用	2.40	12.97	10.97	8.97					
投资损失	-28.13	-15.54	-49.91	-60.08					
营运资金变动	-235.12	300.57	-967.90	430.68					
其它	-10.12	6.00	6.00	6.00					
<b>投资活动现金流</b>	-1870.90	-1630.46	-1596.09	-1585.92					
资本支出	-1353.31	-1626.00	-1626.00	-1626.00					
长期投资	-36.36	0.00	0.00	0.00					
其他	-481.24	-4.46	29.91	40.08					
<b>筹资活动现金流</b>	-378.20	-135.36	-50.97	-48.97					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	-112.50	-50.00	-50.00	-50.00					
其他	-265.70	-85.36	-0.97	1.03					
<b>现金净增加额</b>	-1123.15	387.77	-302.57	1656.55					

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。

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn