

天坛生物 (600161.SH) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2024年01月15日

评级：增持（维持）

市场价格：29.00

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：张楠

执业证书编号：S0740523070005

Email: zhangnan03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4112.16	4261.30	5181.53	6291.14	7667.16
增长率 yoy%	19.35%	3.63%	21.59%	21.41%	21.87%
净利润 (百万元)	760.01	881.03	1103.15	1365.41	1656.84
增长率 yoy%	18.94%	15.92%	25.21%	23.77%	21.34%
每股收益 (元)	0.55	0.53	0.67	0.83	1.01
每股现金流量	3.15	2.25	2.21	2.07	2.04
净资产收益率	7%	8%	9%	10%	11%
P/E	52.40	54.24	43.32	35.00	28.84
PEG	2.77	3.41	1.72	1.47	1.35
P/B	4.95	5.43	5.08	4.70	4.32

备注：数据截止 2024.01.12

基本状况

总股本(百万股)	1,648
流通股本(百万股)	1,648
市价(元)	29.00
市值(百万元)	47,786
流通市值(百万元)	47,786

股价与行业-市场走势对比



相关报告

天坛生物(600161)-2023Q3 点评: Q3 业绩高速增长, 血制品刚需属性突出-增持-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20231025

投资要点

- **事件：2024年1月10日，公司发布2023年业绩快报。2023年预计实现营业总收入51.82亿元，同比增长21.59%；归母净利润11.03亿元，同比增长25.21%；扣非归母净利润10.95亿元，同比增长28.29%。**
- **销量增加叠加费用优化，全年实现较快增长。**在 Q1 新冠疫情带动和渠道库存消化背景下，Q2-Q4 随着常规诊疗需求复苏，刚性属性凸显，公司今年收入实现较快增长，同时采浆成本下降、费用优化等，利润也实现较快增长。分季度来看，公司 Q4 实现营收 11.60 亿元 (-14.03%)、归母净利润 2.16 亿元 (-23.00%)。浆站及采浆量：2023 年上半年 76 家在营浆站采集血浆 1125 吨，同比增长 10.8%。
- **主力品种批签发高增，24 年有望持续增长。**根据中检院数据，2023 前三季度白蛋白批签发 265 批次(-18.2%)，静丙批签发 269 批次(+22.8%)，岁末年初，疫情防控优化导致国内先后迎来感染高峰、重症高峰，血制品尤其静丙需求提升明显，批签发周期缩短下有望缓解供给压力，进一步兑现可观业绩。
- **大品种层析静丙、重组八因子上市，有望提升吨浆利润。**成都蓉生的核心大品种注射用重组人凝血因子 VIII 和静注人免疫球蛋白 (pH4、10%) 在 23Q3 上市，人纤维蛋白原已申请上市、皮下注射人免疫球蛋白、重组人凝血因子 VIIa 开展 III 期临床，注射用重组人凝血因子 VIII-Fc 融合蛋白在 23Q4 获批临床。上海血制的人纤维蛋白原开展 III 期临床。兰州血制的人凝血酶原复合物已申请上市。贵州血制的人凝血酶原复合物在 23Q4 获批临床。推进多个产品上市有助于提高血浆利用率，从而进一步提升吨浆利润。
- **盈利预测与投资建议：**参考 2023 业绩快报，我们调整 2023-2025 年公司营业收入为 51.82、62.91、76.67 亿元 (调整前值为 51.74、62.91、76.67 亿元)，同比增长 21.59%、21.41%、21.87%；调整归母净利润分别为 11.03、13.65、16.57 亿元 (调整前值为 11.25、13.65、16.57 亿元)，同比增长 25.21%、23.77%、21.34%。公司采浆量和浆站数目行业领先，未来随着效率提升、产能释放吨浆利润有望持续提升，新上市产品层析静丙、重组八因子等提供长期空间，给予“增持”评级。
- **风险提示：**整合不及预期的风险，血制品产品价格波动的风险，血制品业务毛利率下降的风险。

图表 1: 天坛生物分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	757.75	797.06	809.80	847.14	964.22	1,006.53	1,294.27	704.84	1,185.73	1,022.05	1,348.68	1,291.98	1,398.99	1,331.04	1,159.52
营收同比增长	7.36%	-6.72%	6.21%	11.80%	20.97%	-6.89%	59.83%	-16.80%	22.97%	1.54%	4.20%	83.30%	17.99%	30.23%	-14.03%
营收环比增长	-0.62%	5.19%	-25.09%	4.61%	13.82%	4.39%	28.59%	-45.54%	68.23%	-13.80%	31.96%	-4.20%	8.28%	-4.86%	-12.89%
营业成本	406.61	401.34	370.51	445.58	497.25	501.21	713.66	364.18	604.14	525.23	676.48	697.68	687.21	641.83	
毛利率	46%	50%	54%	47%	48%	50%	45%	48%	49%	49%	50%	46%	51%	52%	
销售费用	54.84	52.64	66.81	56.49	64.85	70.95	78.50	61.12	66.54	70.23	64.19	69.38	83.57	45.76	
管理费用	48.56	56.28	89.02	65.66	69.82	76.43	116.71	77.71	76.60	80.85	130.59	101.88	113.68	113.93	
研发费用	18.74	27.64	55.48	13.46	31.04	26.15	62.56	22.63	35.62	22.87	40.89	9.54	16.35	32.46	
财务费用	(4.25)	(8.42)	(14.24)	(4.32)	(17.54)	(27.33)	(14.96)	(16.29)	-15.55	-12.19	-13.96	-6.25	-15.41	-12.28	
营业利润	231.30	264.14	234.23	262.78	314.81	352.28	315.04	206.67	417.02	352.23	456.20	427.36	507.26	507.63	363.94
利润总额	232.03	264.40	234.68	262.81	314.27	350.35	313.58	206.46	416.81	350.82	452.18	427.95	507.11	506.00	355.89
所得税	34.72	43.13	24.23	35.53	52.53	49.13	35.01	30.90	63.11	54.18	73.25	68.97	91.89	72.58	
归母净利润	131.86	151.83	142.16	151.72	185.16	221.19	201.93	125.18	259.77	215.91	280.17	261.91	304.89	320.60	215.75
归母净利润同比增长	0.28%	-6.37%	-1.42%	15.06%	21.96%	3.77%	42.05%	-17.50%	40.29%	-2.39%	38.74%	109.23%	17.37%	48.49%	-23.00%
归母净利率	17%	19%	18%	18%	19%	22%	16%	18%	22%	21%	21%	20%	22%	24.09%	
扣非归母净利润	128.97	148.33	140.74	150.36	181.16	220.05	204.52	116.04	258.07	208.54	271.21	253.18	305.90	320.69	
扣非归母净利润同比	-1.44%	-8.48%		16.59%	22.13%	6.71%	45.32%	-22.83%	42.46%	-5.23%	32.61%	118.19%	18.53%	53.78%	

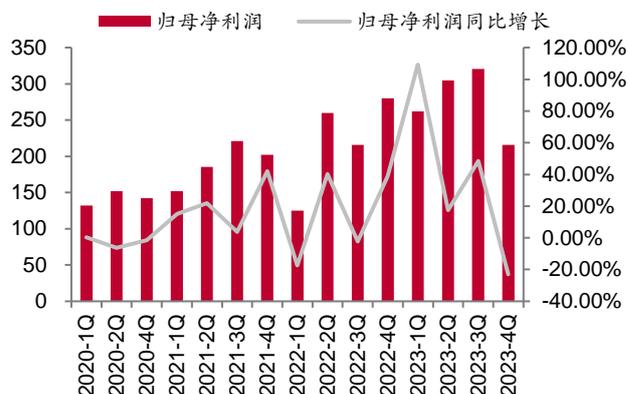
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 天坛生物分季度收入情况 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 天坛生物分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 天坛生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,713	3,636	3,416	3,366	营业收入	4,261	5,182	6,291	7,667
应收票据	983	1,124	1,405	1,760	营业成本	2,170	2,590	3,141	3,829
应收账款	33	28	35	43	税金及附加	45	56	68	84
预付账款	25	30	34	41	销售费用	262	311	377	460
存货	2,332	2,916	3,491	4,123	管理费用	366	337	409	498
合同资产	0	0	0	0	研发费用	122	148	180	220
其他流动资产	185	227	271	329	财务费用	-58	-22	-25	-26
流动资产合计	7,271	7,961	8,652	9,662	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	72	74	74	73	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,477	2,746	2,951	3,227	投资收益	28	0	0	0
在建工程	1,532	1,836	2,179	2,467	其他收益	36	19	22	22
无形资产	442	482	498	521	营业利润	1,432	1,782	2,165	2,628
其他非流动资产	1,147	813	913	989	营业外收入	3	3	3	2
非流动资产合计	5,670	5,951	6,615	7,277	营业外支出	9	6	6	6
资产合计	12,941	13,912	15,267	16,939	利润总额	1,426	1,779	2,162	2,624
短期借款	0	0	0	0	所得税	221	260	317	385
应付票据	0	3	1	2	净利润	1,205	1,519	1,845	2,239
应付账款	69	77	95	121	少数股东损益	324	395	480	582
预收款项	0	61	19	28	归属母公司净利润	881	1,103	1,365	1,657
合同负债	293	356	432	527	NOPLAT	1,156	1,501	1,824	2,217
其他应付款	399	309	304	317	EPS (摊薄)	0.53	0.67	0.83	1.01
一年内到期的非流动负债	124	94	117	115					
其他流动负债	272	275	317	358	主要财务比率				
流动负债合计	1,157	1,175	1,285	1,468	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	254	254	254	254	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	3.6%	21.6%	21.4%	21.9%
其他非流动负债	173	122	131	140	EBIT增长率	16.3%	28.4%	21.6%	21.6%
非流动负债合计	427	376	385	394	归母公司净利润增长率	15.9%	25.2%	23.8%	21.3%
负债合计	1,584	1,551	1,670	1,862	获利能力				
归属母公司所有者权益	8,796	9,405	10,162	11,059	毛利率	49.1%	50.0%	50.1%	50.1%
少数股东权益	2,561	2,956	3,435	4,018	净利率	28.3%	29.3%	29.3%	29.2%
所有者权益合计	11,357	12,361	13,597	15,077	ROE	7.8%	9.1%	10.0%	11.0%
负债和股东权益	12,941	13,912	15,267	16,939	ROIC	12.1%	14.0%	15.6%	17.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	12.2%	11.2%	11.0%	11.1%
					债务权益比	4.9%	3.8%	3.7%	3.4%
					流动比率	6.3	6.8	6.7	6.6
					速动比率	4.3	4.3	4.0	3.8
					营运能力				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
经营活动现金流	2,172	1,020	1,536	-1,595	应收账款周转天数	2	2	2	2
现金收益	1,318	1,873	2,204	2,616	应付账款周转天数	12	10	10	10
存货影响	-188	-584	-575	-632	存货周转天数	371	365	367	358
经营性应收影响	9	-139	-290	-367	每股指标 (元)				
经营性应付影响	139	-18	-30	48	每股收益	0.53	0.67	0.83	1.01
其他影响	894	-112	228	-3,259	每股经营现金流	0.62	0.93	-0.97	0.00
投资活动现金流	-1,871	-669	-1,067	-1,097	每股净资产	5.34	5.71	6.17	6.71
资本支出	-1,661	-989	-948	-989	估值比率				
股权投资	0	0	0	0	P/E	54	43	35	29
其他长期资产变化	-210	320	-119	-108	P/B	5	5	5	4
融资活动现金流	-378	-571	-519	-674	EV/EBITDA	3	2	2	2
借款增加	-113	-30	23	-2					
股利及利息支付	-246	-841	-1,029	-1,243					
股东融资	1	0	0	0					
其他影响	-20	300	487	571					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。