

天坛生物（600161.SH）/医药生物

证券研究报告/公司点评

2024年5月14日

评级：增持（维持）

市场价格：30.43

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

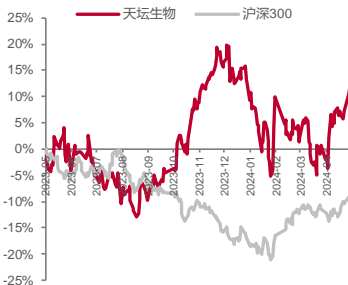
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4261.30	5180.44	6179.40	7346.10	8739.59
增长率 yoy%	3.63%	21.57%	19.28%	18.88%	18.97%
净利润（百万元）	881.03	1109.89	1327.82	1581.28	1870.33
增长率 yoy%	15.92%	25.98%	19.64%	19.09%	18.28%
每股收益（元）	0.53	0.67	0.81	0.96	1.14
每股现金流量	0.68	1.45	0.39	1.19	1.32
净资产收益率	8%	9%	9%	10%	11%
P/E	56.91	45.18	37.76	31.71	26.81
PEG	3.57	1.74	1.92	1.66	1.47
P/B	5.70	5.10	4.71	4.33	3.95

备注：数据截止 2024.5.14

基本状况

总股本(百万股)	1,648
流通股本(百万股)	1,648
市价(元)	30.43
市值(百万元)	50,143
流通市值(百万元)	50,143

股价与行业-市场走势对比

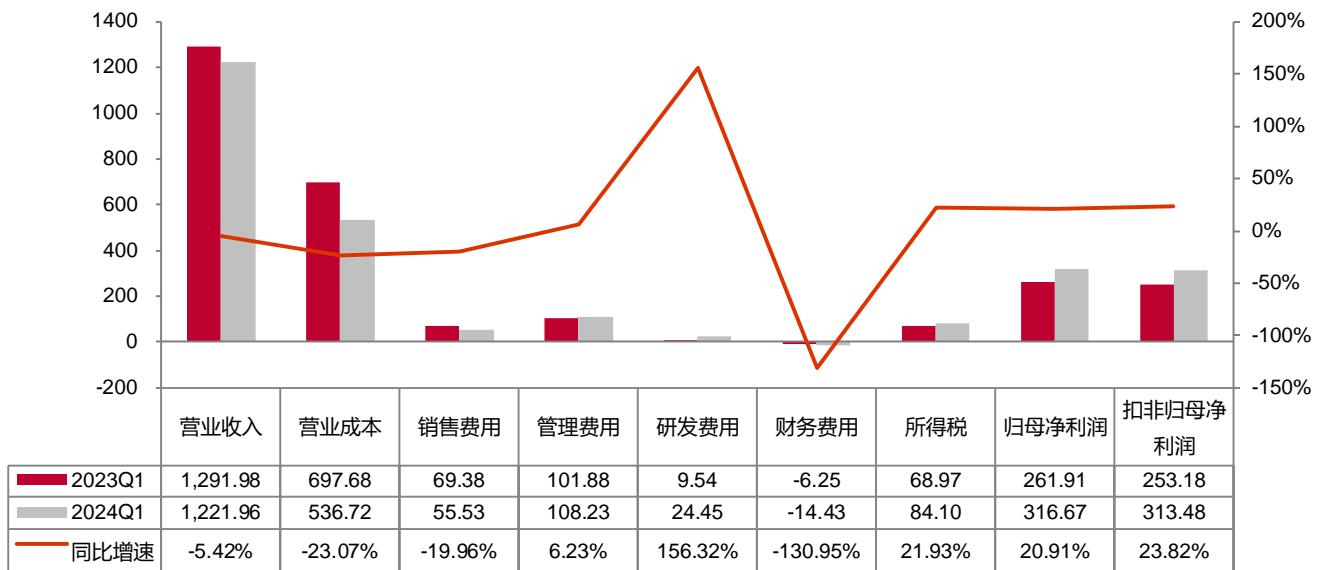


相关报告

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年一季报。2024 年一季度公司实现营业收入 12.22 亿元，同比下滑 5.42%；归母净利润 3.17 亿元，同比增长 20.91%；扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 23.82%**
- **Q1 业绩平稳，利润表现优异。**24Q1 在去年同期高基数下仍然保持相对平稳的收入，利润增速更加明显。24Q1 毛利率 56.08%（同比 10.08pp，环比 1.31pp），净利率 25.92%（同比+5.64pp，环比+6.71pp），我们预计采浆成本进一步下降。**浆站及采浆量：2023 年 79 家在营单采血浆站采集血浆 2415 吨，同比增长 18.67%。批签发：24Q1 白蛋白批签发 56 批次(-23%)，静丙批签发 39 批次（-53%）。**
- **期间费率相对平稳，研发投入持续。**2024Q1 销售费用 0.56 亿元（-19.96%），销售费率 4.54%（-0.83pp）。管理费用 1.08 亿元（+6.23%），管理费率 8.86%（+0.97pp）。研发费用 0.24 亿元（+156.32%），研发费率 2.00%（+1.26pp）。财务费用-0.14 亿元（-130.95%），财务费率-1.18%（-0.70pp）。2024Q1 公司存货余额 30.78 亿元，占资产比重 20.81%（+3.93pp）。
- **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：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 61.79、73.46、87.40 亿元，同比增长 19.28%、18.88%、18.97%；归母净利润分别为 13.28、15.81、18.70 亿元，同比增长 19.64%、19.09%、18.28%。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，更有层析静丙和重组八因子等新品提供长期空间，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：天坛生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）



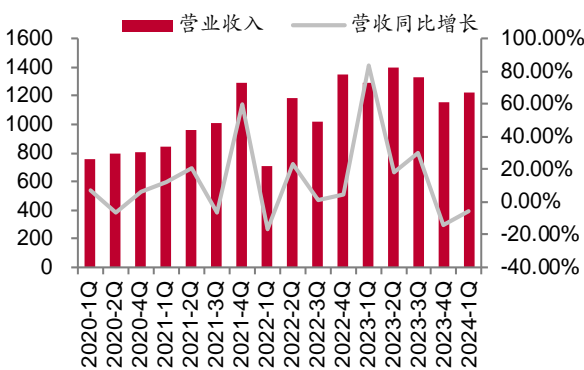
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：天坛生物分季度财务指标变化（单位：百万元，%）

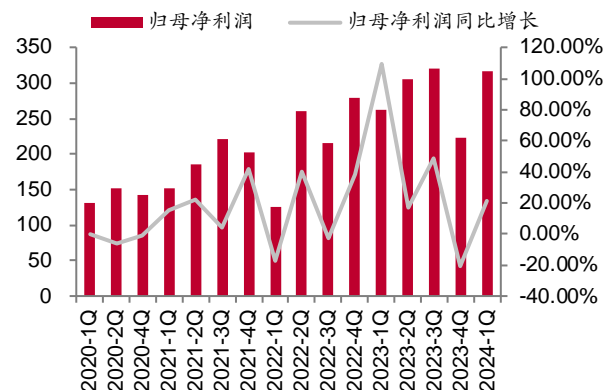
项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	757.75	797.06	809.80	847.14	964.22	1,006.53	1,294.27	704.84	1,185.73	1,022.05	1,348.68	1,291.98	1,398.99	1,331.04	1,158.44	1,221.96
营收同比增长	7.36%	-6.72%	6.21%	11.80%	20.97%	-6.89%	59.83%	-16.80%	22.97%	1.54%	4.20%	83.30%	17.99%	30.23%	-14.11%	-5.42%
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%	-12.97%	5.48%
营业成本	406.61	401.34	370.51	445.68	497.25	501.21	713.66	364.18	604.14	525.23	676.48	697.68	687.21	641.83	524.00	536.72
毛利率	46%	50%	54%	47%	48%	50%	45%	48%	49%	49%	50%	46%	51%	52%	55%	56%
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	71.81	55.53
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	139.98	108.23
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	81.60	24.45
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	-15.58	-14.43
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	362.74	516.26
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	357.55	516.22
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	55.70	84.10
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	222.49	316.67
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%	-20.59%	20.91%
归母净利率	17%	19%	18%	18%	19%	22%	16%	18%	22%	21%	21%	20%	22%	24.09%	19.21%	25.92%
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	224.53	313.48
扣非归母净利润同比	-1.44%	-8.48%	-2.14%	16.59%	22.13%	6.71%	45.32%	-22.83%	42.46%	-5.23%	32.61%	118.19%	18.53%	53.78%	-17.21%	23.82%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：天坛生物分季度收入情况（单位：百万元，%）

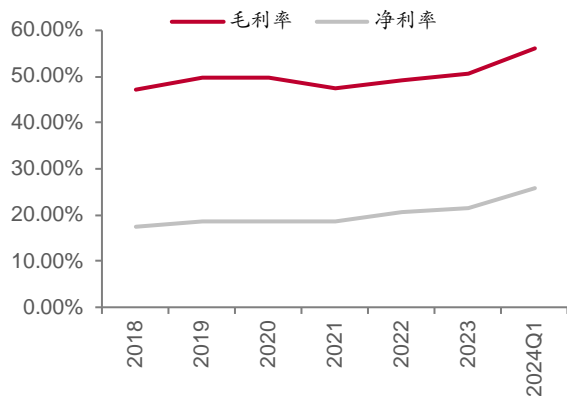


图表 4：天坛生物分季度归母净利润情况（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

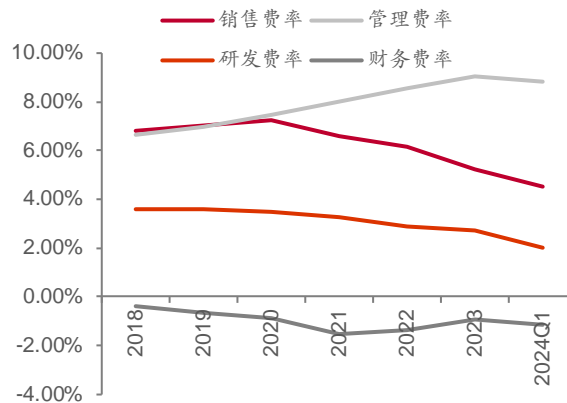
图表 5：天坛生物盈利水平（单位：%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

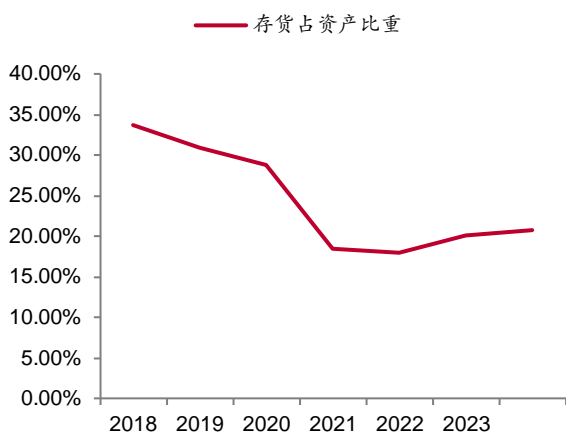
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：天坛生物期间费用率情况（单位：%）



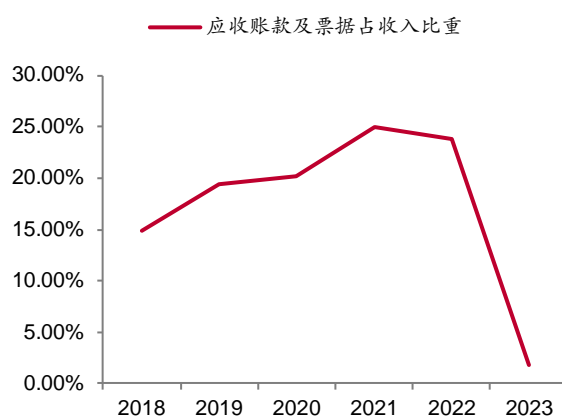
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：天坛生物存货占资产比重（单位：%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：天坛生物应收账款及票据情况（单位：%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：天坛生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,555	3,796	3,996	4,284	营业收入	5,180	6,179	7,346	8,740
应收票据	76	1,068	1,222	1,277	营业成本	2,551	3,087	3,670	4,367
应收账款	18	32	35	47	税金及附加	49	56	66	79
预付账款	35	36	42	53	销售费用	271	309	367	437
存货	2,844	3,423	3,939	4,773	管理费用	469	494	573	682
合同资产	0	0	0	0	研发费用	140	167	198	236
其他流动资产	41	39	49	57	财务费用	-50	-26	-28	-27
流动资产合计	7,569	8,394	9,283	10,491	信用减值损失	-2	-2	-2	-2
其他长期投资	69	72	71	71	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	2,793	2,937	3,220	3,551	投资收益	37	0	0	0
在建工程	2,044	2,428	2,766	3,113	其他收益	21	23	23	26
无形资产	687	721	768	839	营业利润	1,805	2,116	2,523	2,994
其他非流动资产	1,026	996	1,087	1,096	营业外收入	5	3	3	4
非流动资产合计	6,619	7,154	7,912	8,670	营业外支出	11	7	8	9
资产合计	14,188	15,548	17,195	19,161	利润总额	1,799	2,112	2,518	2,989
短期借款	0	0	0	0	所得税	290	318	381	462
应付票据	105	32	47	70	净利润	1,509	1,794	2,137	2,527
应付账款	74	93	115	134	少数股东损益	400	467	556	657
预收款项	1	0	1	1	归属母公司净利润	1,110	1,328	1,581	1,870
合同负债	356	425	505	601	NOPLAT	1,468	1,772	2,113	2,504
其他应付款	472	345	367	396	EPS(摊薄)	0.67	0.81	0.96	1.14
一年内到期的非流动负债	18	98	91	83					
其他流动负债	253	361	396	421	主要财务比率				
流动负债合计	1,279	1,354	1,522	1,706	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	21.6%	19.3%	18.9%	19.0%
其他非流动负债	154	140	150	154	EBIT增长率	27.8%	19.2%	19.4%	19.0%
非流动负债合计	154	140	150	154	归母公司净利润增长率	26.0%	19.6%	19.1%	18.3%
负债合计	1,433	1,494	1,672	1,860	获利能力				
归属母公司所有者权益	9,823	10,656	11,569	12,690	毛利率	50.8%	50.0%	50.0%	50.0%
少数股东权益	2,932	3,398	3,954	4,611	净利率	29.1%	29.0%	29.1%	28.9%
所有者权益合计	12,755	14,054	15,523	17,301	ROE	8.7%	9.4%	10.2%	10.8%
负债和股东权益	14,188	15,548	17,195	19,161	ROIC	13.8%	14.9%	16.1%	17.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	10.1%	9.4%	9.5%	9.6%
					债务权益比	1.3%	1.7%	1.6%	1.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	5.9	6.2	6.1	6.1
经营活动现金流	2,394	647	1,963	2,178	速动比率	3.7	3.7	3.5	3.4
现金收益	1,729	2,152	2,506	2,917	营运能力				
存货影响	-512	-578	-516	-834	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营性应收影响	913	-1,004	-162	-74	应收账款周转天数	2	1	2	2
经营性应付影响	184	-181	60	70	应付账款周转天数	10	10	10	10
其他影响	80	259	75	99	存货周转天数	365	365	361	359
投资活动现金流	-1,247	-1,018	-1,180	-1,214	每股指标(元)				
资本支出	-1,342	-947	-1,066	-1,165	每股收益	0.67	0.81	0.96	1.14
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.45	0.39	1.19	1.32
其他长期资产变化	95	-71	-114	-49	每股净资产	5.96	6.47	7.02	7.70
融资活动现金流	-508	-388	-583	-676	估值比率				
借款增加	-360	80	-7	-8	P/E	45	38	32	27
股利及利息支付	-122	-904	-1,016	-1,237	P/B	5	5	4	4
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	2	2	1	1
其他影响	-26	436	440	569					

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。