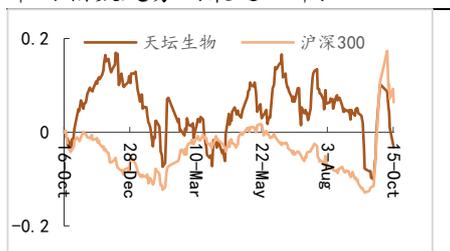


评级： 增持

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	22.08
一年内最高/最低价 (元)	27.60/20.04
市盈率 (当前)	34.40
市净率 (当前)	4.23
总股本 (亿股)	19.77
总市值 (亿元)	436.60

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 再度批量获得新设浆站，静待从量变到质变
- 天坛生物：前三季度业绩平稳，产品线和浆站大提升之年
- 业绩平稳增长，关注未来新批浆站数量

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年前 3 季度业绩快报，实现营业收入 40.73 亿元 (+1.28%)，归属于上市公司股东的净利润 10.52 亿元 (+18.52%)，归属于上市公司股东的扣非净利润为 10.44 元 (+18.68%)。
- 短期业绩出现波动，长期业绩有望持续稳健增长。**根据业绩快报等数据计算，2024Q3 单季度公司收入同比增速为-7.44%，归属于上市公司股东的扣非净利润同比增速为 0.04%，我们认为主要是由于：(1)2023Q3 单季度业绩基数较高，导致增速放缓；(2) 预计季度间发货量出现一定波动。2024Q3 公司归属于上市公司股东的扣非净利润/收入为近年来最高水平，体现出公司盈利能力持续提升，我们认为主要是由于：(1) 高浓度静注人免疫球蛋白于 2023 年 9 月获批，2024 年上半年静注人免疫球蛋白(含层析)收入为 13.39 亿元(+21.97%)，毛利率同比增加 11.42pct，预计高浓度静丙继续提供了显著的收入和利润增量；(2) 产品价格提升、成本/费用管控等因素也有一定积极贡献。截至 2024 年中报，公司存货金额达到近年来最高水平，我们预计公司血浆和血制品储备充足，有望驱动业绩持续稳定增长。
- 多种方式进行浆源拓展，吨浆收入和利润仍有提升潜力。**2024 年上半年，公司采浆量为 1294 吨，同比增长 15%。浆站数量方面，2024 年上半年公司单采血浆站总数达 102 家，其中在营单采血浆站数量达 80 家，2023 年同期在营单采血浆站数量为 76 家，浆站数量和单个浆站采浆量均有所增加，体现出公司在拓展浆源方面取得了良好的成效。此外公司加大外延式发展力度，2024 年 8 月收购中原瑞德 100% 股权，进一步增加采浆量提升潜力。产品方面，成都蓉生采用层析工艺纯化的人纤维蛋白原获得《药品补充申请批准通知书》并通过药品 GMP 符合性检查，可进行该产品的生产和上市销售，补齐了主要凝血因子品种；兰州血制人凝血酶原复合物处于上市许可申请阶段；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、注射用重组人凝血因子 VIII-Fc 融合蛋白等研发课题临床试验进展顺利；武汉血制人凝血酶原复合物和成都蓉生人凝血因子 IX 获得《药物临床试验批准通知书》。随着新品种陆续获批上市，预计公司吨浆收入和利润仍有提升潜力。
- 盈利预测和估值。**我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 57.65 亿元、67.34 亿元和 77.72 亿元，同比增速分别为 11.3%、16.8%和 15.4%；归母净利润分别为 13.69 亿元、16.52 亿元和 19.83 亿元，同比增速为 23.3%、20.7%和 20.0%，以 10 月 15 日收盘价计算，对应 PE 分别为 31.9、26.4 和 22.0 倍，维持“增持”评级。

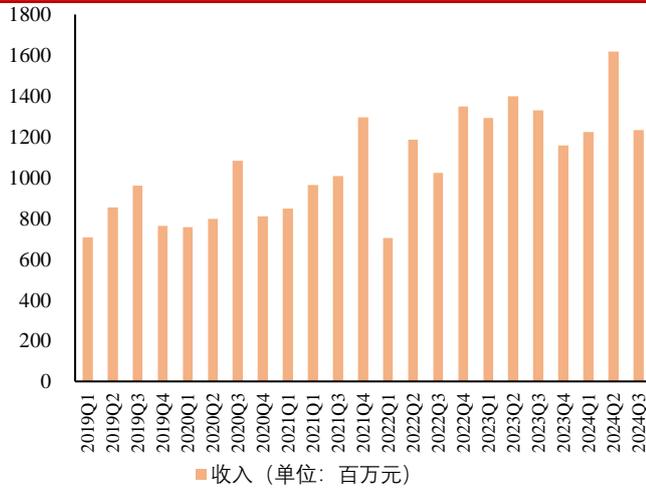
-
- **风险提示：**白蛋白竞争格局出现不利变化，导致销量低于预期，价格出现下降；静丙需求增速低于预期；采浆量提升幅度低于预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	51.80	57.65	67.34	77.72
营收增速(%)	21.6%	11.3%	16.8%	15.4%
归母净利润(亿元)	11.09	13.69	16.52	19.83
归母净利润增速(%)	26.0%	23.3%	20.7%	20.0%
EPS(元/股)	0.67	0.69	0.84	1.00
PE	32.8	31.9	26.4	22.0

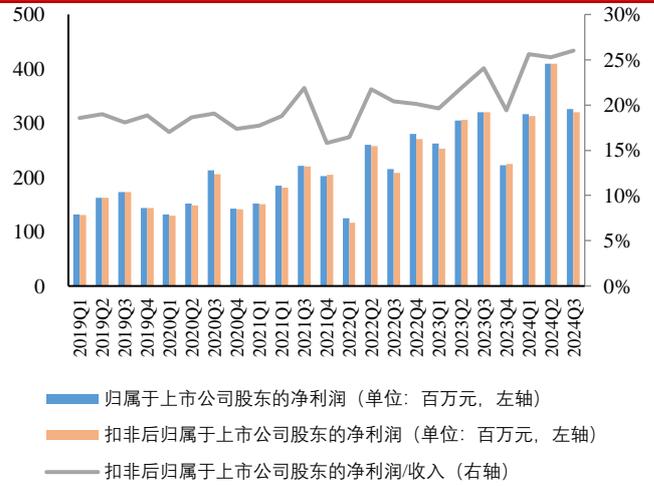
资料来源：Wind，首创证券

图 1 公司各季度总收入情况



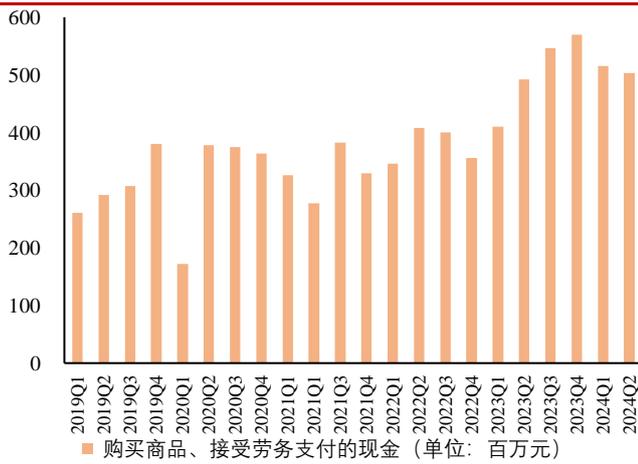
资料来源: Wind, 首創證券

图 2 公司各季度利润情况



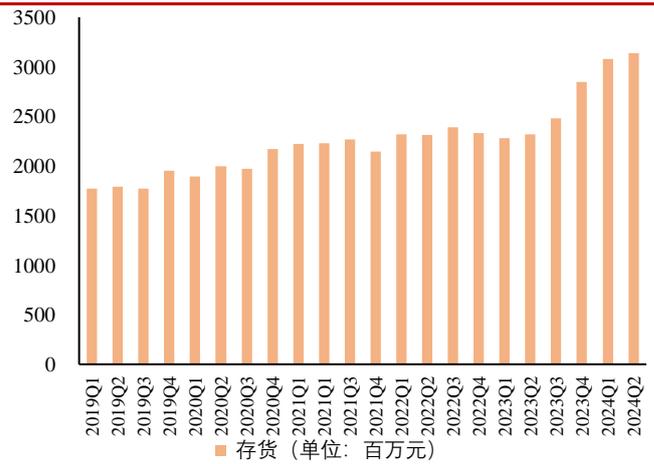
资料来源: Wind, 首創證券

图 3 公司各季度“购买商品、接受劳务支付的现金”情况



资料来源: Wind, 首創證券

图 4 公司各季度存货情况



资料来源: Wind, 首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,569	9,842	11,800	14,341	经营活动现金流	2,394	1,802	2,276	2,784
现金	4,555	6,558	8,180	10,405	净利润	1,110	1,368	1,652	1,983
应收账款	18	23	27	32	折旧摊销	269	319	313	342
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	-53	-55	-57
预付账款	35	30	34	41	投资损失	-37	-11	-12	-13
存货	2,844	3,103	3,410	3,689	营运资金变动	631	-318	-240	-209
其他	41	42	48	57	其它	19	5	21	23
非流动资产	6,619	6,616	7,205	7,670	投资活动现金流	-1,247	-300	-603	-531
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-1,346	-271	-417	-394
固定资产	2,793	2,864	3,330	3,757	长期投资	0	0	0	0
无形资产	687	618	556	501	其他	-203	99	-29	-186
其他	1,026	1,071	1,556	1,969	筹资活动现金流	-508	502	-51	-28
资产总计	14,188	16,458	19,005	22,011	短期借款	0	0	0	0
流动负债	1,279	1,498	2,072	2,684	长期借款	-360	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-26	909	396	534
应付账款	74	78	92	108	现金净增加额	639	2003	1622	2225
其他	472	542	624	717					
非流动负债	154	171	194	216	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	154	171	194	216	营业收入	21.6%	11.3%	16.8%	15.4%
负债合计	1,433	1,669	2,266	2,900	营业利润	26.0%	23.2%	20.7%	20.0%
少数股东权益	2,932	3,432	4,027	4,742	归属母公司净利润	26.0%	23.3%	20.7%	20.0%
归属母公司股东权益	9,823	11,357	12,712	14,369	获利能力				
负债和股东权益	14,188	16,458	19,005	22,011	毛利率	50.8%	55.1%	55.9%	56.8%
					净利率	29.1%	32.3%	33.4%	34.7%
					ROE	8.7%	9.3%	9.9%	10.4%
					ROIC	13.9%	14.6%	15.6%	16.4%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	5,180	5,765	6,734	7,772	资产负债率	10.1%	10.1%	11.9%	13.1%
营业成本	2,551	2,591	2,971	3,360	净负债比率	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
营业税金及附加	49	52	61	70	流动比率	5.9	6.6	5.7	5.3
营业费用	271	300	323	334	速动比率	3.7	4.5	4.0	4.0
研发费用	140	156	175	187	营运能力				
管理费用	469	519	599	684	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用	-50	-53	-55	-57	应收账款周转率	202.6	279.1	265.0	263.5
资产减值损失	-2	-2	-2	-2	应付账款周转率	35.5	34.1	35.0	33.7
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	37	11	12	13	每股收益	0.7	0.7	0.8	1.0
营业利润	1,805	2,223	2,683	3,219	每股经营现金	1.3	0.9	1.2	1.4
营业外收入	5	5	5	5	每股净资产	5.0	5.7	6.4	7.3
营业外支出	11	12	12	12	估值比率				
利润总额	1,799	2,216	2,676	3,212	P/E	32.78	31.91	26.42	22.02
所得税	290	354	428	514	P/B	3.70	3.84	3.43	3.04
净利润	1,509	1,862	2,248	2,698					
少数股东损益	400	493	596	715					
归属母公司净利润	1,109	1,369	1,652	1,983					
EBITDA	2,018	2,482	2,934	3,497					
EPS (元)	0.67	0.69	0.84	1.00					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现