

天坛生物 (600161.SH)

强烈推荐 (维持)

盈利能力提升，牌照拓展助力开“浆”拓源

公司发布 2024 三季报：2024 年前三季度实现营业收入 40.73 亿元，归母净利润 10.52 亿元，扣非归母净利润 10.44 亿元，同比分别增长 1.28%、18.52%、18.68%。2024 年第三季度实现营业收入 12.32 亿元，归母净利润 3.26 亿元，扣非归母净利润 3.20 亿元，同比分别下降 7.44%、增长 1.57%、增长 0.04%。

□ 盈利能力提升，费用管控见效。2024Q3 公司毛利率和净利率分别为 54.54%、35.87%，分别同比提高 2.76pct 和 3.31pct，我们认为可能主要受益于：①产品结构变化，因子类产品在收入中占比有所提升；②生产效率提升，随着成都蓉生永安厂区的投产运行、产品生产效率进一步提升、对毛利率提升也有促进作用；③费用的有效管控，2024 年 Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 0.74%、9.14%、2.41%，同比-2.7pct、+0.58pct、-0.03pct。

□ 血浆采集量稳步提升，牌照拓展助力开“浆”拓源。①内生：截至 2024 半年报公司单采血浆站（含分站）共计 102 家，其中 80 家在营，遍布全国 16 个省/自治区。2024H1 公司采集血浆量达 1294 吨，同比 2023 年上半年增长 15%。②外延：公司牌照资源充足，继四大血制和西安回天后、公司 2024 年 8 月公告控股子公司成都蓉生拟以 11.26 亿元收购 CSL 亚太全资子公司武汉中原瑞德 100%股权。中原瑞德拥有 13 个产品文号，在湖北省设置有 5 家在营浆站、2023 年共采集血浆 112.37 吨。并购完成后，除直接新增的浆站外，新增牌照有利于公司在十五五期间进一步拓展浆站资源。

□ 吨浆效率尚有提升空间：①新产品及在研管线持续推进：2024 年 10 月兰州血制 PCC 获批、并通过 GMP 符合性检查，同月贵州血制 PCC 正式开展 III 期临床试验，2024 年 9 月成都蓉生高浓度静丙获批新增适应症临床（慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经根神经病）；②新产能陆续投入：除蓉生永安基地外，上海血制品云南项目及兰州血制新产能也陆续推进中；③出口：公司稳步推进新产品国际市场开发和注册准备工作，已实现破伤风人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、乙型肝炎人免疫球蛋白等产品出口。

□ 投资建议与盈利预测：我们认为天坛生物具备行业领先的血浆资源，新浆站+新产品+新产能共振推动成长。由于采浆到确认收入一般有 3 个季度左右的周期，考虑到近年来公司浆量成长持续兑现、新产品市场教育时间、折旧等因素，预计 2024-2026 年实现归母净利润 13.49/15.99/18.74 亿元，对应市盈率 33/28/24 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：竞争加剧、价格波动、新产品推广不及预期、采浆不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4261	5180	6248	7587	9000
同比增长	4%	22%	21%	21%	19%
营业利润(百万元)	1432	1805	2195	2602	3050
同比增长	15%	26%	22%	19%	17%
归母净利润(百万元)	881	1110	1349	1599	1874
同比增长	16%	26%	22%	19%	17%
每股收益(元)	0.45	0.56	0.68	0.81	0.95
PE	50.8	40.4	33.2	28.0	23.9
PB	5.1	4.6	4.1	3.7	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药

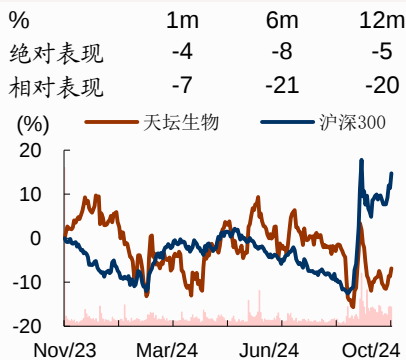
目标估值：NA

当前股价：22.65 元

基础数据

总股本(百万股)	1977
已上市流通股(百万股)	1977
总市值(十亿元)	44.8
流通市值(十亿元)	44.8
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	12.0
资产负债率	11.0%
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《天坛生物 (600161) 一静丙收入增长迅速，利润表现亮眼》2024-08-30
- 2、《天坛生物 (600161) 一十四五浆量增长持续兑现，新品潜力可期》2024-03-30
- 3、《天坛生物 (600161) 一盈利效率显著提升，看好浆量释放和新品放量》2023-10-26

梁广楷 S1090524010001

✉ liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

✉ fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7271	7569	9077	10827	12894
现金	3713	4555	5507	6474	7701
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	983	76	92	112	133
应收款项	33	18	22	26	31
其它应收款	25	34	41	50	59
存货	2332	2844	3366	4105	4899
其他	185	42	50	60	72
非流动资产	5670	6619	6762	6896	7023
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2477	2793	3079	3341	3580
无形资产商誉	1104	1224	1102	992	893
其他	2089	2602	2580	2563	2550
资产总计	12941	14188	15838	17723	19917
流动负债	1157	1280	1343	1458	1583
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	69	179	212	258	308
预收账款	293	357	423	516	615
其他	795	743	708	684	659
长期负债	427	154	154	154	154
长期借款	254	0	0	0	0
其他	173	154	154	154	154
负债合计	1584	1434	1497	1613	1737
股本	1648	1648	1977	1977	1977
资本公积金	2793	2793	2463	2463	2463
留存收益	4355	5382	6484	7678	9072
少数股东权益	2561	2932	3417	3993	4668
归属于母公司所有者权益	8796	9823	10924	12118	13513
负债及权益合计	12941	14188	15838	17723	19917

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1126	2394	1657	1804	2129
净利润	1205	1509	1834	2174	2549
折旧摊销	171	269	387	395	404
财务费用	2	2	(40)	(48)	(57)
投资收益	(28)	(37)	(51)	(51)	(51)
营运资金变动	(225)	639	(480)	(675)	(725)
其它	1	12	7	9	9
投资活动现金流	(1871)	(1247)	(480)	(480)	(480)
资本支出	(1354)	(1078)	(531)	(531)	(531)
其他投资	(517)	(169)	51	51	51
筹资活动现金流	(378)	(508)	(225)	(357)	(423)
借款变动	(316)	(469)	(18)	0	0
普通股增加	275	0	329	0	0
资本公积增加	(275)	0	(329)	0	0
股利分配	(137)	(82)	(247)	(405)	(480)
其他	75	43	40	48	57
现金净增加额	(1123)	639	952	968	1226

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4261	5180	6248	7587	9000
营业成本	2170	2551	3018	3681	4393
营业税金及附加	45	49	59	71	85
营业费用	262	271	344	455	540
管理费用	366	469	562	683	810
研发费用	122	140	156	190	225
财务费用	(58)	(50)	(40)	(48)	(57)
资产减值损失	13	(4)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	36	21	21	21	21
投资收益	28	37	30	30	30
营业利润	1432	1805	2195	2602	3050
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	9	11	11	11	11
利润总额	1426	1799	2188	2595	3044
所得税	221	289	354	421	495
少数股东损益	324	400	485	576	675
归属于母公司净利润	881	1110	1349	1599	1874

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	4%	22%	21%	21%	19%
营业利润	15%	26%	22%	19%	17%
归母净利润	16%	26%	22%	19%	17%
获利能力					
毛利率	49.1%	50.8%	51.7%	51.5%	51.2%
净利率	20.7%	21.4%	21.6%	21.1%	20.8%
ROE	10.5%	11.9%	13.0%	13.9%	14.6%
ROIC	10.3%	12.0%	13.3%	14.0%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	12.2%	10.1%	9.5%	9.1%	8.7%
净负债比率	2.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.3	5.9	6.8	7.4	8.1
速动比率	4.3	3.7	4.3	4.6	5.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	4.2	9.3	60.2	60.4	59.7
应付账款周转率	30.3	20.5	15.4	15.7	15.5
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.56	0.68	0.81	0.95
每股经营净现金	0.57	1.21	0.84	0.91	1.08
每股净资产	4.45	4.97	5.52	6.13	6.83
每股股利	0.04	0.12	0.20	0.24	0.28
估值比率					
PE	50.8	40.4	33.2	28.0	23.9
PB	5.1	4.6	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	30.3	23.2	18.0	15.5	13.5

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。

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。