

天坛生物 (600161.SH)

采浆稳健增长，新产能有望逐步释放

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度报。2024 年实现收入 60.32 亿元、归母净利润 15.49 亿元、扣非归母净利润 15.19 亿元，同比分别增长 16.44%、39.58%、37.52%。其中 2024Q4 实现收入 19.59 亿元、归母净利润 4.97 亿元，同比分别增长 69.06%、123.58%。2025 年一季度实现收入 13.18 亿元、归母净利润 2.44 亿元，同比分别增长 7.84%、下降 22.90%。

□ 2024 年业绩超预期，2025 年预计利润增长放缓。公司 2024 年净利润完成年初制定预算目标（目标净利润 17.91 亿元实际净利润 21.12 亿元），收入接近预算目标（目标营业收入 61.26 亿元，实际 60.32 亿元）。其中核心产品人血白蛋白和静注人免疫球蛋白 2024 年分别实现营业收入 25.10 亿元和 27.58 亿元，同比增长 11.70%和 18.90%，毛利率分别提升至 51.20%和 56.95%。考虑到人血白蛋白正处于供需错配周期、价格调整可能对 2025 年业绩带来一定影响。经营现金流方面，由于 2024Q3 开始执行新的信用政策，应收票据、应收账款同比增加，叠加采浆量增加等原因对资金的占用，经营活动现金流短期承压。

□ 三大新产能均竣工、亟待释放。2024 年永安厂区投产、有效缓解供给压力、提高生产效率。同时上海血制云南项目已于 2024 年末完成竣工验收正在进行药品补充注册申请、兰州血制项目也已竣工验收拟进行工艺验证，后续可能带来一些折旧影响稀释利润率。

□ 血浆采集稳健增长，新浆站扩张夯实供给基础。

- 采浆增长迅速：2024 年公司下单采血浆站总数达 107 家，其中在营 85 家，采集血浆 2,781 吨，同比增长 15.15%，保持国内行业占比约 20%。
- 外延拓展：成都蓉生 2024 年以 1.85 亿美元收购中原瑞德，公司新增一家血液制品生产企业，新增 5 个在营单采血浆站，年采浆量增加百余吨。
- 新浆站建设积极推进。目前公司含 8 个牌照（成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制、西安血制、昆明血制及中原瑞德），有利于十五五拓展新浆站。

□ 盈利预测与投资建议：公司发布 2024 年股东大会会议文件，拟定了公司 2025 年度财务预算，目标营业收入 74.40 亿元，净利润 21.96 亿元。我们看好公司在新产能投产后快速释放供给、驱动业绩增长，预计 2025-2027 年实现归母净利润 15.91/17.64/19.58 亿元，对应 PE24/21/19x，维持“增持”评级。

□ 风险提示：价格波动、行业竞争、集采等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5180	6032	7238	7962	8758
同比增长	22%	16%	20%	10%	10%
营业利润(百万元)	1805	2558	2634	2920	3240
同比增长	26%	42%	3%	11%	11%
归母净利润(百万元)	1110	1549	1591	1764	1958
同比增长	26%	40%	3%	11%	11%
每股收益(元)	0.56	0.78	0.80	0.89	0.99
PE	34.0	24.3	23.7	21.4	19.3
PB	3.8	3.4	3.0	2.7	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/生物医药

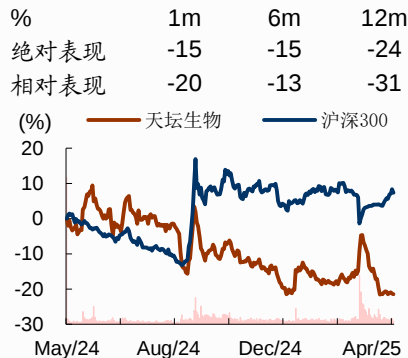
目标估值：NA

当前股价：19.07 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）	37.7
流通市值（十亿元）	37.7
每股净资产（MRQ）	5.8
ROE（TTM）	13.0
资产负债率	8.4%
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



相关报告

- 1、《天坛生物（600161）—盈利能力提升，牌照拓展助力开“浆”拓源》2024-11-09
- 2、《天坛生物（600161）—静丙收入增长迅速，利润表现亮眼》2024-08-30
- 3、《天坛生物（600161）—十四五浆量增长持续兑现，新品潜力可期》2024-03-30

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguangkai@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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7569	7722	9491	11208	13156
现金	4555	2686	3013	4105	5380
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	76	910	1092	1201	1321
应收款项	18	203	244	268	295
其它应收款	34	13	16	18	20
存货	2844	3869	5073	5558	6077
其他	42	41	53	58	63
非流动资产	6619	8147	8402	8637	8855
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2793	3307	3773	4197	4582
无形资产商誉	1224	1880	1692	1523	1370
其他	2602	2960	2936	2918	2903
资产总计	14188	15870	17893	19845	22011
流动负债	1280	1120	1172	1197	1223
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	179	81	107	117	128
预收账款	357	213	280	306	335
其他	743	826	786	773	760
长期负债	154	216	216	216	216
长期借款	0	0	0	0	0
其他	154	216	216	216	216
负债合计	1434	1336	1388	1413	1439
股本	1648	1977	1977	1977	1977
资本公积金	2793	2463	2463	2463	2463
留存收益	5382	6698	8091	9378	10807
少数股东权益	2932	3394	3973	4614	5326
归属于母公司所有者权益	9823	11139	12532	13819	15247
负债及权益合计	14188	15870	17893	19845	22011

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2394	820	1221	2249	2475
净利润	1509	2112	2169	2405	2669
折旧摊销	269	344	512	531	549
财务费用	2	5	(23)	(28)	(38)
投资收益	(37)	(64)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	639	(1579)	(1387)	(604)	(650)
其它	12	2	9	6	6
投资活动现金流	(1247)	(1859)	(709)	(709)	(709)
资本支出	(1078)	(1067)	(769)	(769)	(769)
其他投资	(169)	(792)	60	60	60
筹资活动现金流	(508)	(370)	(184)	(449)	(491)
借款变动	(469)	(184)	(9)	0	0
普通股增加	0	330	0	0	0
资本公积增加	0	(330)	0	0	0
股利分配	(82)	(247)	(198)	(477)	(529)
其他	43	61	23	28	38
现金净增加额	639	(1410)	328	1092	1275

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5180	6032	7238	7962	8758
营业成本	2551	2732	3583	3925	4292
营业税金及附加	49	61	73	80	89
营业费用	271	133	217	239	263
管理费用	469	481	622	677	744
研发费用	140	143	181	199	219
财务费用	(50)	(33)	(23)	(28)	(38)
资产减值损失	(4)	(60)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	21	40	30	30	30
投资收益	37	64	30	30	30
营业利润	1805	2558	2634	2920	3240
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	11	12	12	12	12
利润总额	1799	2547	2624	2910	3229
所得税	289	435	454	504	560
少数股东损益	400	563	578	641	712
归属于母公司净利润	1110	1549	1591	1764	1958

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	16%	20%	10%	10%
营业利润	26%	42%	3%	11%	11%
归母净利润	26%	40%	3%	11%	11%
获利能力					
毛利率	50.8%	54.7%	50.5%	50.7%	51.0%
净利率	21.4%	25.7%	22.0%	22.2%	22.4%
ROE	11.9%	14.8%	13.4%	13.4%	13.5%
ROIC	12.0%	15.2%	13.9%	13.7%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	10.1%	8.4%	7.8%	7.1%	6.5%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.9	6.9	8.1	9.4	10.8
速动比率	3.7	3.4	3.8	4.7	5.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	9.3	10.0	5.9	5.7	5.7
应付账款周转率	20.5	21.0	38.1	35.1	35.0
每股资料(元)					
EPS	0.56	0.78	0.80	0.89	0.99
每股经营净现金	1.21	0.41	0.62	1.14	1.25
每股净资产	4.97	5.63	6.34	6.99	7.71
每股股利	0.12	0.10	0.24	0.27	0.30
估值比率					
PE	34.0	24.3	23.7	21.4	19.3
PB	3.8	3.4	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	20.2	14.3	12.7	11.6	10.6

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。