

天坛生物 (600161.SH)

买入 (维持评级)

采浆规模持续领先，二季度业绩环比好转

业绩简评

2025年8月21日，公司发布2025年半年度报告，上半年公司实现营业收入31.10亿元，同比增长9.47%，实现归母净利润6.33亿元，同比减少12.88%，实现扣非归母净利润6.18亿元，同比减少14.54%；分季度看，2025年二季度公司实现收入17.93亿元，同比增长10.70%，实现归母净利润3.88亿元，同比减少5.13%，实现扣非归母净利润3.79亿元，同比减少7.53%。

经营分析

白蛋白、静丙收入持续增长，血制品整体利润端承压。分产品看，上半年公司人血白蛋白实现收入13.45亿元，同比增长20.79%，毛利率为41.02%，同比减少11.61个百分点；静注人免疫球蛋白（含层析）实现收入14.27亿元，同比增长6.56%，毛利率为49.82%，同比减少7.67个百分点；其他血液制品实现收入3.28亿元，同比减少13.16%，毛利率为43.29%，同比减少14.78个百分点。

单采血浆站数量及采浆规模持续保持国内领先地位。公司持续通过加大血源发展和稳定工作力度以及绩效考核力度等一系列措施努力提升采浆量。截至目前，公司下属单采血浆站分布于全国16个省/自治区，单采血浆站总数达107家，其中在营单采血浆站数量达85家。报告期内，公司下属85家营业单采血浆站实现血浆采集1,361吨，保持国内行业占比约20%。

坚持创新驱动，研发工作进展顺利。公司始终保持高水平研发投入，研发工作进展顺利。成都蓉生第四代层析工艺10%浓度静注人免疫球蛋白获得《药品补充申请批准通知书》；已提交上市许可申请的皮下注射人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子VIIa处于药品审评阶段；人凝血因子IX、第四代10%浓度静注人免疫球蛋白新增治疗慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病适应症开展III期临床试验；注射用重组人凝血因子VIII-Fc融合蛋白完成I期临床试验。

盈利预测、估值与评级

考虑到市场环境客观变化，我们下调此前盈利预测，预计2025-2027年公司分别实现归母净利润16.38亿元（+6%）、18.13亿元（+11%）、19.96亿元（+10%）。公司2025-2027年EPS分别为0.83、0.92、1.01元，对应PE分别为25、22、20倍。维持“买入”评级。

风险提示

浆站拓展不及预期；单采血浆站监管风险；新开浆站带来资本开支增加；采浆成本上升的风险；产品价格波动的风险等。

医药组

分析师：甘坛煥（执业S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

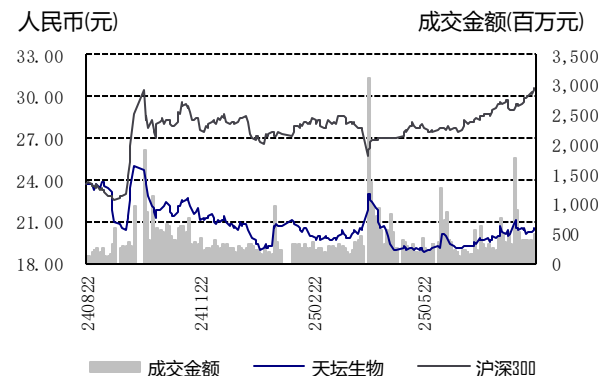
分析师：马居东（执业S1130525070004）

majudong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.60元

相关报告：

- 1.《天坛生物公司点评：浆源优势逐步兑现，经营业绩实现高增长》，2025.3.30
- 2.《天坛生物公司点评：浆源优势逐步释放，经营业绩快速增长》，2025.1.21
- 3.《天坛生物公司点评：利润端快速增长，浆源拓展稳步推进》，2024.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,180	6,032	7,156	8,096	9,157
营业收入增长率	21.57%	16.44%	18.64%	13.13%	13.11%
归母净利润(百万元)	1,110	1,549	1,638	1,813	1,996
归母净利润增长率	25.98%	39.58%	5.73%	10.71%	10.05%
摊薄每股收益(元)	0.674	0.783	0.828	0.917	1.009
每股经营性现金流净额	1.45	0.41	1.08	1.76	1.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.30%	13.91%	13.12%	12.96%	12.71%
P/E	45.94	26.17	24.87	22.46	20.41
P/B	5.19	3.64	3.26	2.91	2.60

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,261	5,180	6,032	7,156	8,096	9,157
增长率		21.6%	16.4%	18.6%	13.1%	13.1%
主营业务成本	-2,170	-2,551	-2,732	-3,721	-4,234	-4,863
%销售收入	50.9%	49.2%	45.3%	52.0%	52.3%	53.1%
毛利	2,091	2,630	3,299	3,435	3,862	4,295
%销售收入	49.1%	50.8%	54.7%	48.0%	47.7%	46.9%
营业税金及附加	-45	-49	-61	-72	-82	-92
%销售收入	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-262	-271	-133	-139	-155	-174
%销售收入	6.2%	5.2%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-366	-469	-481	-515	-579	-650
%销售收入	8.6%	9.1%	8.0%	7.2%	7.2%	7.1%
研发费用	-122	-140	-143	-129	-144	-161
%销售收入	2.9%	2.7%	2.4%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	1,297	1,701	2,481	2,580	2,901	3,217
%销售收入	30.4%	32.8%	41.1%	36.1%	35.8%	35.1%
财务费用	58	50	33	57	86	136
%销售收入	-1.4%	-1.0%	-0.5%	-0.8%	-1.1%	-1.5%
资产减值损失	-3	-4	-60	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	27	37	64	80	80	80
%税前利润	1.9%	2.1%	2.5%	2.9%	2.6%	2.3%
营业利润	1,432	1,805	2,558	2,716	3,067	3,433
营业利润率	33.6%	34.8%	42.4%	38.0%	37.9%	37.5%
营业外收支	-6	-6	-11	0	0	0
税前利润	1,426	1,799	2,547	2,716	3,067	3,433
利润率	33.5%	34.7%	42.2%	38.0%	37.9%	37.5%
所得税	-221	-289	-435	-367	-414	-464
所得税率	15.5%	16.1%	17.1%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	1,205	1,509	2,112	2,350	2,653	2,970
少数股东损益	324	400	563	712	840	974
归属于母公司的净利润	881	1,110	1,549	1,638	1,813	1,996
净利率	20.7%	21.4%	25.7%	22.9%	22.4%	21.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,205	1,509	2,112	2,350	2,653	2,970
少数股东损益	324	400	563	712	840	974
非现金支出	195	293	423	584	744	831
非经营收益	-38	-23	-50	-98	-78	-79
营运资金变动	-235	614	-1,666	-702	170	-265
经营活动现金净流	1,126	2,394	820	2,134	3,489	3,458
资本开支	-1,353	-1,077	-1,067	-1,426	-850	-830
投资	-36	-2	-938	0	0	0
其他	-481	-168	147	80	80	80
投资活动现金净流	-1,871	-1,247	-1,859	-1,346	-770	-750
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	-108	-366	0	-118	0	0
其他	-272	-142	-370	-299	-299	-298
筹资活动现金净流	-378	-508	-370	-417	-299	-298
现金净流量	-1,123	639	-1,410	371	2,420	2,410

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,713	4,555	2,686	3,045	5,456	7,859
应收款项	1,201	133	1,134	1,338	1,411	1,479
存货	2,332	2,844	3,869	4,588	4,524	4,929
其他流动资产	25	37	33	45	51	58
流动资产	7,271	7,569	7,722	9,015	11,442	14,326
%总资产	56.2%	53.3%	48.7%	50.2%	55.8%	61.3%
长期投资	218	215	208	208	208	208
固定资产	4,009	4,836	5,786	6,603	6,712	6,684
%总资产	31.0%	34.1%	36.5%	36.8%	32.7%	28.6%
无形资产	1,168	1,331	1,997	2,078	2,078	2,107
非流动资产	5,670	6,619	8,147	8,947	9,053	9,052
%总资产	43.8%	46.7%	51.3%	49.8%	44.2%	38.7%
资产总计	12,941	14,188	15,870	17,963	20,495	23,378
短期借款	124	18	9	0	0	0
应付款项	569	753	648	657	752	868
其他流动负债	465	508	464	686	776	876
流动负债	1,157	1,280	1,120	1,344	1,529	1,744
长期贷款	254	0	0	0	0	0
其他长期负债	173	154	216	33	24	17
负债	1,584	1,434	1,336	1,376	1,552	1,761
普通股股东权益	8,796	9,823	11,139	12,480	13,997	15,696
其中：股本	1,648	1,648	1,977	1,977	1,977	1,977
未分配利润	4,096	5,120	6,411	7,752	9,268	10,967
少数股东权益	2,561	2,932	3,394	4,106	4,946	5,921
负债股东权益合计	12,941	14,188	15,870	17,963	20,495	23,378

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.535	0.674	0.783	0.828	0.917	1.009
每股净资产	5.338	5.961	5.633	6.311	7.078	7.938
每股经营现金净流	0.683	1.453	0.415	1.079	1.764	1.749
每股股利	0.100	0.050	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	10.02%	11.30%	13.91%	13.12%	12.96%	12.71%
总资产收益率	6.81%	7.82%	9.76%	9.12%	8.85%	8.54%
投入资本收益率	9.30%	11.15%	14.09%	13.45%	13.25%	12.87%
增长率						
主营业务收入增长率	3.63%	21.57%	16.44%	18.64%	13.13%	13.11%
EBIT 增长率	10.36%	31.21%	45.86%	3.97%	12.46%	10.88%
净利润增长率	15.92%	25.98%	39.58%	5.73%	10.71%	10.05%
总资产增长率	11.77%	9.64%	11.85%	13.19%	14.10%	14.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.8	1.8	6.7	12.0	11.0	10.0
存货周转天数	376.4	370.4	448.4	450.0	390.0	370.0
应付账款周转天数	12.0	10.3	10.0	10.0	10.5	11.0
固定资产周转天数	212.2	196.8	200.1	192.5	166.1	137.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.37%	-35.57%	-18.42%	-18.36%	-28.80%	-36.36%
EBIT 利息保障倍数	-22.4	-34.3	-75.4	-45.6	-33.7	-23.6
资产负债率	12.24%	10.10%	8.42%	7.66%	7.57%	7.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	3	18
增持	0	2	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.60	1.57	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-30	买入	24.23	N/A
2	2023-10-26	买入	26.54	N/A
3	2024-01-11	买入	29.69	N/A
4	2024-03-29	买入	25.50	N/A
5	2024-08-28	买入	23.87	N/A
6	2025-01-21	买入	19.39	N/A
7	2025-03-30	买入	20.56	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-86695353 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---