

天坛生物 (600161.SH)

增持 (维持)

收入维持稳定增长, 重八放量在即

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 20.63 元

公司发布 2025 年中报。2025H1 实现收入 31.10 亿元, 归母净利润 6.33 亿元, 扣非归母净利润 6.18 亿元, 同比分别增长 9.47%, -12.88%, -14.54%。其中 2025Q2 实现收入 17.93 亿, 归母净利润 3.88 亿, 扣非归母净利润 3.79 亿, 同比分别增长 10.7%, -5.13%, -7.53%。

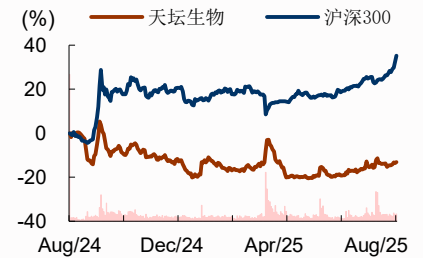
基础数据

总股本 (百万股)	1977
已上市流通股 (百万股)	1977
总市值 (十亿元)	40.8
流通市值 (十亿元)	40.8
每股净资产 (MRQ)	5.9
ROE (TTM)	12.6
资产负债率	9.3%
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%

收入端保持增长, 利润端阶段性承压。白蛋白周期性供需错配带来一定价格压力, 在此背景下公司凭借品牌力及覆盖全国的经销商体系, 适时调整销售策略, 仍实现收入端稳健增长。产品销售价格较去年同期下降影响短期净利润水平, 2024Q3 起执行的新信用政策导致应收票据及账款同比增加、经营现金流短期承压。分成品看, 2025 上半年人血白蛋白收入 13.45 亿元、同比增长 20.79%, 毛利率 41.02%、比上年同期减少 11.61pct; 静丙 (含层析静丙) 收入 14.27 亿元、同比增长 6.56%, 毛利率 49.82%、比上年同期减少 7.67pct; 其他血液制品 3.28 亿元、同比下降 13.16%, 毛利率 43.29%、比上年同期减少 14.78pct。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	4	-13
相对表现	-9	-10	-47



资料来源: 公司数据、招商证券

采浆量维持稳定, 三大新产逐步投产, 静待放量。截至 2025H1, 公司共有单采血浆站 107 家, 其中在营 85 家, 在营浆站实现采集血浆 1,361 吨, 同比增长 0.7%, 保持国内行业占比约 20%。成都蓉生永安厂区 2025 年已正式投产, 设计产能 1200 吨; 上海血制云南项目 2025 年 5 月完成竣工验收, 正在进行生产场地变更及补充注册申请; 兰州血制兰州项目 2025 年 6 月提交附条件药品生产许可证申请, 工艺验证及 GMP 符合性检查同步推进。三大基地投产后, 公司总设计产能将突破 5000 吨, 规模效应有望对冲价格压力, 但下半年折旧摊销或短期稀释利润率。同时, 围绕血友病、免疫缺陷等领域布局高浓度人免疫球蛋白、重组凝血因子等产品, 其中注射用重组人凝血因子 VIII 已完成场地变更审批, 具备量产条件, 放量在即。

研发管线持续推进: 2025H1 成都蓉生第四代层析工艺 10% 浓度静注人免疫球蛋白 (规格: 2.5g/瓶, 10%, 25ml) 补充申请获批; 皮下注射人免疫球蛋白、重组人凝血因子 VIIa 已提交上市申请并处于药品审评阶段; 人凝血因子 IX、第四代 10% 浓度静注人免疫球蛋白 (规格: 5g/瓶, 10%, 50ml) 进入 III 期临床试验、重组人凝血因子 VIII-Fc 融合蛋白完成 I 期临床试验、人纤维蛋白原临床试验获批。

盈利预测和投资建议: 我们看好公司销售策略调整后, 上半年充分消化价格基数压力后, 凭借品牌优势和渠道优势逐步放量, 重组八因子量产后贡献收入增量, 皮注等重磅新品打开未来空间。参考公司财务预算, 预计 2025-2027 年归母净利润 15.91/17.64/19.58 亿元, 对应 PE26/23/21x, 维持“增持”投资评级。

风险提示: 竞争加剧、新品推广不及预期、采浆不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	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	36.8	26.3	25.6	23.1	20.8
PB	4.2	3.7	3.3	3.0	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《天坛生物 (600161) — 采浆稳健增长, 新产能有望逐步释放》 2025-05-16
- 《天坛生物 (600161) — 盈利能力提升, 牌照拓展助力开“浆”拓源》 2024-11-09
- 《天坛生物 (600161) — 静丙收入增长迅速, 利润表现亮眼》 2024-08-30

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

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	36.8	26.3	25.6	23.1	20.8
PB	4.2	3.7	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	20.2	14.3	12.7	11.6	10.6

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。