

天坛生物 (600161.SH)

强烈推荐 (维持)

浆站突破百家，成长性持续兑现

公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 42.61 亿元，同比+3.6%；归母净利润 8.81 亿元，同比+15.9%；扣非归母净利润 8.54 亿元，同比+12.9%。2023Q1 实现营业收入 12.92 亿元，同比+83.3%；归母净利润 2.62 亿元，同比+109.2%；扣非归母净利润 2.53 亿元，同比+118.2%。

- 2022 年收入增长稳定，单 Q4 利润创历史新高：主要受投浆量增长、费用控制（2022 年 Q4 销售费用率降至 4.76%）、其他收益增加（主要是政府补贴）以及 2021 年 6 月份对成都蓉生公司增资带来子公司持股比例变化等因素影响（公司对所属成都蓉生持有的权益比例在增资前后分别为 69%和 74%）。2023Q1 表现亮眼：①今年年初静丙在新冠治疗上被大量使用，渠道库存基本清空带来短期补货需求，同时门诊量住院量的修复带动了院内血制品需求提升，公司产品周转得以加速；②公司 2022Q4 及 2023Q1 静丙批签发次数分别为 82、80 批，大幅高于 2022Q1 的 66 批；③永安新产能投产带来吨浆效率提升；④费用控制及低基数影响。
- 新浆站落地助采浆规模提升，为未来业绩增长提供有力支撑：受益于新浆站的陆续开采、2022 年在各地区疫情封控影响下公司采浆量达 2035 吨以上、同比+11%。同时外延并购与国资背景助力公司开疆拓源：2022 年 8 月公司并表西安回天、获得其旗下 2 个浆站，并实现陕西战略布局；目前公司在营浆站 70 家、筹建中浆站 32 家，随着存量浆站的浆量增长（多个浆站尚处爬坡初期）、在建浆站的完工开采以及未来新浆站的落地，远期浆量空间可期。
- 多维发力促吨浆效益提升：①产品：成都蓉生重组 VIII 因子、层析静丙、纤原及兰州血制 PCC 已提交上市注册申请，上市在即；同时蓉生皮下注射人免疫球蛋白等 4 个临床项目顺利推进中。②产能：永安厂区完成人白、静丙、PCC 等产品生产变更，蓉生重组因子车间、贵州血制 PCC 中试车间改造项目均已完成建设，上海血制云南项目已顺利投入试生产，兰州项目等顺利推进中。③渠道：公司覆盖销售终端 33,703 家，同比+5.72%，其中药店 13,410 家，同比+4.69%；二级以上医疗机构覆盖 3,100 家，同比+5.77%。④出海：2022 年海外收入 1.13 亿，同比翻倍，实现巴西销售并加快推进海外注册。
- 投资建议与盈利预测：我们看好天坛生物作为血制品行业龙头，防御性与成长性兼备，浆量与吨浆利润双轮驱动，预计 2023-2025 年实现归母净利润 9.9/12.1/14.8 亿元，对应 PE45/36/30，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：采浆不及预期、新品放量不及预期、商誉减值风险、政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4112	4261	4998	5809	6721
同比增长	19%	4%	17%	16%	16%
营业利润(百万元)	1245	1432	1612	1969	2414
同比增长	13%	15%	13%	22%	23%
归母净利润(百万元)	760	881	989	1208	1481
同比增长	19%	16%	12%	22%	23%
每股收益(元)	0.55	0.53	0.60	0.73	0.90
PE	48.2	49.9	44.5	36.4	29.7
PB	4.6	5.0	4.5	4.1	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/医药生物  
目标估值：NA  
当前股价：26.69 元

基础数据

总股本(万股)	164781
已上市流通股(万股)	164781
总市值(亿元)	440
流通市值(亿元)	440
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	13.3%
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%

股价表现



相关报告

- 1、天坛生物(600161)——营收稳中有进，产能建设持续推进》2022-10-26
- 2、《天坛生物(600161)——Q2 表现亮眼，预计全年维稳增长》2022-08-26
- 3、天坛生物(600161)——控股西安回天，陕西战略布局促浆源拓展》2022-07-31

许菲菲 S1090520040003  
xufeifei@cmschina.com.cn  
方秋实 S1090523040003  
fangqiushi@cmschina.com.cn

表 1: 季度数据

	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
一、营业总收入	964	1007	1294	705	1186	1022	1349	1292
二、营业总成本	658	658	988	518	777	696	917	883
其中：营业成本	497	501	714	364	604	525	676	698
营业税金及附加	12	11	16	9	10	10	16	11
营业费用	65	71	79	61	67	70	64	69
管理费用	70	76	117	78	77	81	131	102
研发费用	31	26	63	23	36	23	41	10
财务费用	-18	-27	-15	-16	-16	-12	-14	-6
资产减值损失	0	0	-15	0	0	0	-2	0
三、其他经营收益	8	4	8	20	9	26	25	18
其它收益	2	4	2	15	3	2	17	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	12	6	6	9	8	8
四、营业利润	315	352	315	207	417	352	456	427
加：营业外收入	0	0	0	0	0	3	0	1
减：营业外支出	1	2	2	0	0	4	4	0
五、利润总额	314	350	314	206	417	351	452	428
减：所得税	53	49	35	31	63	54	73	69
六、净利润	262	301	279	176	354	297	379	359
减：少数股东损益	77	80	77	50	94	81	99	97
七、归属母公司所有者净利润	185	221	202	125	260	216	280	262
EPS	0.11	0.13	0.12	0.08	0.16	0.13	0.17	0.16
毛利率	48.4%	50.2%	44.9%	48.3%	49.0%	48.6%	49.8%	46.0%
主营税金率	1.2%	1.0%	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	1.2%	0.9%
营业费率	6.7%	7.0%	6.1%	8.7%	5.6%	6.9%	4.8%	5.4%
管理费率	7.2%	7.6%	9.0%	11.0%	6.5%	7.9%	9.7%	7.9%
营业利润率	32.6%	35.0%	24.3%	29.3%	35.2%	34.5%	33.8%	33.1%
实际税率	16.7%	14.0%	11.2%	15.0%	15.1%	15.4%	16.2%	16.1%
净利率	19.2%	22.0%	15.6%	17.8%	21.9%	21.1%	20.8%	20.3%
YOY								
收入增长率	21.0%	-6.9%	59.8%	-16.8%	23.0%	1.5%	4.2%	83.3%
营业利润增长率	19.2%	-6.0%	34.5%	-21.4%	32.5%	0.0%	44.8%	106.8%
净利润增长率	22.0%	3.8%	42.0%	-17.5%	40.3%	-2.4%	38.7%	109.2%

资料来源：公司数据，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7546	7271	7548	8672	10618
现金	4330	3713	3483	4047	5369
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1017	983	1152	1340	1550
应收款项	10	33	24	28	33
其它应收款	22	28	33	39	45
存货	2144	2332	2643	2972	3338
其他	22	182	212	245	283
非流动资产	4032	5670	6759	7029	6790
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	966	2477	2683	2873	2751
无形资产商誉	829	1104	1093	1084	976
其他	2237	2089	2982	3072	3064
资产总计	11578	12941	14307	15701	17408
流动负债	810	1157	1171	1211	1254
短期借款	0	0	100	100	100
应付账款	74	69	79	89	100
预收账款	215	293	333	374	420
其他	521	795	660	647	634
长期负债	501	427	427	427	427
长期借款	366	254	254	254	254
其他	135	173	173	173	173
负债合计	1311	1584	1598	1638	1681
股本	1373	1648	1648	1648	1648
资本公积金	3067	2793	2793	2793	2793
留存收益	3612	4355	5344	6255	7374
少数股东权益	2215	2561	2924	3368	3912
归属于母公司所有者权益	8052	8796	9784	10696	11815
负债及权益合计	11578	12941	14307	15701	17408

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	980	1126	1163	1422	1738
净利润	760	881	989	1208	1481
折旧摊销	147	171	316	328	340
财务费用	3	2	(7)	(9)	(16)
投资收益	(12)	(28)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(219)	(225)	(465)	(524)	(585)
其它	301	325	361	449	548
投资活动现金流	(2185)	(1871)	(1376)	(570)	(70)
资本支出	(1132)	(1354)	(1406)	(600)	(100)
其他投资	(1053)	(517)	30	30	30
筹资活动现金流	2774	(378)	(17)	(288)	(346)
借款变动	(106)	(316)	(24)	0	0
普通股增加	119	275	0	0	0
资本公积增加	2793	(275)	0	0	0
股利分配	(125)	(137)	0	(297)	(362)
其他	94	75	7	9	16
现金净增加额	1570	(1123)	(230)	564	1322

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4112	4261	4998	5809	6721
营业成本	2158	2170	2468	2776	3117
营业税金及附加	47	45	53	61	71
营业费用	271	262	325	378	437
管理费用	329	366	425	488	558
研发费用	133	122	150	174	168
财务费用	(64)	(58)	(7)	(9)	(16)
资产减值损失	(16)	(3)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	10	36	10	10	10
投资收益	13	44	20	20	20
营业利润	1245	1432	1612	1969	2414
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	5	9	9	9	9
利润总额	1241	1426	1606	1963	2408
所得税	172	221	254	311	383
少数股东损益	309	324	363	444	544
归属于母公司净利润	760	881	989	1208	1481

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	19%	4%	17%	16%	16%
营业利润	13%	15%	13%	22%	23%
归母净利润	19%	16%	12%	22%	23%
获利能力					
毛利率	47.5%	49.1%	50.6%	52.2%	53.6%
净利率	18.5%	20.7%	19.8%	20.8%	22.0%
ROE	9.4%	10.0%	10.1%	11.3%	12.5%
ROIC	9.4%	9.8%	10.3%	11.4%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	11.3%	12.2%	11.2%	10.4%	9.7%
净负债比率	4.2%	2.9%	2.5%	2.3%	2.0%
流动比率	9.3	6.3	6.4	7.2	8.5
速动比率	6.7	4.3	4.2	4.7	5.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	4.8	4.2	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	36.1	30.3	33.3	33.1	33.1
每股资料(元)					
EPS	0.55	0.53	0.60	0.73	0.90
每股经营净现金	0.71	0.68	0.71	0.86	1.05
每股净资产	5.86	5.34	5.94	6.49	7.17
每股股利	0.10	0.00	0.18	0.22	0.27
估值比率					
PE	48.2	49.9	44.5	36.4	29.7
PB	4.6	5.0	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	25.8	22.2	17.4	14.6	12.2

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。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

方秋实 生物医药行业研究助理

浙江大学财务管理学学士、会计学硕士，2021年4月加入招商证券。

### 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。