

## 公司研究

# 血浆规模稳步增长，血制品梯队持续丰富

## ——天坛生物（600161.SH）2022 年报及 2023 年一季报点评

### 增持（维持）

当前价：26.74 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

## 市场数据

|            |             |
|------------|-------------|
| 总股本(亿股)    | 16.48       |
| 总市值(亿元)    | 440.62      |
| 一年最低/最高(元) | 14.87/27.92 |
| 近3月换手率     | 38.84%      |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M    | 1Y    |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 11.37 | 18.99 | 35.36 |
| 绝对 | 10.13 | 13.31 | 68.77 |

资料来源：Wind

## 相关研报

二季度业绩大幅增长，产品梯队持续壮大——天坛生物（600161.SH）2022 年半年报点评（2022-08-26）

疫情影响短期业绩，血制品产品梯队持续壮大——天坛生物（600161.SH）2021 年报及 2022 年一季报点评（2022-04-26）

### 要点

## 事件：

- 1) 公司发布 2022 年年报，实现营业收入 42.61 亿元，同比+3.63%；归母净利润 8.81 亿元，同比+15.92%；扣非归母净利润 8.54 亿元，同比+12.93%；经营性净现金流 11.26 亿元，同比+14.86%；EPS（基本）0.53 元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 12.92 亿元，同比+83.30%；归母净利润 2.62 亿元，同比+109.23%；扣非归母净利润 2.53 亿元，同比+118.19%；经营性净现金流 6.21 亿元，同比+199.46%；EPS（基本）0.16 元。业绩超出市场预期。

## 点评：

**采浆量和浆站数量稳步增长，2023Q1 终端迎来强劲复苏：**2022Q1~2023Q1，公司单季度营业收入分别为 7.05/11.86/10.22/13.49/12.92 亿元，同比-16.80%/+22.97%/+1.54%/+4.20%/+83.30%；归母净利润分别为 1.25/2.60/2.16/2.80/2.62 亿元，同比-17.50%/+40.30%/-2.39%/+38.74%/+109.23%；扣非归母净利润 1.16/2.58/2.09/2.71/2.53 亿元，同比-22.83%/+42.46%/-5.23%/+32.60%/+118.19%。2022 年公司收入利润实现稳健增长，所属 60 家在营单采血浆站采集血浆 2,035 吨，同比增长达 11%，约占行业总采浆量 20%，所属单采血浆站数量及采浆规模均持续保持国内领先。在贵州、甘肃、吉林、湖北等地新设 22 家浆站。截至 2022 年报披露日公司在营浆站已达 70 家，筹建中浆站 32 家。2022 年以收购及增资方式收购西安血制 63.6962% 股权，收购完成后，公司积极推进西安血制恢复生产经营和所属两家浆站换发采浆许可证等相关工作，目前已经完成生产车间维护升级、设备采购、质量体系建设等主要工作，所属富平浆站、白水浆站已于 2023 年 2 月取得换发后采浆许可证，顺利实现采浆。2023Q1 的收入利润强劲复苏高速增长，主要是防疫政策优化之后，医疗终端客流量恢复正常，公司的血制品作为临床刚需产品需求迅速回暖。

**新产品研发取得进展，综合血浆利用率有望持续提升。**2022 年公司研发投入 2.80 亿元，占营收比例为 6.58%，资本化 1.58 亿元，费用化 1.22 亿元，研发费用率 2.86%。2022 年公司 4 项完成临床研究项目成都蓉生注射用重组人凝血因子 VIII、静注人免疫球蛋白（pH4）（层析工艺，10% 浓度）、人纤维蛋白原和兰州血制人凝血酶原复合物提交上市注册申请，并均通过药品注册核查（药学）和 GMP 符合性二合一检查；4 项临床试验项目成都蓉生皮下注射人免疫球蛋白、静注巨细胞病毒人免疫球蛋白（pH4）、注射用重组人凝血因子 VIIa 及上海血制人纤维蛋白原进展顺利，其中：注射用重组人凝血因子 VIIa 已完成 I 期临床试验。随着公司血制品品类逐渐丰富，未来的血浆综合利用率有望持续提升。

**盈利预测、估值与评级：**维持预测 2023~2024 年归母净利润为 10.36/12.07 亿元，新增预测 2025 年归母净利润为 14.25 亿元，同比增长 17.61%/16.50%/18.01%，现价对应 PE 分别为 42/36/31 倍，维持“增持”评级。

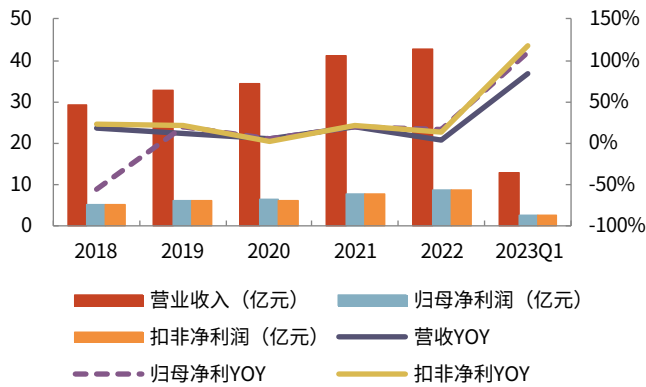
**风险提示：**采浆量低于预期；产品研发进度慢于预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

| 指标               | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 4,112  | 4,261  | 4,958  | 5,841  | 6,778  |
| 营业收入增长率          | 19.35% | 3.63%  | 16.35% | 17.80% | 16.04% |
| 净利润 (百万元)        | 760    | 881    | 1,036  | 1,207  | 1,425  |
| 净利润增长率           | 18.94% | 15.92% | 17.61% | 16.50% | 18.01% |
| EPS (元)          | 0.55   | 0.53   | 0.64   | 0.73   | 0.86   |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 9.44%  | 10.02% | 10.63% | 11.18% | 11.83% |
| P/E              | 48     | 50     | 42     | 36     | 31     |
| P/B              | 4.6    | 5.0    | 4.5    | 4.1    | 3.7    |

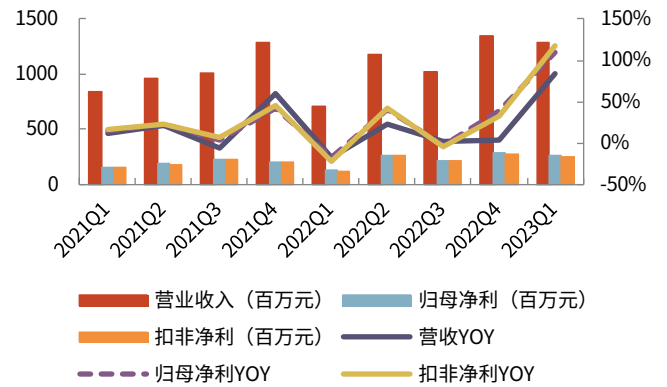
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2023-04-25 (注: 2021 年总股本为 1,373,174,615 股, 2022 年因公积金转增股本导致总股本变更为 1,647,809,538 股)

图 1: 公司 2018~2023Q1 收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2: 公司 2021Q1~2023Q1 单季度收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 4,112 | 4,261 | 4,958 | 5,841 | 6,778 |
| 营业成本      | 2,158 | 2,170 | 2,575 | 3,034 | 3,521 |
| 折旧和摊销     | 139   | 159   | 284   | 322   | 359   |
| 税金及附加     | 47    | 45    | 52    | 62    | 71    |
| 销售费用      | 271   | 262   | 325   | 380   | 425   |
| 管理费用      | 329   | 366   | 356   | 369   | 382   |
| 研发费用      | 133   | 122   | 152   | 188   | 234   |
| 财务费用      | -64   | -58   | -109  | -121  | -135  |
| 投资收益      | 12    | 28    | 27    | 11    | 11    |
| 营业利润      | 1,245 | 1,432 | 1,671 | 1,962 | 2,315 |
| 利润总额      | 1,241 | 1,426 | 1,665 | 1,956 | 2,309 |
| 所得税       | 172   | 221   | 245   | 287   | 339   |
| 净利润       | 1,069 | 1,205 | 1,421 | 1,669 | 1,970 |
| 少数股东损益    | 309   | 324   | 385   | 462   | 545   |
| 归属母公司净利润  | 760   | 881   | 1,036 | 1,207 | 1,425 |
| EPS (元)   | 0.55  | 0.53  | 0.64  | 0.73  | 0.86  |

| 现金流量表 (百万元) | 2021   | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 980    | 1,126  | 1,304 | 1,845 | 2,182 |
| 净利润         | 760    | 881    | 1,036 | 1,207 | 1,425 |
| 折旧摊销        | 139    | 159    | 284   | 322   | 359   |
| 净营运资金增加     | 403    | 31     | 438   | 235   | 235   |
| 其他          | -321   | 56     | -454  | 81    | 164   |
| 投资活动产生现金流   | -2,185 | -1,871 | -145  | -589  | -589  |
| 净资本支出       | -1,123 | -1,353 | -62   | -550  | -550  |
| 长期投资变化      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | -1,062 | -518   | -84   | -39   | -39   |
| 融资活动现金流     | 2,774  | -378   | -15   | -46   | -44   |
| 股本变化        | 119    | 275    | 0     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | -310   | -113   | -56   | -28   | -14   |
| 无息负债变化      | 111    | 387    | -262  | 89    | 95    |
| 净现金流        | 1,570  | -1,123 | 1,144 | 1,210 | 1,549 |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 47.5% | 49.1% | 48.1% | 48.1% | 48.1% |
| EBITDA 率 | 32.8% | 35.3% | 36.6% | 36.7% | 37.2% |
| EBIT 率   | 29.2% | 31.3% | 30.9% | 31.2% | 31.9% |
| 税前净利润率   | 30.2% | 33.5% | 33.6% | 33.5% | 34.1% |
| 归母净利润率   | 18.5% | 20.7% | 20.9% | 20.7% | 21.0% |
| ROA      | 9.2%  | 9.3%  | 10.2% | 10.7% | 11.3% |
| ROE (摊薄) | 9.4%  | 10.0% | 10.6% | 11.2% | 11.8% |
| 经营性 ROIC | 14.3% | 12.7% | 14.2% | 16.1% | 18.2% |

| 偿债能力      | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率     | 11%   | 12%   | 9%    | 9%    | 8%    |
| 流动比率      | 9.32  | 6.28  | 9.30  | 9.94  | 10.76 |
| 速动比率      | 6.67  | 4.27  | 6.85  | 7.81  | 8.93  |
| 归母权益/有息债务 | 16.40 | 23.30 | 30.34 | 36.84 | 43.14 |
| 有形资产/有息债务 | 21.69 | 30.99 | 40.98 | 50.15 | 59.22 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 11,578 | 12,941 | 13,961 | 15,535 | 17,402 |
| 货币资金        | 4,330  | 3,713  | 4,856  | 6,067  | 7,616  |
| 交易性金融资产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款        | 10     | 33     | 23     | 27     | 32     |
| 应收票据        | 1,017  | 983    | 1,118  | 1,317  | 1,528  |
| 其他应收款 (合计)  | 22     | 28     | 32     | 38     | 43     |
| 存货          | 2,144  | 2,332  | 2,213  | 2,086  | 1,936  |
| 其他流动资产      | 2      | 157    | 157    | 157    | 157    |
| 流动资产合计      | 7,546  | 7,271  | 8,428  | 9,724  | 11,350 |
| 其他权益工具      | 146    | 146    | 146    | 146    | 146    |
| 长期股权投资      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产        | 966    | 2,477  | 2,777  | 3,011  | 3,189  |
| 在建工程        | 1,623  | 1,532  | 1,411  | 1,321  | 1,253  |
| 无形资产        | 371    | 442    | 482    | 522    | 561    |
| 商誉          | 128    | 174    | 174    | 174    | 174    |
| 其他非流动资产     | 251    | 157    | 192    | 192    | 192    |
| 非流动资产合计     | 4,032  | 5,670  | 5,533  | 5,811  | 6,052  |
| 总负债         | 1,311  | 1,584  | 1,266  | 1,327  | 1,408  |
| 短期借款        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款        | 73     | 69     | 79     | 93     | 108    |
| 应付票据        | 0      | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 预收账款        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债      | 6      | 15     | 37     | 65     | 95     |
| 流动负债合计      | 810    | 1,157  | 907    | 978    | 1,055  |
| 长期借款        | 366    | 254    | 198    | 169    | 155    |
| 应付债券        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债     | 97     | 106    | 120    | 138    | 156    |
| 非流动负债合计     | 501    | 427    | 359    | 349    | 353    |
| 股东权益        | 10,267 | 11,356 | 12,695 | 14,207 | 15,994 |
| 股本          | 1,373  | 1,648  | 1,648  | 1,648  | 1,648  |
| 公积金         | 3,321  | 3,052  | 3,156  | 3,276  | 3,419  |
| 未分配利润       | 3,358  | 4,096  | 4,946  | 5,876  | 6,975  |
| 归属母公司权益     | 8,052  | 8,796  | 9,750  | 10,801 | 12,042 |
| 少数股东权益      | 2,215  | 2,561  | 2,945  | 3,407  | 3,952  |

| 费用率   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 6.59%  | 6.15%  | 6.56%  | 6.51%  | 6.27%  |
| 管理费用率 | 7.99%  | 8.58%  | 7.19%  | 6.32%  | 5.63%  |
| 财务费用率 | -1.56% | -1.36% | -2.20% | -2.07% | -1.99% |
| 研发费用率 | 3.24%  | 2.86%  | 3.07%  | 3.21%  | 3.45%  |
| 所得税率  | 14%    | 16%    | 15%    | 15%    | 15%    |

| 每股指标    | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.10 | 0.05 | 0.09  | 0.11  | 0.13  |
| 每股经营现金流 | 0.71 | 0.68 | 0.79  | 1.12  | 1.32  |
| 每股净资产   | 5.86 | 5.34 | 5.92  | 6.55  | 7.31  |
| 每股销售收入  | 2.99 | 2.59 | 3.01  | 3.54  | 4.11  |

| 估值指标      | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 48   | 50   | 42    | 36    | 31    |
| PB        | 4.6  | 5.0  | 4.5   | 4.1   | 3.7   |
| EV/EBITDA | 28.6 | 31.4 | 25.7  | 21.7  | 18.4  |
| 股息率       | 0.4% | 0.2% | 0.4%  | 0.4%  | 0.5%  |

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明   |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                                   |
|         | 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                                |
|         | 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                           |
|         | 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                                |
|         | 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                                  |
|         | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。           |
| 基准指数说明： |     | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE