

2023年04月29日
天坛生物(600161.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

2023Q1 业绩快速增长，坚定看好公司 长远发展

事件：公司发布 2022 年年报，业绩稳健增长。2022 年全年，公司实现营业收入 42.61 亿元，同比增长 3.63%；归母净利润 8.81 亿元，同比增长 15.92%；扣非归母净利润 8.54 亿元，同比增长 12.93%；利润端增速快于收入端主要受益于成本费用控制、其他收益增加以及 2021 年 6 月对成都蓉生增资后持股比例的增加等因素。Q4 单季度，公司实现营业收入 13.49 亿元，同比增长 4.20%；归母净利润 2.80 亿元，同比增长 38.74%；扣非归母净利润 2.71 亿元，同比增长 32.60%。2022 年公司主要产品批签发增速较快，其中：人血白蛋白 405 批次（+25%）、静丙 298 批次（+15%）、PCC 29 批次（+107%）、八因子 17 批次（+13%）、破免 28 批次（+100%）、乙免 6 批次（持平）、狂免 5 批次（-29%）。

事件：公司发布 2023 年一季报，业绩快速增长。2023Q1，公司实现营收 12.92 亿元，同比增长 83.30%；归母净利润 2.62 亿元，同比增长 109.23%；扣非归母净利润 2.53 亿元，同比增长 118.19%。2023Q1 公司静丙与白蛋白分别批签发 83 批次（+28%）、74 批次，在国产企业中处于领先地位，这两款产品的销量的增加预计为该季度业绩同比增幅较大的主要原因。成本与费用结构方面，2023Q1，公司实现毛利率 46.00%，同比下降 2.33pct；净利率 27.79%，同比提升 2.88pct，主要系公司期间费用率从 22Q1 的 20.60% 下降至 13.51%（-7.09pct），其中：销售费用率为 5.37%，同比下降 3.30pct，主要系与销售相关的差旅、会议、广告、薪酬等略有降低；管理费用率为 7.89%，同比下降 3.14pct；研发费用率为 0.74%，同比下降 2.47pct，主要系本期研发项目资本化金额加大，费用化金额有所减少；财务费用率为 -0.48%，同比提升 1.83pct，主要系一般存款利息收入减少。

2022 年采浆规模首破 2000 吨，浆站建设稳步推进。2022 年，公司依托央企股东品牌影响力与公司综合竞争优势等，浆站拓展工作加速推进，在贵州、甘肃、吉林、湖北等地新设 22 家浆站，所属 60 家在营单采血浆站采集血浆 2035 吨，同比增长达 11%，所属单采血浆站数量及采浆规模均持续保持国内领先。同时，公司积极推动筹建浆站建设及执业申请相关工作，2023 年初至今，临城浆站、竹山浆站等 8 家浆站陆续取得《单采血浆许可证》；此外，公司于 2022 年收购西安血制 63.70% 的股权后，积极推进西安血制恢复生产经营及浆站换发采浆许可证等相关工作，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，截至 4 月底公司在营浆站总量已达 70 家，筹建中浆站 32 家。公司多个浆站新设、筹建、增

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **30.71 元**
股价 (2023-04-28) **26.80 元**

交易数据

总市值(百万元)	44,161.30
流通市值(百万元)	44,161.30
总股本(百万股)	1,647.81
流通股本(百万股)	1,647.81
12 个月价格区间	19.14/27.71 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	11.5	14.5	37.3
相对收益	9.7	14.5	37.3
绝对收益	10.5	10.9	40.0

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

业绩保持稳健增长，期待新浆站与新产品筑宽企业护城河	2023-01-16
天坛生物：Q3 利润端小幅下滑，浆源拓展、产能建设与新产品研发有序推进	2022-10-27

资等事项的持续推进将为公司血源规模的进一步扩大奠定基础。

目 公司积极布局产能建设，综合实力持续提升。2022 年，公司积极推进工程项目进展，全面完成投浆目标和产品入库计划，持续提升产品收率及综合收益，所属在产五家血制公司平均产品收率水平处于行业领先地位。具有突出进度的产能建设包括：(1) 公司所属成都蓉生千吨级项目-永安项目完成白蛋白、静丙、PCC 等产品生产场地的变更等工作并于 2022 年 8 月顺利投产，有效提升公司整体产能；(2) 成都蓉生重组因子车间项目完成建设；(3) 上海血制云南项目完成建设，并顺利投入试生产；(4) 兰州血制兰州项目完成基础施工和主车间一层结构封顶；(5) 贵州血制人凝血酶原复合物中试车间改造项目完成建设；(6) 武汉血制血浆蛋白综合利用中试车间项目完成部分安装工程。其中，永安项目、云南项目、兰州项目生产基地设计产能均为 1200 吨，未来随着云南项目和兰州项目逐步建成投产，公司综合实力将进一步提升。

目 坚持创新引领，多项在研项目进展顺利。2022 年，公司加强研发队伍建设，柔性引进中国科学院院士 1 名和 3 名专家，助力新产品研发，研发人员数量提升至 364 人，同比增长 29.5%，研发人员占公司总人数的比例达 8%，同比提升 0.9pct。2022 年，公司多项在研项目进展顺利，其中：成都蓉生的重组八因子、10%层析静丙、纤原和兰州血制的 PCC 共 4 项完成临床研究的项目已提交上市注册申请，并均通过药品注册核查（药学）和 GMP 符合性二合一检查；成都蓉生的皮下注射人免疫球蛋白及静注巨细胞病毒人免疫球蛋白（pH4）已进入 III 期临床，在研进度国内领先；上海血制的纤原也已进入 III 期临床阶段；成都蓉生的注射用重组人凝血因子 VIIa 的 I 期临床已完成，正在准备 III 期临床，新品种上市后公司血浆综合利用率有望持续提升。

目 投资建议：我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 15.8%、21.3%、17.9%，净利润增速分别为 14.9%、22.1%、18.9%，对应 EPS 分别为 0.61 元、0.75 元、0.89 元，对应 PE 分别为 44.0 倍、36.0 倍、30.3 倍；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 30.71 元，相当于 2023 年 50 倍的动态市盈率。

目 风险提示：浆源拓展不及预期、产品市场推广及销售不及预期、产能建设进度不及预期、新产品研发进度不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	4,112.2	4,261.3	4,935.1	5,984.2	7,055.7
净利润	760.0	881.0	1,011.9	1,236.0	1,469.6
每股收益(元)	0.46	0.53	0.61	0.75	0.89
每股净资产(元)	4.89	5.34	5.95	6.70	7.59

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	58.6	50.5	44.0	36.0	30.3
市净率(倍)	5.5	5.1	4.5	4.0	3.6
净利润率	18.5%	20.7%	20.5%	20.7%	20.8%
净资产收益率	9.4%	10.0%	10.3%	11.2%	11.7%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.6%	20.0%	18.0%	18.5%	20.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,112.2	4,261.3	4,935.1	5,984.2	7,055.7	成长性					
减: 营业成本	2,157.7	2,170.0	2,507.0	3,028.0	3,563.1	营业收入增长率	19.3%	3.6%	15.8%	21.3%	17.9%
营业税费	47.1	44.9	53.7	65.6	76.2	营业利润增长率	12.7%	15.0%	14.5%	22.2%	18.9%
销售费用	270.8	262.1	306.0	365.0	423.3	净利润增长率	18.9%	15.9%	14.9%	22.1%	18.9%
管理费用	328.6	365.7	402.2	472.8	550.3	EBITDA 增长率	13.2%	10.8%	13.0%	21.8%	18.0%
研发费用	133.2	122.0	133.2	167.6	204.6	EBIT 增长率	14.3%	10.4%	17.5%	22.6%	18.5%
财务费用	-64.1	-58.0	-51.9	-72.0	-97.2	NOPLAT 增长率	10.9%	14.1%	15.5%	21.6%	18.3%
资产减值损失	-15.1	-2.3	-	-	-	投资资本增长率	23.5%	28.4%	18.2%	7.8%	14.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	70.2%	10.6%	12.2%	13.3%	13.9%
投资和汇兑收益	12.0	28.1	25.8	25.0	26.3						
营业利润	1,244.9	1,432.1	1,639.6	2,003.1	2,381.1	利润率					
加: 营业外净收支	-3.9	-5.8	-3.1	-4.3	-4.4	毛利率	47.5%	49.1%	49.2%	49.4%	49.5%
利润总额	1,241.0	1,426.3	1,636.5	1,998.8	2,376.7	营业利润率	30.3%	33.6%	33.2%	33.5%	33.7%
减: 所得税	172.2	221.4	254.1	310.3	369.0	净利润率	18.5%	20.7%	20.5%	20.7%	20.8%
净利润	760.0	881.0	1,011.9	1,236.0	1,469.6	EBITDA/营业收入	32.6%	34.9%	34.0%	34.2%	34.2%
						EBIT/营业收入	29.2%	31.1%	31.6%	31.9%	32.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	85	145	181	150	128
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动资本周转天数	211	214	218	221	227
货币资金	4,329.7	3,712.9	3,701.3	4,685.1	5,378.0	流动资产周转天数	534	626	555	528	536
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	2	4	3	3	3
应收账款	31.2	58.5	19.5	79.9	45.8	存货周转天数	189	189	196	189	190
应收票据	1,017.5	982.6	1,095.6	1,505.7	1,611.0	总资产周转天数	837	1,036	981	899	863
预付账款	20.3	24.6	28.9	32.5	41.5	投资资本周转天数	461	561	594	551	519
存货	2,144.1	2,332.0	3,049.5	3,218.1	4,239.7						
其他流动资产	2.8	160.1	57.8	73.6	97.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	10.0%	10.3%	11.2%	11.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	9.3%	9.9%	10.6%	11.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	21.6%	20.0%	18.0%	18.5%	20.3%
投资性房地产	76.1	71.8	71.8	71.8	71.8	费用率					
固定资产	965.6	2,477.1	2,494.0	2,503.2	2,504.5	销售费用率	6.6%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%
在建工程	1,623.5	1,531.7	1,631.7	1,731.7	1,831.7	管理费用率	8.0%	8.6%	8.2%	7.9%	7.8%
无形资产	701.1	929.9	1,192.9	1,349.9	1,500.8	研发费用率	3.2%	2.9%	2.7%	2.8%	2.9%
其他非流动资产	665.7	659.5	624.8	653.6	617.2	财务费用率	-1.6%	-1.4%	-1.1%	-1.2%	-1.4%
资产总额	11,577.6	12,940.7	13,967.9	15,904.9	17,939.1	四费/营业收入	16.3%	16.2%	16.0%	15.6%	15.3%
短期债务	-	-	48.8	195.1	175.1	偿债能力					
应付账款	328.6	467.8	404.5	610.1	637.1	资产负债率	11.3%	12.2%	8.8%	9.3%	8.4%
应付票据	0.3	-	4.1	1.2	1.9	负债权益比	12.8%	14.0%	9.6%	10.2%	9.2%
其他流动负债	480.6	689.5	502.2	523.5	538.1	流动比率	9.32	6.28	8.29	7.21	8.44
长期借款	366.3	253.8	134.6	-	-	速动比率	6.67	4.27	5.11	4.79	5.30
其他非流动负债	134.9	173.3	134.8	147.7	151.9	利息保障倍数	-18.74	-22.88	-30.03	-26.53	-23.30
负债总额	1,310.8	1,584.4	1,229.1	1,477.6	1,504.1	分红指标					
少数股东权益	2,214.8	2,560.6	2,931.1	3,383.6	3,921.7	DPS(元)	0.08	-	-	-	-
股本	1,373.2	1,647.8	1,647.8	1,647.8	1,647.8	分红比率	18.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	6,679.0	7,148.0	8,160.0	9,395.9	10,865.6	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	10,266.9	11,356.3	12,738.9	14,427.4	16,435.0						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	1,068.8	1,204.8	1,011.9	1,236.0	1,469.6
						加: 折旧和摊销	147.0	171.1	120.1	133.9	147.7
						资产减值准备	15.1	2.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	3.1	2.4	-51.9	-72.0	-97.2
						投资收益	-12.0	-28.1	-25.8	-25.0	-26.3
						少数股东损益	308.8	323.8	370.5	452.5	538.1
						营运资金的变动	-400.5	-161.0	-843.1	-450.2	-1,042.6
						经营活动产生现金流量	980.4	1,126.0	581.8	1,275.2	989.4
						投资活动产生现金流量	-2,185.0	-1,870.9	-474.2	-375.0	-373.7
						融资活动产生现金流量	2,774.4	-378.2	-119.1	83.6	77.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.46	0.53	0.61	0.75	0.89
						BVPS(元)	4.89	5.34	5.95	6.70	7.59
						PE(X)	58.6	50.5	44.0	36.0	30.3
						PB(X)	5.5	5.1	4.5	4.0	3.6
						P/FCF	-67.8	-50.5	-106.8	79.5	376.2
						P/S	10.8	10.4	9.0	7.4	6.3
						EV/EBITDA	28.0	25.4	25.9	21.0	17.8
						CAGR(%)	16.5%	18.6%	13.6%	16.5%	18.6%
						PEG	3.6	2.7	3.2	2.2	1.6
						ROIC/WACC	2.1	1.9	1.7	1.8	1.9
						REP	3.1	2.6	2.9	2.6	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034