

投资评级 优于大市 维持

业绩表现优异，关注浆站潜力释放

股票数据

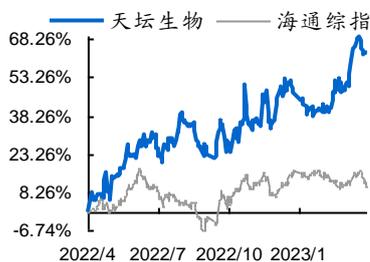
04月28日收盘价(元)	26.80
52周股价波动(元)	19.20-27.92
总股本/流通A股(百万股)	1648/1648
总市值/流通市值(百万元)	44161/44161

相关研究

《扭转一季度下滑态势，浆量增长逻辑持续兑现》2022.09.07

《浆站获批能力持续兑现，而今迈步从头越》2022.05.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.5	14.8	10.9
相对涨幅(%)	9.7	15.8	14.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婷

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 42.61 亿元 (+3.63%), 归母净利润 8.81 亿元 (+15.92%), 扣非归母净利润 8.54 亿元 (+12.93%), 受销量增加、成本费用控制、其他收益增加以及 21 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, 全年业绩表现优异。分季度来看, 单 Q4 实现营业收入 13.49 亿元 (+4.20%), 归母净利润 2.80 亿元 (+38.74%), 扣非归母净利润 2.71 亿元 (+32.60%)。
- 持续推进血源拓展, 浆站资源储备丰富。** 公司通过 1) 强化绩效考核和加强浆站管理人员队伍建设; 2) 组织各浆站加大发展和稳定工作力度、等多项举措促进采浆量提升, 2022 年全年实现采浆量 2035 吨, 同比增长达 11%。依托央企股东品牌影响力和公司综合竞争优势等, 公司浆站拓展工作加速推进, 2022 年在贵州、甘肃、吉林、湖北等地新设 22 浆站。同时, 公司积极推动筹建浆站建设及执业申请相关工作, 截止 2023 年 4 月, 公司在营浆站达 70 家, 筹建中浆站 32 家, 浆站分布扩大至全国 16 个省/自治区。
- 永安项目顺利投产, 产品供应能力提升。** 公司规划了永安项目、云南项目和兰州项目, 设计产能投浆量为 1200 吨/年。2022 年, 永安厂区完成白蛋白、静丙、PCC 物等产品生产场地变更等工作并于 22 年 8 月开始投产; 上海血制云南项目完成建设, 并顺利投入试生产; 兰州血制兰州项目完成基础施工和主车间一层结构封顶。未来随着云南项目和兰州项目逐步建成投产, 公司将拥有三个单厂投浆能力超千吨的血液制品生产基地, 并发挥协同效应, 不断提升血液制品业务的经营质量和效益。
- 产品研发取得进展, 终端市场持续拓展。** 2022 年, 成都蓉生的重组八因子、高纯静丙、纤原和兰州血制的 PCC 提交 NDA, 其他管线方面, 成都蓉生的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 及上海血制的纤原进展顺利, 我们认为产品矩阵的不断丰富, 公司的血浆利用率有望进一步提升, 从而提升吨浆收入和毛利率水平。销售渠道方面, 截至 2022 年底, 公司覆盖终端总数达 3.4 万家 (+5.72%), 其中药店覆盖 13410 家 (+4.69%), 二级以上医疗机构覆盖 3100 家 (+5.77%)。公司还在加快推进重点产品的海外注册工作, 积极拓展海外市场。
- 盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.12 亿元、12.46 亿元、15.34 亿元。公司是血制品行业的龙头企业, 目前已经进入了发展新阶段, 中长期厚积薄发值得期待, 我们给予公司 2023 年 35-45X 的 PE, 对应合理价值区间为 21.49-27.63 元 (对应 PB 3.61-4.64X, PS 7.10-9.13X, 参考可比公司, 我们认为估值处于合理水平), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示: 采浆量不达预期的风险, 行业竞争加剧的风险, 采浆成本上升的风险。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4112	4261	4988	5988	7217
(+/-)YoY(%)	19.3%	3.6%	17.1%	20.0%	20.5%
净利润(百万元)	760	881	1012	1246	1534
(+/-)YoY(%)	18.9%	15.9%	14.9%	23.1%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.46	0.53	0.61	0.76	0.93
毛利率(%)	47.5%	49.1%	49.5%	49.8%	50.0%
净资产收益率(%)	9.4%	10.0%	10.3%	11.3%	12.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 天坛生物收入分项

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3445.60	4112.16	4261.31	4987.92	5987.70	7216.58
yoy	4.99%	19.35%	3.63%	17.05%	20.04%	20.52%
血液制品 (百万元)	3434.32	4097.51	4244.45	4966.00	5959.20	7151.05
yoy	4.91%	19.31%	3.59%	17.00%	20.00%	20.00%
其他业务 (百万元)	11.28	14.65	16.86	21.92	28.49	65.53
yoy	38.75%	29.88%	15.09%	30.00%	30.00%	130.00%
营业成本 (百万元)	1734.06	2153.31	2173.27	2518.90	3005.82	3608.29
毛利率 (%)	49.67%	47.53%	49.00%	49.50%	49.80%	50.00%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

上市公司	收盘价 (元)	每股收益 (元)			PE (X)			PB (X)	PS (X)
	2023/4/28	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2023E
华兰生物	23.28	0.59	0.79	0.95	39.48	29.36	24.50	3.67	7.73
博雅生物	37.97	0.86	1.08	1.27	44.15	35.21	29.78	2.49	7.06
派林生物	23.50	0.75	0.93	1.14	31.32	25.24	20.55	2.30	6.21
均值						29.94	24.94	2.82	7.00

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: ①收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期; ②可比公司删除了没有 wind 一致预期的卫光生物

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4261	4988	5988	7217
每股收益	0.53	0.61	0.76	0.93	营业成本	2170	2519	3006	3608
每股净资产	5.34	5.95	6.71	7.64	毛利率%	49.1%	49.5%	49.8%	50.0%
每股经营现金流	0.68	0.82	0.95	1.09	营业税金及附加	45	54	65	78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	262	299	359	433
P/E	50.01	43.54	35.37	28.72	营业费用率%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
P/B	5.01	4.49	3.99	3.50	管理费用	366	414	479	548
P/S	10.34	8.83	7.36	6.11	管理费用率%	8.6%	8.3%	8.0%	7.6%
EV/EBITD	23.51	25.10	20.42	16.44	EBIT	1330	1216	1495	1843
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-58	-42	-54	-66
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.4%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
毛利率	49.1%	49.5%	49.8%	50.0%	资产减值损失	-2	-5	-5	-4
净利润率	20.7%	20.3%	20.8%	21.3%	投资收益	28	22	29	36
净资产收益率	10.0%	10.3%	11.3%	12.2%	营业利润	1432	1662	2035	2506
资产回报率	6.8%	7.1%	7.6%	8.2%	营业外收支	-6	-2	-2	-2
投资回报率	9.6%	7.9%	8.5%	9.2%	利润总额	1426	1660	2033	2505
盈利增长 (%)					EBITD	1523	1581	1887	2258
营业收入增长率	3.6%	17.1%	20.0%	20.5%	所得税	221	246	303	375
EBIT 增长率	12.5%	-8.6%	23.0%	23.3%	有效所得税率%	15.5%	14.8%	14.9%	15.0%
净利润增长率	15.9%	14.9%	23.1%	23.1%	少数股东损益	324	402	484	595
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	881	1012	1246	1534
资产负债率	12.2%	11.0%	11.1%	11.1%					
流动比率	6.28	7.58	7.68	7.88	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	4.25	5.20	5.35	5.52	货币资金	3713	4772	5944	7342
现金比率	3.21	4.15	4.29	4.45	应收账款及应收票据	1016	1178	1432	1718
经营效率指标					存货	2332	2711	3192	3856
应收账款周转天数	2.85	1.93	2.06	2.15	其它流动资产	210	58	71	85
存货周转天数	392.24	392.80	387.60	390.11	流动资产合计	7271	8718	10638	13001
总资产周转率	0.33	0.35	0.37	0.39	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.72	1.92	2.23	2.61	固定资产	2477	2595	2689	2760
					在建工程	1532	1442	1442	1442
					无形资产	442	437	452	477
					非流动资产合计	5670	5630	5674	5705
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	12941	14348	16312	18706
净利润	881	1012	1246	1534	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	324	402	484	595	应付票据及应付账款	69	80	97	116
非现金支出	195	370	396	419	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-38	-29	-41	-51	其它流动负债	1088	1071	1288	1534
营运资金变动	-235	-396	-514	-700	流动负债合计	1157	1151	1385	1649
经营活动现金流	1126	1359	1572	1797	长期借款	254	254	254	254
资产	-1353	-322	-428	-435	其它长期负债	173	173	173	173
投资	-36	0	0	0	非流动负债合计	427	427	427	427
其他	-481	22	29	36	负债总计	1584	1578	1812	2076
投资活动现金流	-1871	-301	-399	-399	实收资本	1648	1648	1648	1648
债权募资	-108	0	0	0	归属于母公司所有者权益	8796	9808	11053	12588
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	2561	2963	3447	4043
其他	-272	0	0	0	负债和所有者权益合计	12941	14348	16312	18706
融资活动现金流	-378	0	0	0					
现金净流量	-1123	1059	1172	1398					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力, 华润三九, 人福医药, 凯莱英, 纳微科技, 药康生物, 片仔癀, 华兰生物, 沃森生物, 同仁堂, 微芯生物, 万泰生物, 康泰生物, 康龙化成, 迈瑞医疗, 贝达药业, 百普赛斯, 海泰新光, 诺唯赞, 惠泰医疗, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 科伦药业, 泰格医药, 东阿阿胶, 博济医药, 万孚生物, 康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。