中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　生物制品

浆站及产能建设持续推进，看好疫后复苏促进业绩增长

天坛生物(600161.SH)

核心观点

4月24日，公司发布2022年度报告及2023年第一季度报告。2022年，公司克服疫情影响，业绩实现稳步增长，采浆量突破2000吨，浆站数量持续增长。产能方面，永安厂区开始投产，其他产能项目建设持续完善。2023Q1，受到年初疫情刺激，以及疫情稳定后诊疗需求恢复影响，公司业绩在去年低基数基础上实现大幅增长。我们看好全年诊疗需求恢复可以带动血制品需求持续增长，从而促进公司业绩进一步提升。

事件

公司发布2022年年报及2023年一季报，业绩符合预期

4月24日，公司发布2022年度报告及2023年第一季度报告。2022年公司实现：1）营业收入42.61亿元，同比增长3.63%；2）归母净利润8.81亿元，同比增长15.92%；3）扣非归母净利润8.54亿元，同比增长12.93%；4）基本每股收益0.53元。业绩符合此前预期。

2023年第一季度公司实现：1）营业收入12.92亿元，同比增长83.30%；2）归母净利润2.62亿元，同比增长109.23%；3）扣非归母净利润2.53亿元，同比增长118.19%；4）基本每股收益0.16元。业绩符合此前预期。

公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：拟以2022年末总股本16.48股为基数，向全体股东每10股派发现金股利0.5元（含税），分红总金额0.82亿元（含税）。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,112.16	4,261.30	5,146.56	5,987.55	6,742.40
YoY(%)	19.35	3.63	20.77	16.34	12.61
净利润(百万元)	760.01	881.03	1,049.36	1,226.38	1,398.35
YoY(%)	18.94	15.92	19.11	16.87	14.02
毛利率(%)	47.53	49.08	50.08	50.57	51.07
净利率(%)	18.48	20.68	20.39	20.48	20.74
ROE(%)	9.44	10.02	10.81	11.39	11.67
EPS(摊薄/元)	0.46	0.53	0.64	0.74	0.85
P/E(倍)	57.87	49.92	41.91	35.86	31.45
P/B(倍)	5.46	5.00	4.53	4.08	3.67

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持　　**买入**

贺菊颖
hejuying@csc.com.cn
010-86451162
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591
刘若飞
liuruofei@csc.com.cn
010-85130388
SAC 编号:S1440519080003

发布日期：2023年04月28日

当前股价：26.69元

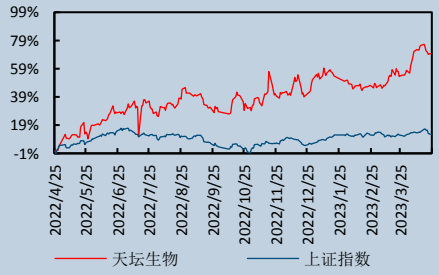
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
8.01/8.35	10.43/10.10	33.38/27.28

12月最高/最低价（元）	27.71/19.01
总股本（万股）	164,780.95
流通A股（万股）	164,780.95
总市值（亿元）	439.80
流通市值（亿元）	439.80
近3月日均成交量（万）	1045.75
主要股东	
中国生物技术股份有限公司	45.64%

股价表现



相关研究报告

2023-01-15	【中信建投生物制品】天坛生物(600161):22年业绩增长稳健，看好疫后供需复苏推动业绩增长

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请参阅最后一页的重要声明。

简评

2022 全年实现稳步增长，23Q1 迎来疫后复苏

2022 年，公司克服疫情影响，主要产品销量保持增长，推动收入端个位数增长。受销量增加、成本费用控制、其他收益增加以及 2021 年 6 月份对成都蓉生增资带来子公司持股比例变化等因素影响，利润端同比增长快于收入端。2023Q1，公司收入及利润同比大幅增长，主要由于：1）年初部分地区疫情持续，导致静丙等血制品需求量大幅增加；2）一季度疫情趋于稳定，医院诊疗秩序和患者诊疗需求恢复，推动血制品销售大幅增加；3）去年同期受疫情影响低基数。

持续推进浆站建设，采浆量突破 2000 吨。2022 年，公司依托央企股东品牌影响力和公司综合竞争优势，浆站拓展工作持续推进，在贵州、甘肃、吉林、湖北等地新设 22 家浆站；23Q1 公司共有 8 家浆站获批。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 23Q1 共有在营浆站 70 家，筹建中浆站 32 家。2022 年，公司采浆量首次突破 2000 吨，所属 60 家在营单采血浆站采集血浆 2035 吨，同比增长 11%，约占行业总采浆量 20%，采浆站数量及采浆规模均保持国内领先。

产能建设持续完善，永安厂区年内正式投产。公司 2022 年持续完善产能建设，成都蓉生永安厂区完成人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物等产品生产场地变更等工作并于 2022 年 8 月开始投产，重组因子车间项目完成建设；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。上述三地设计产能均为 1200 吨，随着项目逐步建成投产，公司生产能力将进一步提高，并发挥协同效应，为公司业绩增长提供充足动力。

研发工作持续推进，研发管线顺利进展。公司 2022 年持续加大研发投入，开展新产品研发工作，确保了重组凝血因子类和免疫球蛋白类新产品在国内同行业的领先地位。公司年内完成 4 项临床研究项目，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；4 项临床试验项目进展顺利，其中注射用重组人凝血因子Ⅶa 已完成 I 期临床试验。

表 1：公司部分主要研发项目进展情况

产品名称	适应症或功能主治	研发进度
注射用重组人凝血因子Ⅷ	血友病 A（先天性凝血因子Ⅷ缺乏症）患者出血的控制和预防	上市申请中
静注人免疫球蛋白（pH4）（层析工艺，10%浓度）	1. 原发性免疫球蛋白 G 缺乏症，如 X 联锁低免疫球蛋白 G 血症，常见变异性免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚类缺陷病等 2. 继发性免疫球蛋白 G 缺陷病，如重症感染，新生儿败血症，婴幼儿毛细支气管炎等 3. 自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜，川崎病等。	上市申请中
皮下注射人免疫球蛋白（注射液）	1. 原发性免疫缺陷病（PID），如 X 联锁低免疫球蛋白 G 血症，常见变异性免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚类缺陷病等 2. 慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经（CIDP）	临床 III 期
静注 COVID-19 人免疫球蛋白（pH4）	新型冠状病毒肺炎 COVID-19	临床 II 期
重组人凝血因子Ⅶa	血友病	临床 I 期
重组人凝血因子Ⅷ-Fc 融合蛋白	血友病 A（先天性凝血因子Ⅷ缺乏症）患者出血的控制和预防	临床前研究

资料来源：公司公告，中信建投证券

23Q1 毛利率有所提升，其余财务指标基本正常

2022 年公司实现毛利润 20.91 亿元（+7.00%），毛利率 49.08%（+1.55pp），成本费用控制提高了产品毛利率。全年公司销售费用 2.62 亿元（-3.22%），销售费用率 6.15%（-0.43pp）；管理费用 3.66 亿元（+11.30%），管理费用率 8.58%（+0.59pp）；研发费用 1.22 亿元（-8.41%），研发费用率 2.86%（-0.38pp）；财务费用-0.58 亿元（-9.60%），财务费用率-1.36%（+0.40pp）。各项费用基本保持稳定。公司 2022 年经营净现金流 11.26 亿元（+14.86%），主要由于销售回款增加所致。其他财务指标保持稳定。

2023Q1 公司毛利润 5.94 亿元（+74.46%），毛利率 46.00%（-2.33pp），预计主要是采浆成本上升。一季度公司销售费用 0.69 亿元（+13.51%），销售费用率 5.37%（-3.30pp）；管理费用 1.02 亿元（+31.10%），管理费用率 7.89%（-3.14pp）；研发费用 0.10 亿元（-57.84%），研发费用率 0.74%（-2.47pp）；财务费用-0.06 亿元（-61.63%），财务费用率-0.48%（+1.83pp）。销售、管理及研发费用率降低，主要由于收入基数大幅增长而各项费用相对变化较小所致。23Q1 公司经营净现金流 6.21 亿元（+199.46%），主要由于销售收入大幅增加带来现金流入增加所致。其他财务指标保持稳定。

盈利预测与投资评级

公司是国内血制品龙头企业，采浆站数量及采浆规模均保持国内领先，成都永安厂区开始投产，预计云南基地和兰州建成后，公司将拥有 4000-5000 吨的血浆处理能力，达到国际一线血制品公司规模。2023 年我们看好非新冠相关的诊疗需求恢复可以带动血制品需求端的恢复，从而促进公司业绩进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 51.47、59.88 和 67.42 亿元，归母净利润分别为 10.49、12.26 和 13.98 亿元，分别同比增长 19.1%、16.9%和 14.0%。每股 EPS 为 0.64、0.74 和 0.85 元，当前股价对应 2023-2025 年估值分别为 41.9X、35.9X、31.5X，维持买入评级。

风险分析

1、血制品安全性问题及单采血浆站监管风险。由于血液制品主要原料的生物属性，基于现有的科学技术水平，理论上仍存在未能识别并去除某些未知病原体的可能性，带来的安全性问题可能对公司的经营造成不利影响。单采血浆站持续规范运营是血液制品企业的整体经营的重要因素之一，单采血浆公司监管政策的变化可能会对公司造成一定的影响

2、疫情反复对血制品采浆及终端需求的影响：目前国内疫情仍处于较为严重的阶段，预计未来可能趋于平稳，但仍存在疫情反复并导致防控措施调整的可能，从而可能对血制品采浆及终端需求造成不利影响。

3、新产品研发和上市进度不达预期。

4、采浆难度加大致产能利用不足的风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk