


2024年09月01日
天坛生物(600161.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

生物医药 III

24H1 利润端快速增长，拟收购中原瑞德进一步提升综合实力

■ **事件：**公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现营业收入 28.41 亿元，同比增长 5.59%；归母净利润 7.26 亿元，同比增长 28.10%；扣非归母净利润 7.23 亿元，同比增长 29.35%。Q2 单季度，公司实现营业收入 16.19 亿元，同比增长 15.76%；归母净利润 4.09 亿元，同比增长 34.28%；扣非归母净利润 4.10 亿元，同比增长 33.93%。2024 年上半年，公司血液制品销售实现稳健增长，其中静丙（含层析）的营业收入为 13.39 亿元，同比增长 21.97%，利润端增速快于收入端预计主要系产品价格上升、成本费用管控等因素。

■ **2024 年上半年公司毛利率与净利率均有所提升。**2024 年上半年，公司毛利率为 55.67%，同比上升 7.14pct，其中核心品种白蛋白毛利率为 52.63%/+8.41pct、静丙（含层析）毛利率为 57.49%/+11.42pct；期间费用率为 13.79%，同比下降 0.06pct，其中销售费用率为 3.90%，同比下降 1.79pct，主要系公司销售政策调整，市场开发费同比降幅较大所致；管理费用率为 8.30%，同比增长 0.29pct，主要系昆明血制部分转固折旧、职工薪酬等同比增加所致；研发费用率为 2.43%，同比增长 1.47pct；财务费用率为 -0.83%，同比下降 0.03pct；受益于毛利率上涨与期间费用率优化，公司 2024 年上半年实现净利率 34.68%，同比增长 5.91pct。

■ **浆站逐步投入运营，采浆量实现较快增长。**2023 年至今，公司积极推动所属浆站建设及执业申请相关工作，临城浆站、竹山浆站等 20 家浆站陆续取得《单采血浆许可证》，实现正式运营；截至目前，公司所属单采血浆站分布于全国 16 个省/自治区，单采血浆站总数达 102 家，其中在营单采血浆站数量达 80 家。2024 年上半年公司多措并举积极推进血浆采集工作，实现血浆采集 1,294 吨，同比增长 15%，约占国内行业总采浆量的 20%，公司浆站数量和血浆采集规模均持续保持国内领先。

■ **坚持创新引领，在研管线持续推进。**2024H1，公司多项研发取得积极进展，其中成都蓉生采用层析工艺纯化的纤原于 4 月获得《药品补充申请批准通知书》并通过药品 GMP 符合性检查，补齐了主要凝血因子品种，进一步巩固了公司在国内同行业品种上的领先地位；成都蓉生的注射用重组人凝血因子 VIII-Fc 融合蛋白于 4 月正式开展 I 期临床试验；武汉血制的 PCC 和成都蓉生的人凝血因子 IX 于 4 月获批临床。此外，兰州血制的 PCC 已处于上市注册申请阶段；成都蓉生的皮

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

28.18 元

股价 (2024-08-30)

23.77 元

交易数据

总市值(百万元) 47,002.12

流通市值(百万元) 47,002.12

总股本(百万股) 1,977.37

流通股本(百万股) 1,977.37

12 个月价格区间 23.15/32.16 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.8	-8.7	8.5
绝对收益	-0.7	-16.2	-3.8

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

胡雨晴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450524080002

huyuq4@essence.com.cn

相关报告

业绩及采浆量稳健增长，国 2024-03-29

内首款层析静丙上市值得期待

业绩快速增长，新品增量可期 2023-10-26

23H1 业绩快速增长，采浆量再创新高 2023-08-31

2023Q2 业绩稳健增长，浆站 2023-07-15

下注射人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子VIIa 正在开展III期临床试验，新品种的陆续研发上市将为公司中长期发展提供有力保障。

建设有序推进

2023Q1 业绩快速增长，坚定 2023-04-29

看好公司长远发展

■ **拟收购武汉中原瑞德，公司综合实力有望进一步提升。**8月30日晚公司公告公司控股子公司成都蓉生拟以1.85亿美元总金额收购CSL 亚太的全资子公司武汉中原瑞德100%股权，本次交易完成后，中原瑞德将成为公司的控股孙公司，纳入公司合并财务报表范围。中原瑞德拥有白蛋白、静丙、特免等6个品种、13个产品文号，在湖北省设置有5家在采浆站，2023年共采集血浆112.37吨。本次交易将有助于公司开拓血浆资源，扩大采浆规模和生产规模；同时，CSL 集团作为国际领先的血液制品生产企业，本次合作或加深双方合作关系，发挥各自在中国和国际市场的资源和影响力，谋求共同发展，公司在血液制品行业的综合竞争实力有望进一步提升。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6个月目标价28.18元。暂不考虑中原瑞德并表预期，我们预计公司2024年-2026年的收入增速分别为18.4%、18.0%、16.3%，净利润的增速分别为25.5%、19.9%、16.7%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6个月目标价为28.18元，相当于2024年40倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**产品市场推广及销售不及预期、浆源拓展不及预期、新产品研发进度不及预期、收购事项进展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	4,261.3	5,180.4	6,132.1	7,234.4	8,415.3
净利润	881.0	1,109.9	1,393.1	1,670.1	1,948.6
每股收益(元)	0.45	0.56	0.70	0.84	0.99
每股净资产(元)	4.45	4.97	5.68	6.34	7.10

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	53.3	42.3	33.7	28.1	24.1
市净率(倍)	5.3	4.8	4.2	3.8	3.3
净利润率	20.7%	21.4%	22.7%	23.1%	23.2%
净资产收益率	10.0%	11.3%	12.4%	13.3%	13.9%
股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
ROIC	20.0%	19.7%	24.1%	25.2%	27.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,261.3	5,180.4	6,132.1	7,234.4	8,415.3	成长性					
减:营业成本	2,170.0	2,550.7	2,807.6	3,332.0	3,898.5	营业收入增长率	3.6%	21.6%	18.4%	18.0%	16.3%
营业税费	44.9	48.6	64.1	73.3	84.1	营业利润增长率	15.0%	26.0%	28.3%	19.9%	16.6%
销售费用	262.1	270.5	288.2	325.6	395.5	净利润增长率	15.9%	26.0%	25.5%	19.9%	16.7%
管理费用	365.7	469.5	551.9	629.4	715.3	EBITDA 增长率	13.1%	33.9%	25.9%	19.1%	16.1%
研发费用	122.0	139.9	220.8	227.9	235.6	EBIT 增长率	13.0%	31.2%	28.9%	19.8%	16.5%
财务费用	-58.0	-49.5	-63.6	-78.0	-98.4	NOPLAT 增长率	14.1%	26.9%	25.4%	19.8%	16.4%
加:资产/信用减值损失	-2.5	-4.2	-3.3	-2.7	-2.1	投资资本增长率	28.4%	2.6%	14.8%	5.8%	6.7%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.6%	12.3%	15.0%	12.9%	13.4%
投资和汇兑收益	28.1	37.2	39.1	34.8	37.0						
营业利润	1,432.1	1,805.0	2,315.9	2,775.7	3,237.7	利润率					
加:营业外净收支	-5.8	-6.4	-5.4	-5.9	-5.9	毛利率	49.1%	50.8%	54.2%	53.9%	53.7%
利润总额	1,426.3	1,798.6	2,310.5	2,769.9	3,231.8	营业利润率	33.6%	34.8%	37.8%	38.4%	38.5%
减:所得税	221.4	289.1	415.9	498.6	581.7	净利润率	20.7%	21.4%	22.7%	23.1%	23.2%
净利润	881.0	1,109.9	1,393.1	1,670.1	1,948.6	EBITDA/营业收入	34.8%	38.3%	40.7%	41.1%	41.0%
						EBIT/营业收入	31.0%	33.5%	36.5%	37.0%	37.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	145	183	165	144	128
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	214	149	123	127	121
货币资金	3,712.9	4,554.9	5,271.3	6,695.3	8,310.0	流动资产周转天数	626	516	481	484	500
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	4	4	4	4	4
应收账款	58.5	51.7	74.4	90.4	110.9	存货周转天数	189	180	179	171	163
应收票据	982.6	76.3	100.9	120.2	149.8	总资产周转天数	1,036	943	883	844	820
预付账款	24.6	35.3	47.4	52.7	70.3	投资资本周转天数	561	525	483	450	411
存货	2,332.0	2,844.5	3,252.2	3,621.3	4,018.8						
其他流动资产	160.1	6.5	56.5	74.4	45.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.0%	11.3%	12.4%	13.3%	13.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.3%	10.6%	11.9%	12.6%	13.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	20.0%	19.7%	24.1%	25.2%	27.7%
投资性房地产	71.8	68.7	68.7	68.7	68.7	费用率					
固定资产	2,477.1	2,792.7	2,821.9	2,946.5	3,051.2	销售费用率	6.2%	5.2%	4.7%	4.5%	4.7%
在建工程	1,531.7	2,043.8	2,391.1	2,512.0	2,620.8	管理费用率	8.6%	9.1%	9.0%	8.7%	8.5%
无形资产	929.9	1,050.5	1,112.7	1,171.7	1,227.4	研发费用率	2.9%	2.7%	3.6%	3.2%	2.8%
其他非流动资产	659.5	663.3	710.3	674.3	652.6	财务费用率	-1.4%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
资产总额	12,940.7	14,188.1	15,907.3	18,027.5	20,326.3	四费/营业收入	16.2%	16.0%	16.3%	15.3%	14.8%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	467.8	546.0	595.3	772.7	844.0	资产负债率	12.2%	10.1%	7.8%	8.1%	7.6%
应付票据	-	104.7	46.8	55.0	68.4	负债权益比	14.0%	11.2%	8.4%	8.8%	8.2%
其他流动负债	689.5	628.9	442.6	471.5	473.8	流动比率	6.28	5.92	8.11	8.20	9.17
长期借款	253.8	-	-	-	-	速动比率	4.27	3.69	5.12	5.41	6.27
其他非流动负债	173.3	154.1	154.1	160.5	156.2	利息保障倍数	-22.80	-35.02	-35.12	-34.33	-31.71
负债总额	1,584.4	1,433.7	1,238.9	1,459.7	1,542.4	分红指标					
少数股东权益	2,560.6	2,931.8	3,433.3	4,034.6	4,736.1	DPS(元)	0.04	0.12	0.16	0.19	0.22
股本	1,647.8	1,647.8	1,977.4	1,977.4	1,977.4	分红比率	9.4%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%
留存收益	7,148.0	8,174.9	9,257.7	10,555.9	12,070.5	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
股东权益	11,356.3	12,754.4	14,668.4	16,567.8	18,783.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.45	0.56	0.70	0.84	0.99
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	4.45	4.97	5.68	6.34	7.10
净利润	1,204.8	1,509.5	1,393.1	1,670.1	1,948.6	PE(X)	53.3	42.3	33.7	28.1	24.1
加:折旧和摊销	171.1	269.0	261.2	295.5	330.8	PB(X)	5.3	4.8	4.2	3.8	3.3
资产减值准备	2.3	4.2	-	-	-	P/FCF	-53.3	84.8	193.9	40.6	35.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	11.0	9.1	7.7	6.5	5.6
财务费用	2.4	1.8	-63.6	-78.0	-98.4	EV/EBITDA	25.5	24.6	17.8	14.7	12.4
投资收益	-28.1	-37.2	-39.1	-34.8	-37.0	CAGR(%)	23.5%	20.6%	21.0%	23.5%	20.6%
少数股东损益	323.8	399.6	501.5	601.2	701.5	PEG	2.3	2.1	1.6	1.2	1.2
营运资金的变动	-161.0	828.8	-638.3	-170.9	-332.2	ROIC/WACC	3.4	3.4	4.2	4.3	4.8
经营活动产生现金流量	1,126.0	2,393.6	1,414.8	2,283.1	2,513.2	REP	1.5	1.9	1.2	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	-1,870.9	-1,246.9	-660.9	-565.2	-563.0						
融资活动产生现金流量	-378.2	-508.1	-37.5	-293.9	-335.5						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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