

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

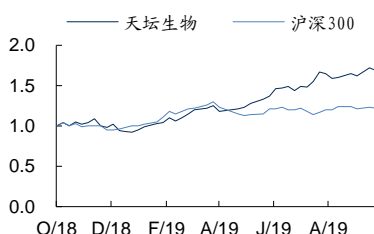
制药与生物

**天坛生物(600161)**
**买入**

2019年三季报点评

(维持评级)

2019年10月25日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,045/1,045
总市值/流通(百万元)	28,716/28,716
上证综指/深圳成指	2,941/9,568
12个月最高/最低(元)	30.45/14.48

**相关研究报告:**

《天坛生物-600161-深度报告:老坛酿新酒:血制品龙头的稳健与进取》——2019-10-21  
 《天坛生物-600161-2019年中报点评:业绩高速增长,现金流充沛》——2019-08-23  
 《天坛生物-600161-重大事件快评:新批浆站与改善效率共同驱动采浆量增长》——2019-07-12  
 《天坛生物-600161-公司分析:经营效益改善,成长确定性高》——2019-06-03  
 《天坛生物-600161-2018年年报点评:采浆与产能利用率稳步提升》——2019-04-04

**证券分析师:谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**财报点评**
**业绩符合预期,预计全年稳健增长**
**● 业绩符合预期,预计全年业绩增速接近20%**

天坛生物前三季度营收25.19亿元(+22.5%),归母净利润4.67亿元(+17.7%),经营性净现金流6.97亿元(+18.8%),业绩符合预期。Q3单季度营收9.59亿元(+14.7%),净利润1.73亿元(+10.8%),因18Q3基数较高,单季度业绩增速放缓,预计全年业绩增速接近20%。

**● 费用率上升,净利率下滑**

公司Q3销售费用率为6.3%(+0.8pct),环比来看,2019年Q1到Q3有所下降;管理费用率6.5%(+0.8pct),研发费用率4.6%(+2.0pct),随着新品种研发的推进,预计研发费用将进一步增长。受费用率增长的影响,公司Q3的扣非净利率为18.1%(-0.6pct),前三季度的净利率为18.5%(-0.8pct),均有所下滑。

**● 存货进一步消化**

公司三季度末有存货17.7亿元,在采浆量增长的情况下,存货与年初基本持平,存货周转天数持续下降,证明公司的存货进一步消化。在采浆量增长缓慢而终端需求持续增长的情况下,我们估计存货的消化将贡献一定的业绩增长。

**● 白蛋白、静丙批签发稳健增长**

天坛生物前三季度批签发白蛋白336万瓶(+16.3%),静丙227万瓶(+11.9%),保持了稳健增长;其中,Q3批签发白蛋白115万瓶(-9.2%),静丙104万瓶(+20.8%)。

**● 风险提示:采浆量增长不及预期、新产品研发进度不及预期。**
**● 投资建议:兼具短期确定性及长期成长性,维持“买入”评级**

血制品行业资源品属性显著,采浆量优势为行业龙头带来多重壁垒。天坛生物采浆量行业领先,吨浆利润提升确定性强。公司的高纯静丙研发进度国内领先,是未来成长的最大动力。公司中短期业绩增长确定性强、长期成长动力十足。我们维持公司2019~2021年的盈利预测为6.06/7.24/10.32亿元,同比增长19.0%/19.4%/42.5%,对应当前股价的PE为47.4/39.7/27.8。公司对标行业内的优秀龙头,应享有长期估值溢价。我们维持公司的合理估值区间31.71~38.28元,对应当前股价有15%~39%的增长空间,维持“买入”评级。

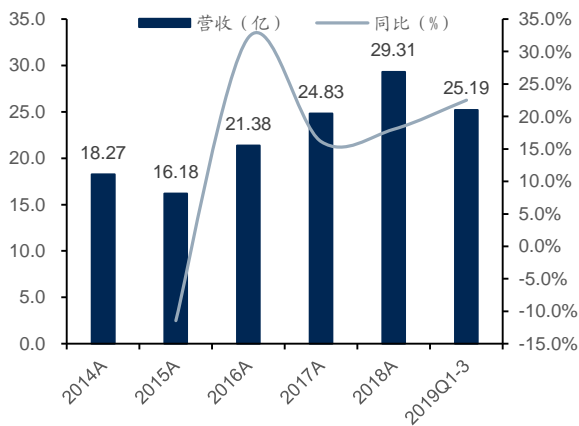
**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,765	2,931	3,367	3,858	4,800
(+/-%)	-15.8%	66.0%	14.9%	14.6%	24.4%
净利润(百万元)	1180	509	606	724	1032
(+/-%)	350.7%	-56.8%	19.0%	19.4%	42.5%
摊薄每股收益(元)	1.76	0.49	0.58	0.69	0.99
EBIT Margin	34.1%	32.6%	29.9%	31.6%	36.6%
净资产收益率(ROE)	38.8%	15.1%	15.8%	16.6%	20.1%
市盈率(PE)	15.6	56.4	47.4	39.7	27.8
EV/EBITDA	26.8	27.1	26.5	21.8	15.2
市净率(PB)	6.06	8.52	7.51	6.57	5.58

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

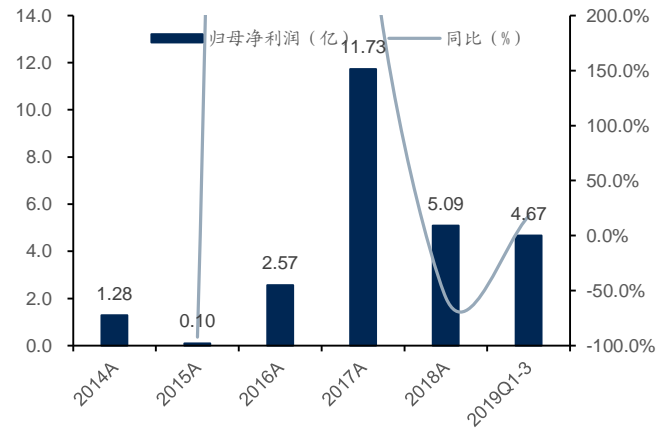
注:摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 天坛生物营收情况 (亿元)



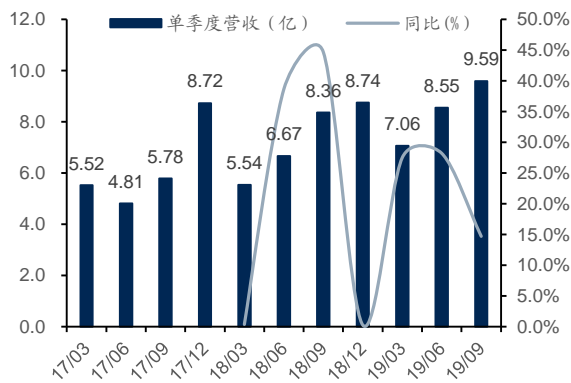
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 天坛生物归母净利润情况 (亿元)



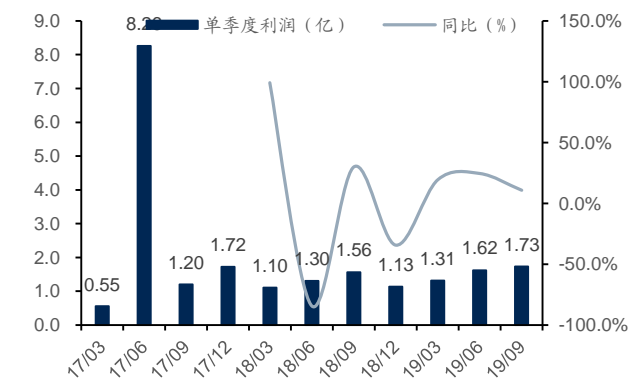
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 天坛生物单季度营收情况 (亿元)



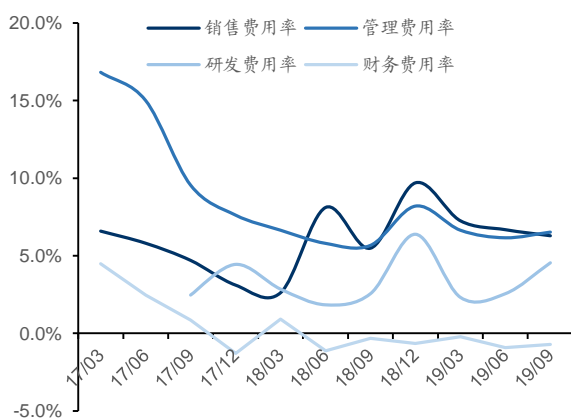
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 天坛生物单季度归母净利润情况 (亿元)



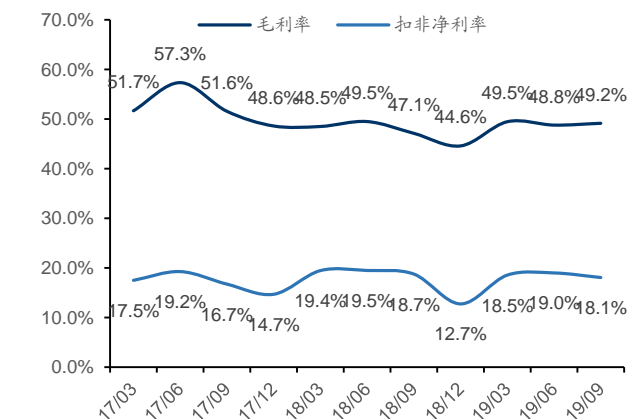
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 天坛生物单季度期间费用率情况



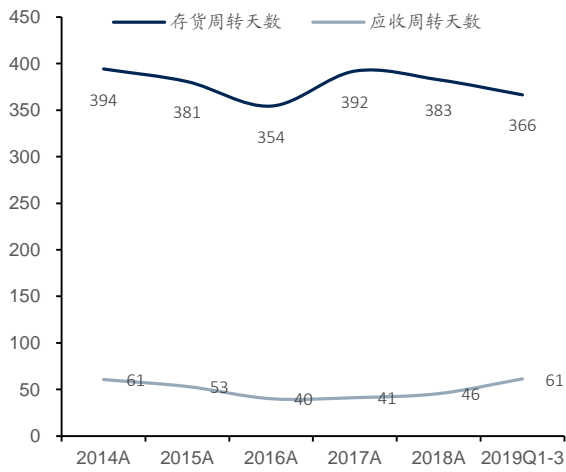
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 天坛生物单季度利润率情况



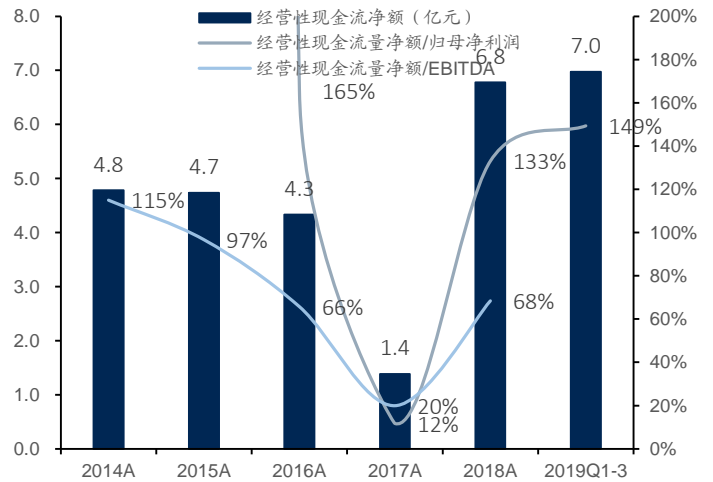
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 天坛生物存货及应收账款与票据周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 天坛生物现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 天坛生物主要产品批签发情况 (千瓶)

	2015	2016	2017	2018	2018Q1-3	2019Q1-3
白蛋白	2,527.8	2,623.1	3,362.1	3,631.2	2,886.7	3,356.5
增速		3.8%	28.2%	8.0%		16.3%
静丙	1,628.9	1,991.0	2,405.2	2,777.3	2,025.4	2,265.6
增速		22.2%	20.8%	15.5%		11.9%

资料来源: 中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 19/10/24	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600161	天坛生物	27.47	287	0.49	0.58	0.69	0.99	56.4	47.4	39.7	27.8	16%	1.8	买入
002007	华兰生物	36.26	509	0.81	1.07	1.26	1.45	44.6	34.0	28.9	25.0	20%	1.6	买入
300294	博雅生物	32.08	139	1.08	1.32	1.56	1.73	29.6	24.4	19.7	14.3	14%	0.9	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1250	1704	1716	1574	营业收入	2931	3367	3858	4800
应收款项	447	513	588	731	营业成本	1548	1757	1992	2304
存货净额	1709	1856	1870	1885	营业税金及附加	33	35	38	45
其他流动资产	28	32	37	45	销售费用	199	242	278	360
<b>流动资产合计</b>	<b>3433</b>	<b>4105</b>	<b>4210</b>	<b>4236</b>	管理费用	195	325	331	336
固定资产	987	1189	1956	3258	财务费用	(11)	(20)	(6)	(3)
无形资产及其他	287	276	264	253	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	360	360	360	360	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(99)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5067</b>	<b>5929</b>	<b>6790</b>	<b>8107</b>	营业利润	868	1027	1225	1757
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(0)	3	3	(6)
应付款项	56	126	93	116	<b>利润总额</b>	<b>868</b>	<b>1029</b>	<b>1229</b>	<b>1751</b>
其他流动负债	426	563	673	851	所得税费用	132	154	184	263
<b>流动负债合计</b>	<b>482</b>	<b>689</b>	<b>766</b>	<b>966</b>	少数股东损益	226	268	321	457
长期借款及应付债券	231	231	231	231	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>509</b>	<b>606</b>	<b>724</b>	<b>1032</b>
其他长期负债	7	7	7	7					
<b>长期负债合计</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>720</b>	<b>926</b>	<b>1004</b>	<b>1204</b>	净利润	509	606	724	1032
少数股东权益	975	1177	1417	1760	资产减值准备	(18)	(0)	(1)	(1)
股东权益	3371	3826	4369	5143	折旧摊销	130	110	145	210
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5067</b>	<b>5929</b>	<b>6790</b>	<b>8107</b>	公允价值变动损失	(1)	0	0	0
					财务费用	(11)	(20)	(6)	(3)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1020)	(12)	(17)	32
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	181	202	241	344
每股收益	0.49	0.58	0.69	0.99	<b>经营活动现金流</b>	<b>(218)</b>	<b>906</b>	<b>1093</b>	<b>1616</b>
每股红利	0.14	0.15	0.17	0.25	资本开支	(633)	(300)	(900)	(1500)
每股净资产	3.22	3.66	4.18	4.92	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	21%	19%	21%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(633)</b>	<b>(300)</b>	<b>(900)</b>	<b>(1500)</b>
ROE	15%	16%	17%	20%	权益性融资	9	0	0	0
毛利率	47%	48%	48%	52%	负债净变化	31	0	0	0
EBIT Margin	33%	30%	32%	37%	支付股利、利息	(142)	(152)	(181)	(258)
EBITDA Margin	37%	33%	35%	41%	其它融资现金流	553	0	0	0
收入增长	66%	15%	15%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>340</b>	<b>(152)</b>	<b>(181)</b>	<b>(258)</b>
净利润增长率	-57%	19%	19%	43%	<b>现金净变动</b>	<b>(511)</b>	<b>454</b>	<b>12</b>	<b>(142)</b>
资产负债率	33%	35%	36%	37%	货币资金的期初余额	1761	1250	1704	1716
息率	0.5%	0.5%	0.6%	0.9%	货币资金的期末余额	1250	1704	1716	1574
P/E	56.4	47.4	39.7	27.8	企业自由现金流	(713)	654	265	233
P/B	8.5	7.5	6.6	5.6	权益自由现金流	(129)	671	270	236
EV/EBITDA	27.1	26.5	21.8	15.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032