

## 新品进展顺利，未来可期

增持|维持

——天坛生物 2019 年报点评

### 事件:

2020年3月26日，公司公告2019年年报：报告期内实现营收32.81亿元，同比增长11.97%，归母净利润6.11亿元，同比增长19.94%。同时公告，拟向全体股东每10股派发现金红利0.6元（含税），每10股送红股2股。

### 国元观点:

#### ● 整合初见成效，毛利率提升明显

2018年重组完成后，通过内部浆量调拨，产能利用率、内部管理效率有所提升，2019年毛利率提升明显，为49.85%，较上年提升2.67个百分点，随着后续产品获批，有望进一步提升毛利率水平。分季度来看，Q1-Q4的营收分别为7.05亿元(+27.49%)、8.54亿元(+28.18%)、9.59亿元(+14.68%)和7.62亿元(-12.81%)，归母净利润分别为1.31亿元(+19.39%)、1.62亿元(+24.60%)、1.73亿元(+10.82%)和1.44亿元(+27.84%)。

#### ● 研发进展顺利，新品有望增厚业绩

子公司研发齐发力，成都蓉生的狂免于19年初已经取得生产批件，人凝血因子VIII和人凝血酶原复合物已经在上市申请阶段，重组8因子、层析静丙以及纤原正在3期临床试验，静注巨细胞病毒人免疫球蛋白正在2期临床试验；武汉血制的人源8因子在3期临床试验；兰州兰生的PCC已经获批临床试验；新品上市有望丰富公司产品结构，提高血浆综合利用率，贡献业绩弹性。

#### ● 白蛋白和静丙批签发表现出色，采浆仍有提升空间

公司2019年各类产品批签发量提升显著，主力品种白蛋白、静丙分别提升19.7%和11.5%，三个特免均实现大幅增长，肌丙市占提升明显。公司拥有的浆站和采浆量位居行业龙头，2019年采浆1706吨(+8.8%)，公司依托国药集团与各地战略合作的背景，在浆站拓展工作上进展顺利，17-19年期间新获批建设浆站数量达10个，其中有6个正处于采浆爬坡期，有望后续提供采浆弹性；疫情短期扰动，目前公司已全面恢复采浆，有望在今年后续月份实现追赶。

#### ● 投资建议与盈利预测

天坛生物重组归来，手握最强浆源和销售推广渠道，企业价值正在重塑。考虑疫情影响，略微下调盈利预测，预计公司20-22年营业收入分别为34.64/38.28/44.21亿元，同比增长5.54%/10.53%/15.48%，归母净利润6.92/8.14/9.85亿元，同比增长13.28%/17.54%/21.03%，EPS为0.66(-0.05)/0.78(-0.07)/0.94元/股，对应PE54/46/38倍，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

采浆不及预期，疫情影响超过预期，产品质量安全风险。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2931.06	3281.86	3463.79	3828.43	4420.98
收入同比(%)	18.03	11.97	5.54	10.53	15.48
归母净利润(百万元)	509.48	611.09	692.25	813.68	984.81
归母净利润同比(%)	-56.57	19.94	13.28	17.54	21.03
ROE(%)	15.11	15.51	14.95	15.03	15.43
每股收益(元)	0.49	0.58	0.66	0.78	0.94
市盈率(P/E)	72.84	60.73	53.61	45.61	37.68

资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：35.89元

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 39.37 / 22.76

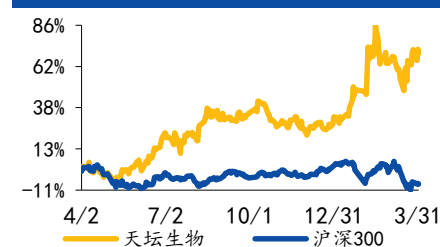
A股流通股(百万股): 1045.37

A股总股本(百万股): 1045.37

流通市值(百万元): 37518.21

总市值(百万元): 37518.21

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-天坛生物(600161)2019业绩预告点评：符合预期，凭实力未来可期》2020.01.14

《国元证券公司研究-天坛生物(600161)2019Q3点评：基本符合预期，业绩稳健增长》2019.10.24

### 报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 刘巧

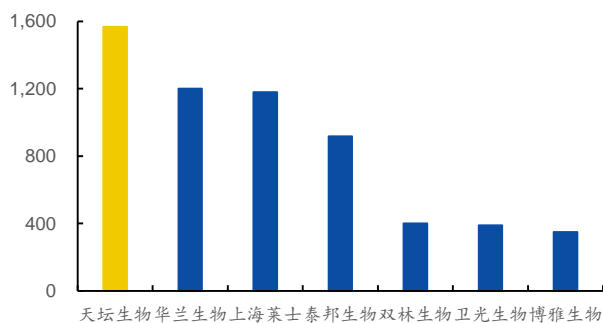
电话 021-51097188

邮箱 liuqiao@gyzq.com.cn

**整合初见成效，毛利率提升明显。**公司 2019 年实现营收 32.81 亿元，同比增长 11.97%，实现归母净利润 6.11 亿元，同比增长 19.94%；经营活动现金流金额为 6.42 亿元，同比小幅下降 5.23%，现金流充足；毛利率为 49.85%，较上年提升 2.67 个百分点，2018 年重组完成后，通过内部浆量调拨，产能利用率、内部管理效率有所提升，公司整合效果初见成效，随着后续产品获批，有望进一步提升毛利率水平。分季度来看，Q1-Q4 的营收分别为 7.05 亿元(+27.49%)、8.54 亿元(+28.18%)、9.59 亿元(+14.68%)和 7.62 亿元(-12.81%)，归母净利润分别为 1.31 亿元(+19.39%)、1.62 亿元(+24.60%)、1.73 亿元(+10.82%)和 1.44 亿元(+27.84%)。

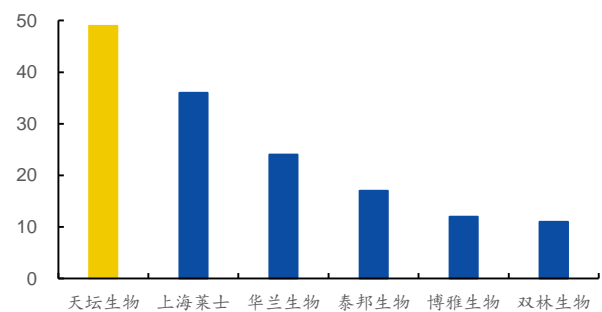
**采浆龙头，仍有提升空间。**公司拥有的浆站和采浆量位居行业龙头，2019 年采浆 1706 吨，增速为 8.8%，全年发展新浆员 12.29 万人，同比增长 9.15%，公司目前在全国 13 个省份共拥有 58 个浆站(含分站)，其中 52 个在营浆站，其余 6 个浆站在后续建设完成及获得采浆许可后，有望继续带动公司采浆增速；受疫情影响，短期采浆工作进展有可能受到影响的，但目前公司所有浆站已恢复采浆业务，有望在今年后续月份实现追赶；公司依托国药集团与各地战略合作的背景，在浆站拓展工作上一直进展顺利，17-19 年期间新获批建设浆站数量达 10 个，其中有 6 个已在采浆中，正处于采浆爬坡期，有望后续提供采浆弹性。

图 1：2018 年各血制品公司采浆量（单位：吨）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 2：2018 年各血制品公司在营浆站数量



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**表 1：2017-2019 年公司新获批建设的浆站情况**

序号	子公司	浆站名称	所在县	所在省	建站时间	开始采浆时间
1		通江蓉生单采血浆站平昌分站	平昌县	四川	2017	尚未获批采浆
2	成都蓉生	宜宾蓉生单采血浆站	宜宾	四川	2017	2020
3		聊城天坛单采血浆站莘县分站	莘县	山东	2017	2018
4	兰州兰生	永昌兰生单采血浆站	永昌	甘肃	2018	尚未获批采浆
5		泾川县单采血浆站	泾川县	甘肃	2019	尚未获批采浆
6		郧阳武生单采血浆站郧西分站	郧西	湖北	2018	2019
7	武汉血制	武新武生单采血浆站石首分站	石首	湖北	2018	尚未获批采浆
8		大同云冈区武生单采血浆有限公司	大同	山西	2017	2019
9	上海血制	寻甸上生单采血浆站	寻甸	云南	2017	2018
10		巧家上生单采血浆站	巧家	云南	2017	2018

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**批签发强劲，白蛋白和静丙表现出色。**公司 2019 年各类产品批签发量提升显著，2018 年重组完成后，通过内部浆量调拨，产能利用率、内部管理效率有所提升，2019 年各产品批签发和市占均实现提升。主力品种白蛋白、静丙分别提升 19.7% 和 11.5%，三个特免均实现大幅增长，肌丙市占提升明显。

**表 2：天坛生物 2019 年批签发情况**

品种	2018 市占	2018 市占率	2019	2019 市占率	同比
人血白蛋白	3515678.5	7.69%	4209861.7	8.60%	19.7%
静注免疫球蛋白	2648348	25.18%	2953490.5	25.62%	11.5%
肌注免疫球蛋白		0.00%	432659	36.32%	
狂犬免疫球蛋白	646735	7.68%	1118862	9.78%	73.0%
破伤风免疫球蛋白	498463	14.52%	1388677	22.98%	
乙肝免疫球蛋白	178488.5	8.67%	305263.75	23.04%	71.0%

资料来源：中检院及地方各所，国元证券研究中心

**研发进展顺利，新品有望增厚业绩。**公司旗下各子公司研发进展顺利，其中成都蓉生的狂犬病人免疫球蛋白于 19 年初已经取得生产批件，人凝血因子 VIII 和人凝血酶原复合物已经在进行上市申请阶段，注射用重组人凝血因子 VIII、拥有自主知识产权的层析工艺静丙以及人纤维蛋白原正在进行 3 期临床试验，静注巨细胞病毒人免疫球蛋白正在进行 2 期临床试验；武汉血制的人凝血因子 VIII 也在 3 期临床试验，武汉血制在疫情期间还进行了两项病毒灭活血浆治疗新冠病毒的临床试验，为抗击疫情助力；兰州兰生的凝血酶原复合物已经获批开展临床试验。各子公司齐心发力，尤其是因子类产品即将获批上市，有望丰富公司产品结构，提高血浆综合利用率，贡献业绩弹性。

**表 3：公司研发进展情况-分子公司**

子公司	产品名称	最新进展	最新进展时间
成都蓉生	人凝血因子VIII	上市申请-在审评审批中（在药审中心）	2019年11月7日
	人凝血酶原复合物	上市申请-在审评审批中（在药审中心）	2019年10月24日
	注射用重组人凝血因子VIII	3期-进行中（招募中）	2020年1月16日
	静注人免疫球蛋白（pH4、10%）	3期-进行中（尚未招募）	2020年2月4日
	人纤维蛋白原	3期-进行中（招募中）	2020年1月8日
	静注巨细胞病毒人免疫球蛋白（pH4）	2期-进行中（招募完成）	2018年4月28日
国药武汉血制	人凝血因子VIII	3期-进行中（尚未招募）	2018年1月31日
兰州兰生血制	人凝血酶原复合物	批准临床	2020年3月9日

资料来源：NMPA，CDE，国元证券研究中心

\*国元持仓披露：国元持仓不到 1%，无需披露。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3432.88	4046.35	5477.75	6832.07	8439.81
现金	1249.50	1413.35	3054.77	4183.55	5429.67
应收账款	6.31	8.99	8.82	10.00	11.45
其他应收款	12.75	22.75	16.30	18.39	21.09
预付账款	19.62	22.57	21.89	23.89	27.03
存货	1708.98	1949.46	1898.74	2068.36	2342.49
其他流动资产	435.73	629.24	477.23	527.88	608.07
<b>非流动资产</b>	1634.09	2268.06	2047.69	1971.79	1933.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	864.27	820.05	731.53	639.77	541.54
无形资产	287.07	293.21	299.90	306.32	305.94
其他非流动资产	482.75	1154.79	1016.26	1025.71	1085.67
<b>资产总计</b>	5066.97	6314.41	7525.44	8803.86	10372.96
<b>流动负债</b>	482.41	651.94	875.80	957.63	1066.03
短期借款	0.00	0.00	330.00	330.00	330.00
应付账款	43.08	43.61	45.07	47.65	54.78
其他流动负债	439.33	608.33	500.74	579.98	681.26
<b>非流动负债</b>	237.78	485.11	464.79	504.11	543.86
长期借款	230.79	400.60	430.60	460.60	490.60
其他非流动负债	6.99	84.51	34.19	43.51	53.27
<b>负债合计</b>	720.19	1137.05	1340.60	1461.75	1609.90
少数股东权益	975.48	1238.46	1567.44	1954.13	2422.14
股本	871.14	1045.37	1045.37	1045.37	1045.37
资本公积	274.62	274.62	274.62	274.62	274.62
留存收益	2225.70	2619.01	3311.26	4095.35	5062.77
归属母公司股东权益	3371.31	3938.90	4631.13	5415.22	6382.65
<b>负债和股东权益</b>	5066.97	6314.41	7539.17	8831.09	10414.68

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	677.92	642.47	1308.11	1253.19	1367.06
净利润	735.90	894.25	1021.23	1200.37	1452.82
折旧摊销	133.66	134.84	170.31	174.53	179.62
财务费用	-10.76	-22.36	3.74	4.02	-1.32
投资损失	-0.18	-0.21	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-177.32	-360.68	123.31	-137.44	-249.63
其他经营现金流	-3.38	-3.36	-10.49	11.72	-14.43
<b>投资活动现金流</b>	-317.60	-565.82	-4.78	-120.72	-134.92
资本支出	293.90	526.23	17.01	107.41	99.72
长期投资	30.00	25.00	14.88	-20.46	10.23
其他投资现金流	6.31	-14.59	27.11	-33.77	-24.97
<b>筹资活动现金流</b>	-1031.49	86.87	338.09	-3.70	13.98
短期借款	-190.00	0.00	330.00	0.00	0.00
长期借款	30.79	169.81	30.00	30.00	30.00
普通股增加	201.03	174.23	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-672.53	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-400.78	-257.16	-21.91	-33.70	-16.02
<b>现金净增加额</b>	-667.83	162.98	1641.42	1128.78	1246.12

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2931.06	3281.86	3463.79	3828.43	4420.98
营业成本	1548.23	1645.73	1659.32	1776.14	2029.17
营业税金及附加	33.48	34.42	34.57	34.15	34.38
营业费用	199.37	231.28	231.00	232.00	260.00
管理费用	194.81	229.35	235.00	260.00	275.00
研发费用	105.36	118.68	90.00	105.00	105.00
财务费用	-10.76	-22.36	3.74	4.02	-1.32
资产减值损失	1.02	-1.31	-0.15	-0.73	-0.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.18	0.21	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	868.36	1047.44	1217.31	1425.85	1727.19
营业外收入	4.28	0.68	2.48	1.58	2.03
营业外支出	4.71	4.67	7.50	2.50	4.60
<b>利润总额</b>	867.93	1043.45	1212.29	1424.94	1724.62
所得税	132.03	149.19	191.06	224.57	271.80
<b>净利润</b>	735.90	894.25	1021.23	1200.37	1452.82
少数股东损益	226.42	283.16	328.98	386.68	468.01
<b>归属母公司净利润</b>	509.48	611.09	692.25	813.68	984.81
EBITDA	991.26	1159.91	1391.36	1604.39	1905.49
EPS (元)	0.58	0.58	0.66	0.78	0.94

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	18.03	11.97	5.54	10.53	15.48
营业利润 (%)	-43.60	20.62	16.22	17.13	21.13
归属母公司净利润 (%)	-56.57	19.94	13.28	17.54	21.03
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	47.18	49.85	52.10	53.61	54.10
净利率 (%)	17.38	18.62	19.99	21.25	22.28
ROE (%)	15.11	15.51	14.95	15.03	15.43
ROIC (%)	23.33	21.73	27.61	31.59	36.44
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	14.21	18.01	17.78	16.55	15.46
净负债比率 (%)	32.05	35.23	56.74	54.09	50.97
流动比率	7.12	6.21	6.25	7.13	7.92
速动比率	3.57	3.22	4.09	4.97	5.72
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.57	0.58	0.50	0.47	0.46
应收账款周转率	480.46	407.21	369.27	386.52	391.60
应付账款周转率	30.72	37.97	37.42	38.31	39.62
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.58	0.66	0.78	0.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.65	0.61	1.25	1.20	1.31
每股净资产 (最新摊薄)	3.22	3.77	4.43	5.18	6.11
<b>估值比率</b>					
P/E	72.84	60.73	53.61	45.61	37.68
P/B	11.01	9.42	8.01	6.85	5.81
EV/EBITDA	37.59	32.12	26.78	23.22	19.55

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188