

## 天坛生物(600161)/生物制品

## 静丙实现增长，成本费用上升导致利润增速略低

**评级：增持(维持)**

市场价格：36.98

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

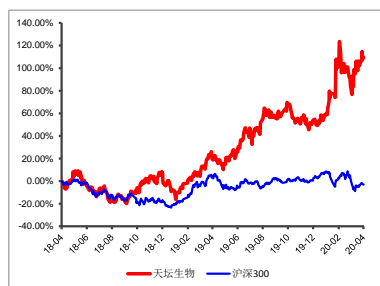
分析师：赵磊

执业证书编号：S0740518070007

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1045.37
流通股本(百万股)	1045.37
市价(元)	36.98
市值(百万元)	38657.78
流通市值(百万元)	38657.78

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 天坛生物(600161)-2019 年报点评：提质增效效果显现，归母净利润同比增长 20%-增持-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20200401
- 2 天坛生物(600161)-2019 年预增点评：效率逐步提升，血制品业务实现稳健增长-增持-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20200113
- 3 天坛生物(600161)-2019Q3 点评：血制品业务稳健增长，继续加大营销和研发投入-增持-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20191024

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2931.06	3281.86	3612.67	4142.57	4884.17
增长率 yoy%	18.03%	11.97%	10.08%	14.67%	17.90%
净利润	509.48	611.09	721.43	868.13	1079.14
增长率 yoy%	-56.57%	19.94%	18.06%	20.33%	24.31%
每股收益(元)	0.49	0.58	0.69	0.83	1.03
每股现金流量	0.65	0.61	0.97	1.09	1.29
净资产收益率	15.11%	15.51%	15.48%	15.70%	16.33%
P/E	75.88	63.26	53.58	44.53	35.82
PEG	-1.34	3.17	2.97	2.19	1.47
P/B	11.47	9.81	8.30	6.99	5.85

备注：截止 2020.04.13

**投资要点**

- **事件：2020 年 4 月 13 日，公司发布 2020 年第一季度业绩快报。2020 年第一季度预计实现营收 7.58 亿元、同比增长 7.33%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 0.2%。**
- **静丙实现增长，成本费用上升导致利润增速低于收入增长。**2020 年第一季度受新冠疫情影响，一方面公司主要产品静丙在新冠病毒感染临床治疗中发挥重要作用，公司预计一季度免疫球蛋白类产品销售有所增长。另一方面，我们预计物流管制、医院门诊量下降等导致人血白蛋白用药量下降，一季度人血白蛋白销售有所下降。综合而言，公司 Q1 实现血制品收入增长 7%。此外，公司 2019 年 4 月起率先全面开展血浆病毒核酸检测(20Q1 检测成本同比 19Q1 有所增加)、新增部分生产产能建设、20Q1 管理成本相对固定等因素，导致成本和费用增长，使得利润增长幅度低于收入增幅。整体一季度表现相对平稳，利润小幅增长 0.2%，但整体表现仍超过医药行业平均水平。2020 年第一季度净利率 17%，和历年平均水平相比下降约 2 个百分点。
- 随着 3 月份以来国内疫情基本取得控制、医院门诊逐步恢复，3 月份末公司采浆已全面恢复，后续血制品业务有望逐步恢复。全年来看，受疫情影响采浆量减少、需求逐步恢复后供应偏紧，厂家话语权强化，我们预计出厂价有一定提升空间。
- 2020 年第一季度公司白蛋白批签发 104.91 万瓶(折标，1.5%+)，静丙批签发 86.60 万瓶(折标，91.9%+)。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 36.13、41.43、48.84 亿元，同比增长 10.08%、14.67%、17.90%，归母净利润分别为 7.22、8.68 和 10.80 亿元，同比增长 18.07%、20.36%、24.33%，对应 EPS 为 0.69、0.83、1.03 元。公司是血制品行业龙头之一，采浆量和浆站数目行业领先，未来随着效率提升、产能释放吨浆利润有望持续提升，更有层析静丙和重组八因子等在研产品提供长期发展空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**整合不及预期的风险，血制品产品价格波动的风险，血制品业务毛利率下降的风险。

**图表 1: 天坛生物分季度情况 (单位: 百万元, %)**

项目	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q
营业收入	553.66	666.63	836.30	874.47	705.83	854.51	959.06	762.46	757.6
营收同比增长	6%	58%	136%	87%	27%	28%	15%	-13%	7%
营收环比增长	19%	20%	25%	5%	-19%	21%	12%	-20%	-1%
营业成本	285.07	336.59	442.11	484.46	356.63	437.57	487.59	363.94	
毛利率	49%	50%	47%	45%	49%	49%	49%	52%	
销售费用	14.50	54.09	45.92	84.86	51.23	57.1	60.34	62.61	
管理费用	52.64	50.97	47.49	71.76	46.95	52.7	62.65	67.05	
研发费用			21.39		16.37	21.86	43.68	36.78	
财务费用	5.11	(7.49)	(2.74)	(5.65)	(1.49)	(7.91)	(6.77)	(6.20)	
营业利润	191.05	224.62	274.04	178.65	230.28	284.57	304.11	228.48	231.16
利润总额	194.72	224.57	272.94	175.70	230.3	283.77	303.27	226.11	231.89
所得税	34.75	41.18	48.10	8.01	33.79	47.79	51.14	16.48	
归母净利润	110.14	130.14	156.32	112.88	131.50	162.15	173.23	144.21	131.76
归母净利润同比增长	11%	-85%	55%	-16%	19%	24.6%	10.8%	27.8%	0.2%
净利率	20%	20%	19%	13%	19%	19%	18%	19%	17%
扣非归母净利润	107.64	129.74	156.73	111.47	130.86	162.08	173.12	143.82	128.87
扣非归母净利润同比	12%	40%	62%	-13%	22%	24.9%	10.5%	29.0%	-1.5%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 天坛生物财务模型预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4046	4973	5975	7619	<b>营业收入</b>	3282	3613	4143	4884
现金	1413	2277	2979	4182	营业成本	1646	1731	1902	2146
应收账款	9	9	11	13	营业税金及附加	34	41	46	54
其他应收款	23	21	25	30	营业费用	231	235	290	342
预付账款	23	25	26	30	管理费用	229	264	290	342
存货	1949	2042	2224	2522	财务费用	-22	-26	-39	-57
其他流动资产	629	598	710	843	资产减值损失	-1	2	1	1
<b>非流动资产</b>	2268	2464	2919	3057	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	820	1237	1808	2124	<b>营业利润</b>	1047	1224	1473	1831
无形资产	293	299	302	303	营业外收入	1	3	3	3
其他非流动资产	1155	927	809	630	营业外支出	5	4	4	4
<b>资产总计</b>	6314	7436	8894	10676	<b>利润总额</b>	1043	1223	1471	1829
<b>流动负债</b>	652	615	644	691	所得税	149	183	221	274
短期借款	0	32	16	18	<b>净利润</b>	894	1039	1251	1555
应付账款	44	53	55	62	少数股东损益	283	318	383	476
其他流动负债	608	531	573	611	<b>归属母公司净利润</b>	611	721	868	1079
<b>非流动负债</b>	485	605	783	963	EBITDA	1160	1324	1622	2023
长期借款	401	570	740	910	EPS (元)	0.58	0.69	0.83	1.03
其他非流动负债	85	34	42	53					
<b>负债合计</b>	1137	1220	1426	1654	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1238	1556	1939	2414	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	1045	1045	1045	1045	<b>成长能力</b>				
资本公积	275	275	275	275	营业收入	12.0%	10.1%	14.7%	17.9%
留存收益	2619	3340	4209	5288	营业利润	20.6%	16.8%	20.4%	24.3%
归属母公司股东权益	3939	4660	5528	6608	归属于母公司净利润	19.9%	18.1%	20.3%	24.3%
<b>负债和股东权益</b>	6314	7436	8894	10676	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	49.9%	52.1%	54.1%	56.1%
					净利率 (%)	18.6%	20.0%	21.0%	22.1%
					ROE (%)	15.5%	15.5%	15.7%	16.3%
					ROIC (%)	21.7%	23.1%	23.9%	26.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	18.0%	16.4%	16.0%	15.5%
					净负债比率 (%)	35.23%	49.37%	53.01%	56.12%
					流动比率	6.21	8.08	9.28	11.02
					速动比率	3.22	4.76	5.83	7.38
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.58	0.53	0.51	0.50
					应收账款周转率	407	377	393	395
					应付账款周转率	37.97	35.88	35.38	36.73
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.69	0.83	1.03
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.97	1.09	1.29
					每股净资产 (最新摊薄)	3.77	4.46	5.29	6.32
					<b>估值比率</b>				
					P/E	63.26	53.58	44.53	35.82
					P/B	9.81	8.30	6.99	5.85
					EV/EBITDA	33	29	24	19

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	642	1011	1136	1348
净利润	894	1039	1251	1555
折旧摊销	135	127	188	250
财务费用	-22	-26	-39	-57
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-361	-136	-257	-398
其他经营现金流	-3	7	-7	-1
<b>投资活动现金流</b>	-566	-375	-627	-375
资本支出	526	350	600	350
长期投资	25	27	-4	-2
其他投资现金流	-15	3	-32	-27
<b>筹资活动现金流</b>	87	228	193	230
短期借款	0	32	-16	3
长期借款	170	170	170	170
普通股增加	174	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-257	26	39	57
<b>现金净增加额</b>	163	864	702	1203

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。