

疫情影响20Q1业绩, 看好公司中长期发展

投资要点

- **事件:** 公司发布2020一季报, 实现营收7.6亿元, 同比增长7.4%, 实现归母净利润1.3亿元, 同比增长0.3%, 实现扣非后归母净利润1.3亿元, 同比下滑1.4%。
- **疫情影响当期业绩, 采浆量稳步增长, 看好公司中长期发展。** 1) 销售端方面, 截止2019年, 公司覆盖终端总数达15114家, 同比增长28.3%, 其中药店覆盖5017家, 同比增长36.11%; 进入标杆医院31家、重点开发医院52家, 已基本覆盖除港澳台地区外的各省市地区主要的重点终端, 公司终端数量目前居国内领先地位, 销售终端的挖掘有望带动公司产品进一步放量。2) 采浆量方面, 截止2019年, 公司在全国13个省/自治区的单采血浆站(含分站)数量达到58家, 其中在营52家; 2019年期间公司发展新献浆员12.29万人, 同比增长9.15%, 采浆量约1706吨, 同比增长8.8%, 无论是浆站数量还是采浆规模公司均位于全国前列。
- **产能瓶颈即将打开, 新产品放量带动公司快速成长。** 1) 新产能方面, 子公司成都蓉生的永安血制品项目和上海血制品的云南基地设计产能均为1200吨, 包含白蛋白、丙球类和因子类产品, 其中永安血制品项目土建施工已完成约80%, 安装工程施工约完成70%, 建成后将极大提升公司投浆能力, 同时规模效率的提升也将带动成本进一步降低, 贡献更多利润。2) 产品线方面, 成都蓉生的狂犬病人免疫球蛋白已获得药品注册批件, 人凝血酶原复合物完成临床试验, 人纤维蛋白原和拥有自主知识产权的层析工艺静丙开展III期临床试验; 兰州血制品的人凝血酶原复合物获得药品临床试验通知书; 成都蓉生注射用重组人凝血因子VIII产品进入III期临床研究, 重组人活化凝血因子VII按计划推进。随着新产品不断推出, 公司的吨浆利润水平将明显提高。
- **盈利预测与估值。** 预计2020-2022年归母净利润分别为7.3亿元、8.8亿元和10.4亿元, 对应估值分别为50倍、41倍和35倍, 考虑到公司是国内血制品行业龙头, 但产能利用率还有较大提升空间, 公司成长空间较大, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险; 公司经营效率提升不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3281.86	3883.04	4559.24	5335.65
增长率	11.97%	18.32%	17.41%	17.03%
归属母公司净利润(百万元)	611.09	728.00	881.34	1043.93
增长率	19.94%	19.13%	21.06%	18.45%
每股收益EPS(元)	0.58	0.70	0.84	1.00
净资产收益率ROE	17.27%	17.41%	17.75%	17.73%
PE	59	50	41	35
PB	9.17	7.95	6.84	5.87

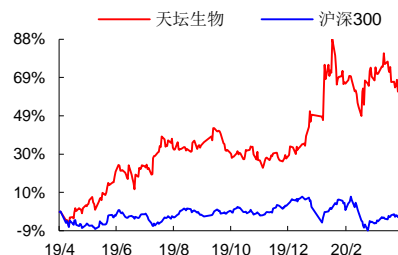
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.45
流通A股(亿股)	10.45
52周内股价区间(元)	22.76-39.37
总市值(亿元)	361.17
总资产(亿元)	66.99
每股净资产(元)	3.89

相关研究

1. 天坛生物(600161): 业绩符合预期, 即将迈入快速成长期 (2020-04-02)
2. 天坛生物(600161): 销售端拓展力度加大, 业绩略超预期 (2019-08-23)
3. 天坛生物(600161): 业绩略超预期, 经营效率逐步提升 (2019-07-21)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3281.86	3883.04	4559.24	5335.65	净利润	894.25	1065.33	1289.72	1527.65
营业成本	1645.73	2019.18	2325.21	2721.18	折旧与摊销	134.84	129.70	129.70	129.70
营业税金及附加	34.42	44.77	50.90	59.62	财务费用	-22.36	19.93	17.20	13.86
销售费用	231.28	244.63	300.91	352.15	资产减值损失	-1.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	229.35	271.81	319.15	362.82	经营营运资本变动	-288.65	-408.67	-377.49	-473.72
财务费用	-22.36	19.93	17.20	13.86	其他	-74.30	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-1.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	642.47	806.29	1061.12	1196.49
投资收益	0.21	0.00	0.00	0.00	资本支出	-859.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	293.96	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-565.82	0.00	0.00	0.00
营业利润	1047.44	1282.71	1545.88	1826.01	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.99	-29.38	-28.56	-28.78	长期借款	169.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	1043.45	1253.33	1517.32	1797.23	股权融资	174.23	0.00	0.00	0.00
所得税	149.19	188.00	227.60	269.59	支付股利	-43.56	-122.22	-145.60	-176.27
净利润	894.25	1065.33	1289.72	1527.65	其他	-213.61	-19.83	-17.20	-13.86
少数股东损益	283.16	337.33	408.38	483.72	筹资活动现金流净额	86.87	-142.05	-162.80	-190.13
归属母公司股东净利润	611.09	728.00	881.34	1043.93	现金流量净额	162.98	664.24	898.32	1006.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1413.35	2077.59	2975.91	3982.28	成长能力				
应收和预付款项	673.70	791.34	930.86	1089.46	销售收入增长率	11.97%	18.32%	17.41%	17.03%
存货	1949.46	2391.83	2752.34	3222.39	营业利润增长率	20.62%	22.46%	20.52%	18.12%
其他流动资产	9.85	11.65	13.68	16.01	净利润增长率	21.52%	19.13%	21.06%	18.45%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.01%	23.49%	18.18%	16.35%
投资性房地产	26.04	26.04	26.04	26.04	获利能力				
固定资产和在建工程	1559.79	1475.08	1390.37	1305.66	毛利率	49.85%	48.00%	49.00%	49.00%
无形资产和开发支出	445.87	403.29	360.70	318.11	三费率	13.35%	13.81%	13.98%	13.66%
其他非流动资产	236.36	233.96	231.56	229.16	净利率	27.25%	27.44%	28.29%	28.63%
资产总计	6314.41	7410.77	8681.46	10189.10	ROE	17.27%	17.41%	17.75%	17.73%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.16%	14.38%	14.86%	14.99%
应付和预收款项	304.34	378.60	440.54	513.16	ROIC	23.04%	25.02%	27.95%	30.52%
长期借款	400.60	400.60	400.60	400.60	EBITDA/销售收入	35.34%	36.89%	37.13%	36.91%
其他负债	432.11	510.99	575.63	659.27	营运能力				
负债合计	1137.05	1290.20	1416.77	1573.03	总资产周转率	0.58	0.57	0.57	0.57
股本	1045.37	1045.37	1045.37	1045.37	固定资产周转率	3.90	4.99	6.58	8.78
资本公积	274.62	274.62	274.62	274.62	应收账款周转率	429.06	454.16	488.31	466.17
留存收益	2619.01	3224.79	3960.53	4828.19	存货周转率	0.90	0.93	0.90	0.91
归属母公司股东权益	3938.90	4544.78	5280.51	6148.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.41%	—	—	—
少数股东权益	1238.46	1575.80	1984.18	2467.90	资本结构				
股东权益合计	5177.36	6120.57	7264.69	8616.07	资产负债率	18.01%	17.41%	16.32%	15.44%
负债和股东权益合计	6314.41	7410.77	8681.46	10189.10	带息债务/总负债	35.23%	31.05%	28.28%	25.47%
					流动比率	6.21	6.55	7.16	7.64
					速动比率	3.22	3.58	4.21	4.68
					股利支付率	7.13%	16.79%	16.52%	16.89%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1159.91	1432.34	1692.77	1969.57	每股收益	0.58	0.70	0.84	1.00
PE	59.10	49.61	40.98	34.60	每股净资产	3.77	4.35	5.05	5.88
PB	9.17	7.95	6.84	5.87	每股经营现金	0.61	0.77	1.02	1.14
PS	11.01	9.30	7.92	6.77	每股股利	0.04	0.12	0.14	0.17
EV/EBITDA	30.01	23.84	19.64	16.37					
股息率	0.12%	0.34%	0.40%	0.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn