

天坛生物 (600161)

证券研究报告
2020年04月30日

疫情短期影响成本占比，整合效应持续和新产品上市有望降本增效

2020Q1 收入同比+7.36%，归母净利润同比+0.28%

公司披露 2020 年一季报，2020Q1 实现营收 7.58 亿元，同比增长 7.36%，归母净利润为 1.32 亿元，同比增长 0.28%，扣非后归母净利润为 1.29 亿元，同比下降 1.44%。2020Q1 经营活动产生的现金流量净额为 4.01 亿元，同比增长 32.41%，主要为受新冠疫情影响，支付的献浆补贴减少。一季度末货币资金余额 19.14 亿元，相比年初增加 35.4%，主要由于销售回款增加、永安血制项目取得 2 亿元贷款及受疫情影响，献浆补贴支出有所减少。

疫情期间成本占比有所提升，费用控制良好

2020Q1 毛利率为 46.34%，同比下降 3.13pp，预计主要是由于疫情影响无法采浆，采浆相关固定支出成本无法减少，进而毛利下降。公司一季度期间费用控制良好，期间费用占比 15.56%，同比-0.46pp，其中：销售费用率为 7.24%，同比-0.02pp，管理费用率为 6.41%，同比-0.24pp，财务费用率为-0.56%，同比-0.35pp，研发费用率为 2.47%，同比+0.15pp。净利率为 26.04%，同比下降 1.80pp。

一季度主要产品批签发增长明显

2020Q1 公司主要血制品批签发同比环比增长明显：静丙批签发 88.0 万瓶（统一规格为 2.5g），同比+91%，环比+70%，批签发占比 19%，排名首位；白蛋白批签发 110.5 万瓶（统一规格为 10g），同比+5.5%，环比+30%，2020Q1 进口白蛋白批签发占比约为 66%，国产占比约为 34%，天坛占比 7%，在国产企业中排名第一。其他产品：狂免批签发 26.8 万瓶，同比+111%，环比-19.8%，占比 11%，行业排名第四，破免批签发 19.5 万瓶，同比-10.7%，环比-38.4%，占比 12%，行业排名第四。我们预计特免批签发量的下降主要因为公司调整了静丙和特免的排产。一季度子公司国药上海血制新增因子 VIII 批签发 3673 瓶。

加大渠道建设和学术推广力度，终端数量不断提升

公司坚定不移推进终端医院网络建设，扩大进入终端的数量和比例，根据医院的学术影响力对医院进行分类，加强重点区域核心医院的进入和推广工作，通过学术年会、区域学术会议、自办研讨会等措施，进一步扩大了产品和品牌的市场影响力。2019 年，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。

内部研发资源整合，在研产品顺利推进，公司毛利率有望进一步提升

自 2018 年完成重组以来，公司不断加大研发投入，整合内外部研发资源，2019 年研发费用同比+12.64%，超过了收入增速，研发费用率 3.62%，同比+0.03pp。在研产品中，成都蓉生的狂免获得药品注册批件，PCC 完成临床试验，纤原和拥有自主知识产权的层析工艺静丙正在开展 III 期临床；兰州血制的 PCC 获得药品临床试验通知书。除血源血制品的研究之外，成都蓉生注射用重组因子 VIII 进入 III 期临床，重组人活化因子 VII 按计划推进。随着公司因子类产品的逐渐上市，血浆利用率进一步提升，公司毛利率有望继续增加。

看好公司未来发展，维持“买入”评级

公司浆站资源、渠道能力优秀，围绕血制品进行了广泛布局，加大学术推广力度，随着公司重组效应的提升、因子类产品陆续上市，公司有望迎来收入和业绩的持续增长。一季度疫情影响公司收入和利润，将 2020-2022 年归母净利润由 7.38、8.64、10.1 亿元，略微下调至 7.06、8.21、9.49 亿元，分别同比增长 15.6%/16.26%/15.52%，维持“买入”评级。

风险提示： 国家政策的风险，产品安全性导致的潜在风险，单采血浆站监管风险，原材料供应不足，采浆成本上升，产品价格波动，研发风险

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,045.37
流通 A 股股本(百万股)	1,045.37
A 股总市值(百万元)	36,117.42
流通 A 股市值(百万元)	36,117.42
每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	19.76
一年内最高/最低(元)	39.37/22.12

作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天坛生物-年报点评报告:整合效果逐步显现，2019 年业绩稳步增长》 2020-04-01
- 《天坛生物-首次覆盖报告:老牌血制品龙头，重组后资源优化助力更上一层楼》 2020-03-29

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,931.06	3,281.86	3,781.97	4,332.05	5,003.79
增长率(%)	66.05	11.97	15.24	14.54	15.51
EBITDA(百万元)	1,086.37	1,270.82	1,271.68	1,452.84	1,661.67
净利润(百万元)	509.48	611.09	706.45	821.30	948.76
增长率(%)	(56.82)	19.94	15.60	16.26	15.52
EPS(元/股)	0.49	0.58	0.68	0.79	0.91
市盈率(P/E)	70.89	59.10	51.13	43.98	38.07
市净率(P/B)	10.71	9.17	7.88	6.78	5.83
市销率(P/S)	12.32	11.01	9.55	8.34	7.22
EV/EBITDA	16.76	22.95	28.05	24.47	20.67

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,249.50	1,413.35	2,022.98	2,409.16	3,966.67
应收票据及应收账款	437.60	636.47	372.05	831.29	280.66
预付账款	19.62	22.57	32.05	23.92	44.17
存货	1,708.98	1,949.46	1,730.99	2,236.78	2,230.60
其他	17.18	24.51	46.75	11.03	62.02
流动资产合计	3,432.88	4,046.35	4,204.83	5,512.18	6,584.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	864.27	820.05	1,267.02	1,543.42	1,652.08
在建工程	122.61	739.97	623.98	380.39	234.23
无形资产	287.07	330.86	339.04	350.10	349.66
其他	360.14	377.18	292.43	323.73	315.96
非流动资产合计	1,634.09	2,268.06	2,522.48	2,597.65	2,551.93
资产总计	5,066.97	6,314.41	6,727.31	8,109.83	9,136.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	56.21	49.94	79.96	68.83	104.10
其他	426.19	602.01	307.09	631.41	402.80
流动负债合计	482.41	651.94	387.05	700.23	506.90
长期借款	230.79	400.60	200.00	150.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.99	84.51	7.00	32.83	41.45
非流动负债合计	237.78	485.11	207.00	182.83	141.45
负债合计	720.19	1,137.05	594.05	883.07	648.35
少数股东权益	975.48	1,238.46	1,551.39	1,897.51	2,295.09
股本	871.14	1,045.37	1,045.37	1,045.37	1,045.37
资本公积	274.62	274.62	274.62	274.62	274.62
留存收益	2,500.32	2,893.63	3,536.50	4,283.88	5,147.25
其他	(274.77)	(274.72)	(274.62)	(274.62)	(274.62)
股东权益合计	4,346.78	5,177.36	6,133.26	7,226.76	8,487.71
负债和股东权益总	5,066.97	6,314.41	6,727.31	8,109.83	9,136.05

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	735.90	894.25	706.45	821.30	948.76
折旧摊销	133.66	134.84	90.83	111.13	122.95
财务费用	2.60	0.13	(30.18)	(38.93)	(56.00)
投资损失	(0.18)	(0.21)	(0.21)	(0.21)	(0.21)
营运资金变动	(282.53)	(334.09)	193.50	(613.45)	308.61
其它	88.47	(52.45)	329.40	351.99	406.61
经营活动现金流	677.92	642.47	1,289.79	631.83	1,730.72
资本支出	834.32	687.11	507.51	129.17	76.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,151.92)	(1,252.93)	(937.30)	(283.96)	(161.18)
投资活动现金流	(317.60)	(565.82)	(429.79)	(154.79)	(84.79)
债权融资	230.79	400.60	200.00	150.00	100.00
股权融资	336.86	196.65	30.28	38.93	56.00
其他	(1,599.14)	(510.37)	(480.65)	(279.78)	(244.42)
筹资活动现金流	(1,031.49)	86.87	(250.37)	(90.86)	(88.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(671.18)	163.53	609.63	386.18	1,557.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,931.06	3,281.86	3,781.97	4,332.05	5,003.79
营业成本	1,548.23	1,645.73	1,948.47	2,231.87	2,593.96
营业税金及附加	33.48	34.42	43.11	49.39	55.52
营业费用	199.37	231.28	230.70	259.92	310.23
管理费用	194.81	229.35	242.05	283.75	320.24
研发费用	105.36	118.68	136.15	164.62	185.14
财务费用	(10.76)	(22.36)	(30.18)	(38.93)	(56.00)
资产减值损失	(1.02)	(1.31)	0.85	1.00	0.18
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	0.21	0.21	0.21
其他	(6.95)	(1.57)	(0.42)	(0.42)	(0.42)
营业利润	868.36	1,047.44	1,211.03	1,380.64	1,594.72
营业外收入	4.28	0.68	4.00	4.00	4.00
营业外支出	4.71	4.67	3.51	4.30	4.16
利润总额	867.93	1,043.45	1,211.52	1,380.34	1,594.55
所得税	132.03	149.19	175.67	207.05	239.18
净利润	735.90	894.25	1,035.85	1,173.29	1,355.37
少数股东损益	226.42	283.16	329.40	351.99	406.61
归属于母公司净利润	509.48	611.09	706.45	821.30	948.76
每股收益(元)	0.49	0.58	0.68	0.79	0.91

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	66.05%	11.97%	15.24%	14.54%	15.51%
营业利润	-35.92%	20.62%	15.62%	14.01%	15.51%
归属于母公司净利润	-56.82%	19.94%	15.60%	16.26%	15.52%
获利能力					
毛利率	47.18%	49.85%	48.48%	48.48%	48.16%
净利率	17.38%	18.62%	18.68%	18.96%	18.96%
ROE	15.11%	15.51%	15.42%	15.41%	15.32%
ROIC	47.72%	28.68%	25.87%	27.59%	27.48%
偿债能力					
资产负债率	14.21%	18.01%	8.83%	10.89%	7.10%
净负债率	-23.44%	-19.56%	-29.72%	-31.26%	-45.56%
流动比率	7.12	6.21	10.86	7.87	12.99
速动比率	3.57	3.22	6.39	4.68	8.59
营运能力					
应收账款周转率	8.98	6.11	7.50	7.20	9.00
存货周转率	2.25	1.79	2.06	2.18	2.24
总资产周转率	0.67	0.58	0.58	0.58	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.58	0.68	0.79	0.91
每股经营现金流	0.65	0.61	1.23	0.60	1.66
每股净资产	3.22	3.77	4.38	5.10	5.92
估值比率					
市盈率	70.89	59.10	51.13	43.98	38.07
市净率	10.71	9.17	7.88	6.78	5.83
EV/EBITDA	16.76	22.95	28.05	24.47	20.67
EV/EBIT	19.03	25.53	30.21	26.49	22.32

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com