

疫情下仍实现正增长，持续关注进口白蛋白供给情况

——天坛生物（600161.SH）2020年业绩预告点评

要点

事件：公司发布2020年度业绩预告，归母净利润预计增加2,168万元，同比增加3.55%左右，扣非归母净利润预计增加816万元，同比增加1.34%左右。业绩略低于市场预期。

点评：

疫情下仍然实现业绩正增长，白蛋白和静丙批签发量平稳：尽管新冠疫情带来停工以及复工后防控限制等影响了采浆工作及生产工期安排，但公司仍然保持了业绩正增长的态势。2020全年，公司人血白蛋白（10g）批签发443万瓶，同比+4%；静丙（2.5g）批签发319万瓶，同比+9%；破免（250IU）批签发96万瓶，同比-31%；狂免（200IU）批签发67万瓶，同比-40%。大品种白蛋白和静丙保持平稳增长，疫情的影响整体相对可控；破免和狂免等小品种的终端需求主要受到社会活动限制和医院常规客流量下降的影响而有所下滑。

持续关注进口白蛋白批签发量，把握潜在量价弹性：2020年人血白蛋白批签发量进口比例为65%左右。但新冠疫情在海外（特别是在采浆量占比高的美国）持续蔓延，国外血制品公司的采浆、生产可能受到持续影响。2020年Q1~4，进口白蛋白（10g）批签发量分别为1069万、1003万、790万、988万瓶，H2相比H1已略呈下降趋势，若该趋势持续则可能导致进口白蛋白供应紧张，从而为国产白蛋白释放价格弹性和替代空间，公司作为国产白蛋白规模最大的企业（2020年占国产批签发量的20%），有望成为受益幅度最大的公司。

新增浆站占据优势，长期发展空间巨大：2020年12月云南省卫健委发布《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）（征求意见稿）》，提出“对研发能力强、血浆综合利用率高、管理规范、在我省建设血液制品生产基地的血液制品生产企业给予优先设置”，在全省规划新增设置20个单采血浆站，累计设置24个。公司下属上海血制正在建设云南生物制品产业化基地项目，符合规划原则中的优先设置条件，有望获得较多的新增浆站名额，利好公司采浆量的长期增长。

盈利预测、估值与评级：公司是国内血制品龙头企业，产品线丰富，采浆量、投浆量、销售收入均居全国首位，规模优势明显。考虑疫情对采浆、投浆等经营活动的影响略大于我们此前的预期，暂不考虑白蛋白价格弹性，下调2020-2022年EPS预测为0.50/0.63/0.77元（原预测为0.55/0.68/0.81元），同比增长3.55%/24.72%/22.00%，现价对应PE为89/72/59倍。维持“增持”评级。

风险提示：采浆量低于预期；在研血制品进度慢于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,931	3,282	3,418	3,989	4,602
营业收入增长率	66.05%	11.97%	4.15%	16.72%	15.36%
净利润（百万元）	509	611	633	789	963
净利润增长率	-56.82%	19.94%	3.55%	24.72%	22.00%
EPS（元）	0.58	0.58	0.50	0.63	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.11%	15.51%	14.03%	15.10%	15.78%
P/E	77	77	89	72	59
P/B	11.6	11.9	12.5	10.8	9.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-08

增持（维持）

当前价：44.99元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

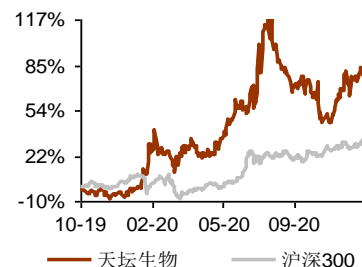
执业证书编号：S0930520080004

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.54
总市值(亿元):	564.37
一年最低/最高(元):	27.60/64.26
近3月换手率:	64.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.61	-4.45	62.43
绝对	12.84	9.49	94.43

资料来源：Wind

相关研报

Q3业绩明显改善，拟定增强血制品综合实力——天坛生物（600161.SH）2020年三季度报点评（2020-10-29）

疫情影响上半年业绩，研发注册持续推进——天坛生物（600161.SH）2020年半年报点评（2020-08-28）

附录

图 1: 公司 2019-2020 人血白蛋白批签发量 (10g, 万瓶)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 2: 公司 2019-2020 静丙批签发量 (2.5g, 万瓶)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 3: 公司 2019-2020 破免批签发量 (250IU, 万瓶)



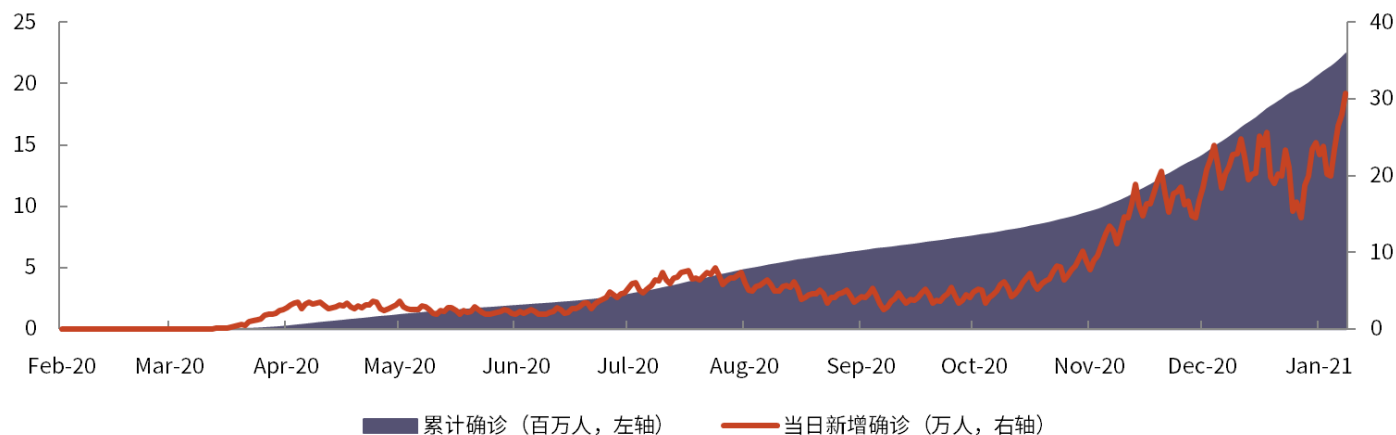
资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 4: 公司 2019-2020 狂免批签发量 (200IU, 万瓶)



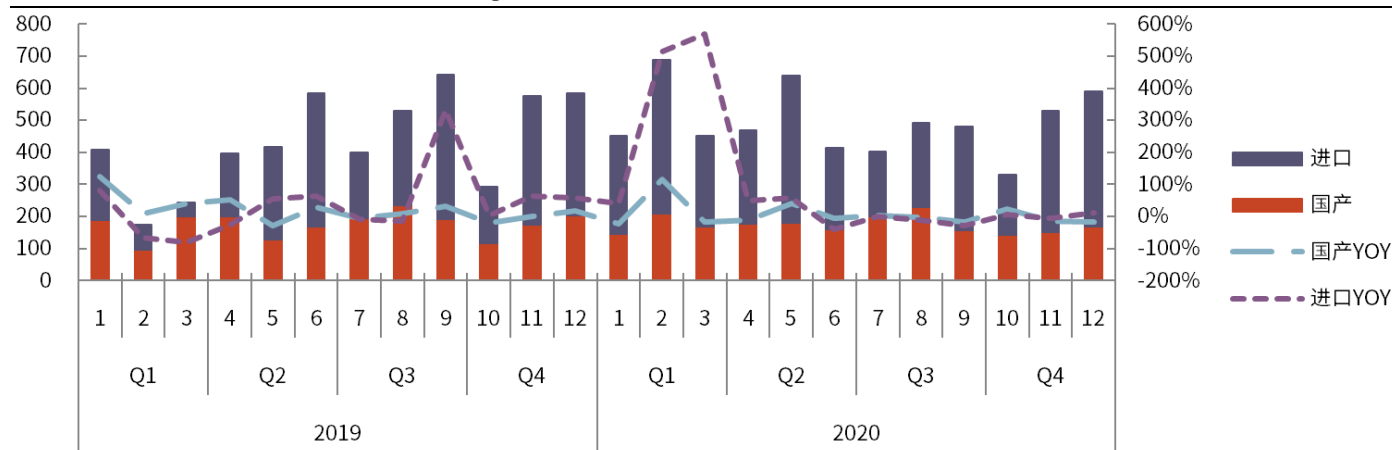
资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 5: 美国新冠疫情持续蔓延



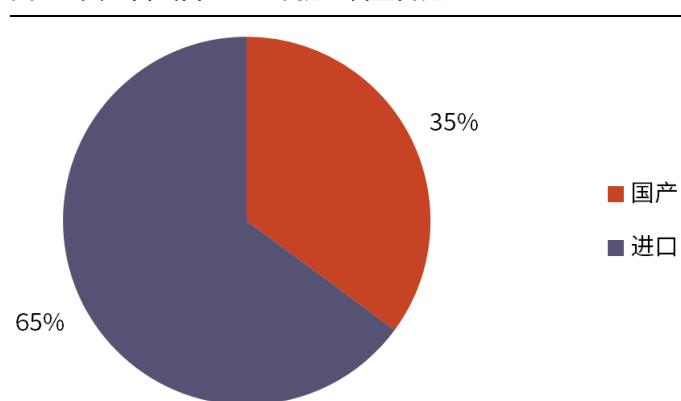
资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 6: 人血白蛋白 2019-2020 批签发量 (10g, 万瓶)



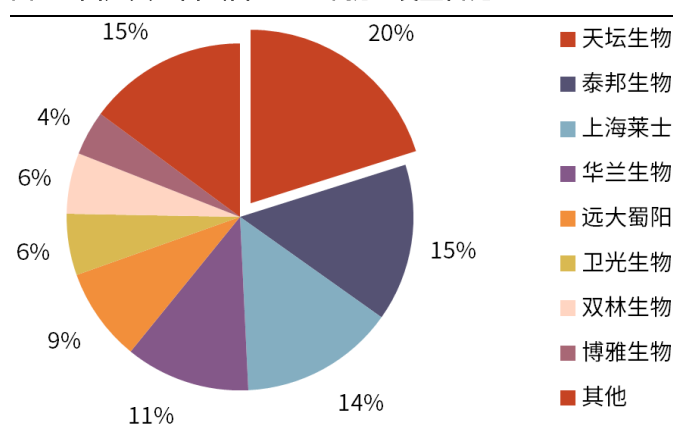
资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 7: 人血白蛋白 2020 年批签发量占比



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 8: 国产人血白蛋白 2020 年批签发量占比



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,931	3,282	3,418	3,989	4,602
营业成本	1,548	1,646	1,706	1,952	2,229
折旧和摊销	130	128	135	154	172
税金及附加	33	34	42	49	56
销售费用	199	231	247	299	349
管理费用	195	229	238	257	274
研发费用	105	119	145	206	267
财务费用	-11	-22	-27	-28	-29
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	868	1,047	1,085	1,267	1,470
利润总额	868	1,043	1,080	1,263	1,466
所得税	132	149	154	181	210
净利润	736	894	926	1,082	1,256
少数股东损益	226	283	293	293	293
归属母公司净利润	509	611	633	789	963
EPS(按最新股本计)	0.58	0.58	0.50	0.63	0.77

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	678	642	1,098	876	1,027
净利润	509	611	633	789	963
折旧摊销	130	128	135	154	172
净营运资金增加	1,127	368	-33	475	525
其他	-1,089	-465	364	-543	-633
投资活动产生现金流	-318	-566	-262	-300	-300
净资本支出	-294	-509	-212	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-24	-56	-50	-50	-50
融资活动现金流	-1,031	87	100	64	30
股本变化	201	174	209	0	0
债务净变化	31	170	136	109	87
无息负债变化	208	247	-30	44	48
净现金流	-668	163	937	640	758

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	47.2%	49.9%	50.1%	51.1%	51.6%
EBITDA 率	33.8%	35.5%	34.6%	34.9%	35.0%
EBIT 率	29.2%	31.4%	30.6%	31.1%	31.3%
税前净利润率	29.6%	31.8%	31.6%	31.7%	31.8%
归母净利润率	17.4%	18.6%	18.5%	19.8%	20.9%
ROA	14.5%	14.2%	12.7%	12.8%	12.9%
ROE (摊薄)	15.1%	15.5%	14.0%	15.1%	15.8%
经营性 ROIC	18.3%	18.2%	18.1%	19.1%	19.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	14%	18%	17%	17%	16%
流动比率	7.12	6.21	7.85	8.86	9.91
速动比率	3.57	3.22	4.70	5.49	6.33
归母权益/有息债务	14.61	9.83	8.41	8.10	8.34
有形资产/有息债务	20.12	14.46	12.59	12.20	12.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	5,067	6,314	7,284	8,446	9,751
货币资金	1,250	1,413	2,350	2,990	3,748
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6	9	6	7	8
应收票据	431	627	524	612	706
其他应收款 (合计)	13	23	20	22	25
存货	1,709	1,949	1,959	2,241	2,560
其他流动资产	4	2	2	2	2
流动资产合计	3,433	4,046	4,886	5,903	7,080
其他权益工具	0	107	107	107	107
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	864	820	954	1,050	1,117
在建工程	123	740	660	600	555
无形资产	287	293	338	381	422
商誉	96	115	115	115	115
其他非流动资产	143	52	52	52	52
非流动资产合计	1,634	2,268	2,398	2,543	2,671
总负债	720	1,137	1,243	1,396	1,531
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	43	44	46	53	61
应付票据	13	6	9	11	12
预收账款	107	155	155	120	139
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	482	652	622	666	714
长期借款	231	401	536	645	732
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	75	75	75	75
非流动负债合计	238	485	621	730	817
股东权益	4,347	5,177	6,041	7,050	8,220
股本	871	1,045	1,254	1,254	1,254
公积金	522	523	587	665	762
未分配利润	1,978	2,370	2,668	3,305	4,086
归属母公司权益	3,371	3,939	4,509	5,225	6,102
少数股东权益	975	1,238	1,532	1,825	2,118

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	6.80%	7.05%	7.23%	7.50%	7.57%
管理费用率	6.65%	6.99%	6.98%	6.45%	5.96%
财务费用率	-0.37%	-0.68%	-0.80%	-0.70%	-0.63%
研发费用率	3.59%	3.62%	4.25%	5.15%	5.81%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.78	0.61	0.88	0.70	0.82
每股净资产	3.87	3.77	3.59	4.17	4.86
每股销售收入	3.36	3.14	2.72	3.18	3.67

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	77	77	89	72	59
PB	11.6	11.9	12.5	10.8	9.2
EV/EBITDA	41.3	42.6	49.5	42.1	36.4
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳