

业绩恢复高增长，定增落地助力新产能+新产品

增持|维持

——天坛生物 2020 年年报&2021 年一季报点评

事件：

2021年4月26日，公司公告2020年年报及2021年一季报：

2020：公司实现营业收入34.46亿元(+4.99%)，实现归母净利润6.39亿元(+4.57%)，扣非归母净利润为6.24亿元(+2.36%)。

2021Q1：公司实现营收8.47亿元(+11.80%)，归母净利润1.52亿元(+15.06%)，扣非后归母净利润1.50亿元(+16.59%)。

国元观点：

● 疫情下业绩保持稳定增长，疫后恢复迅速

2020年公司实现营业收入增速4.99%，归母净利润增速4.57%，业绩增速较2019有所下降，预计主要系疫情导致采浆增量减少所致。分季度看，公司2020Q1-Q4分别实现营收7.58亿元(+7.36%)、7.97亿元(-6.72%)、10.81亿元(+12.71%)、8.10亿元(+6.21%)。2021Q1公司业绩增速显著恢复，营收同比提升11.80%，归母净利润同比增长15.06%。公司费用率改善显著，2021Q1公司销售费用率降至6.7%(-0.57pct)。

● 采浆量与血浆利用率有望齐升，未来业绩可期

截至2020年底，公司在营单采血浆站数量达55家(新增3家)，实现血浆采集1713.51吨(+0.44%)。公司现有浆站与采浆均为国内top1，且公司新浆站获取能力业内顶尖，采浆量有望再度实现突破。公司新建产能蓄势待发，三大在建新产能基地有望于21-23年陆续投产，产能有望倍增；新产品研发同样进展顺利，人凝血酶原复合物已于2020年12月获批上市，血浆利用率提升空间巨大，未来业绩可期。

● 定增落地，募资规模达33亿，注资公司新产能与新产品

2021年4月公司定增项目落地，本次定增发行价格为28.13元/股，发行数量约为1.19亿股，募集资金总额为33.40亿元，扣除发行费用后募集资金净额为33.31亿元，定增落地后有望注资推动公司新产能与新产品发展。

● 投资建议与盈利预测

公司作为国内血制品行业龙头，渠道资源强，浆站数与采浆量均为国内第一，浆量与浆源利用效率均有较大提升空间，定增顺利落地，新产能、新产品、新工艺有望陆续兑现。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为39.91/48.25/58.19亿元，归母净利润7.50/9.71/12.35亿元，EPS为0.55/0.71/0.90元/股，对应PE66/51/40倍，维持“增持”评级。

风险提示：

采浆不及预期，新产能投产或新产品研发进度不及预期，产品安全风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3281.86	3445.59	3991.15	4824.55	5818.68
收入同比(%)	11.97	4.99	15.83	20.88	20.61
归母净利润(百万元)	611.09	639.01	750.30	970.57	1234.53
归母净利润同比(%)	19.94	4.57	17.42	29.36	27.20
ROE(%)	15.51	14.14	8.73	10.14	11.43
每股收益(元)	0.45	0.47	0.55	0.71	0.90
市盈率(P/E)	81.16	77.62	66.11	51.10	40.18

资料来源：Wind,国元证券研究所

当前价：36.12

基本数据

52周最高/最低价(元)：51.07/31.5

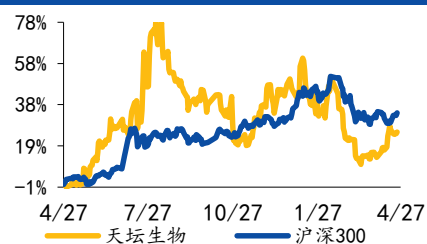
A股流通股(百万股)：1254.44

A股总股本(百万股)：1373.17

流通市值(百万元)：45097.12

总市值(百万元)：49365.63

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-天坛生物(600161)深度报告：浆量王者强者恒强，血浆利用率有效提升》2021.01.22

《国元证券公司研究-天坛生物(600161)2020年业绩预报告点评：疫情下业绩预增，未来增长动力充足》2021.01.10

《国元证券公司研究-天坛生物(600161)2020年三季报点评：业绩增速恢复，定增助力新产能与新产品》2020.10.29

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 张俊

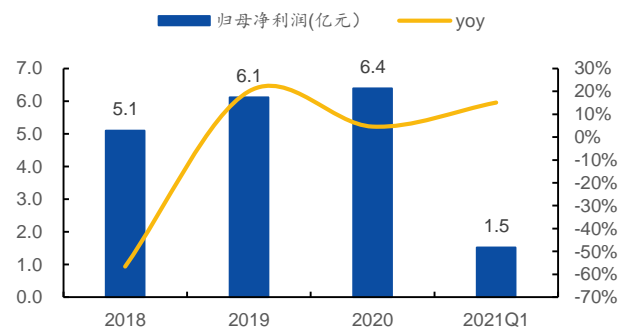
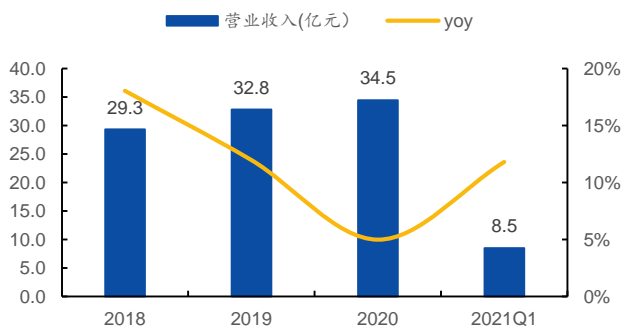
电话 021-51097188

邮箱 zhangjun_sh@gyzq.com.cn

疫情下业绩保持稳定增长，疫后恢复迅速。2020 年公司实现营业收入 34.46 亿元，同比增长 4.99%，实现归母净利润 6.39 亿元，同比增长 4.57%，扣非归母净利润为 6.24 亿元，同比增长 2.36%。业绩增速较 2019 有所下降，预计主要系疫情导致采浆增量减少所致。分季度看，公司 2020Q1-Q4 分别实现营收 7.58 亿元(+7.36%)、7.97 亿元(-6.72%)、10.81 亿元(+12.71%)、8.10 亿元(+6.21%)。2021Q1 公司业绩增速显著恢复，实现营收 8.47 亿元，同比提升 11.80%，归母净利润 1.52 亿元，同比增长 15.06%，扣非后归母净利润 1.50 亿元，同比增长 16.59%。

图 1：2018-2021Q1 年公司营收情况（亿元，%）

图 2：2018-2021Q1 年公司归母净利润情况（亿元，%）



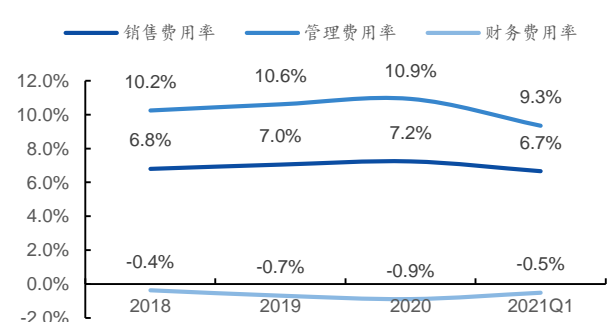
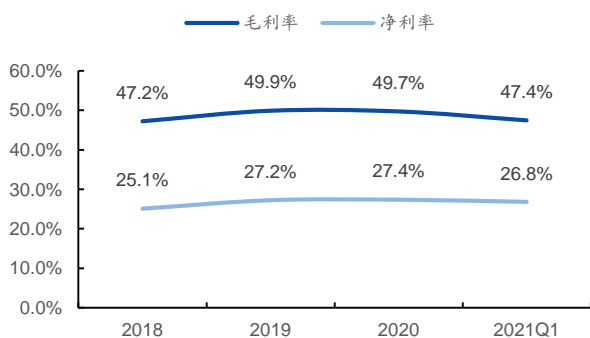
资料来源：公司财报，国元证券研究所

资料来源：公司财报，国元证券研究所

费用率有效控制，毛利率受疫情影响有所下滑。公司强化控费，费用率基本稳定，2020 年销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 7.23% (+0.18 pct)、10.92% (+0.32 pct)、-0.88% (-0.2 pct)、3.48% (-0.14 pct)。2020 年公司毛利率为 49.67% (-0.18 pct)，净利率为 27.37% (+0.12 pct)，2020 年公司毛利率的下滑主要系疫情带来的采浆成本、单位生产成本上升所致。2021Q1 公司毛利率为 47.40%，同比增长 1.06 pct；净利率为 26.83%，同比增长 0.79 pct。

图 3：2018-2021Q1 年公司毛利率及净利率情况（%）

图 4：2018-2021Q1 年公司费用率情况（%）



资料来源：公司财报，国元证券研究所

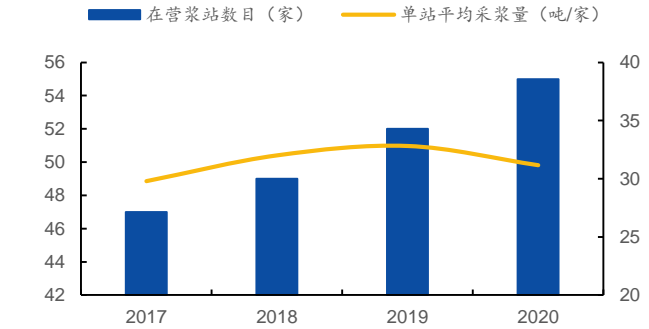
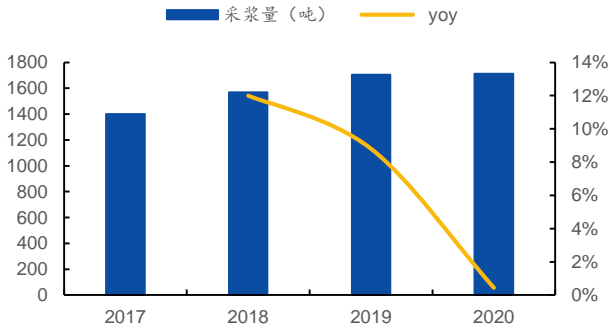
资料来源：公司财报，国元证券研究所

浆源是血制品行业最为核心的竞争力，公司浆站数量与采浆水平国内领先。截至 2020 年底，在营单采血浆站（含分站）数量达 55 家，年内新增 3 家，实现血浆采集 1713.51 吨，同比增长 0.44%，疫情影响下同比基本持平，单浆站平均采浆量 31.15 吨，较 2019 年的 32.81 吨稍有下滑，预计主要系疫情下新增浆站多在下半年

开始采浆所致。公司现有浆站基数巨大，新浆站拓展能力强，老浆站单站采浆水平亦有较大提升空间，未来获浆能力提升可期。

图 5：2017-2020 年公司采浆量及增速（吨，%）

图 6：2017-2020 年公司浆站数及单站采浆量（家，吨/家）



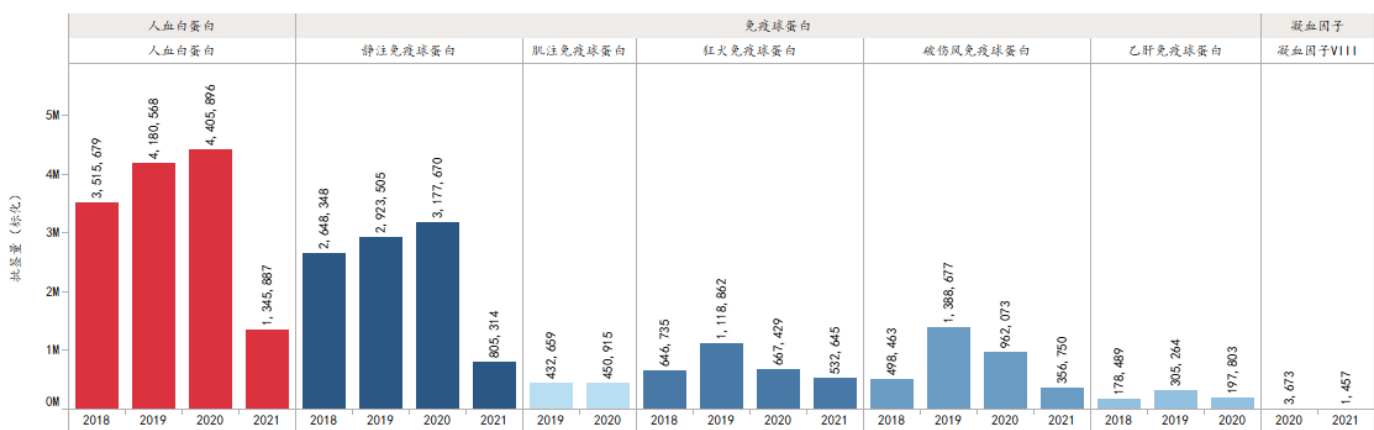
资料来源：公司财报，国元证券研究所

资料来源：公司财报，国元证券研究所

2020 年公司白蛋白、静丙两大最重要产品批签发量依旧稳定增长，而三大特异性免疫球蛋白批签发量有所下滑，我们预计公司在疫情逐步恢复的过程中，投浆量相对保守，优先确保主要品种白蛋白与静丙，并结构性放弃了小品种。全年公司累计批签发血液制品 983.90 万瓶，同比下滑 4.93%，包括白蛋白 440.59 万瓶 (+5.39%)、静丙 317.77 万瓶 (+8.69%)、肌丙 45.09 万瓶 (+4.22%)、狂免 66.74 万瓶 (-40.35%)、破免 96.21 万瓶 (-30.72%)、乙免 19.78 万瓶 (-35.20%)、八因子 0.37 万瓶。

2021Q1 公司白蛋白、静丙批签发量恢复显著，稳居国产企业龙头，同时在产品结构调整策略下，狂免、破免恢复高批签发量。2021Q1 公司累计批签发血液制品 279.93 万瓶，同比增长 13.29%，包括白蛋白 128.97 万瓶 (+16.69%)、静丙 78.30 万瓶 (-10.72%)、狂免 36.84 万瓶 (+37.43%)、破免 35.68 万瓶 (+83.35%)、八因子 0.15 万瓶。

图 7：2018-2021Q1 公司血制品分品类批签发情况



资料来源：中检院及各地方检验所，国元证券研究所

注：批签发数量按照规格标化后统计，标化规格：白蛋白为 10g，静丙为 2.5g，狂免、乙免、VIII 因子、PCC 为 200IU，破免为 250IU，纤原为 0.5g

新建产能蓄势待发，公司总产能有望倍增。公司目前产能相对不足，新产能的建设有望助力公司充分利用血浆原材料，目前公司共有3大新产能项目，包括成都蓉生永安血制项目、上海血制云南化基地项目、兰州血制产业化基地项目，三大项目设计产能投浆量均为1200吨/年，预计将于2022-2024年陆续投产，全部投产后，预计公司总产能有望翻倍至4500吨。

表 1: 公司新产能生产项目情况

序号	子公司	项目	设计年产能	2020年进度	2021年规划	预计投产时间
1	成都蓉生	成都蓉生永安项目	1200吨	施工完成，进入收尾和修补阶段，工艺调试完成，进入试生产阶段	完成试生产验证，通过GMP现场检查，进入正式生产阶段	2021-2022年
2	上海血制	上海血制云南项目	1200吨	综合车间等主体结构封顶，进入二次结构施工阶段	完成所有安装工程，进入调试阶段	2023年
3	兰州血制	兰州血制产业化基地项目	1200吨	2020年6月完成土地购置		2024年

资料来源：公司公告，国元证券研究所

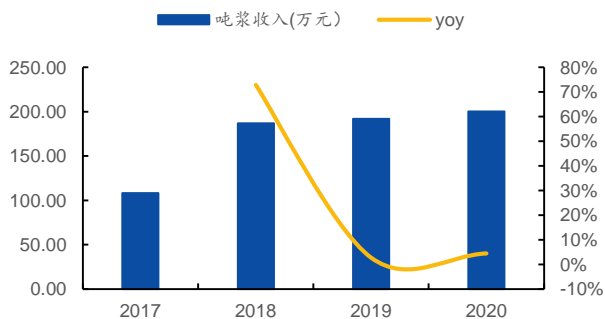
公司研发管线进展顺利，新产品获批有望进一步提升公司血浆利用率。2020年，子公司成都蓉生人凝血酶原复合物取得生产注册批件，其他多款产品研发进度在国内血液制品同行中处于领先地位：注射用重组人凝血因子VIII、静注人免疫球蛋白（pH4、10%）（层析法）、静注巨细胞病毒人免疫球蛋白正在开展III期临床研究；注射用重组人凝血因子VIIa和皮下注射人免疫球蛋白率先申报临床并获受理。重组凝血因子车间预计将于2021年完成安装工程进入调试阶段。公司目前业绩主要由白蛋白与静丙两大品种贡献，凝血因子类等新产品的落地有望进一步提升公司血浆综合利用率。

表 2: 公司研发管线情况

在研品种	进展	最新进展日期
重组人凝血因子VIII	临床III期（进行中）	2019年12月
静注人免疫球蛋白（pH4、10%）（层析法）	临床III期（进行中）	2020年4月
静注巨细胞病毒人免疫球蛋白（pH4）	临床III期（进行中）	2018年3月
皮下注射人免疫球蛋白（注射液）	获得临床试验批件	2020年12月
注射用重组人凝血因子VIIa	获得临床试验批件	2021年1月

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 8: 2017-2020 年公司血制品吨浆收入（万元）



资料来源：公司财报，国元证券研究所

注：吨浆利润=净利润/采浆量

图 9: 2017-2020 年公司吨浆利润（万元）



资料来源：公司财报，国元证券研究所

注：吨浆利润=净利润/采浆量

吨浆收入及吨浆利润提升空间大。2020年，公司吨浆收入约为200万元，同比增长4.45%，吨浆利润约为55万元，同比增长4.99%。公司吨浆收入与吨浆利润较国内血浆利用率顶尖的血制品生产企业尚低，提升空间巨大。

定增落地，募资规模达33亿元，注资公司新产能与新产品。2021年4月25日，公司发布《非公开发行A股股票发行情况报告书》，本次非公开发行股份发行价格为28.13元/股，认购股东共计15名，发行数量约为1.19亿股，限售期6个月，募集资金总额约为33.40亿元，扣除发行费用(不含增值税)后募集资金净额约为33.31亿元，定增落地后有望注资推动公司新产能与新产品发展。

投资建议与盈利预测：公司作为国内血制品行业龙头，渠道资源强，浆站数与采浆量均为国内第一，浆量与浆源利用效率均有较大提升空间，定增顺利落地，新产能、新产品、新工艺有望陆续兑现。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为39.91/48.25/58.19亿元，归母净利润7.50/9.71/12.35亿元，EPS为0.55/0.71/0.90元/股，对应PE66/51/40倍，维持“增持”评级。

风险提示：采浆不及预期，新产能投产或新产品研发进度不及预期，产品安全风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4046.35	4656.19	9060.19	10727.08	12799.15
现金	1413.35	1748.12	5774.48	6884.87	8312.12
应收账款	8.99	12.33	12.49	15.62	18.96
其他应收款	22.75	16.93	22.54	27.10	32.06
预付账款	22.57	20.04	25.23	28.63	32.76
存货	1949.46	2171.91	2439.80	2818.74	3256.77
其他流动资产	629.24	686.87	785.65	952.11	1146.49
非流动资产	2268.06	2884.86	2852.67	2648.60	2453.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	820.05	969.52	1339.09	1404.64	1318.18
无形资产	293.21	252.44	291.74	291.74	291.74
其他非流动资产	1154.79	1662.90	1221.84	952.22	843.49
资产总计	6314.41	7541.05	11912.86	13375.68	15252.57
流动负债	651.94	939.36	853.46	852.42	869.14
短期借款	0.00	200.13	0.00	0.00	0.00
应付账款	43.61	44.94	52.86	60.30	69.63
其他流动负债	608.33	694.30	800.61	792.13	799.52
非流动负债	485.11	570.74	567.27	568.28	567.90
长期借款	400.60	474.59	474.59	474.59	474.59
其他非流动负债	84.51	96.14	92.68	93.69	93.31
负债合计	1137.05	1510.10	1420.74	1420.71	1437.05
少数股东权益	1238.46	1513.01	1893.31	2385.58	3011.61
股本	1045.37	1254.44	1373.17	1373.17	1373.17
资本公积	274.62	274.62	3486.46	3486.46	3486.46
留存收益	2619.01	2988.99	3739.28	4709.85	5944.38
归属母公司股东权益	3938.90	4517.95	8598.82	9569.39	10803.92
负债和股东权益	6314.41	7541.05	11912.86	13375.68	15252.57

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	642.47	702.11	899.35	895.65	1159.61
净利润	894.25	943.08	1130.59	1462.84	1860.55
折旧摊销	134.84	142.20	145.49	191.30	214.20
财务费用	-22.36	-30.30	-101.20	-215.00	-267.53
投资损失	-0.21	-1.15	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-360.68	-378.19	-366.09	-566.06	-637.00
其他经营现金流	-3.36	26.48	90.55	22.58	-10.61
投资活动现金流	-565.82	-620.47	-119.03	-0.27	0.11
资本支出	526.23	608.91	0.00	0.00	0.00
长期投资	25.00	11.01	-7.20	0.00	0.00
其他投资现金流	-14.59	-0.55	-126.23	-0.27	0.11
筹资活动现金流	86.87	254.17	3246.05	215.00	267.53
短期借款	0.00	200.13	-200.13	0.00	0.00
长期借款	169.81	73.99	0.00	0.00	0.00
普通股增加	174.23	209.07	118.73	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	3211.84	0.00	0.00
其他筹资现金流	-257.16	-229.03	115.60	215.00	267.53
现金净增加额	162.98	335.59	4026.36	1110.39	1427.25

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3281.86	3445.59	3991.15	4824.55	5818.68
营业成本	1645.73	1734.06	2024.50	2315.14	2671.18
营业税金及附加	34.42	36.77	42.60	51.49	62.10
营业费用	231.28	249.17	271.40	371.49	436.40
管理费用	229.35	256.55	311.31	414.91	494.59
研发费用	118.68	119.87	121.07	175.56	245.78
财务费用	-22.36	-30.30	-101.20	-215.00	-267.53
资产减值损失	-1.31	-0.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.21	1.15	0.00	0.00	0.00
营业利润	1047.44	1104.54	1327.47	1716.97	2182.17
营业外收入	0.68	5.05	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.67	4.71	4.70	4.70	4.70
利润总额	1043.45	1104.87	1322.77	1712.27	2177.47
所得税	149.19	161.80	192.18	249.43	316.91
净利润	894.25	943.08	1130.59	1462.84	1860.55
少数股东损益	283.16	304.07	380.30	492.28	626.02
归属母公司净利润	611.09	639.01	750.30	970.57	1234.53
EBITDA	1159.91	1216.43	1371.77	1693.26	2128.83
EPS (元)	0.58	0.51	0.55	0.71	0.90

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.97	4.99	15.83	20.88	20.61
营业利润(%)	20.62	5.45	20.18	29.34	27.09
归属母公司净利润(%)	19.94	4.57	17.42	29.36	27.20
获利能力					
毛利率(%)	49.85	49.67	49.28	52.01	54.09
净利率(%)	18.62	18.55	18.80	20.12	21.22
ROE(%)	15.51	14.14	8.73	10.14	11.43
ROIC(%)	21.73	18.11	19.52	22.51	26.58
偿债能力					
资产负债率(%)	18.01	20.03	11.93	10.62	9.42
净负债比率(%)	35.23	53.04	43.30	43.31	42.81
流动比率	6.21	4.96	10.62	12.58	14.73
速动比率	3.22	2.64	7.76	9.28	10.98
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.50	0.41	0.38	0.41
应收账款周转率	407.21	316.06	321.65	343.23	336.50
应付账款周转率	37.97	39.17	41.40	40.92	41.12
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.47	0.55	0.71	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.51	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.29	6.26	6.97	7.87
估值比率					
P/E	81.16	77.62	66.11	51.10	40.18
P/B	12.59	10.98	5.77	5.18	4.59
EV/EBITDA	43.01	41.01	36.37	29.46	23.43

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。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连带损失承担任何责任。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售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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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