

公司研究

2020 年核心品种和采浆量保持平稳，2021Q1 已恢复稳健增长

——天坛生物（600161.SH）2020 年报及 2021 年一季报点评

增持（维持）

当前价：36.12 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

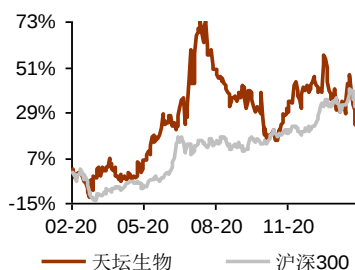
010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.73
总市值(亿元):	495.99
一年最低/最高(元):	33.24/64.26
近3月换手率:	41.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.36	2.86	-8.62
绝对	8.96	-5.29	24.20

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-01-10）

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 年三季报点评（2020-10-29）

要点

事件：

- 1) 公司发布 2020 年报,实现营业收入 34.46 亿元,同比+4.99%;归母净利润 6.39 亿元,同比+4.57%;扣非归母净利润 6.24 亿元,同比 2.36%;经营性净现金流 7.02 亿元,同比+9.28%;EPS 0.51 元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布 2021 年一季报,实现营业收入 8.47 亿元,同比+11.80%;归母净利润 1.52 亿元,同比+15.06%;扣非归母净利润 1.50 亿元,同比+16.59%;经营性净现金流 2.70 亿元,同比-32.76%;EPS 0.12 元。业绩符合市场预期。

点评：

核心品种和采浆量平稳增长，终端扩展力度持续加大：2020Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 7.58/7.97/10.81/8.10 亿元,同比+7.36%/-6.72%/+12.71%/+6.21%;归母净利润 1.32/1.52/2.13/1.42 亿元,同比+0.28%/-6.37%/+23.05%/-1.42%;扣非归母净利润 1.29/1.48/2.06/1.41 亿元,同比-1.44%/-8.48%/+19.12%/-2.14%。分产品来看，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。截至 2020 年底，在营单采血浆站（含分站）数量达 55 家，全年采浆 1713.51 吨，同比增长 0.44%，持续保持国内领先地位。覆盖终端总数为 25,988 家，同比增长 71.95%，其中药店覆盖 8803 家，同比增长 75.46%。加强重点区域核心医院的进入和推广工作，2020 年进入标杆医院 35 家、重点开发医院 44 家。

研发管线持续丰富，综合血浆利用率提升可期：2020 年公司研发投入 2.38 亿元，同比增长 52.48%，占营业收入比重达到 6.92%，其中费用化 1.20 亿元，研发费用率 3.48%。2020 年成都蓉生的人凝血酶原复合物获得药品注册证书；成都蓉生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、人纤维蛋白原和兰州血制人凝血酶原复合物均已进入III期临床研究；成都蓉生的注射用重组人凝血因子VIIa、皮下注射人免疫球蛋白申报临床并获得受理，其他研发课题在有序推进中。随着血制品种类持续丰富，公司的综合血浆利用率有望继续提升。

一季度继续保持稳健增长，增资成都蓉生利好长远发展：2020Q1，公司的人血白蛋白（10g）批签发 129 万瓶,同比+39%,达到 2020 全年批签发量的 31%;静丙（2.5g）批签发 78 万瓶,同比-11%,达到 2020 全年的 25%;狂免（200IU）批签发 37 万瓶,同比+37%,达到 2020 全年的 55%;破免（250IU）批签发 36 万瓶,同比+83%,达到 2020 全年的 37%。公司非公开发行股票的新增股份已于 2021 年 4 月 23 日完成登记手续，募集资金净额 33.31 亿元；2021 年 4 月 25 日召开第八届董事会第八次会议确定向成都蓉生增资金额为 25.4 亿元，成都蓉生向上海血制、兰州血制增资金额分别为 10.9 亿元、9.6 亿元。增资完成后，公司持股成都蓉生的比例将从 69.47%上升至 74.01%，本次增资有利于保障募集资金投资项目的顺利实施，符合公司的发展战略和长远规划。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 2020 年采浆情况好于我们此前的预期，上调 2021-2022 年归母净利润预测为 8.28/10.03 亿元（原预测为 7.89/9.63 亿元，分别上调 5%/4%），新增预测 2023 年归母净利润为 12.07 亿元，同比增长 29.55%/21.11%/20.40%，按照最新股本测算对应 EPS 分别为 0.60/0.73/0.88 元，现价对应 PE 分别为 60/49/41 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。

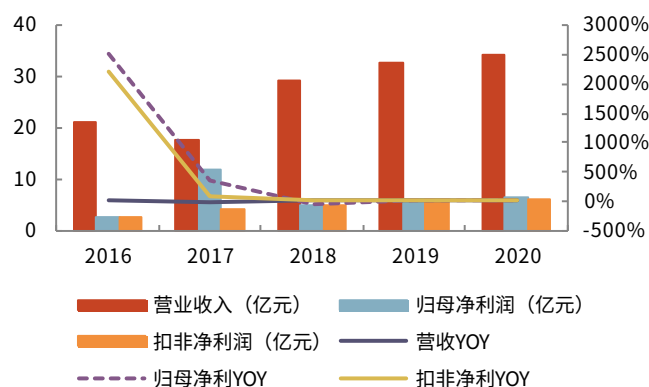
表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,282	3,446	4,092	4,802	5,598
营业收入增长率	11.97%	4.99%	18.75%	17.37%	16.57%
净利润（百万元）	611	639	828	1,003	1,207
净利润增长率	19.94%	4.57%	29.55%	21.11%	20.40%
EPS（元）	0.58	0.51	0.60	0.73	0.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.51%	14.14%	15.51%	16.06%	16.47%
P/E	62	71	60	49	41
P/B	9.6	10.0	9.3	7.9	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-26（注：2019.12.31 总股本为 1,045,366,807 股，2020 年因送股增加至 1,254,440,168，2021 年因非公开发行股票增加至 1,373,174,615 股。）

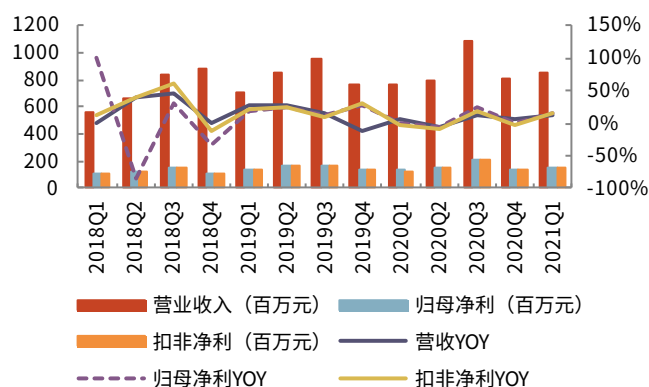
1、附录

图 1：公司 2016-2020 收入利润情况



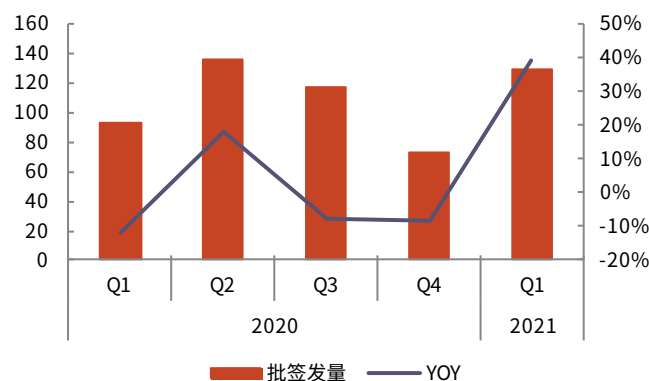
资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：2018-2021Q1 单季度收入利润情况



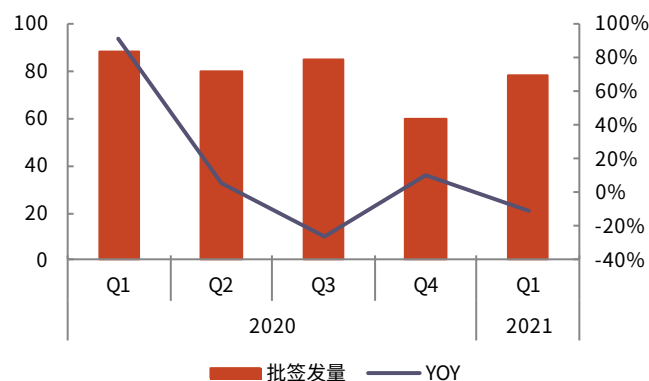
资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 3：公司 2020-2021Q1 人血白蛋白批签发量（10g，万瓶）



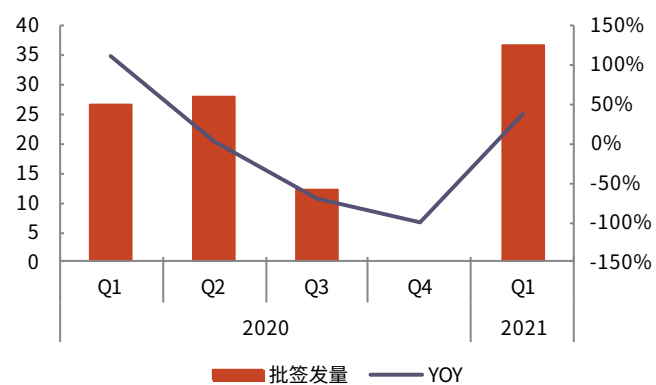
资料来源：医药魔方、光大证券研究所

图 4：公司 2020-2021Q1 静丙批签发量（2.5g，万瓶）



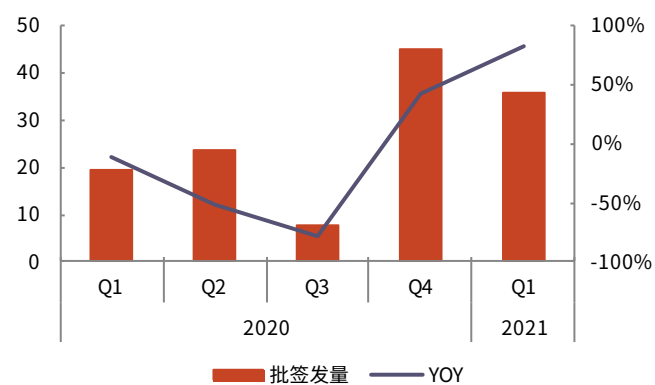
资料来源：医药魔方、光大证券研究所

图 5：公司 2020-2021Q1 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 6：公司 2020-2021Q1 破免批签发量 (250IU, 万瓶)



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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,282	3,446	4,092	4,802	5,598
营业成本	1,646	1,734	2,043	2,398	2,796
折旧和摊销	128	133	156	187	219
税金及附加	34	37	44	51	60
销售费用	231	249	303	334	364
管理费用	229	257	270	281	293
研发费用	119	120	168	197	229
财务费用	-22	-30	-40	-51	-63
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	1,047	1,105	1,327	1,607	1,934
利润总额	1,043	1,105	1,328	1,607	1,934
所得税	149	162	194	235	283
净利润	894	943	1,133	1,372	1,651
少数股东损益	283	304	305	369	444
归属母公司净利润	611	639	828	1,003	1,207
EPS (元)	0.58	0.51	0.60	0.73	0.88

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	642	702	1,277	1,558	1,853
净利润	611	639	828	1,003	1,207
折旧摊销	128	133	156	187	219
净营运资金增加	368	355	131	127	152
其他	-465	-425	162	241	275
投资活动产生现金流	-566	-620	-456	-599	-599
净资本支出	-509	-608	-409	-550	-550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-56	-12	-47	-49	-49
融资活动现金流	87	254	-108	0	-19
股本变化	174	209	119	0	0
债务净变化	170	400	-141	47	38
无息负债变化	247	-27	-35	63	70
净现金流	163	336	713	958	1,234

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	49.9%	49.7%	50.1%	50.1%	50.1%
EBITDA 率	35.5%	35.3%	35.0%	36.3%	37.3%
EBIT 率	31.4%	31.2%	31.2%	32.4%	33.4%
税前净利润率	31.8%	32.1%	32.4%	33.5%	34.5%
归母净利润率	18.6%	18.5%	20.2%	20.9%	21.6%
ROA	14.2%	12.5%	13.3%	13.9%	14.3%
ROE (摊薄)	15.5%	14.1%	15.5%	16.1%	16.5%
经营性 ROIC	18.2%	15.9%	17.6%	19.7%	22.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	18%	20%	16%	15%	13%
流动比率	6.21	4.96	7.53	8.18	8.99
速动比率	3.22	2.64	4.62	5.67	6.85
归母权益/有息债务	9.83	5.64	8.09	8.82	9.83
有形资产/有息债务	14.46	8.66	12.09	13.18	14.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,314	7,541	8,492	9,874	11,514
货币资金	1,413	1,748	2,461	3,419	4,653
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	9	12	12	14	16
应收票据	627	683	732	859	1,001
其他应收款 (合计)	23	17	23	26	29
存货	1,949	2,172	2,047	1,922	1,793
其他流动资产	2	4	4	4	4
流动资产合计	4,046	4,656	5,304	6,274	7,531
其他权益工具	107	122	122	122	122
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	820	967	1,265	1,534	1,776
在建工程	740	1,030	1,035	1,039	1,042
无形资产	293	252	298	341	384
商誉	115	115	115	115	115
其他非流动资产	52	86	86	86	86
非流动资产合计	2,268	2,885	3,188	3,601	3,982
总负债	1,137	1,510	1,334	1,444	1,553
短期借款	0	200	0	0	0
应付账款	44	45	55	64	75
应付票据	6	1	9	10	12
预收账款	155	0	114	134	156
其他流动负债	0	6	14	23	32
流动负债合计	652	939	704	767	837
长期借款	401	475	534	581	619
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	75	85	85	85	85
非流动负债合计	485	571	630	677	715
股东权益	5,177	6,031	7,157	8,430	9,961
股本	1,045	1,254	1,373	1,373	1,373
公积金	523	525	608	708	829
未分配利润	2,370	2,738	3,358	4,161	5,128
归属母公司权益	3,939	4,518	5,339	6,243	7,330
少数股东权益	1,238	1,513	1,818	2,188	2,631

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.05%	7.23%	7.40%	6.95%	6.49%
管理费用率	6.99%	7.45%	6.59%	5.86%	5.24%
财务费用率	-0.68%	-0.88%	-0.97%	-1.07%	-1.13%
研发费用率	3.62%	3.48%	4.10%	4.11%	4.08%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.10	0.07	0.09	0.11
每股经营现金流	0.61	0.56	0.93	1.13	1.35
每股净资产	3.77	3.60	3.89	4.55	5.34
每股销售收入	3.14	2.75	2.98	3.50	4.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	62	71	60	49	41
PB	9.6	10.0	9.3	7.9	6.8
EV/EBITDA	34.6	39.9	36.6	30.1	25.0
股息率	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%

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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

原点资产