



2021-04-26

公司点评报告

买入/维持

天坛生物(600161)

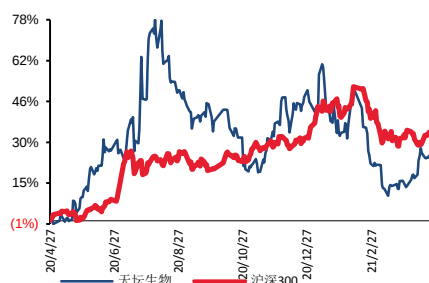
目标价:

昨收盘: 35.95

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

1 季度业绩超预期，永安项目工程顺利推进，产能将如期释放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,254/1,254
总市值/流通(百万元)	45,097/45,097
12 个月最高/最低(元)	51.07/31.50

相关研究报告:

天坛生物(600161)《业绩基本符合预期，受益于云南省 2020-2023 单采血浆站设置规划，浆量成长性进一步确定》--2021/01/10

天坛生物(600161)《稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，成长路径清晰，确定性高》--2020/12/27

天坛生物(600161)《业绩符合预期，拟增资成都蓉生到持股比例不超过 74.1%》--2020/10/30

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shengli@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

事件：公司公布 2020 年年报以及 2021 年 1 季度报，2020 年年度实现收入 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 6.24 亿元(+2.36%)，略高于之前业绩预告。经营性现金流净额 7.02 亿元(+9.3%)。2021 年 1 季度实现营业收入 8.47 亿元(+11.8%)，实现归母净利润 1.52 亿元(+15.1%)，扣非归母净利润 1.5 亿元(+16.59%)。

1 季度业绩超预期。Q4 单季度实现销售收入 8.1 亿元(+6%)，实现归母净利润 1.42 亿元(-1.4%)。2021 年 1 季度实现营业收入 8.47 亿元(+11.8%)，实现归母净利润 1.52 亿元(+15.1%)，扣非归母净利润 1.5 亿元(+16.59%)，利润增速超预期。2020 年全年毛利率 49.7%，较之 2019 年同期下降 0.1pct，基本持平，销售费用率 7.2%，较之 2019 年增加 0.2pct，主要是加大市场拓展力度，员工薪酬增加，预计公司静丙推广工作持续进行。管理费用率 7.5%，较之 2019 年增加 0.5pct，主要为加强管理队伍建设和新开业浆站增加，人员及薪酬增加所致。

三大血制整合成效明显。上海、武汉、兰州血制累计三年扣费归母净利润为 8.75 亿元，超过承诺金额 2.52 亿元，完成累计预测盈利的 140.6%。从 2020 年来看，预计上海所实现净利润 1.06 亿元(+21%)、兰州血制 1.25 亿元(+8%)，武汉血制 0.48 亿元(-61%)预计主要受疫情影响。

2020 年采浆量与 2019 持平略有增长，2021 年公司血制品供给有保障。2020 年采浆量 1713.5 吨，同比增加 7.5 吨，增幅 0.44%。截止 2020 年年末，存货为 21.72 亿元，较之 2019 年年底存货增加 2.22 亿元，其中原材料 8.4 亿元(+0.74 亿元)，在产品 11.09 亿元(+1.45 亿元)，库存商品 2.42 亿元(+0.18 亿元)。2020 年采浆量与 2019 持平略有增长，2021 年血制品供给有保障。根据中检院批签发数据，2021 年 1-3 月白蛋白批签发 111 万支(-6%)，静丙 72 万支(-18%)，批签发与 1 季度业绩不吻合，1 季度实际业绩好于批签发情况，预计因为公司有存货做缓冲。根据公司现有在手浆站以及新近获批浆站情况，我们预计 2021 年公司采浆量将实现 10%以上的增长，公司血制品供给有保障。

预计血制品行业供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势。

短期看，预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势，公司血制品供给有保障，将更明显受益于价格上行。海外血制品企业 20 年采浆量预计同比下降 15% 以上，预计国内 20 年采浆量同比下降 8% 左右，21 年终端需求保持正常增长（5%-10%），预计 21 年白蛋白供需缺口处于持续扩大态势，景气度提升，价格有望继续上行。

成都蓉生永安项目工程顺利推进，成都蓉生本部产能将如期释放，叠加新产品线，业绩有望大幅提升。随着投浆规模进一步扩大，三大血制和贵州中泰浆量提升和产能利用率提升，吨浆利润率提升；根据公告，截止 2020 年年底，永安项目工艺调试完成，进入试生产阶段。2021 年计划完成试生产、工艺验证，通过 GMP 现场检查，进入正式生产阶段。预计 2021 年永安血制投产后，产能释放以及新产品的投产，业绩有望大幅提升，根据公告，酶原复合物 2020 年底获批上市，预计重磅品种人凝血八因子 2021 年能获批上市，重组凝血八因子、层析静丙、人纤维蛋白原将于 2023 年内获批上市。根据公告，非公开发行股份 1.19 亿股，募资 33.4 亿元，资金已到账。公司拟使用本次发行部分募集资金对成都蓉生进行增资，增资完成持股比例不超过 74.1%，我们预计上半年有望完成增资。

血制品企业核心竞争力在于血浆资源拓展能力。公司具备持续获批浆站能力，采浆量增长稳定。永安基地（1200 吨）+云南血制（1200 吨）+兰州血制（1200 吨）的新产能投入，一方面提高了产能供给保障能力，另一方面也彰显了公司未来对加大血源拓展，持续获得浆源的信心。2020 年 12 月底云南省卫生健康委发布《云南省单采血浆站设置规划（2020—2023）（征求意见稿）》，在全省规划新增设置 20 个单采血浆站，累计设置 24 个。2018 年，天坛生物在云南以投资换浆站，投入 16.5 亿元建设产能 1200 吨生产基地，天坛获得在云南设置浆站的机会，2018-2022 年集团计划在云南省陆续投资并先行新建合计 10 家单采血浆站，目前天坛已在云南地区获批巧家和寻甸两家浆站。云南省发布单采血浆站设置规划（2020—2023），天坛生物有望在接下来的 3 年在云南持续获批更多的浆站，将成为血浆站设置规划中最受益方，浆量成长性进一步确定，成长空间足。

投资建议：稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，成长路径清晰，确定性高，维持“买入”评级。

1、三大血制和贵州中泰采浆量提升、新近获批浆站成长带来的浆量增长以及公司未来获批新浆站的持续性，支撑公司持续扩大规模优势和稳固龙头地位。

2、公司加大血制品新品类和实现品种升级，构建学术推广队伍，夯实血制品企业中长期发展的竞争力，发展路径清晰。

3、反映到业绩的成长性，2021-2023 公司业绩增长点三大血制和贵州中泰浆量提升和产能利用率提升，吨浆利润率提升；预计 2022 年永安血制投产后，产能释放以及新产品的投产（凝血八因子+层析静丙）投产后，业绩有望大幅提升。

4、从行业的角度看，预计 21 年海外进口白蛋白减少，21 年国内白蛋白供需进一步改善，景气度持续提升，价格有望继续往上，有望进一步增厚业绩。

考虑非公开发行，假设 2021 年 6 月底增资成都蓉生完成，预计公司 21-23 年归母净利润分别为亿元 7.71/9.85/12.29 亿元，增速 20.71%、27.70%和 24.82%对应 PE 分别为 64/50/40 倍，考虑到公司浆量和吨浆利润提升确定性和成长空间的充足性，作为国内稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，维持“买入”评级，

风险提示：产品价格波动风险，政策风险，安全性风险，整合不及预期风险，永安血制建设进度不及预期风险，新批浆站不及预期风险，研发进度不及预期风险，增发不成功风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3446	3900	4463	5100
(+/-%)	5.00	13.17	14.44	14.27
净利润(百万元)	639	771	985	1229
(+/-%)	4.57	20.71	27.70	24.82
摊薄每股收益(元)	0.47	0.56	0.72	0.90
市盈率(PE)	89.61	64.30	50.36	40.34

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2021E	2022E		2019A	2020A	2021E	2021E	2022E
货币资金	1413	1748	5520	8789	7792	营业收入	3282	3446	3900	4463	5100
应收和预付款项	659	716	563	643	733	营业成本	1646	1734	1901	2085	2273
存货	1949	2172	2083	2285	2491	营业税金及附加	34	37	42	48	55
其他流动资产	24	24	32	35	38	销售费用	231	249	273	312	357
流动资产合计	4046	4656	8189	11744	11047	管理费用	229	257	287	326	362
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-22	-30	8	-9	-24
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	0	0	0
固定资产	820	970	1773	2864	4387	投资收益	0	1	0	0	0
在建工程	740	1030	1465	2118	3097	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	293	252	233	215	196	营业利润	1047	1105	1267	1558	1947
长期待摊费用	24	33	33	33	33	其他非经营损益	-4	0	2	2	2
其他非流动资产	52	86	86	86	86	利润总额	1043	1105	1269	1560	1948
资产总计	6314	7541	12235	17528	19318	所得税	149	162	190	230	289
短期借款	0	200	200	200	200	净利润	894	943	1078	1330	1660
应付和预收款项	205	46	93	101	110	少数股东损益	283	304	307	345	430
长期借款	401	475	525	575	625	归母股东净利润	611	639	771	985	1229
其他长期负债	85	96	96	96	96						
负债合计	1137	1510	1655	1786	1917						
股本	1045	1254	1582	1692	1692	预测指标					
资本公积	275	275	3418	7139	7139		2019A	2020A	2021E	2021E	2022E
留存收益	2370	2738	3394	4231	5276	毛利率	49.85%	49.67%	51.26%	53.27%	55.42%
归母公司股东权益	3939	4518	8760	13576	14806	销售净利率	27.25%	27.37%	27.65%	29.79%	32.54%
少数股东权益	975	1238	1513	1820	2165	销售收入增长率	11.97%	4.99%	13.19%	14.44%	14.27%
股东权益合计	5177	6031	10580	15741	17401	EBIT 增长率	20.31%	2.62%	21.33%	21.51%	24.16%
负债和股东权益	6314	7541	12235	17528	19318	净利润增长率	19.94%	4.57%	20.71%	27.70%	24.82%
						ROE	15.51%	14.14%	8.80%	7.26%	8.30%
						ROA	9.68%	8.47%	6.30%	5.62%	6.36%
						ROIC	21.04%	17.62%	18.30%	16.79%	15.49%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.45	0.47	0.56	0.72	0.90
	2019A	2020A	2021E	2021E	2022E	PE (X)	62.78	89.61	64.30	50.36	40.34
经营性现金流	642	702	1673	1534	2073	PB (X)	9.74	12.67	5.66	3.65	3.35
投资性现金流	-566	-620	-1405	-2128	-3099	PS (X)	8.90	15.18	14.65	13.70	11.98
融资性现金流	87	254	3504	3863	30	EV/EBITDA (X)	24.36	43.11	34.55	27.45	21.42
现金增加额	164	336	3772	3269	-997						

资料来源: WIND, 太平洋证券



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
I 内，行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。