

证券研究报告—动态报告

医药保健

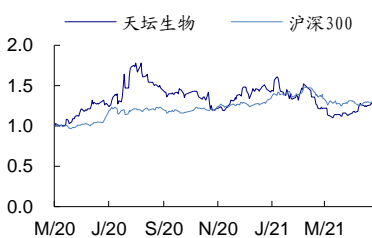
制药与生物

天坛生物(600161)
买入

2020 年报及 2021 一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 05 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,373/1,254 |
| 总市值/流通(百万元) | 49,544/45,260 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,447/14,439 |
| 12 个月最高/最低(元) | 53.49/30.94 |

相关研究报告:

《天坛生物-600161-2020 年三季报点评: Q3 增速回升, 定增募投新产能》——2020-10-29
 《天坛生物-600161-2020 年半年报点评: 采浆恢复正常, 长期成长性优秀》——2020-08-28
 《天坛生物-600161-2020 年半年度业绩快报点评: 业绩基本持平, 看好长期逻辑》——2020-08-06
 《天坛生物-600161-2019 年年报点评: 疫情影响不改血制龙头的长逻辑》——2020-04-02
 《天坛生物-600161-2019 年三季报点评: 业绩符合预期, 预计全年稳健增长》——2019-10-25

证券分析师: 陈益凌

电话: 021-60933167
 E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

证券分析师: 朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

联系人: 陈曦炳

电话: 0755-81982939
 E-MAIL: chenxibing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q1 业绩略超预期, 规模化优势有望进一步扩大

● 2020 全年稳健增长, 21Q1 业绩略超预期

天坛生物 2020 年实现营收 34.46 亿元 (+5.0%), 归母净利润 6.39 亿元 (+4.6%), 20Q4 营收 8.10 亿元 (+6.2%), 净利润 1.42 亿元 (-1.4%)。20Q1 营收 8.47 亿元 (+11.8%), 净利润 1.52 亿元 (+15.1%), 21Q1 业绩略超预期。

● 20 年采浆基本持平, 浆站开拓稳步推进

受到疫情影响, 2020 年全国采浆量出现下滑; 公司全年共完成采浆约 1714 吨 (+0.4%)。截至 2020 年底, 公司在营单采血浆站(含分站)数量达 55 家, 其中 2020 年新开业浆站 3 家。公司采浆量行业领先, 且产业资源丰富, 未来新开浆站预期高, 龙头优势不断扩大。

● 新产能+新产品提升吨浆净利润

成都蓉生永安血制品项目已开始投浆试生产, 预计在 21 年正式投产; 云南血制建设有序推进, 预计将于 22 年建成投产; 公司拟新建兰州血制新产能, 三大工厂合计设计产能 3600 吨, 有利于公司扩大和转化行业领先的采浆优势。成都蓉生的 PCC 在 20 年获批上市, 凝血因子类产品的短板逐步补齐; 层析法静丙、重组 VIII 因子等产品进入 3 期临床, 研发进度行业领先。新产能的释放和新产品的上市有助于公司吨浆净利润的提升。

● 风险提示: 采浆不及预期、新品种上市不及预期
● 投资建议: 定增注资提升成都蓉生股权占比, 维持“买入”评级

公司定增募资且拟注资成都蓉生, 股权占比预计提升至 74%; 假设注资在上半年完成, 预计 2021~23 年营收 38.07/44.86/56.05 亿元, 同比增长 10.5%/17.8%/24.9%; 归母净利润 7.49/9.60/12.21 亿元, 同比增长 17.3%/28.1%/27.2%。公司采浆量行业领先, 且新开浆站预期高, 吨浆净利润有望得到大幅提升, 维持“买入”评级。

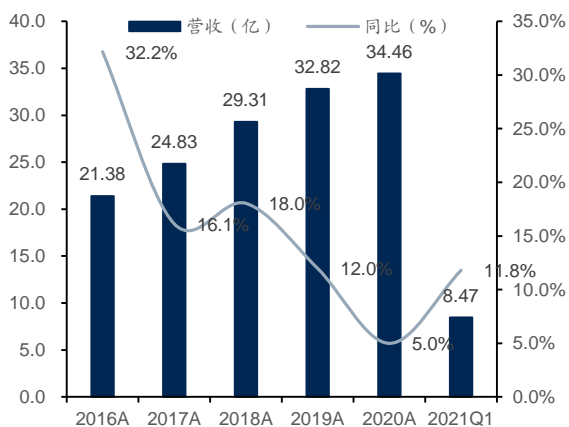
盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,446 | 3,807 | 4,486 | 5,605 |
| (+/-%) | 5.0% | 10.5% | 17.8% | 24.9% |
| 净利润(百万元) | 639 | 749 | 960 | 1221 |
| (+/-%) | 4.6% | 17.3% | 28.1% | 27.2% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.47 | 0.55 | 0.70 | 0.89 |
| EBIT Margin | 33.9% | 32.9% | 35.2% | 35.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 14.1% | 14.7% | 16.4% | 17.9% |
| 市盈率(PE) | 77.5 | 66.1 | 51.6 | 40.6 |
| EV/EBITDA | 39.2 | 37.7 | 29.8 | 23.2 |
| 市净率(PB) | 11.0 | 9.7 | 8.4 | 7.3 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

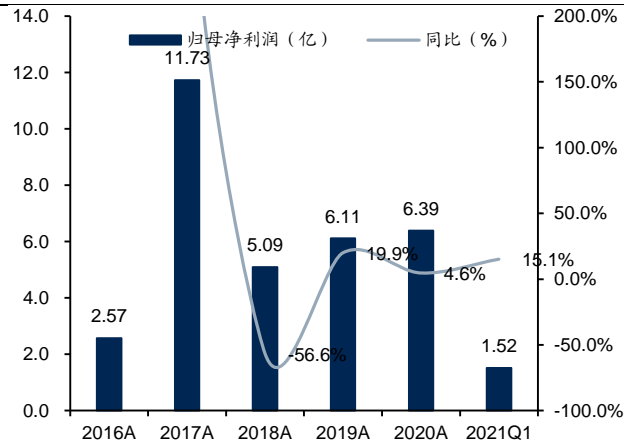
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 天坛生物营收 (亿元)



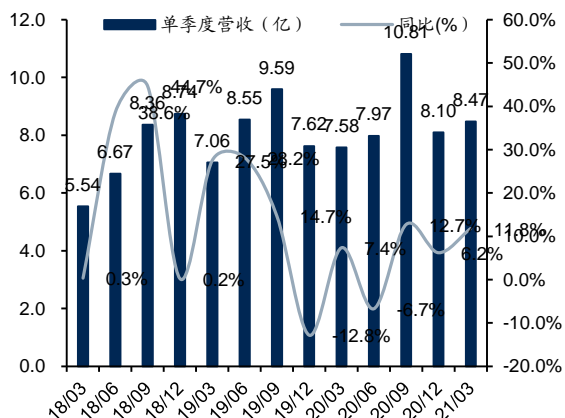
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 天坛生物归母净利润 (亿元)



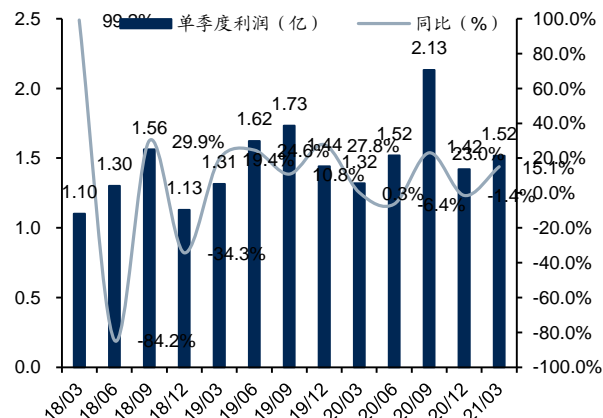
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 天坛生物单季度营收 (亿元)



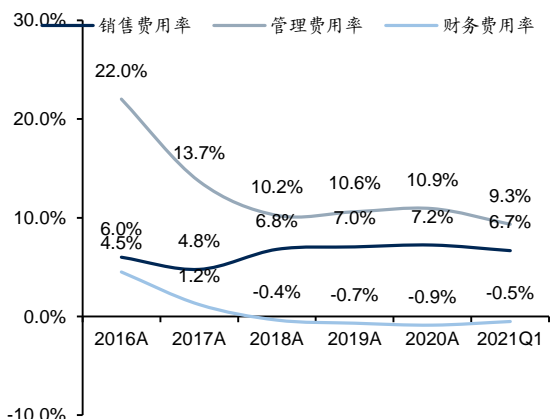
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 天坛生物单季度利润 (亿元)



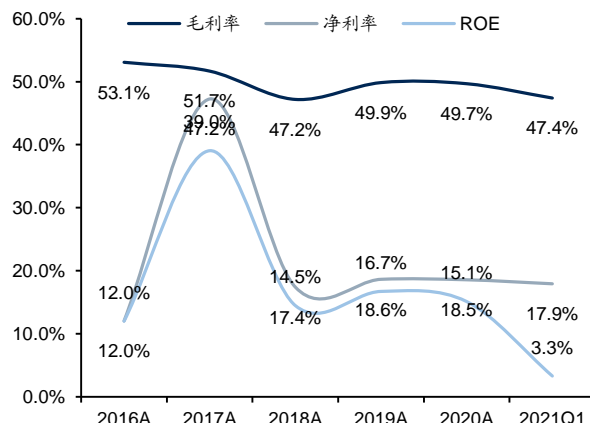
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 天坛生物三费率



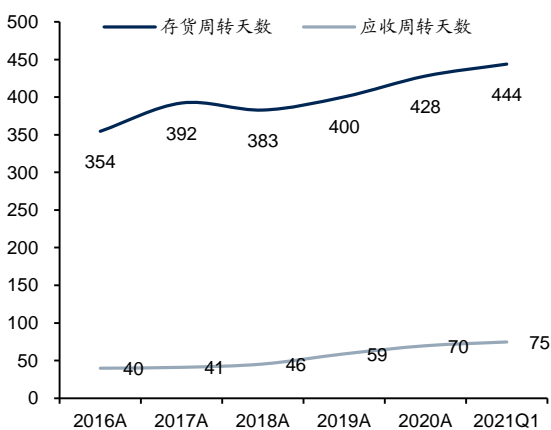
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 天坛生物毛利率、净利率、ROE



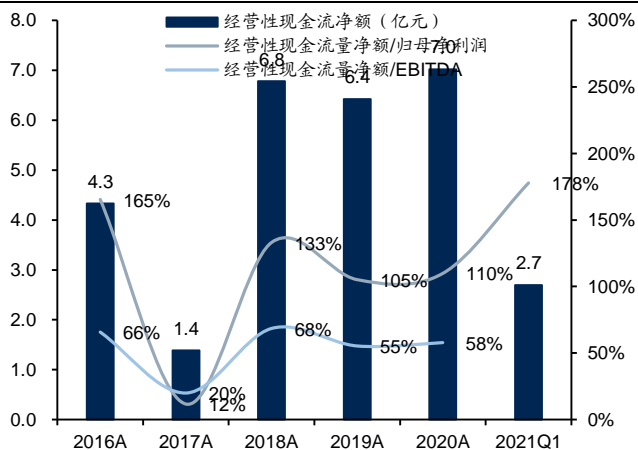
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 天坛生物主要流动资产周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 天坛生物经营性现金流净额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 210430 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE (20A) | PEG (21E) | 投资 评级 |
|--------|------|--------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|--------------|----------|
| | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | | | |
| 002007 | 华兰生物 | 42.08 | 768 | 0.88 | 1.05 | 1.27 | 1.48 | 47.6 | 40.1 | 33.3 | 28.4 | 21.0% | 2.1 | 买入 |
| 600161 | 天坛生物 | 36.08 | 495 | 0.47 | 0.55 | 0.70 | 0.89 | 77.5 | 66.1 | 51.6 | 40.6 | 14.8% | 2.7 | 买入 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 1748 | 2257 | 2710 | 3476 | 营业收入 | 3446 | 3807 | 4486 | 5605 |
| 应收款项 | 706 | 780 | 919 | 1148 | 营业成本 | 1734 | 1897 | 2226 | 2775 |
| 存货净额 | 2172 | 2408 | 2526 | 2791 | 营业税金及附加 | 37 | 38 | 45 | 56 |
| 其他流动资产 | 31 | 34 | 40 | 50 | 销售费用 | 249 | 259 | 292 | 353 |
| 流动资产合计 | 4656 | 5479 | 6194 | 7465 | 管理费用 | 257 | 360 | 347 | 428 |
| 固定资产 | 2000 | 2311 | 2588 | 2793 | 财务费用 | (30) | (6) | (19) | (41) |
| 无形资产及其他 | 252 | 242 | 232 | 222 | 投资收益 | 1 | 10 | 10 | 10 |
| 投资性房地产 | 633 | 633 | 633 | 633 | 资产减值及公允价值变动 | 1 | 12 | 8 | 8 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | (97) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 7541 | 8665 | 9647 | 11113 | 营业利润 | 1105 | 1282 | 1614 | 2052 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 326 | 500 | 300 | 200 | 营业外净收支 | 0 | 10 | 13 | 18 |
| 应付款项 | 46 | 51 | 59 | 73 | 利润总额 | 1105 | 1292 | 1627 | 2070 |
| 其他流动负债 | 567 | 648 | 733 | 900 | 所得税费用 | 162 | 194 | 244 | 311 |
| 流动负债合计 | 939 | 1199 | 1092 | 1173 | 少数股东损益 | 304 | 349 | 423 | 538 |
| 长期借款及应付债券 | 475 | 475 | 475 | 475 | 归属于母公司净利润 | 639 | 749 | 960 | 1221 |
| 其他长期负债 | 96 | 96 | 96 | 96 | | | | | |
| 长期负债合计 | 571 | 571 | 571 | 571 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 1510 | 1769 | 1663 | 1744 | 净利润 | 639 | 749 | 960 | 1221 |
| 少数股东权益 | 1513 | 1788 | 2121 | 2544 | 资产减值准备 | (3) | (0) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 4518 | 5108 | 5863 | 6825 | 折旧摊销 | 133 | 108 | 141 | 213 |
| 负债和股东权益总计 | 7541 | 8665 | 9647 | 11113 | 公允价值变动损失 | (1) | (12) | (8) | (8) |
| | | | | | 财务费用 | (30) | (6) | (19) | (41) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (526) | (225) | (169) | (323) |
| 每股收益 | 0.47 | 0.55 | 0.70 | 0.89 | 其它 | 239 | 275 | 333 | 423 |
| 每股红利 | 0.10 | 0.12 | 0.15 | 0.19 | 经营活动现金流 | 481 | 895 | 1257 | 1527 |
| 每股净资产 | 3.29 | 3.72 | 4.27 | 4.97 | 资本开支 | (550) | (400) | (400) | (400) |
| ROIC | 16% | 15% | 18% | 21% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 14% | 15% | 16% | 18% | 投资活动现金流 | (550) | (400) | (400) | (400) |
| 毛利率 | 50% | 50% | 50% | 50% | 权益性融资 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 34% | 33% | 35% | 36% | 负债净变化 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 38% | 36% | 38% | 39% | 支付股利、利息 | (143) | (159) | (204) | (260) |
| 收入增长 | 5% | 11% | 18% | 25% | 其它融资现金流 | 541 | 174 | (200) | (100) |
| 净利润增长率 | 5% | 17% | 28% | 27% | 融资活动现金流 | 403 | 14 | (404) | (360) |
| 资产负债率 | 40% | 41% | 39% | 39% | 现金净变动 | 335 | 509 | 452 | 767 |
| 息率 | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 货币资金的期初余额 | 1413 | 1748 | 2257 | 2710 |
| P/E | 77.5 | 66.1 | 51.6 | 40.6 | 货币资金的期末余额 | 1748 | 2257 | 2710 | 3476 |
| P/B | 11.0 | 9.7 | 8.4 | 7.3 | 企业自由现金流 | 55 | 549 | 912 | 1184 |
| EV/EBITDA | 39.2 | 37.7 | 29.8 | 23.2 | 权益自由现金流 | 670 | 728 | 728 | 1119 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032