

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 天坛生物 (600161): 三季度业绩有所波动, 中长期成长明确

分析师: 王雯

2021年11月2日

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-88300898

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

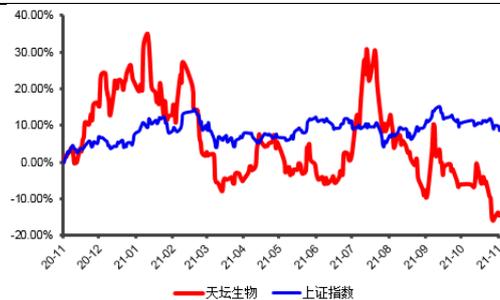
### 公司评级

当前价格: 29.16 元/股  
上次评级: 推荐  
本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本 (百万股): 1373  
流通股本 (百万股): 1373  
流通 A 股市值 (亿元): 400  
每股净资产 (元): 5.72  
资产负债率 (%): 13.79

### 天坛生物近一年股价走势



数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

浆量和品种助推, 发展迈入新征程——天坛生物 (600161) 公司深度报告

### 摘要:

公司前三季度公司实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 28.18 亿元、5.58 亿元和 5.52 亿元, 分别同比增长 6.9%、12.3% 和 14.1%。其中单三季度实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 10.07 亿元、2.21 亿元和 2.2 亿元, 分别同比增长-6.9%、3.8%和 6.7%。

**三季度收入端出现了负增长, 不必过分担心。**三季度收入和利润端同比增速环比出现了一定的下滑, 特别收入端增速同比为负, 引发市场担忧。我们认为一方面有去年基数较高原因, 去年三季度为公司收入、利润最高的季度。另一方面, 公司去年全年和今年上半年采浆量均实现正增长, 今年上半年采浆量同比增长达 25.48%。在行业供需持续紧平衡下, 采浆量是血制品公司业绩增长的有力保证, 不必对单季度业绩波动过分担忧。

**获批浆站速度超预期, 业绩增长较为确定。**截至目前, 公司 2021 年共获批 15 家浆站, 分布于甘肃、河北、江苏、湖北等地。公司目前在营浆站共 55 家, 共拥有浆站数量超 70 家, 行业龙头优势显著。公司近期新浆站的超预期获批也充分彰显了公司的龙头优势和股东背景资源, 我们看好公司浆站资源的持续拓展。

**在研品种推进顺利, 血浆利用率有望大幅提升。**近期子公司成都蓉生人凝血八因子已获得注册证并通过了 GMP 现场检查。另外成都蓉生重组人凝血因子 VIII 期临床试验受试者完成入组, 高纯静丙 III 期临床试验受试者完成出组。公司在研品种推进顺利, 有望带动吨浆收入和吨浆利润的提升。

**投资建议和盈利预测。**我们维持此前的盈利预测, 认为公司作为血制品行业稀缺的龙头企业, 采浆量提升和品种扩充带来的成长空间充足。我们看好公司的发展前景, 按 2021 年 11 月 2 日收盘价计算公司目前股价对应 2021 年动态市盈率约 52 倍左右, 考虑到公司相关行业的龙头地位、稀缺的标的资源及未来的成长空间, 继续给予公司“推荐”的投资评级, 建议关注。

风险提示: 疫情影响超预期; 业绩增长不及预期风险; 产品竞争加剧风险; 产品推广不及预期风险; 集采及招标降价风险; 行业监管政策进一步收紧, 超过市场预期; 海内外宏观经济下行风险; 股票市场系统性风险。

财报摘要 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	3,281.86	3,445.59	3,761.37	4,142.40	4,705.14
(+/-)%	11.97%	4.99%	9.16%	10.13%	13.58%
息税前利润 (EBIT)	1,022.41	1,049.16	1,176.61	1,435.65	1,711.65
(+/-)%	20.31%	2.62%	12.15%	22.02%	19.22%
归母净利润	611.09	639.01	771.64	949.88	1,121.86
(+/-)%	19.94%	4.57%	20.76%	23.10%	18.11%
每股净收益 (元)	0.45	0.47	0.56	0.69	0.82

数据来源: wind, 公司公告, 国开证券研究与发展部。注: 盈利预测系作者预测值。

公司发布 2021 年三季报，前三季度公司实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 28.18 亿元、5.58 亿元和 5.52 亿元，分别同比增长 6.9%、12.3%和 14.1%。其中单三季度实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 10.07 亿元、2.21 亿元和 2.2 亿元，分别同比增长-6.9%、3.8%和 6.7%。单三季度公司业绩有所波动，但前三季度公司整体增长稳健，基本符合我们此前预期。

**三季度收入端出现了负增长，不必过分担心。**今年上半年公司收入利润端同比增速逐季提升明显，且略超我们预期。但三季度收入和利润端同比增速环比出现了一定的下滑，特别收入端增速同比为负，引发市场担忧。我们认为一方面有去年基数较高原因，去年三季度为公司收入、利润最高的季度。另一方面，公司去年全年和今年上半年采浆量均实现正增长，今年上半年采浆量同比增长达 25.48%。在行业供需持续紧平衡下，采浆量是血制品公司业绩增长的有力保证，不必对单季度业绩波动过分担忧。

**获批浆站速度超预期，业绩增长较为确定。**今年以来，公司获批浆站速度明显加快，截至目前，公司 2021 年共获批 15 家浆站（近期又获批 3 家），分布于甘肃、河北、江苏、湖北等地。公司目前在营浆站（含分站）共 55 家，共拥有浆站数量超 70 家，行业龙头优势显著。叠加公司三大血制项目的达产，公司未来有望实现浆源和产能的双重助推。在血制品行业持续供需紧平衡的背景下，公司业绩增长较为确定。同时公司近年新浆站的超预期获批也充分彰显了公司的龙头优势和股东背景资源，我们看好公司浆站资源的持续拓展。

**在研品种推进顺利，血浆利用率有望大幅提升。**近期子公司成都蓉生人凝血八因子已获得注册证并通过了 GMP 现场检查。另外成都蓉生重组人凝血因子 VIII 三期临床试验受试者完成入组，高纯静丙 III 期临床试验受试者完成出组，进度领先。公司在研品种推进顺利，有望带动吨浆收入和吨浆利润的提升。叠加公司新建产能释放和新浆站的陆续开设，公司的采投浆规模及血浆利用率都有望迈向新台阶。

**毛利率逐步提升，存货稳定增长。**前三季度公司毛利率为 48.75%，今年以来逐季提升，同比提升 0.48%。销售/管理/财务费用率分别为 6.82%/7.52%/-1.75%，分别同比下降 0.1%/提升 1.16%/下降 1.14%。除管理费用同比增长 26%外，其余期间费用增长平稳。前三季度公司研发费用约 0.71 亿，同比增长约 10%。公司净利润率为 28.04%，环比和同比分别提升 1.04%和 0.24%。公司现金流量良好，经营活动现金流量净额为 8.36 亿。同时合同负债为 3.26 亿，同比增长 37%。三季度末公司账面存货约 22.69 亿，逐季稳步提升，预计其中超过 80%的存货是原材料和在产品，是未来一年业绩的基础。

**投资建议和盈利预测。**我们维持此前的盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现主营业务收入分别为 37.61、41.42、47.05 亿，分别同比增长 9.16%、10.13%和 13.58%；实现归母净利润分别为 7.72、9.5 和 11.22 亿，分别同比增长 20.76%、23.1%和

18.11%；实现 EPS 分别为 0.56、0.69 和 0.82 元/股。

我们认为公司作为血制品行业稀缺的龙头企业，采浆量提升和品种扩充带来的成长空间充足。我们看好公司的发展前景，按 2021 年 11 月 2 日收盘价计算公司目前股价对应 2021 年动态市盈率约 52 倍左右，考虑到公司相关行业的龙头地位、稀缺的标的资源及未来的成长空间，继续给予公司“推荐”的投资评级，建议关注。

**风险提示：**疫情影响超预期；业绩增长不及预期风险；产品竞争加剧风险；产品推广不及预期风险；集采及招标降价风险；行业监管政策进一步收紧，超过市场预期；海内外宏观经济下行风险；股票市场系统性风险。

**附录：盈利预测**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
营业收入	3446	3761	4142	4705	货币资金	1748	5396	5910	6630
营业成本	1734	1872	1954	2145	交易性金融资产	0	0	0	0
税金及附加	37	40	44	50	应收票据	683	733	814	920
销售费用	249	263	291	334	应收账款	12	13	15	17
管理费用	257	282	287	328	存货	2172	2281	2414	2632
研发费用	120	128	130	136	其他流动资产	41	50	50	57
财务费用	-30	-28	-47	-37	流动资产合计	4656	8473	9202	10256
其他收益	24	14	17	23	投资性房地产	73	49	27	4
投资收益	1	0	0	0	固定资产	970	1615	2456	3439
公允价值变动收益	0	0	0	0	在建工程	1030	1484	1856	2269
信用减值损失	-1	0	0	0	无形资产	252	235	206	183
资产减值损失	1	-2	-2	-2	商誉	115	115	115	115
资产处置收益	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
营业利润	1105	1221	1502	1774	长期待摊费用	33	33	33	33
营业外收支	0	1	1	1	递延所得税资产	63	63	63	63
利润总额	1105	1221	1502	1775	其他非流动资产	349	297	323	310
所得税费用	162	179	219	259	资产总计	7541	12363	14282	16672
净利润	943	1043	1283	1516	短期借款	200	0	0	0
归属于母公司的净利润	639	772	950	1122	应付票据	1	4	3	4
少数股东损益	304	271	334	394	应付账款	45	49	51	56
					应付职工薪酬	22	24	25	28
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	应交税费	86	91	102	115
经营活动现金流净额	702	1191	1224	1414	其他流动负债	586	723	716	773
投资活动现金流净额	-620	-530	-562	-546	流动负债合计	939	892	897	976
筹资活动现金流净额	254	2987	-148	-148	长期借款	475	475	475	475
现金净流量	336	3648	513	720	应付债券	0	0	0	0
<b>基本指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	递延所得税负债	11	11	11	11
EPS	0.47	0.56	0.69	0.82	其他非流动负债	85	85	85	85
BVPS	3.29	6.64	7.79	9.19	负债合计	1510	1463	1468	1546
PE	89.61	51.89	42.15	35.69	归属于母公司的所有者权益	4518	9113	10695	12615
PEG	19.62	2.50	1.82	1.97	少数股东权益	1513	1784	2118	2512
PB	12.67	4.39	3.74	3.17	股东权益	6031	10897	12813	15126
EV/EBITDA	43.11	27.24	22.38	18.60	负债及股东权益	7541	12360	14281	16672
ROE	14%	8%	9%	9%					

数据来源: wind, 公司公告, 国开证券研究与发展部。注: PE、PB 中价格指 2021 年 11 月 2 日收盘价格; 盈利预测系作者预测值。

## 分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，8年行业研究经验。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层