

业绩略超预期，持续稳健增长

事件

天坛生物发布 2019 年前三季度报告

2019 年前三季度实现收入 25.19 亿，同比增长 22.50%，归母净利润 4.67 亿，同比增长 17.72%，扣非净利润 4.66 亿，同比增长 18.26%，EPS0.45 元，经营性现金流净额为 6.97 亿元，同比增长 18.78%。三季度单季实现营业收入 9.59 亿，同比增长 14.68%，归母净利润 1.73 亿，同比增长 10.82%，扣非净利润 1.73 亿，同比增长 10.46%。

简评

整体稳健增长，Q3 高基数背景下业绩略超预期

公司 Q3 业绩在 2018Q3 扣非利润同比增长 62.12% 的高基数背景下，继续实现 10% 以上的增长，超出市场预期。收入端环比增速下降，预计主要是由于血制品批签发同比减少，公司 19Q2、Q3 白蛋白批签发同比减少 13.7% 和 8.08%，静丙批签发 19Q2 同比减少 -9.38%、19Q3 增长 19.53%，对营收贡献占比约 5% 的特免产品批签发三季度大幅增长。利润端 Q3 单季利润增速与营收增速基本匹配，天坛自身经营持续改善，自 2018 年 1 月重组完成后，成都蓉生向三大所输出技术和管理经验，三大所吨浆产率和经营绩效持续提升，天坛整体利润增速预计将快于行业平均水平。

血制品行业 Q3 单季白蛋白整体批签发下滑 5.4%，供应继续紧张，预计白蛋白终端价格仍有望继续保持回暖趋势；而静丙批签发增长 21.3%，主要是终端销售回暖使得企业生产积极性提高，预计价格也将保持稳定。考虑到 18Q4 业绩低基数，我们预计天坛全年业绩增速有望回升，实现 5 月份公司董事会公告的全年集团 9 亿元净利润、归属于母公司净利润 6.25 亿元（同比增长 22.83%）的经营目标。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	2,931.1	3,494.4	4,067.8	4,986.2
营业收入增长率	66.0%	19.2%	16.4%	22.6%
净利润（百万）	509.5	620.9	748.3	945.8
净利润增长率	-56.8%	21.9%	20.5%	26.4%
ROE	15.1%	16.3%	16.8%	18.0%
EPS（元）	0.49	0.71	0.86	1.09
P/E	56.4	46.2	38.3	30.3
P/B	8.5	7.5	6.4	5.5

请参阅最后一页的重要声明

天坛生物 (600161)

维持
增持
贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

执业证书编号：S1440518110002

发布日期：2019 年 10 月 25 日

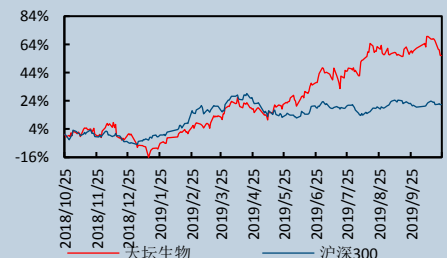
当前股价：27.47 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.75/-0.97	7.6/6.27	58.11/36.7
12 月最高/最低价（元）			30.45/17.41
总股本（万股）			104,536.68
流通 A 股（万股）			104,536.68
总市值（亿元）			287.16
流通市值（亿元）			287.16
近 3 月日均成交量（万）			811.39
主要股东			
中国生物技术股份有限公司			49.96%

股价表现



相关研究报告

- 19.08.23 【中信建投生物制品 II】天坛生物 (600161):业绩超预期增长，财务指标出色
- 19.07.19 【中信建投生物制品 II】天坛生物 (600161):业绩超预期增长，龙头稳健成长

财务指标保持稳健，经营性现金流出色

2019 年前三季度公司毛利率 49.12%，提升 0.85 个百分点，预计一方面是产品价格回升、另一方面三大所产率提升，产品单位成本下降。期间费用率 15.75%，提升 2.04 个百分点：其中销售费用率 6.69%，提升 1.13 个百分点，预计主要是公司今年加强静丙的终端学术推广工作；研发+管理费用率 9.69%，提升 1.31 个百分点，主要是在研产品进入 III 期临床，研发投入加大；财务费用率-0.64%，下降 0.39 个百分点。经营性现金流净额为 6.97 亿元，同比增长 18.78%，大幅超出公司归母净利润，反映公司利润现金含量高。

血制品行业龙头，长期增长前景确定，维持增持评级

公司是血制品行业目前规划产能最为明确的公司，考虑到成都永安基地 2021 年上半年投产，以及即将建设的云南滇中基地，公司未来 3-5 年有望达到 3500-4000 吨血浆处理能力，赶上国际一线血制品公司规模；同时采浆能力稳步增长，在新设浆站获批上充分依托国药集团优势，长期增长前景在血制品行业同类公司中最为确定。

当前公司吨浆收入、利润及市值均显著低于行业可比公司，预计成都永安和云南基地建成后，血制品品种增加、生产工艺提升将带来显著业绩弹性。我们维持 2019-2021 年盈利预测分别为 6.21、7.48 和 9.46 亿元，同比增长 21.9%、20.5% 和 26.4%，每股 EPS 为当前股价对应 2019-2021 分别为 46、38 和 30 倍 PE，维持增持评级，建议投资者积极配置。

风险提示

- 1.血制品安全性问题及单采血浆站监管风险；
- 2.成都永安基地和云南滇中基地建设进度不达预期的风险；
- 3.新产品研发和上市进度不达预期；
- 4.采浆难度加大致产能利用不足的风险。

指标分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
业绩表现					
收入增长率	-15.8%	66.0%	19.2%	16.4%	22.6%
净利增长率	350.7%	-56.8%	21.9%	20.6%	26.4%
EBITDA 增长率	124.0%	-26.1%	4.4%	18.6%	24.7%
EBIT 增长率	202.6%	-30.1%	7.8%	20.4%	26.7%
营业利润率	280.5%	-35.9%	20.8%	21.1%	26.6%
EBITDA Margin (%)	83.3%	37.1%	32.4%	33.0%	33.6%
ROE	38.8%	15.1%	16.3%	16.8%	18.1%
ROIC	32.4%	47.7%	28.5%	62.0%	45.4%
ROIC - WACC	3.1	4.6	2.7	5.9	4.3
价值评估					
P / E	24.3	56.4	46.2	38.3	30.3
EV / 收入	9.6	8.1	7.6	6.7	5.2
EV / EBITDA	11.5	21.7	23.5	20.2	15.5
EV / EBIT	12.3	24.7	25.8	21.9	16.6
EV / NOPLAT	13.4	32.5	30.4	25.8	19.5
EV / IC	11.1	7.7	15.7	9.3	10.1
P / B	9.4	8.5	7.5	6.4	5.5
Dividend Yield (%)	0.5%	0.2%	0.6%	0.4%	0.6%
每股指标					
报表 EPS	1.13	0.49	0.59	0.72	0.91
经常性 EPS	2.91	3.22	3.65	4.26	5.02
每股红利	24.3	56.4	46.2	38.3	30.3
每股经营现金流	9.4	8.5	7.5	6.4	5.5
每股净资产	16.3	9.8	8.2	7.1	5.8
流动性					
净负债 / 权益	15.1%	16.6%	17.1%	13.3%	9.8%
总负债 / 总资产	13.1%	14.2%	14.6%	11.7%	9.0%
流动比率	10.57	7.12	5.92	7.35	10.21
速动比率	7.29	3.57	4.26	4.71	7.11

报表预测

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	2,931.1	3,494.4	19.2%	4,067.8	16.4%	4,986.2	22.6%
营业成本	1,548.2	1,799.6	16.2%	2,054.2	14.1%	2,468.1	20.1%
营业税金及附加	33.5	39.9	19.2%	46.5	16.4%	57.0	22.6%
营业费用	199.4	213.2	6.9%	248.1	16.4%	304.2	22.6%
管理费用	194.8	405.4	108.1%	471.9	16.4%	578.4	22.6%
财务费用	-10.8	-17.2	60.0%	-28.0	62.6%	-33.9	20.9%
资产减值损失	-1.0	5.0	-590.9%	5.0	0.0%	5.0	0.0%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	0.2	-	-100.0%	-	-	-	-
营业利润	868.4	1,048.6	20.8%	1,270.1	21.1%	1,607.4	26.6%
营业外收入	4.3	12.8	199.3%	8.7	-31.7%	8.6	-1.5%
营业外支出	4.7	3.1	-33.7%	3.0	-4.1%	3.6	20.5%
利润总额	867.9	1,058.3	21.9%	1,275.8	20.6%	1,612.4	26.4%
所得税	132.0	161.0	21.9%	194.1	20.6%	245.3	26.4%
净利润	735.9	897.3	21.9%	1,081.8	20.6%	1,367.1	26.4%
少数股东损益	226.4	276.1	21.9%	332.8	20.6%	420.6	26.4%
归属母公司净利润	509.5	621.2	21.9%	748.9	20.6%	946.5	26.4%
EBITDA	1,086.4	1,133.6	4.4%	1,344.4	18.6%	1,675.8	24.7%
EPS（摊薄）	0.49	0.59	21.9%	0.72	20.6%	0.91	26.4%
资产负债表（百万元）							
流动资产	3,432.9	4,583.2	33.5%	5,608.9	22.4%	6,809.5	21.4%
现金	1,249.5	3,174.0	154.0%	2,884.3	-9.1%	4,441.5	54.0%
应收账款	6.3	13.1	107.6%	32.1	145.0%	1.0	-97.0%
其它应收款	431.3	64.1	-85.1%	631.7	885.7%	254.7	-59.7%
预付账款	19.6	29.6	51.0%	29.1	-1.6%	34.6	18.9%
存货	1,709.0	1,290.4	-24.5%	2,019.2	56.5%	2,063.7	2.2%
其他	17.2	12.1	-29.7%	12.4	3.0%	13.9	11.8%
非流动资产	1,634.1	1,458.7	-10.7%	1,344.8	-7.8%	1,265.5	-5.9%
长期投资	-	-	-	-	-	-	-
固定资产	864.3	790.6	-8.5%	717.0	-9.3%	643.4	-10.3%
无形资产	287.1	258.4	-10.0%	229.8	-11.1%	201.1	-12.5%
其他	482.7	409.6	-15.2%	398.0	-2.8%	421.0	5.8%
资产总计	5,067.0	6,041.9	19.2%	6,953.7	15.1%	8,074.9	16.1%
流动负债	482.4	773.7	60.4%	762.8	-1.4%	667.0	-12.6%
短期借款	-	-	-	-	-	-	-
应付账款	43.1	99.5	130.9%	48.5	-51.3%	110.1	127.0%
其他	439.3	674.3	53.5%	714.3	5.9%	556.9	-22.0%
非流动负债	237.8	83.0	-65.1%	32.4	-61.0%	40.8	26.0%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
长期借款	230.8	-	-100.0%	-	-	-	-
其他	7.0	83.0	1087.4%	32.4	-61.0%	40.8	26.0%
负债合计	720.2	856.8	19.0%	795.2	-7.2%	707.9	-11.0%
少数股东权益	975.5	1,196.3	22.6%	1,529.2	27.8%	1,949.8	27.5%
归属母公司股东权益	4,346.8	5,010.9	15.3%	5,984.3	19.4%	7,192.9	20.2%
负债和股东权益	5,067.0	5,867.7	15.8%	6,779.5	15.5%	7,900.7	16.5%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	677.9	2,137.2	215.3%	-170.1	-108.0%	1,675.6	-1085.2%
净利润	735.9	621.2	-15.6%	748.9	20.6%	946.5	26.4%
折旧摊销	133.7	102.3	-23.5%	102.3	0.0%	102.3	0.0%
财务费用	2.6	-17.2	-762.7%	-28.0	62.6%	-33.9	20.9%
投资损失	-0.2	-	-100.0%	-	-	-	-
营运资金变动	-98.0	1,154.9	-1278.5%	-1,326.1	-214.8%	240.1	-118.1%
其它	-96.1	276.1	-387.4%	332.8	20.6%	420.6	26.4%
投资活动现金流	-317.6	14.6	-104.6%	-7.1	-148.7%	-0.1	-98.2%
资本支出	-7.9	14.6	-285.1%	-7.1	-148.7%	-0.1	-98.2%
长期投资	-1.5	-	-100.0%	-	-	-	-
其他	-308.2	-	-100.0%	-	-	-	-
筹资活动现金流	-1,031.5	-227.3	-78.0%	-112.5	-50.5%	-118.3	5.2%
短期借款	-	-	-	-	-	-	-
长期借款	30.8	-230.8	-849.6%	-	-100.0%	-	-
其他	-1,062.3	3.4	-100.3%	-112.5	-3370.6%	-118.3	5.2%
现金净增加额	-671.2	1,924.5	-386.7%	-289.7	-115.1%	1,557.2	-637.6%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

程培：毕业于上海交通大学，生物化学与分子学硕士。7 年医学检验行业工作经验，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859