



# 弘天生物(832979.OC)

## 弘天生物：业绩增长超预期，现金奶牛特征明显

2016年04月22日

### 投资要点

**买入(维持评级)**

目标价：38.1-50.8元

**分析师：付立春**

执业编号：S0300515120001  
电话：010-84938897  
邮箱：fulichun@lxsec.com

**研究助理：李国锋**

电话：010-64408919  
邮箱：liguofeng@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	8,415.69	12269.1	16789.6	21327.5
(+/-)	124.1%	45.79%	36.85%	27.03%
净利润	4123.2	5589.0	7378.5	8840.4
(+/-)	194.2%	35.55%	32.02%	19.81%
EPS(元)	0.86	1.16	1.54	1.84
股本(万)	4800	4800	4800	4800

资料来源：联讯证券研究所

### 相关研究

《弘天生物：冉冉兴起的细胞治疗全产业链布局新星》，2016.2.1

#### ◇ 事件：

2016年4月20日，弘天生物发布2015年报。2015年，公司实现营业收入8415.6万元，同比增长124.05%；实现归母净利润4123.2万元，同比增长194.22%，归母扣非净利润4024.3万元，同比增长187.16%。公司加权平均净资产收益率（扣非）63.91%，资产盈利能力强劲。

#### ◇ 点评：

**一、业务不断拓展升级，单一服务到套餐式服务，深挖客户价值。**公司业务线持续拓宽，服务内容不断创新。2013年主营业务以细胞委托培养业务为主，2015年业务拓展升级到细胞储存、细胞免疫分析、肿瘤预警和器官功能调理等高毛利业务。对单位客户提供丰富的细胞水平的健康管理业务，深挖客户价值。

**二、细胞免疫分析稳步增长，器官功能调理等新业务助力业绩飙升。**细胞免疫分析业务贡献营业收入4347.1万元，同比增长22.7%，毛利率88.1%，实现稳定增长，2015年新增两项健康管理业务：器官功能调理和肿瘤预警，分别贡献营收1409.4万元和2386.6万元，毛利率为95.1%和89.3%，细胞存储业务去年四季度才开展，实现营业收入199.1万元，毛利率较低，仅有17.6%，毛利率未来存较大上升空间。

**三、现金流强劲，现金奶牛特征明显。**客户以自然人为主，前五大客户营收仅占年销售收入的1.05%。公司主营业务现金流强劲，业务开展先预收款项，应收账款占比极小。经营活动现金净流量5262.9万元，销售现金比率0.625，净利润现金比率1.276，现金奶牛特征明显。公司期末货币资金6863.5万元，占总资产的55.58%，流动性充裕。

**四、“细胞存储-细胞培养-细胞治疗应用”，细胞治疗全产业链雏形成型。**弘天生物在细胞治疗全产业链的全产业链布局，目前基本形成了以北京大兴细胞生物样本库为基础的细胞存储，细胞培养和以细胞免疫分析、器官功能调理、肿瘤预警等健康管理业务为应用的细胞治疗全产业链布局，业务协同性优，构筑细胞治疗产业链闭环。

#### ◇ 未来三年盈利预测与公司估值

关键盈利假设：2016-2018年保守预测营收分别为1800/4000/6000万元；细胞委托培养维持现有业务规模不变；健康管理业务（包括细胞免疫分析、肿瘤预警和器官功能调理业务）未来三年营收增速为27%、22%和20%。不考虑股权融资摊薄，我们预测2016-2018年每股EPS 1.16/1.54/1.84元。估值以赛莱拉和中源协和为参考标的，给予弘天生物15-20倍的市销率（PS），基于我们对公司的未来盈利预测，我们上调2016年预测价格区间为38.1-50.8



元/股，对应公司 2016 年市盈率（PE）32-44 倍。

#### ✧ 风险提示

细胞治疗监管政策风险；市场营销、大股东高端客户资源导入不及预期；公司人才流失。



## 目 录

一、事件:	4
二、点评:	4
(一) 业务不断拓展升级, 单一服务到套餐式服务, 深挖客户价值	4
(二) 细胞免疫分析稳步增长, 器官功能调理等新业务助力业绩飙升	4
(三) 现金流强劲, 现金奶牛特征明显	5
(四) “细胞存储-细胞培养-细胞治疗应用”, 细胞治疗全产业链雏形成型	5
三、未来三年盈利预测	6
四、公司估值	7
五、风险提示	7

## 图表目录

图表 1: 弘天生物业务线拓展升级	4
图表 2: 2013-2015 年经营业绩持续飙升	5
图表 3: 2013-2015 年各业务毛利润贡献 (万元)	5
图表 4: 2015 年营业收入结构	5
图表 5: 2015 年各业务毛利率情况	5
图表 6: 未来三年盈利预测	6
图表 7: 可比公司估值参考	7



## 一、事件：

2016年4月20日，弘天生物发布2015年报。2015年，公司实现营业收入8415.6万元，同比2014年增长124.05%；实现归属母公司净利润4123.2万元，同比增长194.22%，归属母公司扣非净利润4024.3万元，同比增长187.16%。公司加权平均净资产收益率（扣非）63.91%，资产盈利能力强劲。

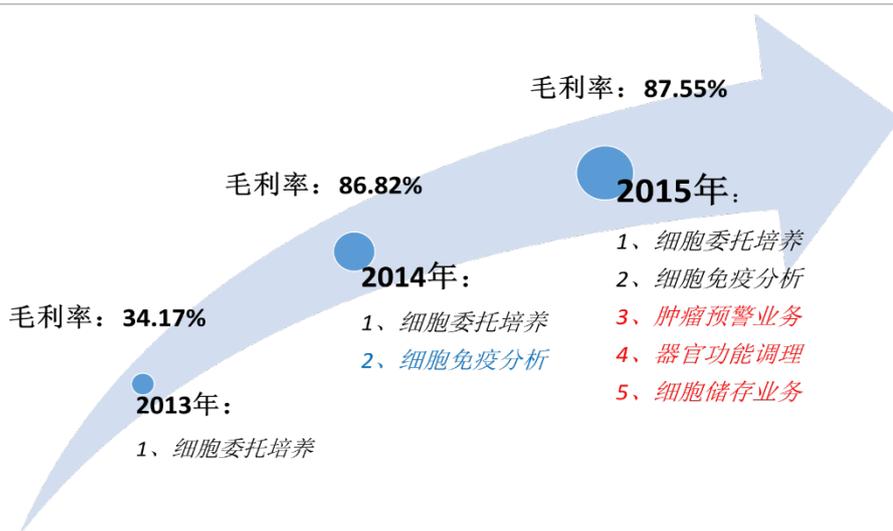
## 二、点评：

### （一）业务不断拓展升级，单一服务到套餐式服务，深挖客户价值

近年来公司业务线持续拓宽，服务内容不断创新。2013年，主营业务以低毛利、竞争激烈的细胞委托培养业务为主；2014年，依托大股东安杰玛集团旗下丰富的优质高端客户资源，着重发展高毛利、以免疫细胞分析为主的健康管理业务；2015年，公司继续丰富产品线，在原有细胞免疫分析和细胞委托培养业务基础上，新拓展肿瘤预警和器官功能调理等高毛利业务，并且2015年新投产的大兴免疫细胞存储库，公司新增了细胞储存业务。

对单位客户提供丰富的细胞水平的健康管理业务，深挖客户价值。公司客户性质由2013年的各大医院向主要以个人客户为主转变，产品线的丰富，能对客户提供多种形式健康管理服务，有效提升公司毛利率水平。

图表1：弘天生物业务线拓展升级



资料来源：公司公告，联讯证券

### （二）细胞免疫分析稳步增长，器官功能调理等新业务助力业绩飙升

2015年，公司实现营业收入8415.6万元，同比增长124.05%，2013年-2015年，营业收入年复合增长率288.8%；实现归属母公司净利润4123.2万元，同比增长194.22%。

2015年公司原有细胞免疫分析业务贡献营业收入4347.1万元，同比增长22.7%，毛利率88.1%，实现稳定增长，低毛利的细胞委托培养业务逐渐萎缩。公司新增两项健康管理业务：器官功能调理和肿瘤预警，当年分别贡献营业收入1409.4万元和2386.6万元。器官功能调理和肿瘤预警业务为高毛利率业务，毛利率为95.1%和89.3%，细胞



存储业务去年四季度才开展，实现营业收入 199.1 万元，毛利率较低，仅有 17.6%，毛利率未来存较大上升空间。

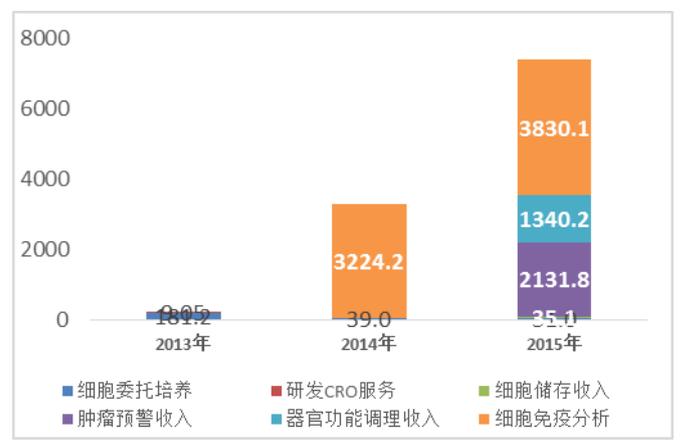
公司主要围绕自然人客户量身打造细胞水平健康管理各项服务，高毛利的创新业务助力公司营收和利润飙升。

图表2： 2013-2015 年经营业绩持续飙升



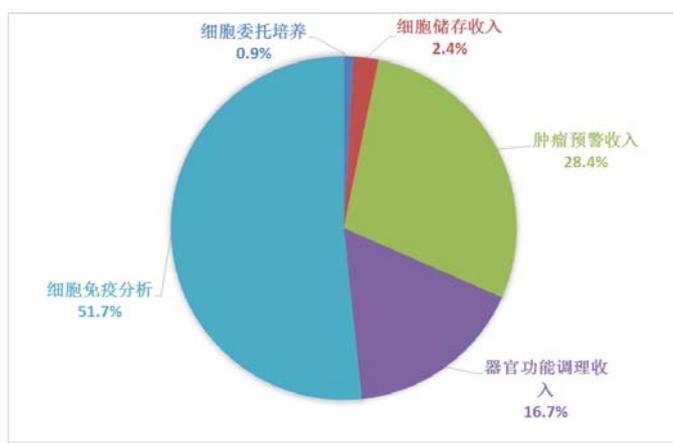
资料来源：联讯证券

图表3： 2013-2015 年各业务毛利润贡献 (万元)



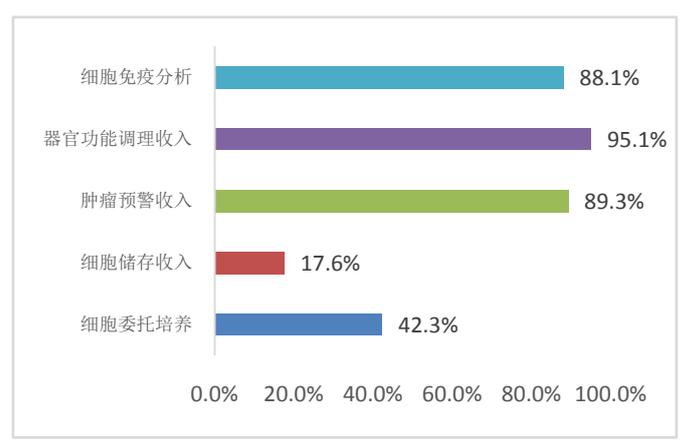
资料来源：公司年报，联讯证券

图表4： 2015 年营业收入结构



资料来源：公司公告，联讯证券

图表5： 2015 年各业务毛利率情况



资料来源：联讯证券

### (三) 现金流强劲，现金奶牛特征明显

公司主营业务为细胞免疫分析、肿瘤预警、器官功能调理等健康管理业务，客户比较分散，以自然人为主，前五大客户营收仅占年销售收入的 1.05%。

公司主营业务现金流强劲，业务开展先预收款项，应收账款占比极小。经营活动现金净流量 5262.9 万元，销售现金比率 0.625，净利润现金比率 1.276，现金奶牛特征明显。公司期末货币资金 6863.5 万元，占总资产的 55.58%，流动性充裕。

### (四) “细胞存储-细胞培养-细胞治疗应用”，细胞治疗全产业链雏形成型

弘天生物在细胞治疗产业链的全产业链布局，目前基本形成了以北京大兴细胞生物样本库为基础的细胞存储，细胞培养和以细胞免疫分析、器官功能调理、肿瘤预警等健



健康管理业务为应用的细胞治疗全产业链布局,业务协同性优,构筑细胞治疗产业链闭环。

细胞存储业务于2015年四季度刚刚开展,总储存量32万份的细胞库已经投入运营,总容量为100万人份的细胞生物样本库二期工程已投入建设,为细胞储存业务的进一步战略扩张奠定良好的基础。公司细胞治疗应用服务积极创新,目前形成了肿瘤预警、细胞免疫分析、器官功能调理等多项细胞层面的健康管理业务。大股东安杰玛集团旗下丰富的高端客户资源,为公司高端客户导入提供坚实基础。

公司业务涵盖“细胞存储-细胞培养-细胞治疗应用”,细胞治疗全产业链雏形成型。

### 三、未来三年盈利预测

关键盈利假设:

- 细胞储存业务:维持我们原有预测,综合考虑大股东旗下安杰玛集团丰富的高端疗养会所客户资源导入优势和细胞存储业务递延确认收入特点(前期处理费用一次性确认收入+细胞储存费用分年递延确认,免疫细胞储存报价约10万/人份,储存20年),2016-2018年保守预测营收分别为1800万元(新增100-200人份细胞储存,4000万元(新增400-500人份免疫细胞储存)和6000万元(新增约500-600人份免疫细胞储存)。
- 细胞培养业务:细胞委托培养业务客户群体是大中型医院,竞争激烈,公司议价能力较低,维持现有业务水平。
- 健康管理业务:细胞免疫分析业务上线次年增速22.7%,预计未来三年业务增速将保持25%、20%和20%。考虑到公司健康管理各业务客户重合性、相似性,参考细胞免疫分析的增速,我们预计肿瘤预警和器官功能调理业务未来三年增速将为30%、25%和20%。综合考虑,我们预计健康管理业务(包括细胞免疫分析、肿瘤预警和器官功能调理业务)未来三年营收增速为27%、22%和20%。

图表6: 未来三年盈利预测

单位: 万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3756.2	8,415.69	12269.1	16789.6	21327.5
增长率 YoY		124.05%	45.79%	36.85%	27.03%
其中: 细胞储存业务		199.1	1800	4000	6000
细胞委托培养业务	213.3	73.2	100	100	100
健康管理业务(免疫功能分析、肿瘤预警、器官功能调理)	3542.9	8143.4	10369.1	12689.6	15227.5
营业成本	495.0	1047.4	1595.0	2518.4	3839.0
毛利率	86.80%	87.55%	87.00%	85.00%	82.00%
销售费用	280.4	980.02	1472.3	2014.8	2559.3
管理费用	858.1	1,747.5	2576.5	3525.8	4478.8
财务费用	0.3	65.86	50.0	50.0	50.0
利润总额	1898.6	4654.6	6575.3	8680.6	10400.5
所得税	497.2	531.38	986.3	1302.1	1560.1
归属母公司净利润	1401.4	4123.2	5589.0	7378.5	8840.4
净利润增长率 YoY		194.22%	35.55%	32.02%	19.81%



全面摊薄 EPS (元)	0.47	0.86	1.16	1.54	1.84
参考股本 (万股)	3,000	4,800	4,800	4,800	4,800

资料来源: Wind, 联讯证券

#### 四、公司估值

目前,在 A 股上市,纯粹以细胞产业为主营业务的公司只有中源协和(600645.SH),中源协和涵盖细胞储存、细胞培养和细胞治疗运用全产业链,与弘天生物未来两年业务布局比较接近;开能环保、姚记扑克等虽然介入细胞产业,但是营收贡献极小,仍以原有业务为主,估值缺乏参考性。

新三板细胞产业公司较多,有赛莱拉(831049.OC)、天晴股份(832035.OC)、顺昊生物(833686.OC)等公司,赛莱拉主营业务以干细胞储存、干细胞和免疫细胞培养和干细胞抗衰老医疗美容为主,产业布局与弘天生物接近,交易方式为做市交易,成交量相对较好,市场估值具有一定参考性;天晴股份为做市交易,顺昊生物为协议交易,二者成交量稀少,估值缺乏参考性。

以赛莱拉和中源协和为估值参考(以 2016 年 4 月 22 日收盘价做基准)。

图表7: 可比公司估值参考

公司名称	PE (TTM)	PB (LF)	PS(TTM)
中源协和(600645)	73.7	9.79	21.88
赛莱拉(831049)	71.1	8.02	14.67

资料来源: Wind, 联讯证券

给予弘天生物 15-20 倍的市销率(PS),基于我们对公司的未来盈利预测,我们上调 2016 年预测价格区间为 38.1-50.8 元/股,对应公司 2016 年市盈率(PE) 32-44 倍。

#### 五、风险提示

细胞治疗监管政策风险;市场营销、大股东高端客户资源导入不及预期;公司人才流失。



## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。