

天坛生物 (600161.SH)

国内血制品龙头企业, 有望迎来新发展周期

核心观点:

- **十四五规划拉开序幕, 血制品行业步入新发展周期。**浆站数量是决定国内血制品供给即采浆量的核心要素, 2021 年为十四五规划开局之年, 我们判断未来两年是新浆站获批的重要时间窗口, 预计未来几年国内采浆量增长有望提速, 血制品行业将步入新发展周期。采浆资源禀赋是评判血制品公司的第一维度, 决定企业的未来成长空间。采浆资源禀赋比较考验政府公关能力, 国企或央企背景拥有较强的优势。
- **公司采浆资源禀赋位于国内第一梯队, 未来成长空间较大。**根据企业年报披露, 截止至 2020 年底公司共有 59 个浆站 (包括分浆站), 其中在营浆站 55 个、在建浆站 4 个, 全年实现采浆量约 1714 吨, 位居国内第一位。自 2017 年以来, 公司新浆站拓展、总采浆量及单浆站采浆效率持续增长。公司采浆资源禀赋位于国内第一梯队, 有望于十四五规划期间拓展较多浆站, 未来成长空间较大。
- **伴随着规模效应与产品批文不断增加, 公司吨浆利润有望获得进一步提升。**近年来, 公司吨浆收入维持在 200 万左右, 吨浆量利润稳定在 50-60 万。吨浆利润主要取决于吨浆产值, 而吨浆产值又主要取决于产品批文数量。目前, 成都蓉生人凝血酶原复合物已获得生产批文, 人凝血因子 VIII 处于上市申请补充材料审批中, 纤原与层析静丙、重组凝血因子 VIII 正开展临床, 重组人活化凝血因子 VIIa 按计划推进, 预计上述在研产品陆续上市后, 公司吨浆产值与吨浆利润有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.61 亿元、9.37 亿元、11.74 亿元。综合参考业内可比公司 2021 年平均 PE 以及公司业务类型与行业地位, 公司 2021 年合理 PE 约 85 倍, 对应合理价值约 46.75 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**新浆站拓展不达预期; 终端学术推广不达预期; 疫情进展影响采浆工作的正常开展。

盈利预测:

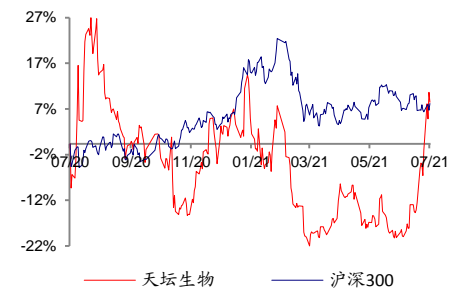
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,282	3,446	3,842	4,495	5,363
增长率 (%)	12.0	5.0	11.5	17.0	19.3
EBITDA (百万元)	1,157	1,191	1,376	1,699	2,138
归母净利润 (百万元)	611	639	761	937	1,174
增长率 (%)	19.9	4.6	19.1	23.2	25.2
EPS (元/股)	0.58	0.51	0.55	0.68	0.85
市盈率 (P/E)	47.80	81.86	78.86	64.02	51.12
ROE (%)	15.5	14.1	8.8	9.8	10.9
EV/EBITDA	24.36	43.11	39.69	31.84	24.89

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	43.70 元
合理价值	46.75 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-16

相对市场表现



分析师: 孔令岩



SAC 执证号: S0260519080001



010-59136619



konglingyan@gf.com.cn

分析师: 罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671

luojiarong@gf.com.cn

请注意, 孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

天坛生物 (600161.SH):业绩 2021-04-27
符合预期, 看好公司未来成长空间

天坛生物 (600161.SH):业绩 2020-10-28
符合预期, 血制品业务季度环比改善明显

天坛生物 (600161.SH):疫情 2020-08-28
致业绩有所下滑, 下半年有望恢复正常

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、十四五规划拉开序幕，血制品行业步入新发展周期	4
（一）新开浆站数量决定未来采浆量增速，未来两年是新浆站获批的重要时间窗口	4
（二）采浆资源禀赋是评价血制品公司未来成长空间的第一维度	5
（三）中长期看国内血制品需求仍有较大提升空间	7
二、天坛生物：国内血制品龙头公司，有望迎来经营拐点	8
（一）公司为国药集团旗下血制品业务平台	8
（二）采浆量规模位居国内第一，凭借着较强资源禀赋未来有望保持快速增长	10
（三）伴随着规模效应以及产品批文陆续增加，公司吨浆利润有望获得大幅提升 ..	11
三、盈利预测与投资建议	12
四、风险提示	12

图表索引

图 1: 2020 年国内单采浆站数量及分布情况.....	4
图 2: 国内历年采浆量与浆站数量情况以及血制品上市公司历年浆站数量 (个) .	5
图 3: 近年来国内重点城市样本医院人血白蛋白与静丙销售额情况.....	7
图 4: 公司股权图.....	8
图 5: 公司历年收入增速情况	9
图 6: 公司历年归母净利润增长情况	9
图 7: 公司非公开发行股票募投项目情况	9
图 8: 公司历年采浆量增长情况.....	10
图 9: 公司历年浆站数量情况	10
图 10: 公司在营浆站历年平均采浆量情况	10
图 11: 公司历年吨浆收入与利润情况.....	11
表 1: 国内血制品公司历年浆站数量 (包含获得批文待建、在建浆站与分浆站, 个)	6
表 2: 国内血制品公司历年采浆量概况 (吨)	6
表 3: 公司研发管线.....	12
表 4: 可比公司估值表	12

一、十四五规划拉开序幕，血制品行业步入新发展周期

(一) 新开浆站数量决定未来采浆量增速，未来两年是新浆站获批的重要时间窗口

血制品是具有资源属性的行业，其供给主要受到浆站数量、献浆频率、血浆综合利用效率、进口限制、重组血制品替代等多重因素的影响，其中浆站数量是决定国内血制品供给即采浆量的核心要素。新设浆站运营4~5年后逐渐成熟，后续采浆节奏增速将逐步放缓，因此国内新开浆站数量对维持采浆量增长起到重要作用。根据Grifols披露，截止2020年底国内在营浆站数量约270个，浆站主要分布于四川、广东、广西以及江西、湖南、湖北等华中地区。

图1：2020年国内单采浆站数量及分布情况



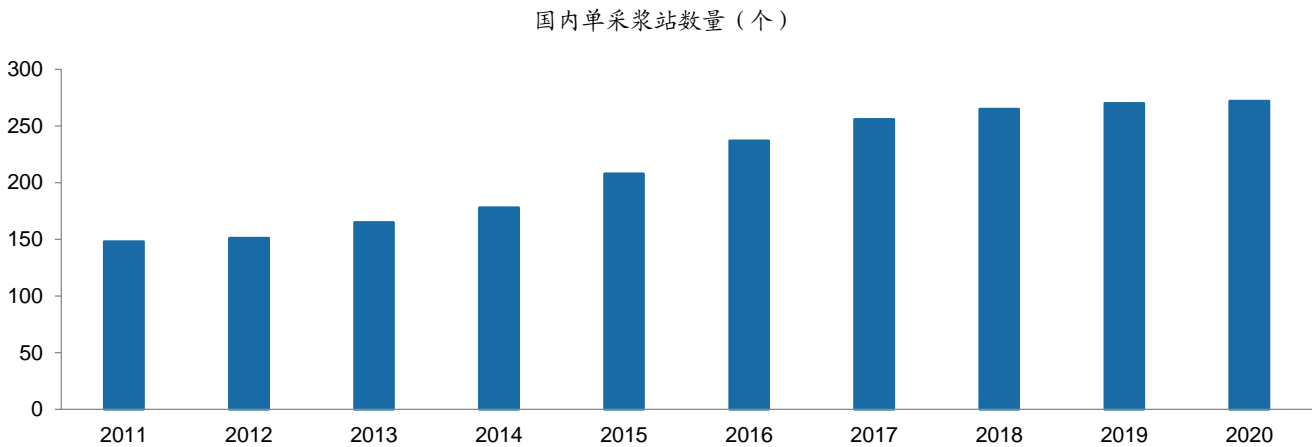
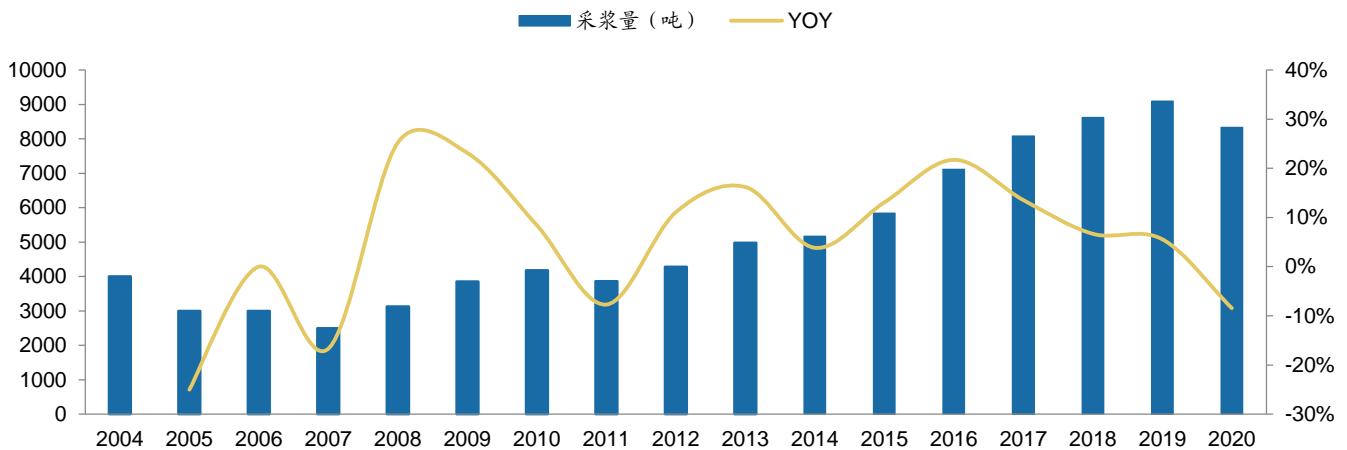
数据来源：Grifols，广发证券发展研究中心

2012年初卫生部提出“血液制品倍增计划”之后，国内新设浆站节奏开始加速，后续十三五规划拉开序幕，2015年至2017年国内部分省份新设浆站指标较为充裕，浆站数量保持快速增长，2018年至2020年伴随着剩余指标不断减少致新开浆站节奏逐渐放缓。

国内采浆量增速与新开浆站数量增速基本匹配。2015年至2017年国内采浆量增速维持两位数以上增长，然而由于近两年新开浆站数量较少、行业政策收紧（广州将取消居住证献浆、献浆年龄段收窄）、新冠疫情等多重因素，2018年至2020年国内采浆量增速有所放缓。据PPTA统计，2020年国内血液制品全行业原料血浆采集量约为8300吨，较上年同期下降约9%。

2021年为十四五规划开局之年，我们判断未来两年是新浆站获批的重要时间窗口，预计未来几年国内采浆量增长有望提速，血制品行业将步入新发展周期。

图2: 国内历年采浆量与浆站数量情况以及血制品上市公司历年浆站数量(个)



数据来源: PPTA、wind 等, 广发证券发展研究中心

(二) 采浆资源禀赋是评价血制品公司未来成长空间的第一维度

国内血制品行业的发展主要依赖于头部公司的成长性。一方面, 国内血制品行业进入壁垒较高, 再无新进入者。为了实行血液制品生产企业总量控制, 从2001年起国内政策规定不再批准新的血液制品生产企业; 另一方面, 国内新设浆站标准较高, 资源向优势企业倾斜。申请新增浆站的企业必须满足不少于6个品种(承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于5个品种), 且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品的标准, 国内仅头部等十几家企业符合条件, 数量仅占不到国内血制品生产企业数目的一半。

我们认为评判血制品公司未来成长性的核心维度主要为采浆能力(采浆资源禀赋)与经营效率(吨浆利润)。吨浆利润主要取决于吨浆产值, 吨浆产值主要依赖于产品批文数量, 产品批文的增加是研发周期与研发投入的问题, 对于国内头部血制品公司而言并不存在较大的壁垒与难度。然而, 血制品为资源属性行业且国内相关产品同质化程度较大, 因此我们认为采浆资源禀赋是评判血制品公司的第一维度, 决定企业的未来成长空间。

采浆资源禀赋比较考验血制品公司的政府公关能力, 国企或央企背景拥有较强

的优势，如近三年天坛生物的新开浆站数量占行业总量的大部分。在此视角下，我们认为背靠国药集团的天坛生物与华润医药即将入主的博雅生物采浆资源禀赋位居国内第一梯队，未来具有较大的增长潜力。

表1: 国内血制品公司历年浆站数量 (包含获得批文待建、在建浆站与分浆站, 个)

公司名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
成都蓉生	18	18	18	19	21	21	21	21
上海血制	6	6	7	7	9	9	9	9
天坛生物	9	9	10	10	12	15	15	15
兰州血制	7	8	8	9	9	9	11	12
贵州血制	2	2	2	2	2	2	2	2
合计	42	43	45	47	53	56	58	59
华兰生物	7	8	8	9	10	10	10	10
重庆	7	7	12	14	14	14	15	15
合计	14	15	20	23	24	24	25	25
泰邦生物	8	10	11	12	13	15	16	16
贵州泰邦	2	2	2	2	2	2	3	3
西安回天	3	3	3	3	3	3	3	3
合计	10	12	13	14	15	17	19	19
上海莱士	12	12	15	17	17	19	20	20
郑州莱士	2	2	2	2	2	2	2	2
同路生物	10	14	14	14	18	18	18	18
浙江海康			2	2	2	2	2	2
合计	14	28	33	35	39	41	42	42
博雅生物	5	5	8	10	12	12	12	13
广东丹霞	3	9	15	26	26	26	26	26
双林生物	5	5	5	8	11	13	13	13
派林生物	-	-	-	-	-	-	-	19
新疆德源	-	-	-	-	-	-	-	5
合计	5	5	5	8	11	13	13	37
卫光生物	7	7	7	7	7	8	8	8

数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

表2: 国内血制品公司历年采浆量概况 (吨)

公司名称	2016	2017	2018	2019	2020
天坛生物	1171	1402	1568	1706	1714
华兰生物	1027	1076	977	1019	1014
泰邦生物	889	926	1000	1098	1100
上海莱士	900	1080	1180	1230	1200
博雅生物	256	320	350	372	378
派林生物	302	349	400	460	400
卫光生物	319	340	370	392	383

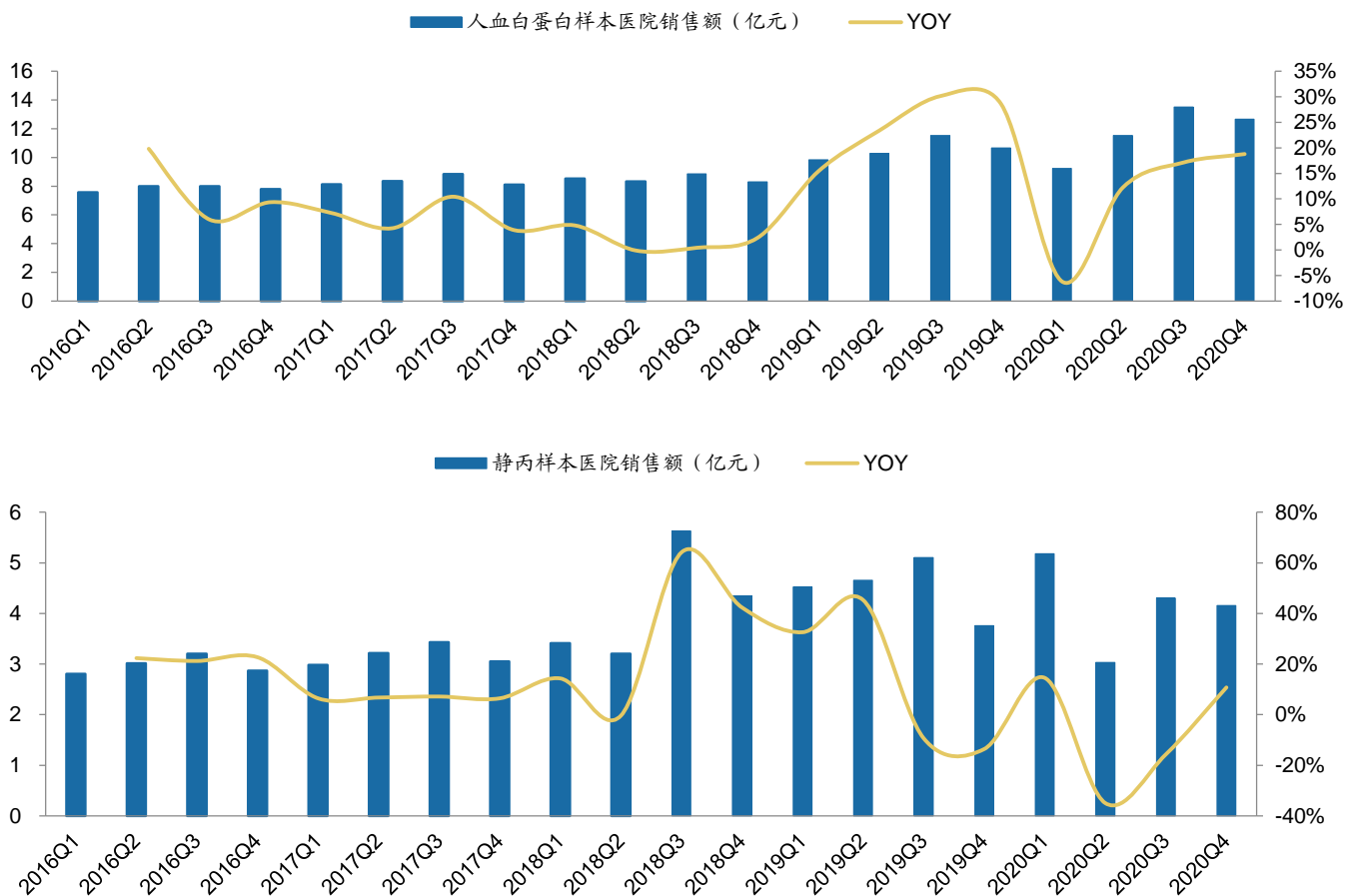
数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心 *派林生物仅考虑双林生物本部采浆量情况, 16、17年天坛生物为追溯统计口径

(三) 中长期看国内血制品需求仍有较大提升空间

中长期来看，国内血制品仍存在较大提升空间。根据PPTA披露，国内人血白蛋白人均用量虽然已接近欧洲、日本，然而仍较美国具有一定差距，中国为肝病大国，国内人血白蛋白适应症较为明确、市场教育充分，近年来仍保持稳定增长；静丙、八因子、PCC等品种的人均用量仍较欧美差距明显，未来伴随着学术推广不断推进以及供给端提升，未来国内血制品终端销售增长仍有较大提升空间。

血制品的各品类均为临床必需品种，长期来看静丙有望成为行业增长第二驱动力。根据PDB重点城市样本医院数据显示，近几个季度以来血制品终端需求仍已恢复到10%以上增长。人血白蛋白是国内血制品中唯一允许进口的品种，供需相对平衡，预计未来将保持稳定增长。然而静丙由于此前临床学术推广少、医生处方习惯等问题，人均用量较欧美差距较大，市场潜力尚未被挖掘。静丙与白蛋白均为吨浆产值近百万左右的大品种，未来伴随着国内头部公司在静丙学术推广方面不断加大投入，静丙后续有望成为国内血制品行业增长的第二驱动力。

图3：近年来国内重点城市样本医院人血白蛋白与静丙销售额情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

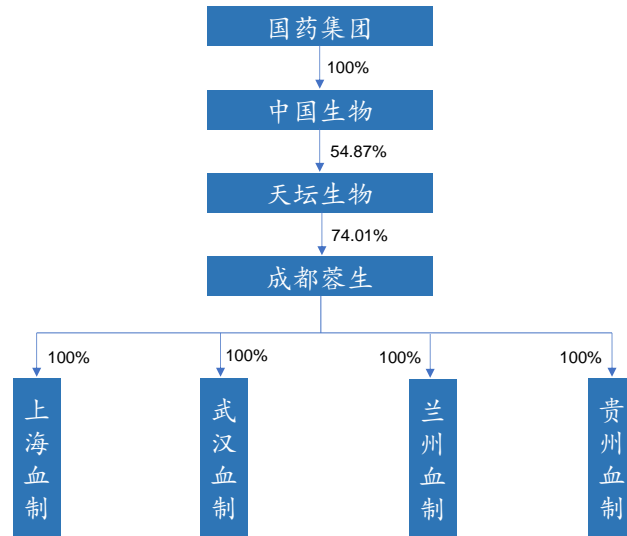
二、天坛生物：国内血制品龙头公司，有望迎来经营拐点

（一）公司为国药集团旗下血制品业务平台

天坛生物于1998年上市，主营业务为血液制品的研发、制造、销售及咨询服务。经过2010年、2017年两次重大资产重组后，天坛生物成为中国生物旗下唯一的血液制品专业公司。天坛生物拥有成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制五家血液制品生产企业。目前，在全国十四个省、自治区拥有50余个单采血浆采集基地，2020年实现采浆量约1714吨，规模位居国内第一位。

公司为国药集团旗下血制品业务平台，目前持有核心子公司成都蓉生约74.01%股权。公司于今年上半年完成非公开发行股票，利用部分募集资金向成都蓉生增资金额为25.4亿元，成都蓉生向上海血制、兰州血制增资金额分别为10.9亿元、9.6亿元，由此公司持有成都蓉生股权从69.47%提升至74.01%。

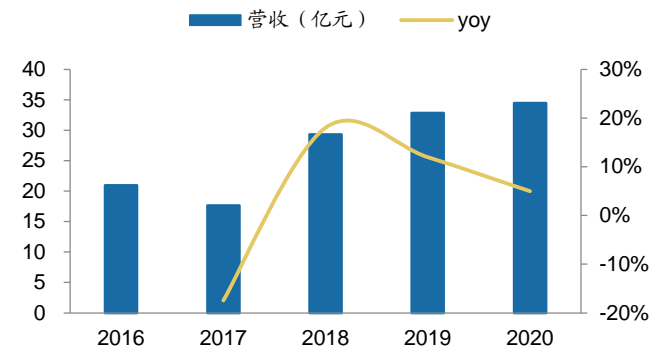
图4：公司股权图



数据来源：公司关于对成都蓉生增资暨关联交易以及成都蓉生对全资子公司增资的进展公告，广发证券发展研究中心

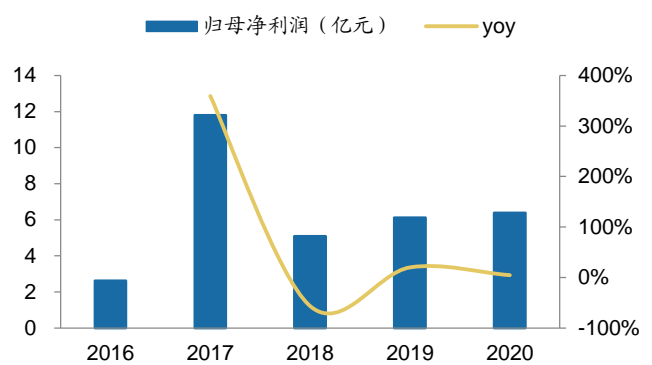
公司自2017年重大资产重组后开始聚焦血制品业务，近年来公司收入与归母净利润保持稳定增长。2020年公司实现营收34.46亿元（同比+4.99%，以下均为同比口径）、归母净利润6.39亿元（+4.57%）、扣非归母净利润6.24亿元（+2.36%）。根据公司2021年中报业绩预告披露，2021年上半年公司实现收入18.11亿元（+16.5%）、归母净利润3.39亿元（+19.64%）、扣非归母净利润3.34亿元（+20.5%）。我们认为十四五规划已拉开序幕，血制品行业步入新发展周期，公司资源禀赋位居业内第一梯队，有望在采浆量与吨浆利润两方面获得大幅提升，迎来经营拐点。

图5: 公司历年收入增速情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图6: 公司历年归母净利润增长情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司于今年上半年完成非公开发行股票, 募投项目主要用于新产能建设与研发投入。目前, 公司下辖成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制五家血液制品生产企业, 目前生产规模设计产能达2000吨以上, 处于国内领先地位。公司为实现可健康持续发展, 成都蓉生在成都天府国际生物城园区投资新建永安基地, 上海血制在云南省滇中新区投资新建云南基地, 兰州血制在兰州市国家高新技术开发区投资新建兰州基地, 上述三个血液制品生产基地设计产能均为1200吨, 产品包含白蛋白、球蛋白和因子类产品, 随着未来逐步建成投产, 公司将拥有三个单厂投浆能力超千吨的血液制品生产基地, 生产规模进一步扩大, 并且将通过内部资源的调配和共享, 充分发挥协同效应, 不断提升血液制品业务的经营质量和效益。

根据公司2020年报披露, 成都蓉生永安血制项目已完成安装工程及工艺、设备等验证工作, 已开始投浆试生产(工艺验证), 预计2021年底或2022年初正式投入使用; 成都蓉生重组凝血因子生产车间项目已完成施工勘察工作; 上海血制云南项目综合车间、分离车间、动力中心及动物房主体结构均已封顶, 宿舍楼和办公质检楼在进行结构施工, 综合车间、分离车间机电安装已开始安装施工。

图7: 公司非公开发行股票募投项目情况

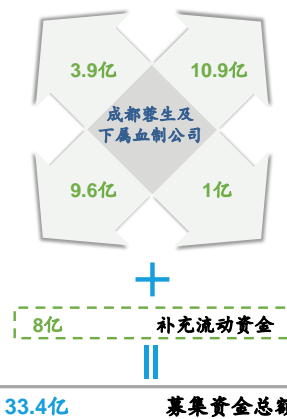
募投项目情况

成都蓉生重组凝血因子生产车间

- 系国内首家重组人凝血因子VIII进入III期临床的血液制品企业
- 预计2023年获批, 同年投产

兰州血制产业化基地

- 建设产能年投浆量1,200吨
- 拟生产品类: 白蛋白、静丙、PCC
- “兰生”品牌优势显著, 突破兰州血制多年产能扩张瓶颈



上海血制云南生物制品产业化基地

- 建设产能年投浆量1,200吨
- 拟生产品类: 白蛋白、静丙、纤原、PCC
- 云南省内浆站持续扩建, 浆源充分保障

成都蓉生血液制品临床研究项目

- 在研项目: 重组人凝血因子VIII, 层析静丙, 纤原
- 均已进入III期临床阶段
- 科研人才储备丰富, 研发进度符合预期

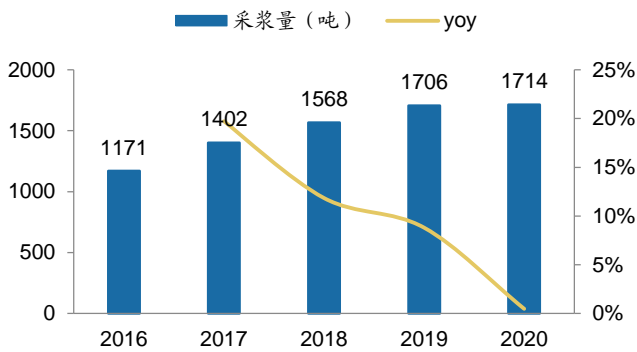
数据来源: 公司非公开发行股票方案公告, 广发证券发展研究中心

(二) 采浆量规模位居国内第一，凭借着较强资源禀赋未来有望保持快速增长

2018年初公司完成重大资产重组后，公司的采浆量稳步增长。2017年到2019年，采浆量复合增速约10.32%，而同期全行业采浆量复合增速约6.90%。2020年以来新冠疫情下对下属采浆工作和血制品公司的投浆工作带来一定影响，然而全年仍保持增长趋势。根据公司年报披露，2020年公司实现采浆量约1714吨，规模位居国内第一位。

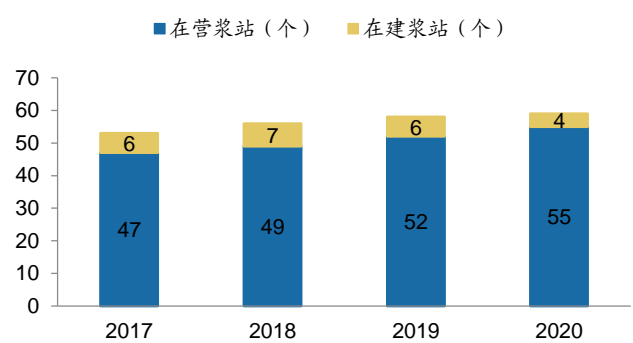
截止至2020年底，公司共有59个浆站（包括分浆站），其中在营浆站55个、在建浆站4个，新浆站数量占比位居业内前列，采浆量保持较快增长潜力。2019年公司在营浆站平均采浆量为32.81吨/家，较2017年提高了2.98吨/家，2020年平均采浆量有所下滑主要系新浆站增量贡献较小以及疫情影响。自2017年以来，公司新浆站拓展、总采浆量及单浆站采浆效率持续增长，进一步巩固行业龙头地位。

图8：公司历年采浆量增长情况



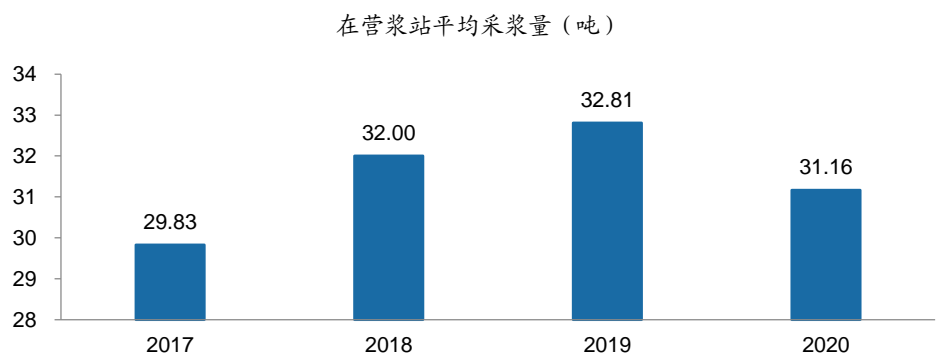
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图9：公司历年浆站数量情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图10：公司在营浆站历年平均采浆量情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

血制品行业拥有较强的资源属性，优质、充足的血浆资源是公司核心竞争力的基础。2021年为十四五规划开局之年，我们判断未来两年是新浆站获批的重要时间窗口，预计未来几年国内采浆量增长有望提速，血制品行业将步入新发展周期。公司有望充分发挥中国生物央企股东背景、与地方政府友好的合作关系、血源管理中

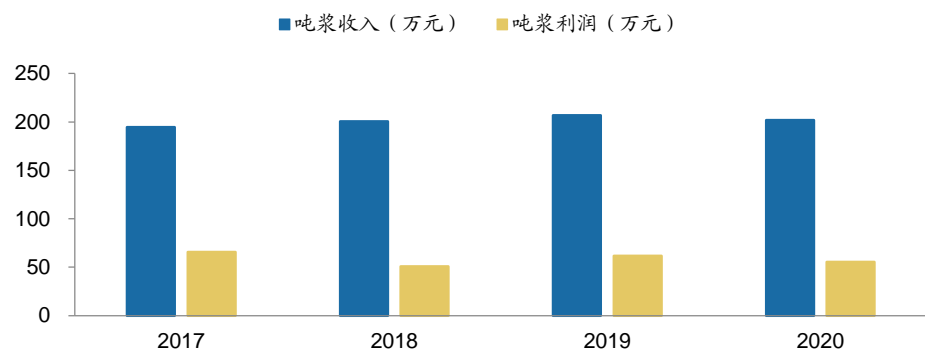
心规模化统筹运营、丰富的浆站管理经验、健全的浆站站长培育制度等多方面优势，实现浆站数量的进一步扩充和采浆量的稳健提升。既往经验证明，公司在新开浆站方面拥有较强的资源禀赋，未来将持续巩固行业龙头地位。

2020年6月11日公司公告，董事会决议同意统一新设6个浆站，主要包括睢宁上生、临城上生、环县兰生、民乐兰生、宁县兰生、镇原兰生。

（三）伴随着规模效应以及产品批文陆续增加，公司吨浆利润有望获得大幅提升

近年来，公司吨浆收入维持在200万左右，吨浆量利润稳定在50-60万。吨浆利润主要取决于吨浆产值与规模效应：一方面吨浆产值取决于产品批文数量，公司的吨浆收入主要依赖于人血白蛋白与静丙销售。根据中检院披露，2020年子公司成都蓉生具有批签发记录的产品主要有人血白蛋白、静丙、人免疫球蛋白、破免、乙免，武汉血制主要有人血白蛋白、静丙、狂免、破免、乙免，上海血制主要有人血白蛋白、静丙、八因子，兰州血制主要有人血白蛋白、静丙，贵州血制主要有人血白蛋白、静丙；另一方面，2020年公司在营浆站平均采浆量约31吨左右，仍略低于行业平均水平，规模效应尚未显现，伴随着公司不断加强输出管理以及激励到位，公司经营效率有望逐渐提升。

图11：公司历年吨浆收入与利润情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司正积极推进重点项目研发进度，其中2020年成都蓉生的人凝血酶原复合物获得药品注册证书；成都蓉生注射用重组人凝血因子VIII、静注人免疫球蛋白（pH4、10%）（层析法）、静注巨细胞病毒人免疫球蛋白、人纤维蛋白原和兰州血制人凝血酶原复合物均已进入III期临床研究；成都蓉生的注射用重组人凝血因子VIIa、皮下注射人免疫球蛋白申报临床并获得受理，其他研发课题在有序推进中；兰州血制的人凝血酶原复合物正开展临床III期。未来，伴随着公司在研产品陆续上市，公司吨浆收入与吨浆利润有望持续获得提升。

表3: 公司研发管线

序号	血制公司	研发项目	研发阶段	进展情况
1		重组人活化凝血因子 VII	临床研究	取得临床试验批准通知
2		重组人凝血因子 VIII	临床试验	开展 III 期临床试验
3		静注人免疫球蛋白 (pH4、10%) (层析法)	临床试验	开展 III 期临床试验
4	成都蓉生	人凝血酶原复合物	申报生产	获得药品注册证书
5		人凝血因子 VIII	申报生产	完成注册临床现场核查, 正在审评中
6		人纤维蛋白原	临床试验	开展 III 期临床试验
7		静注巨细胞病毒人免疫球蛋白	临床试验	已完成 II 期临床试验, 待开展 III 期临床试验
8		皮下注射人免疫球蛋白 (注射液)	临床前研究	药品临床试验受理通知书
9	兰州血制	人凝血酶原复合物	临床试验	开展 III 期临床试验
10	上海血制	人纤维蛋白原	上市后变更	准备补充申请资料

数据来源: 公司 2020 年报、广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

公司拥有较强的采浆潜力与终端推广能力, 未来伴随着采浆量与管理效率提升、新产能投产以及品种批文的增加, 吨浆利润存在较大的提升空间, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.61 亿元、9.37 亿元、11.74 亿元。综合参考业内可比公司 2021 年平均 PE 以及公司业务类型与行业地位, 公司 2021 年合理 PE 约 85 倍, 对应合理价值约 46.75 元/股, 给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值表

证券简称	收盘价	EPS (元/股)		PE (倍)		预测净利润增速 (%)		PEG
	(元)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E
派林生物	38.06	0.65	0.91	58.55	41.82	154.75	39.99	0.38
博雅生物	41.25	0.95	1.19	43.42	34.66	57.86	25.46	0.75
康泰生物	149.57	1.68	2.84	89.03	52.67	69.96	68.94	1.27

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 *最新收盘价日期为 2021 年 7 月 15 日, 以上可比公司盈利均为 wind 一致预测

四、风险提示

新浆站拓展不达预期; 终端学术推广不达预期; 疫情进展影响采浆工作的正常开展。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,046	4,656	8,489	9,366	10,740	经营活动现金流	642	702	1,776	1,325	1,657
货币资金	1,413	1,748	5,987	6,498	7,389	净利润	894	943	1,092	1,349	1,684
应收及预付	659	716	503	588	700	折旧摊销	135	142	144	211	275
存货	1,949	2,172	1,974	2,251	2,617	营运资金变动	-361	-378	505	-266	-333
其他流动资产	25	21	25	29	34	其它	-26	-5	35	31	31
非流动资产	2,268	2,885	3,382	3,955	4,416	投资活动现金流	-566	-620	-641	-784	-736
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-509	-608	-641	-784	-736
固定资产	820	970	1,402	1,862	2,227	投资变动	-55	-11	0	0	0
在建工程	740	1,030	1,130	1,230	1,330	其他	-1	-1	0	0	0
无形资产	293	252	252	252	252	筹资活动现金流	87	254	3,105	-31	-31
其他长期资产	415	633	598	610	606	银行借款	169	400	-200	0	0
资产总计	6,314	7,541	11,871	13,321	15,156	股权融资	2	2	3,340	0	0
流动负债	652	939	838	938	1,089	其他	-84	-147	-35	-31	-31
短期借款	0	200	0	0	0	现金净增加额	164	336	4,239	511	890
应付及预收	205	46	116	111	141	期初现金余额	1,249	1,412	1,748	5,987	6,498
其他流动负债	447	693	721	827	948	期末现金余额	1,412	1,747	5,987	6,498	7,389
非流动负债	485	571	571	571	571						
长期借款	401	475	475	475	475						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	85	96	96	96	96						
负债合计	1,137	1,510	1,408	1,509	1,660						
股本	1,045	1,254	1,373	1,373	1,373						
资本公积	275	275	3,496	3,496	3,496						
留存收益	2,619	2,989	3,750	4,687	5,861						
归属母公司股东权益	3,939	4,518	8,619	9,556	10,730						
少数股东权益	1,238	1,513	1,844	2,256	2,766						
负债和股东权益	6,314	7,541	11,871	13,321	15,156						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,282	3,446	3,842	4,495	5,363
营业成本	1,646	1,734	1,921	2,221	2,617
营业税金及附加	34	37	38	45	54
销售费用	231	249	257	292	338
管理费用	229	257	278	315	358
研发费用	119	120	115	135	134
财务费用	-22	-30	-23	-63	-73
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
营业利润	1,047	1,105	1,255	1,551	1,936
营业外收支	-4	0	0	0	0
利润总额	1,043	1,105	1,255	1,551	1,936
所得税	149	162	163	202	252
净利润	894	943	1,092	1,349	1,684
少数股东损益	283	304	331	412	510
归属母公司净利润	611	639	761	937	1,174
EBITDA	1,157	1,191	1,376	1,699	2,138
EPS (元)	0.58	0.51	0.55	0.68	0.85

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	12.0%	5.0%	11.5%	17.0%	19.3%
营业利润增长	20.6%	5.5%	13.6%	23.6%	24.8%
归母净利润增长	19.9%	4.6%	19.1%	23.2%	25.2%
获利能力					
毛利率	49.9%	49.7%	50.0%	50.6%	51.2%
净利率	27.2%	27.4%	28.4%	30.0%	31.4%
ROE	15.5%	14.1%	8.8%	9.8%	10.9%
ROIC	21.0%	17.6%	21.1%	21.9%	24.2%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	20.0%	11.9%	11.3%	11.0%
净负债比率	6.3%	10.6%	5.1%	4.5%	4.0%
流动比率	6.21	4.96	10.13	9.99	9.86
速动比率	3.18	2.62	7.74	7.55	7.42
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.50	0.40	0.36	0.38
应收账款周转率	6.11	5.17	8.11	8.11	8.11
存货周转率	0.90	0.84	0.97	0.99	1.00
每股指标 (元)					
每股收益	0.58	0.51	0.55	0.68	0.85
每股经营现金流	0.61	0.56	1.29	0.97	1.21
每股净资产	3.77	3.60	6.28	6.96	7.81
估值比率					
P/E	47.80	81.86	78.86	64.02	51.12
P/B	7.42	11.58	6.96	6.28	5.59
EV/EBITDA	24.36	43.11	39.69	31.84	24.89

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：研究助理，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。