安科生物(300009)/生物制品 生长激素水针报批受理，增长又添新动力

评级：增持(维持)

市场价格：17.34

目标价格：18—20

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

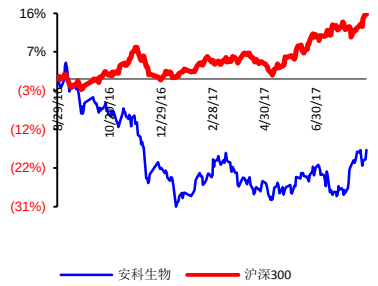
联系人：赵磊

Email：zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	713
流通股本(百万股)	457
市价(元)	17.34
市值(百万元)	12,355
流通市值(百万元)	7,918

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 安科生物(300009)-2017 年中报点评：生长激素快速增长，精准医疗取得阶段进展-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20170822

2 安科生物（300009.SZ）-公司点评：收购湖北三七七，巩固核酸检测优势地位-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20170809

3 安科生物(300009)-2017 年半年报预告点评：业绩持续较快增长的精准医疗领域龙头-增持-(中泰证券_江琦_赵磊)-20170713

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	635.76	849.22	1,102.32	1,366.86	1,656.98
增长率 yoy%	17.21%	33.58%	29.80%	24.00%	21.23%
净利润	136.25	197.30	285.04	371.66	472.15
增长率 yoy%	24.04%	44.80%	44.47%	30.39%	27.04%
每股收益（元）	0.33	0.36	0.40	0.52	0.66
每股现金流量	0.29	0.47	0.24	0.60	0.74
净资产收益率	11.20%	14.52%	18.54%	19.47%	19.83%
P/E	129.55	59.17	43.31	33.21	26.14
PEG	5.39	1.32	0.97	1.09	0.97
P/B	14.51	8.59	8.03	6.47	5.18

备注：数据截止 2017.08.29

投资要点

- **事件：2017 年 8 月 29 日晚，公司公告重组人生长激素注射液的药品注册申请获得总局受理通知书，受理号为 CXSS1700***、CXSS1700***。**

- **点评：生长激素水针报批受理，有望为公司提供增长新动力。**

- **生长激素市场空间大，我们预计 3 年内有望翻一番接近 45 亿。**2016 年国内生长激素销售规模约为 20 亿元，城市公立医院销售规模约为 8.62 亿、同比增长 20.9%。2014、2015 年和 2016 年生长激素城市公立医院增速分别为 8.31%、18.12%和 20.94%，呈现稳定快速上升的增长态势。中华医学会儿科学分会统计，我国矮小人口约 3900 万人，发病率约为 3%，且每年以 16 万人的速度递增；但每年就诊患者不到 30 万名，真正接受治疗的患者不到 3 万名。截止目前美国 FDA 批准的重组人生长激素适应症共 10 种，而中国只有 2 种。国内疾病认知提高带来的存量市场和适应症拓展的增量市场将进一步推动生长激素市场不断扩大，我们预计 3 年内市场规模有望翻一番接近 45 亿元，5 年内市场规模近百亿。

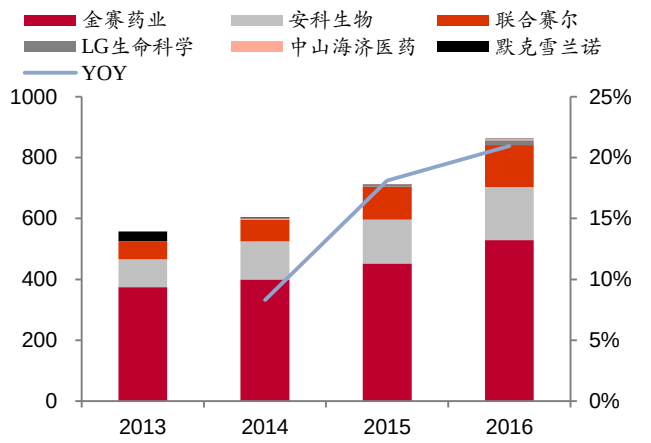
- **国内生长激素市场几乎完全国产化，安科生物占比 20%左右、市占率第二。**目前国内生长激素市场被基本被金赛药业、安科生物和联合赛尔垄断。金赛药业有粉针、水针和长效三种产品，优势产品售价较高且同类别价格高于同行，主要针对高端市场。依靠粉针、水针和长效三个产品金赛药业占据 61%左右的市场份额。安科生物长效临床Ⅲ期在研、水针剂申报生产受理，占比 20%左右位居第二，联合赛尔仅粉针。

- **水针剂不良反应少、售价高，若获批上市有望为公司提供增长新动力。**目前国内主要有粉针（年费用约 2.5-3 万）、水针（年费用 4-6 万）和长效（年费用约 10-20 万）三种生长激素。水针剂型凭借较高活性、注射操作简单、避免二次污染等优点逐步取代生长激素粉针剂型，是目前生长激素市场销售的主要产品。安科生物生长激素市场销售情况良好，一直保持 30%以上增长。2017 年上半年该产品销售收入同比增长近 60%，销售规模约 1.8 亿。安科生物生长激素水针若成功上市，将有力解决目前粉针剂型受同类产品价格策略的压制局面，有望为公司提供增长新动力。

- **盈利预测与投资建议：**暂不考虑生长激素水针获批，我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 11.02、13.67、16.57 亿元，同比增长 29.80%、24.00%、21.23%；归属母公司净利润 2.85、3.72、4.72 亿元，同比增长 44.47%、30.39%、27.04%，对应 EPS 为 0.40、0.52、0.66 元。**公司是精准医疗领域内难得的主营业务快速增长的创新型企业，核心产品生长激素保持较快增长，并购优质标的中德美联和苏豪逸明提供新的利润增长点；2017 年起法医检测和精准医疗取得阶段性进展，其中 HER2 单抗正式进入Ⅲ期临床，2017 年上半年生长激素粉针实现 50%以上增长（报表端）、水针报批生产受理，维持“增持”评级。**

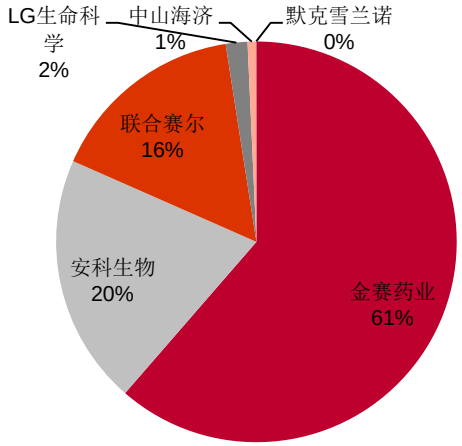
- **风险提示：主营产品干扰素等市场竞争进一步加剧的风险；精准医疗产业化不及预期的风险；收购业务整合情况不及预期的风险。**

图表 1：2013-2016 年国内城市公立医院生长激素销售情况（单位：百万元，%）



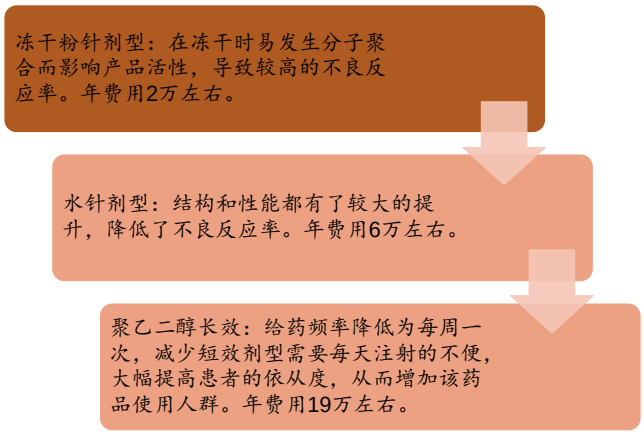
来源：米内网，中泰证券研究所

图表 2：2016 年城市公立医院生长激素竞争情况（单位：%）



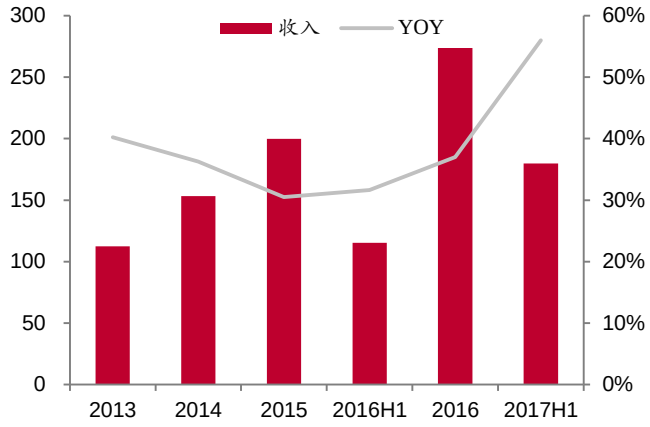
来源：米内网，中泰证券研究所

图表 3：冻干粉、水针、长效生长激素对比



来源：中泰证券研究所

图表 4：安科生物生长激素销售情况（单位：百万元，%）



来源：中泰证券研究所

图表5：安科生物财务模型（暂不考虑生长激素获批上市）

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**542**	**636**	**849**	**1,102**	**1,367**	**1,657**
增长率	*26.04%*	*17.2%*	*33.6%*	*29.8%*	*24.0%*	*21.2%*
营业成本	-157	-181	-219	-267	-309	-348
% 销售收入	*29.0%*	*28.5%*	*25.8%*	*24.3%*	*22.6%*	*21.0%*
毛利	385	455	630	835	1,058	1,309
% 销售收入	*71.0%*	*71.5%*	*74.2%*	*75.7%*	*77.4%*	*79.0%*
营业税金及附加	-4	-4	-10	-10	-13	-16
% 销售收入	*0.8%*	*0.6%*	*1.1%*	*0.9%*	*0.9%*	*1.0%*
营业费用	-190	-219	-268	-358	-451	-547
% 销售收入	*35.1%*	*34.4%*	*31.6%*	*32.5%*	*33.0%*	*33.0%*
管理费用	-69	-83	-133	-149	-178	-215
% 销售收入	*12.8%*	*13.1%*	*15.7%*	*13.5%*	*13.0%*	*13.0%*
息税前利润（EBIT）	121	149	219	318	416	531
% 销售收入	*22.4%*	*23.4%*	*25.8%*	*28.8%*	*30.5%*	*32.1%*
财务费用	6	2	-2	2	7	10
% 销售收入	*-1.0%*	*-0.4%*	*0.3%*	*-0.2%*	*-0.5%*	*-0.6%*
资产减值损失	-4	-2	-3	0	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	5	3	4	4
% 税前利润	*0.1%*	*0.6%*	*2.4%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*
营业利润	123	150	219	323	424	541
营业利润率	*22.6%*	*23.6%*	*25.8%*	*29.3%*	*31.0%*	*32.7%*
营业外收支	4	6	12	9	9	9
税前利润	**127**	**156**	**231**	**332**	**433**	**551**
利润率	*23.4%*	*24.5%*	*27.2%*	*30.1%*	*31.7%*	*33.2%*
所得税	-18	-24	-33	-50	-65	-83
所得税率	*14.2%*	*15.1%*	*14.4%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	109	132	198	282	368	468
少数股东损益	-1	-4	1	-3	-4	-4
归属于母公司的净利润	**110**	**136**	**197**	**285**	**372**	**472**
净利率	*20.3%*	*21.4%*	*23.2%*	*25.9%*	*27.2%*	*28.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	109	132	198	282	368	468
少数股东损益	0	0	0	-3	-4	-4
非现金支出	29	30	51	47	58	66
非经营收益	-7	-3	-4	-9	-10	-11
营运资金变动	-22	-41	14	-150	9	5
经营活动现金净流	**109**	**119**	**258**	**167**	**421**	**524**
资本开支	88	37	69	-97	168	127
投资	-71	-236	-349	0	0	0
其他	6	3	3	3	4	4
投资活动现金净流	**-153**	**-269**	**-415**	**100**	**-165**	**-123**
股权募资	33	111	243	0	0	0
债权募资	0	0	45	-10	0	0
其他	-38	-53	-68	-3	-109	-2
筹资活动现金净流	**-5**	**58**	**220**	**-13**	**-109**	**-2**
现金净流量	**-49**	**-93**	**63**	**253**	**147**	**398**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	182	89	152	409	560	962
应收款项	192	214	276	346	423	512
存货	32	53	61	65	77	86
其他流动资产	12	104	74	76	79	81
流动资产	418	460	564	895	1,138	1,641
% 总资产	*45.6%*	*33.1%*	*28.7%*	*41.4%*	*45.0%*	*52.9%*
长期投资	10	26	61	61	61	61
固定资产	352	442	499	552	599	640
% 总资产	*38.4%*	*31.8%*	*25.4%*	*25.5%*	*23.7%*	*20.6%*
无形资产	118	426	807	620	696	730
非流动资产	498	930	1,401	1,267	1,389	1,464
% 总资产	*54.4%*	*66.9%*	*71.3%*	*58.6%*	*55.0%*	*47.1%*
资产总计	**916**	**1,391**	**1,965**	**2,162**	**2,527**	**3,104**
短期借款	0	0	10	0	0	0
应付款项	103	63	352	277	357	441
其他流动负债	37	39	92	199	116	141
流动负债	140	102	454	476	473	583
长期贷款	0	0	50	50	50	50
其他长期负债	2	24	35	35	35	35
负债	**142**	**126**	**539**	**561**	**558**	**667**
普通股股东权益	739	1,217	1,359	1,537	1,909	2,381
少数股东权益	35	48	67	64	60	56
负债股东权益合计	**916**	**1,391**	**1,965**	**2,162**	**2,527**	**3,104**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.378	0.334	0.360	0.400	0.522	0.663
每股净资产(元)	2.545	2.984	2.482	2.159	2.681	3.345
每股经营现金净流(元)	0.374	0.291	0.471	0.239	0.597	0.742
每股股利(元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.87%	11.20%	14.52%	18.54%	19.47%	19.83%
总资产收益率	12.00%	9.80%	10.04%	13.18%	14.71%	15.21%
投入资本收益率	17.91%	10.84%	14.53%	22.54%	25.01%	30.50%
增长率						
营业总收入增长率	26.04%	17.21%	33.58%	29.80%	24.00%	21.23%
EBIT增长率	24.70%	22.57%	47.39%	45.06%	31.03%	27.60%
净利润增长率	22.23%	24.04%	44.80%	44.47%	30.39%	27.04%
总资产增长率	22.11%	51.92%	41.29%	10.01%	16.89%	22.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.4	64.8	70.7	66.9	67.8	68.0
存货周转天数	71.1	86.4	95.5	88.4	90.4	90.6
应付账款周转天数	85.3	74.9	79.1	78.7	78.2	78.5
固定资产周转天数	206.9	185.4	159.3	148.3	130.7	117.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.52%	-7.07%	-6.45%	-22.40%	-25.88%	-37.42%
EBIT利息保障倍数	-21.8	-64.1	89.4	-129.5	-60.1	-54.2
资产负债率	15.52%	9.09%	27.43%	25.94%	22.08%	21.49%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。