



安科生物 (300009)

生长激素水针申报生产，明星产品有提速趋势

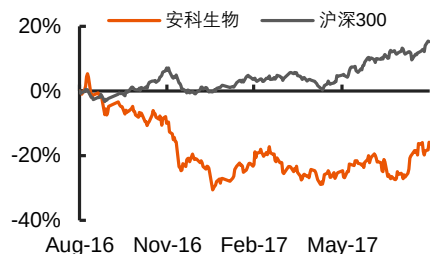
强烈推荐（维持）

现价：17.34 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.ankebio.com
大股东/持股	宋礼华/27.95%
实际控制人/持股	宋礼华/27.95%
总股本(百万股)	713
流通 A 股(百万股)	457
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	123.55
流通 A 股市值(亿元)	79.18
每股净资产(元)	1.98
资产负债率(%)	24.30

行情走势图



相关研究报告

《安科生物*300009*上半年内生增长近 40%，精准医疗进展如火如荼》 2017-08-23
 《安科生物*300009*启动 HER2 单抗 III 期临床，加入国内研发第一梯队》 2017-08-20
 《安科生物*300009* 向上游仪器延伸，核酸检测全产业链布局》 2017-08-10

证券分析师

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

8月29日，公司收到国家药监局的关于“重组人生长激素注射液”的药品注册申请受理通知书。

平安观点：

- 生长激素国内适应症有扩大的空间，消费升级将迎来爆发期。1) 从 1985 年 FDA 批准的第一个适应症开始，30 多年来，生长激素获批适应症已达十余种。目前国内生长激素获批适应症较国外要少，主要用于儿童和成人的生长激素缺乏症以及重度烧伤患者，随着学术推广的深入，生长激素的适应症有扩大的空间。2) 生长激素将迎来爆发期，三分天下。2016 年生长激素市场规模约为 20 亿元，近 5 年复合增速 16.4%。经过多年的学术推广，生长激素临床效果得到肯定，目前受医保控费和招标降价影响小，同时属于消费升级品种，未来 5 年将迎来爆发期，市场规模有望超 100 亿，复合增速超 30%。主要有金赛药业、安科生物和联合赛尔 3 个厂家，金赛药业拥有粉针、水针和长效三种剂型，市占率第一为 61.28%；安科生物紧随其后，市占率为 17.25%。
- 生长激素是公司明星产品，有提速趋势，水针剂型将增强公司竞争力。1) 学术持续推广带来儿童矮小症就诊率的不断提高，以及包括渠道下沉等销售模式的持续创新，拉动公司生长激素持续高速增长，2016 年收入近 3 亿，2011-2016 年复合增速 36%。在爆发期的驱动下，2017 年上半年增长加速到 56%，预计全年增长超 50%，作为明星产品未来 3 年有望保持 40%以上高增长。2) 目前粉针和水针剂型是市场主力，粉针剂型的治疗费用为 2-3 万元/年，相同剂量的水针剂型费用为 4-6 万元/年，而水针由于优点多将成为未来的发展趋势。公司申报水针剂型的生产申请，预计最快将于 2018 年上市，同时长效剂型正处于临床 III 期阶段，有望实现粉针、水针、长效剂型的全品种覆盖，增强竞争力。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	636	849	1121	1380	1726
YoY(%)	17.2	33.6	32.0	23.1	25.1
净利润(百万元)	136.3	197	278	362	478
YoY(%)	24.0	44.8	40.9	30.3	32.1
毛利率(%)	71.5	74.2	75.7	77.5	79.1
净利率(%)	21.4	23.2	24.8	26.3	27.7
ROE(%)	10.5	13.9	13.3	14.7	16.3
EPS(摊薄/元)	0.19	0.28	0.39	0.51	0.67
P/E(倍)	90.7	62.6	44.5	34.1	25.8
P/B(倍)	10.2	9.1	6.1	5.2	4.3

- **投资建议：**继续坚定看好公司在精准医疗领域前瞻性战略布局和管理层强有力的执行力，不断巩固精准医疗龙头地位（CAR-T/CAR-NK 领军者博生吉安科+法医 DNA 检测龙头中德美联+礼进生物 PD-1+希元生物溶瘤病毒+安科三叶草基因 ctRNA +HER-2 单抗/ HER2-ADC），同时明星产品生长激素有望保持 40%以上高增长，我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测分别为 0.39、0.51、0.67 元，保持 30%以上的内生增长，对应 18 年 PE34X，PEG 趋于 1，估值性价比凸显，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**新药生产申请进展低于预期；并购整合进展低于预期。

一、 生长激素国内适应症有扩大空间，将迎来爆发期

1.1 生长激素国内适应症有扩大的空间

生长激素是人腺垂体分泌的一种肽类激素，主要生理功能是促进组织生长（除神经组织），蛋白质合成以及糖脂代谢等。生长激素的缺乏会导致生长发育迟缓，骨质疏松，易衰老等。早在 1958 年生长激素就已用于临床治疗，1985 年 FDA 批准用于儿童生长激素缺乏症，1986 年通过基因工程技术成功合成天然序列的重组生长激素，正式开始大规模用于临床。

从 1985 年 FDA 批准的第一个适应症开始，30 多年来，生长激素获批适应症已达十余种。近年来，研究发现，生长激素在抗衰老、减肥等治疗中也有突出疗效，未来生长激素的应用前景值得期待。

目前国内生长激素获批适应症较国外要少，主要用于儿童和成人的生长激素缺乏症以及重度烧伤患者，随着学术推广的深入，生长激素的适应症有扩大的空间。

图表1 生长激素 FDA 获批适应症

时间	美国
1985	儿童生长激素缺乏症
1993	慢性肾功能不全肾移植前
1996	HIV 感染相关性衰竭综合征
1996	Turner 综合征身材矮小
1997	成人生长激素缺乏症替代治疗
2000	Prader-Willi 综合征
2001	小于胎龄儿
2003	特发性矮身材
2003	短肠综合征
2006	SHOX 基因缺少但不伴生长激素缺乏症

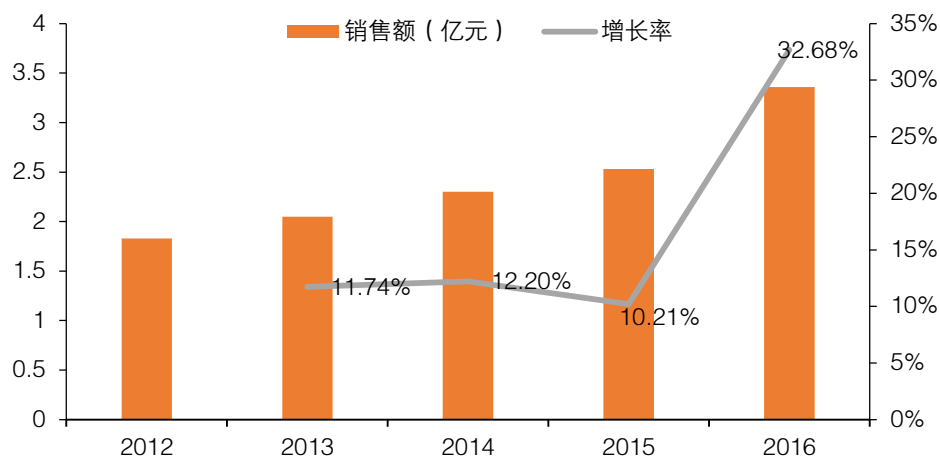
资料来源：FDA，平安证券研究所

1.2 生长激素将迎来爆发期，三分天下

2016 年国内重点城市样本医院的生长激素市场规模约为 3.4 亿元，同比增长 32.7%，按比例推算全国市场规模约为 20 亿元，近 5 年复合增速 16.4%。

经过多年的学术推广，生长激素临床效果得到肯定，目前受医保控费和招标降价影响小，同时属于消费升级品种，未来 5 年将迎来爆发期，市场规模有望超 100 亿，复合增速超 30%。

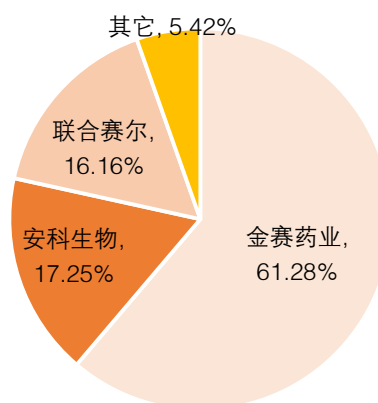
图表2 近年重点城市样本医院的生长激素市场规模及增长率



资料来源: PDB, 平安证券研究所

生长激素市场主要有金赛药业、安科生物和联合赛尔 3 个厂家, 金赛药业拥有粉针、水针和长效三种剂型, 市占率第一为 61.28%; 安科生物紧随其后, 市占率为 17.25%。

图表3 2016 年重点城市样本医院的生长激素市场格局



资料来源: PDB, 平安证券研究所

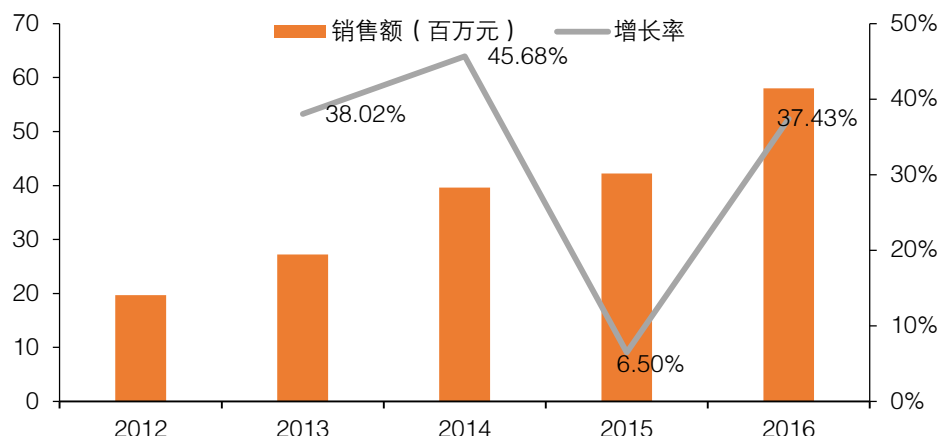
二、 生长激素水针将增强公司竞争力

2.1 生长激素是公司明星产品，有提速趋势

学术持续推广带来儿童矮小症就诊率的不断提高, 以及包括渠道下沉等销售模式的持续创新, 拉动公司生长激素持续高速增长, 2016 年收入近 3 亿, 2011-2016 年复合增速 36%。

在爆发期的驱动下, 2017 年上半年增长加速到 56%, 预计全年增长超 50%, 作为明星产品未来 3 年有望保持 40%以上高增长。

图表4 公司近年重点城市样本医院的生长激素销售额及增长率



资料来源: PDB, 平安证券研究所

2.2 生长激素水针增强竞争力，长效剂型正处于临床 III 期

目前粉针和水针剂型是市场主力，而水针由于优点多将成为未来的发展趋势。粉针剂型的治疗费用为 2-3 万元/年，相同剂量的水针剂型费用为 4-6 万元/年，长效剂型的费用高于 15 万元/年。水针、粉针和长效三种剂型中，水针和粉针形态不同，水针注射方便，不易产生抗体，活性高；粉针经过冻干处理，易被破坏有效成分的蛋白结构，易产生抗体；长效剂型避免了多次注射的痛苦，用药依从性好。

公司申报水针剂型的生产申请，预计最快将于 2018 年上市，同时长效剂型正处于临床 III 期阶段，有望实现粉针、水针、长效剂型的全品种覆盖，增强竞争力。

图表5 国内生长激素剂型获批情况

剂型	获批企业
粉针	金赛药业、安科生物、联合赛尔、深圳科兴、中山海济、默克雪兰诺、LG
水针	金赛药业、诺和诺德、安科生物（生产申请中）
长效	金赛药业

资料来源: CFDA, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	564	975	1174	1614
现金	152	473	598	889
应收账款	209	258	317	402
其他应收款	67	88	103	136
预付账款	11	14	15	18
存货	61	82	82	108
其他流动资产	125	142	142	168
非流动资产	1401	1472	1534	1589
长期投资	37	47	57	67
固定资产	427	493	539	574
无形资产	234	267	296	323
其他非流动资产	703	666	641	625
资产总计	1965	2448	2708	3203
流动负债	454	198	239	255
短期借款	10	0	0	0
应付账款	56	57	72	78
其他流动负债	388	141	166	177
非流动负债	85	152	10	10
长期借款	50	142	0	0
其他非流动负债	35	10	10	10
负债合计	539	351	249	265
少数股东权益	67	67	67	67
股本	548	713	713	713
资本公积	532	532	532	532
留存收益	508	786	1148	1627
归属母公司股东权益	1359	2030	2392	2871
负债和股东权益	1965	2448	2708	3203

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	258	-17	399	415
净利润	198	278	362	478
折旧摊销	48	53	64	74
财务费用	2	8	3	-5
投资损失	-5	-1	-1	-1
营运资金变动	77	-355	-29	-132
其他经营现金流	-62	0	0	0
投资活动现金流	-415	-129	-129	-129
资本支出	-22	-130	-130	-130
长期投资	-376	0	0	0
其他投资现金流	-17	1	1	1
筹资活动现金流	220	467	-146	5
短期借款	10	-10	0	0
长期借款	50	92	-142	0
普通股增加	140	165	0	0
资本公积增加	-134	228	0	0
其他筹资现金流	154	-8	-3	5
现金净增加额	63	321	124	291

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	849	1121	1380	1726
营业成本	219	272	311	361
营业税金及附加	10	13	16	20
营业费用	268	343	426	537
管理费用	133	170	210	265
财务费用	2	8	3	-5
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	1	1	1
营业利润	219	314	412	547
营业外收入	13	10	10	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	231	323	421	556
所得税	33	45	59	78
净利润	198	278	362	478
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	197	278	362	478
EBITDA	267	375	479	616
EPS (元)	0.28	0.39	0.51	0.67

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	33.6	32.0	23.1	25.1
营业利润(%)	46.1	43.2	31.2	32.8
归属于母公司净利润(%)	44.8	40.9	30.3	32.1
获利能力				
毛利率(%)	74.2	75.7	77.5	79.1
净利率(%)	23.2	24.8	26.3	27.7
ROE(%)	13.9	13.3	14.7	16.3
ROIC(%)	17.1	21.9	21.0	25.8
偿债能力				
资产负债率(%)	27.4	14.3	9.2	8.3
净负债比率(%)	3.3	15.6	-10.8	-11.9
流动比率	1.2	4.9	4.9	6.3
速动比率	1.1	4.5	4.6	5.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	17.9	19.8	21.3	23.0
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.39	0.51	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	-0.02	0.56	0.58
每股净资产(最新摊薄)	1.9	2.8	3.4	4.0
估值比率				
P/E	62.6	44.5	34.1	25.8
P/B	9.1	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	43.3	32.1	24.6	18.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033