

安科生物 (300009.SZ)

买入 (维持评级)
公司点评
 证券研究报告

拟基石投资维昇药业，资源整合优势互补

事件简评

2025 年 2 月 11 日，公司发布关于公司作为基石投资者参与维昇药业香港首次公开发行的公告。公司于 2025 年 2 月 10 日召开第八届董事会第十七次会议审议通过《关于全资子公司对外投资的议案》，同意公司拟使用自有资金不超过 3100 万美元（包括经纪佣金及征费等相关手续费）通过全资子公司安科生物（香港）有限公司，作为基石投资者参与认购 VISEN Pharmaceuticals（中文名称“维昇药业”）拟在香港联交所发行的首次公开发行股份，并签署《基石投资协议》，具体持股比例将根据发行市值确定。

经营分析

双方优势互补、协同效应显著，公司核心竞争力有望进一步增强。根据公司公告，维昇药业的核心产品隆培促生长素是一款每周一次的长效生长激素替代疗法。凭借其新颖的分子设计，隆培促生长素是唯一一款在每周给药之间能够在体内持续释放未经修饰的人生长激素的长效生长激素。在全球 3 期阳性药物对照和平行组比较试验中，隆培促生长素已证明较短效（每日注射）人生长激素具有优效性，已完成的中国 3 期关键性试验持续支持隆培促生长素与短效（每日注射）人生长激素相比的优效性以及同等安全性。通过本次投资促进公司与维昇药业建立密切的长期合作关系，推动双方在各自优势领域的深度战略合作，有助于实现资源整合和优势互补，充分发挥产业协同效应，持续提升公司的抗风险能力和核心竞争力。

持续布局前沿领域，研发工作稳步推进。公司参股公司博生吉开发的、基于 Vδ1T 细胞的靶向 CD19 的现货通用型嵌合抗原受体 (CAR)-T 细胞注射液 IND 于 2025 年 1 月 23 日获得 CDE 受理，用于治疗成人复发/难治性急性 B 淋巴细胞白血病 (B-ALL)。2025 年 2 月，公司人生长激素注射液新增小于胎龄儿适应症的临床试验申请获得批准，公司研发工作稳步推进。

盈利预测、估值与评级

考虑到客观环境因素及公司已披露季度报告业绩情况，我们下调公司业绩预测，预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 7.96（-6%）、9.87（+24%）、11.87 亿元（+20%）。2024-2026 年公司对应 EPS 分别为 0.47、0.63、0.73 元，对应当前 PE 分别为 18、15、12 倍。维持“买入”评级。

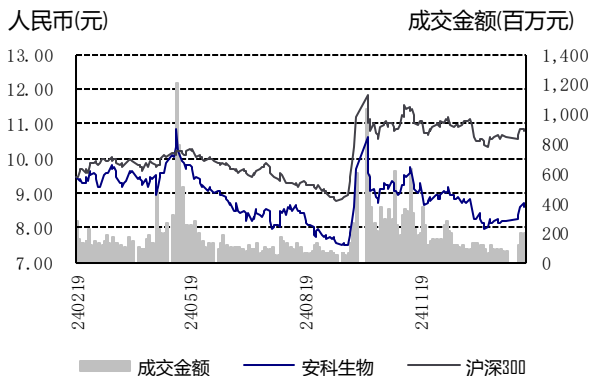
风险提示

新药研发不达预期的风险，产品销售推广不及预期的风险，行业政策变化的风险，业务整合、规模扩大带来的集团化管理风险。

医药组
分析师：袁维（执业 S1130518080002）
yuan_wei@gjzq.com.cn
市价（人民币）：8.58 元

相关报告：

1. 《安科生物公司点评：业绩整体稳定，研发创新持续深入》，2024.8.28
2. 《安科生物公司点评：生长激素收入持续增长，研发工作稳步推进》，2024.3.28
3. 《安科生物公司点评：落实“质量回报双提升”，提振长期发展信心》，2024.3.10



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,331	2,866	2,804	3,414	4,072
营业收入增长率	7.48%	22.94%	-2.17%	21.78%	19.26%
归母净利润(百万元)	703	847	796	987	1,187
归母净利润增长率	240.38%	20.46%	-6.01%	24.01%	20.21%
摊薄每股收益(元)	0.420	0.505	0.476	0.590	0.710
每股经营性现金流净额	0.42	0.57	0.47	0.63	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.92%	22.67%	19.35%	21.09%	21.78%
P/E	18.77	15.62	18.02	14.53	12.09
P/B	4.11	3.54	3.49	3.06	2.63

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,169	2,331	2,866	2,804	3,414	4,072
增长率		7.5%	22.9%	-2.2%	21.8%	19.3%
主营业务成本	-432	-503	-620	-624	-768	-926
%销售收入	19.9%	21.6%	21.6%	22.3%	22.5%	22.8%
毛利	1,736	1,828	2,245	2,180	2,646	3,145
%销售收入	80.1%	78.4%	78.4%	77.8%	77.5%	77.3%
营业税金及附加	-19	-19	-25	-28	-34	-41
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-812	-734	-831	-831	-997	-1,187
%销售收入	37.5%	31.5%	29.0%	29.7%	29.2%	29.2%
管理费用	-133	-140	-203	-186	-225	-265
%销售收入	6.1%	6.0%	7.1%	6.7%	6.6%	6.5%
研发费用	-167	-166	-255	-196	-236	-277
%销售收入	7.7%	7.1%	8.9%	7.0%	6.9%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	605	768	931	938	1,154	1,376
%销售收入	27.9%	33.0%	32.5%	33.5%	33.8%	33.8%
财务费用	7	2	4	1	6	18
%销售收入	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	-363	-6	-38	-5	-1	-1
公允价值变动收益	19	36	0	0	0	0
投资收益	6	5	-5	5	5	5
%税前利润	2.1%	0.6%	n.a	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	297	842	924	939	1,164	1,399
营业利润率	13.7%	36.1%	32.2%	33.5%	34.1%	34.3%
营业外收支	-2	-8	-4	-2	-2	-2
税前利润	295	834	920	937	1,162	1,397
利润率	13.6%	35.8%	32.1%	33.4%	34.0%	34.3%
所得税	-92	-96	-61	-141	-174	-209
所得税率	31.1%	11.5%	6.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	203	738	859	796	987	1,187
少数股东损益	-3	34	11	0	0	0
归属于母公司的净利润	207	703	847	796	987	1,187
净利率	9.5%	30.2%	29.6%	28.4%	28.9%	29.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	203	738	859	796	987	1,187
少数股东损益	-3	34	11	0	0	0
非现金支出	451	94	141	104	109	118
非经营收益	-46	0	-15	32	1	-1
营运资金变动	-17	-134	-31	-142	-42	-81
经营活动现金净流	592	699	953	790	1,056	1,222
资本开支	-129	-471	-195	-427	-202	-202
投资	-103	-99	-454	72	0	0
其他	61	26	32	5	5	5
投资活动现金净流	-171	-544	-617	-350	-197	-197
股权募资	15	197	41	0	0	0
债权募资	-14	3	-3	43	-66	0
其他	-277	-353	-439	-424	-423	-421
筹资活动现金净流	-276	-153	-401	-381	-490	-421
现金净流量	145	2	-65	58	369	605

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	323	325	260	306	665	1,263
应收款项	591	488	606	657	791	933
存货	181	210	235	234	287	343
其他流动资产	827	888	1,224	1,247	1,251	1,262
流动资产	1,922	1,911	2,325	2,444	2,994	3,801
%总资产	52.4%	44.9%	47.0%	46.2%	50.4%	55.7%
长期投资	205	360	412	340	340	340
固定资产	855	1,146	1,379	1,511	1,584	1,647
%总资产	23.3%	26.9%	27.8%	28.5%	26.7%	24.1%
无形资产	570	747	741	946	968	989
非流动资产	1,747	2,345	2,625	2,849	2,941	3,024
%总资产	47.6%	55.1%	53.0%	53.8%	49.6%	44.3%
资产总计	3,669	4,255	4,951	5,294	5,935	6,825
短期借款	3	9	9	75	9	9
应付款项	376	446	545	483	567	625
其他流动负债	247	221	293	291	357	427
流动负债	627	676	847	849	932	1,061
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	139	178	171	135	125	118
负债	766	854	1,018	984	1,058	1,180
普通股股东权益	2,787	3,209	3,737	4,114	4,683	5,451
其中：股本	1,638	1,673	1,677	1,677	1,677	1,677
未分配利润	743	1,044	1,398	1,775	2,343	3,111
少数股东权益	117	193	195	195	195	195
负债股东权益合计	3,669	4,255	4,951	5,294	5,935	6,825

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.126	0.420	0.505	0.476	0.590	0.710
每股净资产	1.701	1.918	2.229	2.460	2.800	3.259
每股经营现金净流	0.361	0.418	0.568	0.471	0.630	0.729
每股股利	0.200	0.250	0.250	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	7.42%	21.92%	22.67%	19.35%	21.09%	21.78%
总资产收益率	5.63%	16.53%	17.11%	15.04%	16.64%	17.39%
投入资本收益率	14.31%	19.70%	22.00%	18.14%	20.03%	20.65%
增长率						
主营业务收入增长率	27.47%	7.48%	22.94%	-2.17%	21.78%	19.26%
EBIT 增长率	50.92%	26.96%	21.21%	0.68%	23.06%	19.26%
净利润增长率	-42.44%	240.38%	20.46%	-6.01%	24.01%	20.21%
总资产增长率	4.69%	15.98%	16.34%	6.92%	12.12%	15.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.6	65.7	60.8	65.0	64.0	63.0
存货周转天数	142.0	142.0	131.1	140.0	139.0	138.0
应付账款周转天数	105.7	105.9	102.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	105.3	109.6	89.9	96.1	81.4	69.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.73%	-34.05%	-36.80%	-33.09%	-37.97%	-43.39%
EBIT 利息保障倍数	-85.4	-321.1	-244.5	-1,166.4	-199.7	-74.6
资产负债率	20.86%	20.06%	20.57%	18.59%	17.82%	17.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-28	买入	11.21	N/A
2	2023-04-28	买入	11.43	N/A
3	2023-08-24	买入	9.15	N/A
4	2023-10-24	买入	9.59	N/A
5	2024-03-10	买入	9.56	N/A
6	2024-03-28	买入	9.54	N/A
7	2024-08-28	买入	7.89	N/A

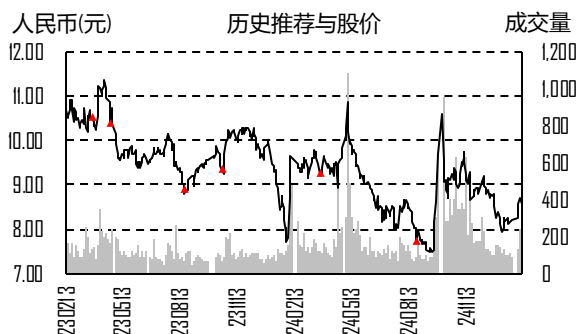
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806