

安科生物 300009.SZ

业绩略超预期，有望成为“生物治疗”领域龙头

核心观点

- **内生外延共同驱动，全年业绩快速增长。**公司发布 16 年报，报告期内公司实现营业收入 8.49 亿元，同比增长 33.58%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比增长 44.80%；对应 EPS 0.37 元，略超预期。一方面，公司新增子公司苏豪逸明和中德美联并表，二者分别带来 6945 万元和 2360 万元的营收；另一方面，公司生物制品业务保持快速增长，同比增速达到 28.99%。
- **产品毛利率有所波动，费用大幅增加。**报告期内，公司生物制品毛利率为 86.94%，较去年同期下降 1.79pp，我们推测由于中德美联生物制品并表影响所致；中成药业务毛利率则提升 5.56pp 至 72.18%，主要由于本期惠民儿童医院相关业务剥离和低毛利率产品销售减少所致。费用方面，销售和管理费用分别同比增长 22.73%和 59.60%，其中管理费用增加主要由于合并子公司带来费用增加、研发投入增加以及股权激励费用确认；财务费用同比增加 205.64%，主要由存款利息较少、借款利息增加引起。
- **有望成为“生物治疗”领域龙头。**公司于 16 年 6 月完成并购无锡中德美联，布局基因测序产业，并参股博生吉，涉足肿瘤免疫细胞疗法。三季度，公司受让礼进生物自主研发的 PD-1 人源化抗体 SSI-361 及其生产细胞株，同时出资 1000 万元受让上海希元生物重组人肿瘤靶向基因-病毒株 (ZD-55-IL-24) 的技术和专利成果，进一步增强了公司在肿瘤靶向治疗领域的布局。公司主要营收来自于生物制品，结合新布局的基因测序和肿瘤治疗（免疫细胞疗法和靶向药物），将形成“生物药+基因测序+肿瘤治疗”的格局，有望成为“生物治疗”领域龙头企业。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 17-19 年归母净利润为 2.31/2.58/2.91 亿元（原预测 16-18 年为 1.87/2.01/2.28 亿元），对应 EPS 为 0.42/0.47/0.53。我们认为公司在精准医疗领域具有长期投资价值，根据可比公司估值给予 17 年 70 倍 PE，对应目标价为 29.40 元，由于公司精准医疗布局需要时间进一步验证，维持“中性”评级。

风险提示

- 如果精准医疗相关研发和产业化进度不及预期，可能影响公司价值

公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	636	849	950	1,041	1,134
同比增长	17.2%	33.6%	11.9%	9.5%	9.0%
营业利润（百万元）	150	219	262	292	329
同比增长	22.4%	46.1%	19.5%	11.4%	12.8%
归属母公司净利润（百万元）	136	197	231	258	291
同比增长	24.0%	44.8%	17.2%	11.5%	12.7%
每股收益（元）	0.25	0.36	0.42	0.47	0.53
毛利率	71.5%	74.2%	75.2%	75.5%	75.8%
净利率	21.4%	23.2%	24.3%	24.8%	25.6%
净资产收益率	13.9%	15.3%	14.6%	13.6%	14.0%
市盈率（倍）	84	58	50	45	40
市净率（倍）	9.4	8.5	6.3	5.8	5.3

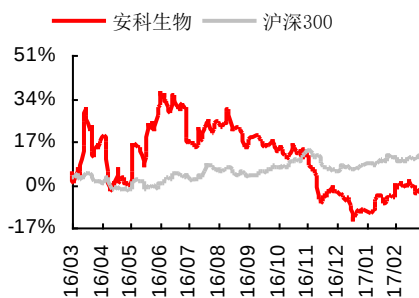
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价（2017 年 03 月 28 日）	21.02 元
目标价格	29.40 元
52 周最高价/最低价	37.25/18.73 元
总股本/流通 A 股（万股）	54,760/34,321
A 股市值（百万元）	11,511
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2017 年 03 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.2	0.9	-1.1	-29.3
相对表现 (%)	-3.3	0.4	-6.2	-38.8
沪深 300 (%)	0.1	0.5	5.1	9.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 季序我
010-66210109
jixuwo@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860516010001

联系人 伍云飞
021-63325888*1818
wuyunfei@orientsec.com.cn

相关报告
业绩基本符合预期，精准医疗布局持续推 2016-10-26
进
主营业务稳健，坚定布局精准医疗 2016-07-05

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

收入分类预测表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
生物制品					
销售收入（百万元）	375.6	485.0	548.1	611.8	676.0
增长率	19.6%	29.1%	13.0%	11.6%	10.5%
毛利率	88.7%	86.9%	87.0%	87.0%	87.0%
中成药业务					
销售收入（百万元）	145.3	153.2	160.9	168.9	177.4
增长率	21.0%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	66.6%	72.2%	72.2%	72.2%	72.2%
化学药					
销售收入（百万元）	105.1	104.6	104.6	109.9	115.4
增长率	11.1%	-0.4%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率	28.6%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
苏豪逸明					
销售收入（百万元）	0.0	69.5	76.4	84.0	92.4
增长率			10.0%	10.0%	10.0%
毛利率		60.6%	67.0%	67.0%	67.0%
中德美联					
销售收入（百万元）	0.0	23.6	60.0	66.0	72.6
增长率			154.2%	10.0%	10.0%
毛利率		65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	635.8	835.9	950.0	1,040.6	1,133.8
增长率	17.2%	31.5%	13.7%	9.5%	9.0%
综合毛利率	71.5%	74.3%	75.2%	75.5%	75.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司17-19年归母净利润为2.31/2.58/2.91亿元(原预测16-18年为1.87/2.01/2.28亿元)，对应EPS为0.42/0.47/0.53，对应PE为50x/45x/40x。我们认为公司在精准领域领域具有长期投资价值，根据可比公司17年70倍PE，对应目标价为29.40元，给予“增持”评级。

表 1：可比公司估值表（2017 年 3 月 28 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
千山药机	300216	30.13	0.12	0.45	0.45	249	67	67
紫鑫药业	002118	7.04	0.13	0.07	0.07	54	103	103
北陆药业	300016	17.35	0.05	0.52	0.45	346	34	39
达安基因	002030	22.39	0.15	0.23	0.31	153	98	72
迪安诊断	300244	31.41	0.49	0.71	0.96	65	44	33
最大值						346	103	103
最小值						54	34	33
平均数						173	69	63
调整后平均						155	70	59

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

如果精准医疗相关研发和产业化进度不及预期，可能影响公司价值。公司在基因测序、肿瘤免疫细胞疗法、肿瘤靶向治疗等精准医疗多个细分领域布局，有力提升了公司的估值水平。但是，如果相关项目产业化进度大大低于预期，则对公司估值将有所影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	89	152	204	217	283	营业收入	636	849	950	1,041	1,134
应收账款	120	188	183	209	232	营业成本	181	219	236	255	274
预付账款	9	11	13	14	15	营业税金及附加	4	10	11	12	6
存货	53	61	59	64	69	营业费用	219	268	299	328	357
其他	189	152	141	155	167	管理费用	83	133	143	156	170
流动资产合计	460	564	600	659	766	财务费用	(2)	2	2	1	1
长期股权投资	0	37	0	0	0	资产减值损失	2	3	0	0	0
固定资产	314	427	480	529	576	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	128	72	93	103	110	投资净收益	1	5	2	3	3
无形资产	146	153	229	282	315	其他	0	0	0	0	0
其他	353	712	678	677	677	营业利润	150	219	262	292	329
非流动资产合计	941	1,401	1,479	1,591	1,678	营业外收入	8	13	9	10	10
资产总计	1,401	1,965	2,079	2,250	2,444	营业外支出	2	1	1	2	1
短期借款	0	10	0	0	0	利润总额	156	231	269	300	339
应付账款	39	56	59	64	69	所得税	24	33	40	45	51
其他	64	388	69	73	77	净利润	132	198	229	255	288
流动负债合计	102	454	128	136	145	少数股东损益	(4)	1	(2)	(3)	(3)
长期借款	0	50	50	50	50	归属于母公司净利润	136	197	231	258	291
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.25	0.36	0.42	0.47	0.53
其他	34	35	18	18	18	主要财务比率					
非流动负债合计	34	85	68	68	68		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	137	539	196	204	213	成长能力					
少数股东权益	48	67	65	62	59	营业收入	17.2%	33.6%	11.9%	9.5%	9.0%
股本	408	548	548	548	548	营业利润	22.4%	46.1%	19.5%	11.4%	12.8%
资本公积	437	303	532	532	532	归属于母公司净利润	24.0%	44.8%	17.2%	11.5%	12.7%
留存收益	372	508	739	905	1,092	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	71.5%	74.2%	75.2%	75.5%	75.8%
股东权益合计	1,264	1,426	1,883	2,046	2,231	净利率	21.4%	23.2%	24.3%	24.8%	25.6%
负债和股东权益	1,401	1,965	2,079	2,250	2,444	ROE	13.9%	15.3%	14.6%	13.6%	14.0%
现金流量表						ROIC	12.3%	13.8%	13.1%	12.4%	12.8%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	132	198	229	255	288	资产负债率	9.8%	27.4%	9.4%	9.1%	8.7%
折旧摊销	10	43	24	28	32	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(2)	2	2	1	1	流动比率	4.49	1.24	4.67	4.83	5.27
投资损失	(1)	(5)	(2)	(3)	(3)	速动比率	3.97	1.11	4.21	4.37	4.80
营运资金变动	(172)	302	(301)	(38)	(32)	营运能力					
其它	152	(282)	244	0	0	应收账款周转率	6.0	5.5	5.1	5.3	5.1
经营活动现金流	119	258	196	244	285	存货周转率	4.2	3.8	3.9	4.2	4.1
资本支出	(205)	(101)	(172)	(140)	(119)	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
长期投资	(16)	(35)	37	0	0	每股指标（元）					
其他	(48)	(279)	2	3	3	每股收益	0.25	0.36	0.42	0.47	0.53
投资活动现金流	(269)	(415)	(133)	(137)	(115)	每股经营现金流	0.22	0.47	0.36	0.45	0.52
债权融资	(0)	49	1	(0)	(0)	每股净资产	2.22	2.48	3.32	3.63	3.97
股权融资	385	234	0	0	0	估值比率					
其他	(327)	(63)	(12)	(94)	(104)	市盈率	84.4	58.3	49.7	44.6	39.6
筹资活动现金流	58	220	(11)	(94)	(104)	市净率	9.4	8.5	6.3	5.8	5.3
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	72.3	43.0	39.5	35.4	31.4
现金净增加额	(93)	63	52	13	66	EV/EBIT	77.0	51.3	43.1	38.8	34.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

