

中德美联招标滞后影响短期业绩，生长激素有望进入加速期

——安科生物 (300009.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

◆**公司公布 2018 年中报：**实现营业收入 6.27 亿元 (+40.21%)；归母净利润 1.30 亿元 (+12.41%)；扣非归母净利润 1.21 亿元 (+25.25%)。由于部分产品低开转高开及销售费用大幅增加，收入增速高于利润增速。

◆**生长激素快速增长，中德美联招标滞后影响短期业绩。**分板块看，预计 18H1 生长激素收入 2.25 亿元，同比增长 35%-40%，销量同比增长 40%-45%，由于部分品规价格略微下调，导致收入增速相比去年略有放缓；预计干扰素收入增长 20% 以上；中德美联收入 2657 万元，净利润 371 万元，下滑较多，主要是受客户招投标滞后影响，预计下半年会恢复良好增长；多肽业务收入 2604 万元 (+13.5%)，净利润 876 万元 (+29.2%)；中成药和化药板块均受低开转高开及营销模式转变影响，收入分别增长 115.55%、5.48%，而中成药净利润下滑-11%，化药净利润仅增长 0.3%。

◆**公司生长激素水针即将获批，有望进入量价齐升加速期。**公司生长激素水针已进入优先审评，预计 18 年底前上市；长效水针亦有望于 2019 完成临床试验申报生产。届时，公司将成为国内继金赛药业后第二家拥有生长激素最全剂型的企业。公司今年新入组治疗患者增长加速，叠加明后年定价更高端的水针上市，未来几年有望进入量价齐升的加速期。

◆**中德美联：司法鉴定增长迅速，拓展亲缘检测百亿市场。**全资子公司中德美联在法医 DNA 检测市场抓住各地 Y 库建设需求释放，在民用 DNA 检测市场进军市场空间超百亿的亲缘检测业务，有望保持持续较快增长。另外公司还围绕基因检测布局了二代测序和 ctDNA 检测业务。

◆**持续大力布局精准医疗全领域，长期前景广阔。**公司持续投入研发、及产业布局，已形成从基因检测、诊断、靶向药物开发到免疫治疗等一系列精准医疗产业链布局。其中 HER-2 单抗正式启动 III 期临床试验；CAR-T 临床试验申请已获 CFDA 受理，预计今年年底前有望取得临床批件；PD-1 单抗处在临床前研究阶段；溶瘤病毒注射液即将进入临床申报阶段。

◆**盈利预测与评级：**生长激素进入量价齐升加速期驱动公司业绩持续较快增长，预计 18-20 年 EPS 为 0.35/0.46/0.61 元，同比+27%/31%/32%，现价对应 18-20 年 PE 为 42/32/24 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**中德美联收入确认不达预期；新药研发进展不达预期；生长激素竞争加剧超预期；生长激素临床使用不当。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	849	1,096	1,503	1,914	2,455
营业收入增长率	33.58%	29.09%	37.12%	27.34%	28.26%
净利润 (百万元)	197	278	354	463	612
净利润增长率	44.80%	40.77%	27.33%	30.96%	32.17%
EPS (元)	0.20	0.28	0.35	0.46	0.61
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.52%	16.55%	17.02%	19.60%	22.32%
P/E	75	53	42	32	24
P/B	10.9	8.8	7.1	6.2	5.4

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价时间为 2018 年 8 月 24 日

增持 (首次)

当前价：16.24 元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-22167311
linxiaowei@ebcscn.com

经煜甚 (执业证书编号：S0930517050002)
021-22169312
jingys@ebcscn.com

市场数据

总股本(亿股)：9.97
总市值(亿元)：161.99
一年最低/最高(元)：14.78/28.73
近 3 月换手率：69.23%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.75	-11.37	35.93
绝对	-16.43	-25.10	24.46

资料来源：Wind

1、2018 年中报：生长激素快速增长，中德美联招标滞后影响短期业绩

公司公布 2018 年半年报：实现营业收入 6.27 亿元 (+40.21%)；归母净利润 1.30 亿元 (+12.41%)；扣非归母净利润 1.21 亿元 (+25.25%)；实现 EPS 为 0.13 元；净经营性现金流 1.16 亿元 (+55.42%)。由于部分产品低开转高开及销售费用同比大幅增长 84.7%，收入显著增速高于利润增速。

分板块看，18H1 生物制品板块实现收入 3.44 亿元 (+23.29%)。其中，预计生长激素（粉针）实现收入 2.25 亿元，同比增长 35%-40%，销量同比增长 40%-45%；由于部分品规价格略微下调，导致收入增速相比去年略有放缓。干扰素继续稳定增长，实现收入约 8000 万元，同比增长 20%以上。

18H1 中德美联实现收入 2657 万元，净利润仅 371 万元，主要是受客户招投标滞后的影响，与去年同期相比收入、利润均下滑较多。根据往年经验，公安部们招标主要集中三四季度，因此预计下半年将会恢复良好增长。

18H1 多肽板块（苏豪逸明）实现营业收入 2604 万元 (+13.5%)，净利润 876 万元 (+29.2%)。中成药板块（余良卿药业）和化药板块（恒益药业）均受到低开转高开影响，实现收入分别为 1.79 亿、5166 万元，分别增长 115.55%、5.48%；由于销售费用大幅增长，实现净利润分别为 1104 万元、324 万元，中成药同比下降 11%，化药基本持平。

18H1 公司综合毛利率提升 4 个百分点至 80.51%，主要原因是中药低开转高开及高毛利生物药占比持续提升；其中，生物制品业务毛利率持续提升 1.73 个百分点至 89.60%。18H1 公司整体销售费用率提升 10 个百分点至 43.57%，其中销售费用 2.73 亿元，同比大幅增长 84.73%；管理费用 0.75 亿元，同比增长 3.28%。

图 1：2012-2018H1 安科生物营业收入及增速



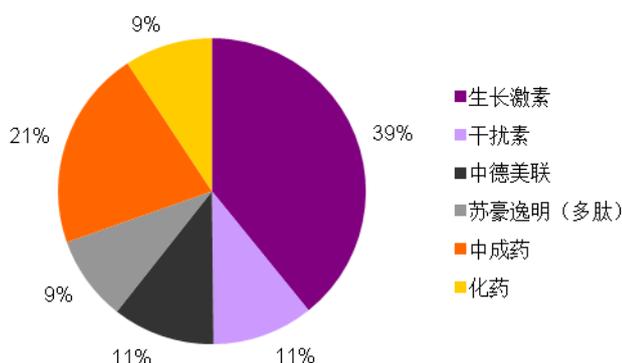
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：2012-2018H1 安科生物归母净利润及增速



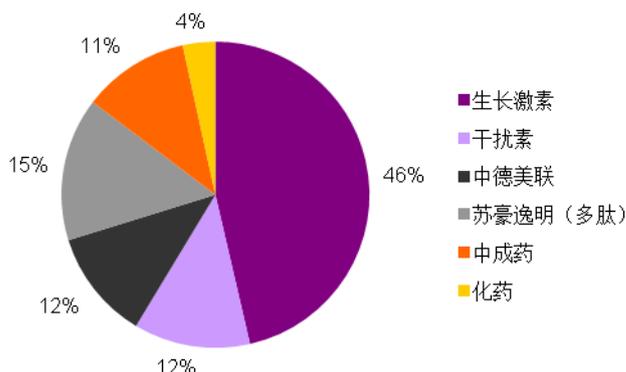
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2017 年安科生物各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 4：2017 年安科生物各业务板块利润占比

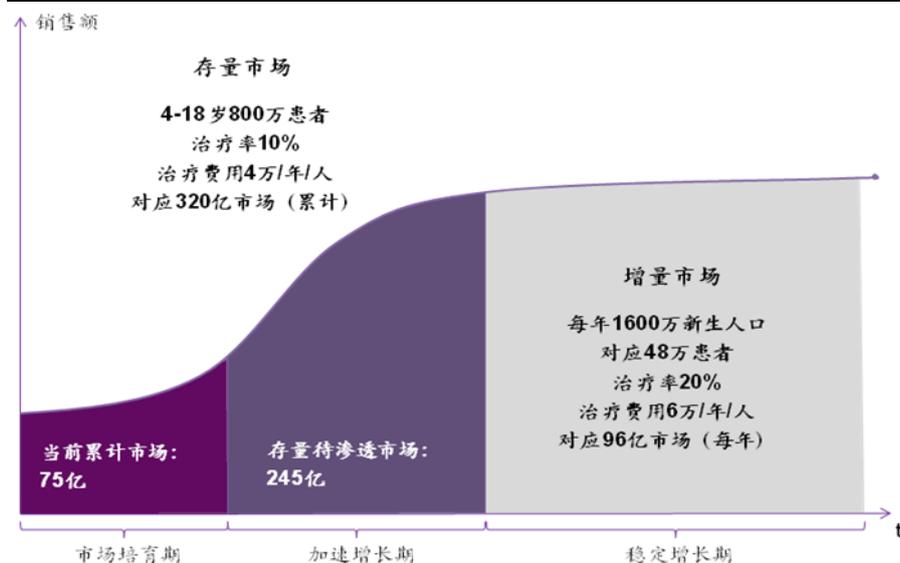


资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

2、生长激素：公司水针即将上市，明后年将迎来加速期

国内矮小症发病率为 3%，4-18 岁适应人群为 800 万人，以目前治疗人数测算，渗透率仅 1.3% 左右，生长激素行业长期看具有百亿空间（17 年仅 30 亿），远远未到天花板。随着治疗渗透率提升、产品迭代更新带来客单价提升、用药时间延长、及新适应症拓展，生长激素行业将进入量价齐升快车道，根据光大医药测算，预计未来几年行业将保持 40% 左右高速增长（具体可参见《生长激素步入快车道，打造中国生物药龙头——长春高新（000661.SZ）投资价值分析报告》20180504）。

图 5：生长激素市场空间预测示意图

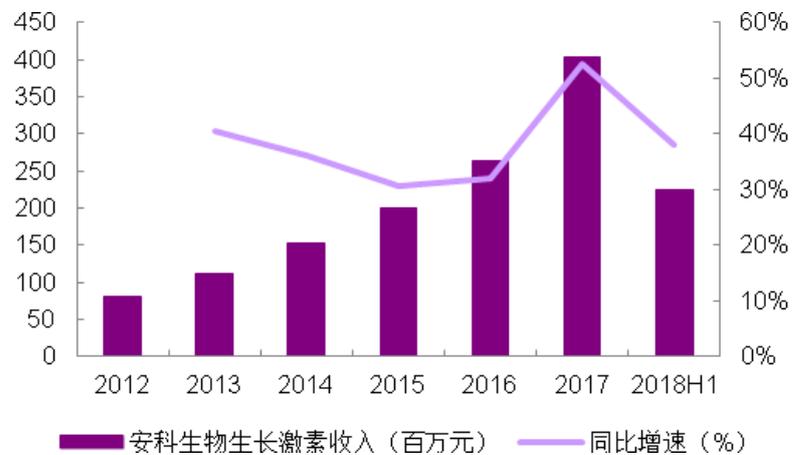


资料来源：国家统计局，中国儿童生长发育高峰论坛，光大证券研究所预测

安科生物粉针 2017 年销售额过 4 亿元，2018H1 销售额约 2.2 亿元，同比增长 40% 左右。公司的生长激素水针已进入优先审评名单，目前正在等效性试验审评审批中，预计 18 年底前上市。长效水针已完成 III 期临床试验的病人

入组，亦有望于 2019 年完成临床试验申报生产。届时，公司将成为国内继金赛药业后第二家拥有生长激素最全剂型的企业。

图 6：2012-2018H1 安科生物生长激素收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

此外，公司新增申报了生长激素七个适应症：新努南综合症（Noonan 综合征）、SHOX 基因缺少但不伴 GHD 患儿、慢性肾功能不全肾移植前（CKD）、特纳综合征（TS）、软骨发育不全（ACH）、Prader-Willi 综合征（PWS）、短肠综合征（SBS），目前已获受理。

表 1：国内生长激素三种剂型研发进展情况全梳理

企业名称		粉针	水针	长效
国内研发情况	金赛药业	赛增（生长激素缺乏症、重度烧伤）	赛增（生长激素缺乏症、重度烧伤适应症已获批；肾移植前因慢性肾脏疾病（CKD）所引起的儿童生长障碍、Prader-Willi 综合征准备开始临床）	金赛增（生长激素缺乏症四期临床；小于胎龄儿、特发性矮小、Turner、成人生长激素缺乏适应症完成 2 期临床，
	安科生物	安苏萌（生长激素缺乏症、重度烧伤已获批；努南综合症、SHOX 基因缺少症、CKD、TS、ACH、Will 综合征等临床中，成人生长激素缺乏症开展临床）	等效性试验审评审批中（预计 2018 年上市）（生长激素缺乏症、重度烧伤适应症）	III 期临床中，尚未申报（预计 2019 年以后上市）
	联合赛尔	已上市（生长激素缺乏症）	2013 年报产被否	/
	诺和诺德	/	2015 年 8 月承办，2018 年 4 月上市	/
	厦门特宝	/	/	2014 年完成 1 期临床

资料来源：安科生物、金赛药业、CDE、光大证券研究所。■ 为已上市，■ 为临床中

3、中德美联：司法鉴定增长迅速，拓展亲缘检测百亿市场

全资子公司中德美联在法医 DNA 检测市场抓住各地 Y 库建设需求释放，在民用 DNA 检测市场进军市场空间超 100 亿的亲缘检测业务，有望保持业绩持续较快增长，预计 18-20 年复合增速 30%-35%。另外还围绕基因检测领布局了二代测序和 ctDNA 检测业务。

中德美联拥有国际领先的多重 PCR&CE 扩增检测平台（同时检测 40 个 STR 和近百个 SNP），自主开发了全球系列最全的法医 DNA 检测试剂盒，打破了国外大公司的垄断并完成了产品和应用方面的超越，目前拥有法医 DNA 检测领域内系列最全、品种最多、性价比最高的检验产品，相关技术处于法医 DNA 检测的国际领先水平。

中德美联和公安部、司法部、上海、浙江公安厅等单位长期保持各类合作项目二十多项，将核酸检测时间由世界普遍水平 7-8 小时，缩短至 2 个小时以内。2017 年 2 月，取得广东省司法鉴定许可证，目前已承接周边城市的酒精检测和伤残鉴定，以及入户要求的亲子鉴定业务。未来将在西南、东北以及西北地区继续布局。中德美联目前的 DNA 信息建库量、破案量均居世界首位。

2018 年 3 月，中德美联获得美国 Verogen 公司独家经销权，成为 Verogen 产品在中国大陆地区法医、司法鉴定领域的独家代理商。Verogen 公司的技术基础来自于 Illumina 公司，目前其管理团队大部分来自于 Illumina。

表 2：Verogen 公司主要技术和产品

产品	描述
NGS 仪器	Illumina 新一代测序仪法医版 MiSeq FGX（该产品是唯一获得美国联邦调查局 FBI 批准的法医专用 NGS 测序仪）
NGS 试剂	Verogen 在 Illumina 已经领先的新一代测序法医产品基础上进一步研发的法医专用试剂
NGS 软件	新一代测序数据法医分析软件，已经能够做到同现有毛细管测序仪数据兼容
NGS 技术方案	疑难案件新一代测序技术解决方案等配套技术

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 3：中德美联产品线

系列	产品	功能	特点
常染色体系列	17+1	建库	免提直扩，公司主要建库产品
	EX20	建库/亲缘	添加 SRY 基因，避免 Amel-Y 微缺失造成性别错判，主要建库产品
	EX22	建库/亲缘	快速、高分辨率，满足建库、排查、打拐三种应用
	EX16	现场	超快速试剂盒，扩增时间最快可达 35min，适用于现场案件快速排查
	21+1	亲缘/补充	非 CODIS 基因座，高分辨率的亲缘鉴定补充试剂盒
	Mini	现场/亲缘/补充	扩增片段小，灵敏度高，适用于微量检材的扩增
性染色体系列	X12	亲缘	适用于女性排查，亲缘鉴定等
	X19	亲缘	选择 6 个连锁群的 19 个基因座，分辨率更高
	Y18	建库/现场/亲缘	扩增产物小于 350bp 高灵敏度扩增试剂盒，适用于犯罪嫌疑人排查
	Data Y24	建库/现场/亲缘	低突变率、高分辨率，适用于男性家系排查及父系亲缘关系鉴定
	Y SUPP	亲缘/补充	低突变率、高分辨率，与 Data Y24 联用可检测 41 个 Y-STR 基因座

其他	MT60	现场/亲缘/补充	与现有法医系统完全一致，操作简便，兼容性好
	犬 17A	现场/亲缘	主要应用于犬 DNA 检测，血统管理，警犬良种保纯，辅助选种选配

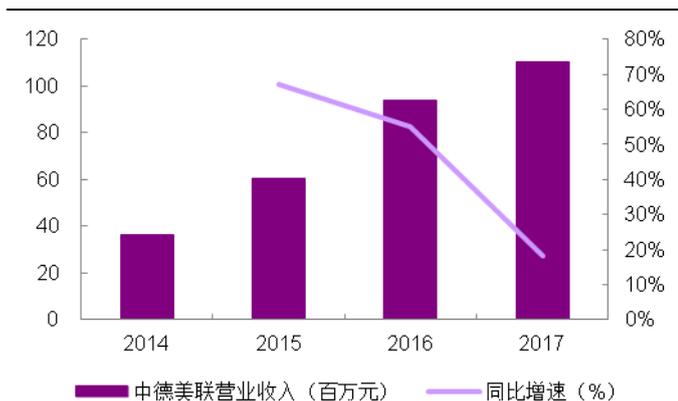
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：中德美联在研项目

项目名称	功能主治	注册所处阶段	进展情况
EX16CS 荧光检测试剂盒	个体识别	产品上市前准备阶段	已批量生产
HG20+2 荧光检测试剂盒	个体识别	产品上市前准备阶段	已批量生产
FS Y37 荧光检测试剂盒	家系排查	产品上市阶段	已批量生产
EX16+22Y 检测试剂盒	个体识别/家系排查	产品上市阶段	完成研发
HG19+20Y 检测试剂盒	个体识别/家系排查	产品上市阶段	完成研发
ZGWZ FS Y 荧光检测试剂盒	家系排查	产品上市前准备阶段	完成研发
常染色体 InDel 检测试剂盒	个体识别	研究开发	完成研发
六色 Mini 荧光检测试剂盒	个体识别	研究开发	研发进行中
Y SNP 检测试剂盒	家系排查	研究开发	研发进行中
多色试剂盒	个体识别/家系排查	研究开发	研发进行中

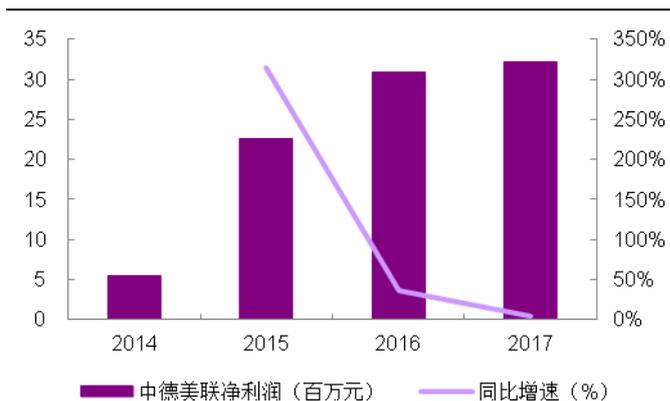
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：2014-2017 中德美联营业收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：2014-2017 中德美联净利润及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、苏豪逸明：多肽产业领先公司，看好从原料到制剂拓展

2015 年 3 月,公司以发行股份及支付现金购买方式购买苏豪逸明 100% 股权,标的公司预估值共计 4.05 亿元。苏豪逸明长期致力于多肽类原料药研发、生产、销售,产品品质高、质量稳定、品种丰富,其多肽类原料药品的广度和产量均居国内领先地位。

苏豪逸明现有的主导产品及在研项目的制剂产品在临床上主要用于肝病、妇科疾病、生长发育等治疗,公司有望实现从原料药到制剂生产领域的拓展。公司产品也不断拓展海外市场,2017 年,缩宫素原料药变更申请和鲑降钙素原料药获得欧洲药品质量管理局的认证;胸腺法新在韩国注册,韩国 MFDS 已批准其进入韩国。

表 5: 苏豪逸明主要产品及用途

分类	产品名称	用途
多肽类原料药	胸腺五肽	主要用于 18 岁以上的慢性乙型肝炎患者; 各种原发性或继发性 T 细胞缺陷病; 某些自身免疫性疾病 (如类风湿性关节炎、系统性红斑狼疮等); 各种细胞免疫功能低下的疾病; 肿瘤的辅助治疗
	生长抑素	主要用于急性重症胰腺炎、严重急性上消化道出血、急性食道静脉曲张出血、急性胃或十二指肠溃疡出血、并发性急性糜烂性胃炎、出血性胃炎、胰腺外科手术并发症的预防和治疗、胰、胆和肠痿的辅助治疗、糖尿病酮症酸中毒的辅助治疗
	醋酸奥曲肽	主要应用于上消化道静脉破裂出血的抢救治疗及胃溃疡出血治疗、急性胰腺炎、胰瘘、消化系统内分泌肿瘤、肢端肥大症、突眼性甲亢症等
	胸腺法新	主要用于 18 岁以上的慢性乙型肝炎患者; 各种原发性或继发性 T 细胞缺陷病; 某些自身免疫性疾病 (如类风湿性关节炎、系统性红斑狼疮等); 各种细胞免疫功能低下的疾病; 肿瘤的辅助治疗
	缩宫素	小剂量子宫兴奋药引起的子宫节律性收缩可用于催产和引产; 大剂量子宫兴奋药引起的强直性收缩作用可用于产后出血或产后子宫复原
	鲑降钙素	主要用于治疗骨质疏松症及骨质疏松性骨痛及肿瘤转移性骨痛
客户肽	依替巴肽	用于心血管干预治疗中的适应症
	比伐卢定	预防血管成型, 介入治疗不稳定性心绞痛前后的缺血性并发症
	阿托西班	用于推迟胎儿心率正常的孕妇将出现的早产
	卡贝缩宫素	用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后, 以预防子宫收缩乏力和产后出血

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 6: 苏豪逸明在研项目进入注册申请阶段

项目名称	功能主治	注册所处阶段	进展情况
卡贝缩宫素	催产	申报生产	排队审评
醋酸阿托西班	保胎	申报生产	在审评
缩宫素	催产	工艺质量研究	报原料生产
比伐卢定	凝血酶抑制剂	中试	报原料生产
依替巴肽	血小板抑制剂	工艺质量研究	报原料生产
特利加压素	消化道出血	中试	报原料生产
特立帕肽	骨质疏松	工艺质量研究	报原料生产

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 9: 2013-2017 苏豪逸明营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 10: 2013-2017 苏豪逸明净利润及增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

5、公司战略宏伟，持续大力布局精准医疗全领域

公司过去三年每年保持研发投入增速在 50% 以上，研发占比达到 10% 以上，且逐年提升。目前研发管线价值不断取得成果，形成基因诊断检测、靶向抗肿瘤药物开发、细胞免疫治疗技术等一系列精准医疗产业链布局，有望成为国内精准医疗领域的领先企业。

图 11：2012-2018H1 公司研发投入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司的注射用重组人 HER-2 单克隆抗体药物研究正式启动第 III 期临床试验，公司目前在国内 HER-2 领域研发进度排名第 4 位，仅次于三生国建、复宏汉霖、嘉和生物。

公司通过参股博生吉成为国内 CAR-T 细胞治疗领域第一梯队，其 CAR-T 靶向 CD19 注射剂临床试验申请已获 CFDA 受理，预计 2018 年底前取得临床批件。

此外，公司从礼进生物收购的 PD-1 技术处在临床前研究阶段；从元宋生物受让的重组人肿瘤靶向基因-病毒(ZD55-IL-24)注射液顺利开展临床前研究，即将进入临床申报阶段。

图 12：公司在精准医疗产业链的布局

仪器试剂		诊断		治疗技术	
诊断试剂	仪器设备	基因诊断	免疫诊断	免疫治疗	其他治疗
免疫诊断试剂	基因检测设备	基因测序	NIPT 肿瘤筛查	CAR-T 技术 小分子靶向药物	基因治疗
核酸分子检测试剂	基因芯片	生物信息分析	遗传缺陷基因检测	单抗药物 (PD-1、HER-2 等) 溶瘤病毒	干细胞治疗

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理（安科生物已布局）

表 7：安科生物在研重磅品种及进展

产品名称	公司	适应症	研发进展	预计获批时间
替诺福韦片剂	安科恒益	HBV、HIV 感染	已报产，获受理	2018 年底
生长激素水针	安科生物	儿童生长激素缺乏症、重度烧伤	已经报产，获受理	2018 年底
长效干扰素	安科生物	慢性乙型、丙型肝炎	正在开展 I 期临床研究	2020 年后
长效生长激素	安科生物	儿童生长激素缺乏症、重度烧伤	正在开展 III 期临床研究	2020 年

HER-2 单抗	安科生物	HER2 高表达的转移性乳腺癌	正在开展III期临床研究	2020 年
KGF-2 (1 类新药)	新生源	治疗浅度烧烫伤	正在开展III期临床研究	2020 年
CAR-T (CD19、CD-NK)	博生吉安科	血液肿瘤和实体肿瘤	已申报临床获受理, 正在补充材料	2020 年后
PD-1	礼进生物	肿瘤	临床前	2020 年后
肿瘤靶向基因-病毒	元宋生物	肿瘤	临床前	2020 年后

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

6、盈利预测与估值

关键假设:

- 1、生长激素粉针新患增长加速, 叠加 19 年后水针和长效上市销售, 预计 18-20 年生长激素销售额增速分别为 40%/53%/48%;
- 2、干扰素短期有高开票因素, 但存在特异性药物的竞品, 长期看市场较稳定, 预计 18-20 年销售额分别增长 20%/10%/5%;
- 3、中德美联未来三年重点在江苏省外市场扩建, 另外司法鉴定在吸毒、酒驾、现场快速检测等领域加速应用。预计 18-20 年复合增速 30%-35%;
- 4、苏豪逸明、化药、中成药板块维持平稳增长;
- 5、随高毛利生物药占比提升, 产品结构持续优化, 综合毛利率稳步提升;
- 6、销售费用率 19 年之后随着两票制影响消除, 基本保持稳定。管理费用率随着研发投入生长, 每年微幅增长。

表 8: 安科生物业务板块业绩拆分

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计:					
营业收入(亿元)	8.49	10.96	15.03	19.14	24.55
YOY	34%	29%	37%	27%	28%
净利润(亿元)	1.97	2.78	3.54	4.63	6.12
YOY	45%	41%	27%	31%	32%
1、生物制品合计:					
收入(扣除中德美联)(百万元)	437.66	524.13	705.10	1016.83	1438.93
估算的净利润(百万元)	87.77	162.82	225.63	325.38	467.65
估算的净利率	20.1%	31.1%	32.0%	32.0%	32.5%
1.1 生长激素:					
收入(百万元)	263.80	402.70	563.78	862.38	1277.26
YOY	32%	53%	40%	53%	48%
粉针安苏萌(百万元)	263.8	402.7	563.8	772.4	1027.3
YOY	32%	53%	40%	37%	33%
水针(百万元)				90	200
长效					50
1.2 重组人干扰素 α2b(安达芬):					
收入(百万元)	161.30	109.43	131.32	144.45	151.67
YOY	0%	-32%	20%	10%	5%

1.3 中德美联(100%)

营业总收入 (百万)	93.70	110.58	143.75	194.07	261.99
YOY	55.11%	18.01%	30%	35%	35%
净利润 (百万)	30.83	32.17	41.82	56.46	76.22

2、苏豪逸明(多肽)(100%)

营业总收入 (百万元)	75.90	92.37	104.84	115.32	126.86
YOY	-5.77%	21.70%	13.50%	10%	10%
净利润(百万元)	36.41	42.05	54.67	60.13	66.14
YOY	16.03%	15.49%	30%	10%	10%

3、中成药(安科余良卿药业)

收入 (百万元)	153.22	217.54	369.82	388.31	407.73
YOY	5%	42%	70%	5%	5%
净利润 (百万元)	34.33	31.20	31.20	32.76	34.40
YOY		-9%	0%	5%	5%

4、化药(安科恒益药业)

收入 (百万元)	104.64	94.92	99.66	99.66	99.66
YOY	0%	-9%	5%	5%	5%
净利润 (百万元)	7.96	9.50	9.69	10.17	10.68
YOY		19%	2%	5%	5%

资料来源：光大证券研究所预测

综上,公司未来三年在生长激素和中德美联驱动下维持较快增长,预计 18-20 年 EPS 为 0.35/0.46/0.61 元,同比增长 27%/31%/32%。现价对应 18-20 年 PE 分别为 42/32/24 倍。参考可比公司,我们认为当前股价已处于合理位置,叠加公司研发管线价值,长期看好公司成为国内精准医疗领域的领先企业,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值比较

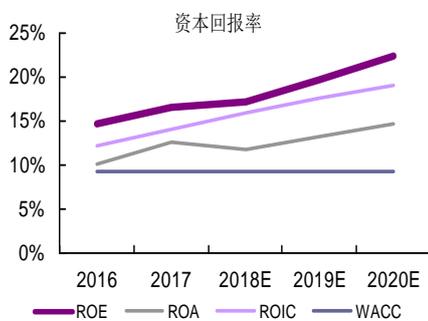
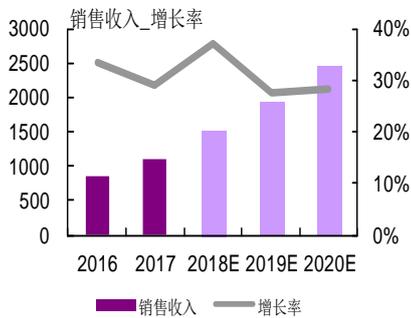
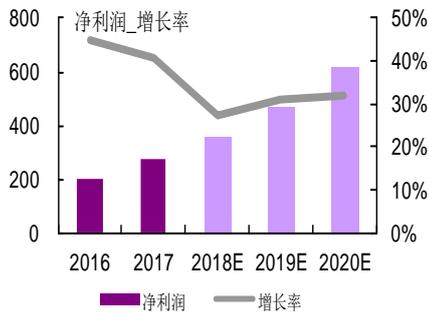
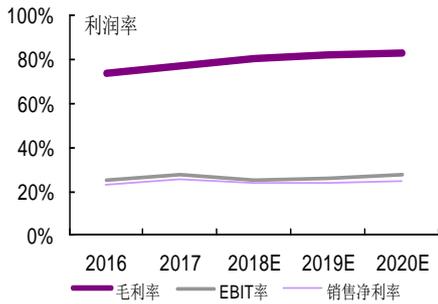
证券代码	公司名称	收盘价 (20180824)	EPS (元)				PE (倍)				CAGR 2018-2020	总市值 (亿元)
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
000661.SZ	长春高新	232.00	3.89	5.71	8.00	10.88	60	41	29	21	38.0%	395
002773.SZ	康弘药业	46.83	0.96	1.23	1.59	2.07	49	38	29	23	29.7%	316
300122.SZ	智飞生物	42.64	0.27	0.90	1.42	1.88	158	48	30	23	44.9%	682
600867.SH	通化东宝	19.15	0.41	0.52	0.66	0.84	47	37	29	23	27.1%	393
	平均						78	41	29	22	34.9%	
300009.SZ	安科生物	14.80	0.28	0.35	0.46	0.61	53	42	32	24	32.0%	148

资料来源：wind 一致预期、光大证券研究所预测

7、风险提示

1、中德美联收入确认不达预期的风险：中德美联的客户主要为公安机关,近几年伴随 Y 库建设全国推广,拉动公司 Y 染色体检验试剂和服务快速增长。但公安机关法医检测招标进度存在一定不确定性,如果招标工作推迟将给公司带来销售延期的风险。

- 2、新药研发进展不达预期的风险：公司大力布局精准医疗全产业链，在研项目众多。已报产的生长激素水针和替诺福韦片剂存在获批进度低于预期的风险。在研的长效生长激素、HER-2、PD-1 等存在研发进展不达预期的风险。
- 3、生长激素招标降价或竞争加剧的风险：生长激素研发技术及生产工艺壁垒较高，但国内目前已有三家企业参与竞争，另有少部分企业处于研发状态。如果未来生长激素获批企业数量超预期，将给公司带来一定竞争压力。
- 4、生长激素临床超适应症使用的风险：生长激素最核心的适应症为因生长激素缺乏导致的矮小症，但国内外临床研究证明生长激素对各种原因引起的身材矮小均有治疗效果。因此在临床大面积推广的过程中，可能存在使用不当的风险。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	849	1,096	1,503	1,914	2,455
营业成本	219	244	286	345	410
折旧和摊销	48	56	67	79	93
营业税费	10	14	17	21	27
销售费用	268	371	619	785	997
管理费用	133	160	203	262	339
财务费用	2	2	-2	-9	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	13	6	8	9
营业利润	219	329	384	510	684
利润总额	231	329	416	543	718
少数股东损益	1	4	2	2	2
归属母公司净利润	197	278	354	463	612

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	1,965	2,254	3,046	3,572	4,239
流动资产	564	712	1,254	1,538	1,958
货币资金	152	134	512	613	786
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	188	263	326	433	559
应收票据	67	89	137	161	210
其他应收款	21	25	40	47	60
存货	61	76	84	102	123
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	37	147	147	148	149
固定资产	427	438	537	651	774
无形资产	153	142	184	223	270
总负债	539	494	884	1,122	1,408
无息负债	479	444	834	1,023	1,057
有息负债	60	50	50	99	351
股东权益	1,426	1,760	2,162	2,449	2,831
股本	548	712	997	997	997
公积金	618	520	270	317	378
未分配利润	422	598	810	1,049	1,367
少数股东权益	67	83	85	87	89

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	258	281	565	521	468
净利润	197	278	354	463	612
折旧摊销	48	56	67	79	93
净营运资金增加	-233	289	-98	138	402
其他	245	-342	242	-160	-639
投资活动产生现金流	-415	-222	-247	-313	-332
净资本支出	-69	-132	-227	-320	-340
长期投资变化	37	147	-1	-1	-1
其他资产变化	-383	-237	-20	8	9
融资活动现金流	220	-76	60	-107	37
股本变化	140	165	285	0	0
债务净变化	60	-10	0	49	252
无息负债变化	342	-35	391	189	34
净现金流	63	-18	377	101	173

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.58%	29.09%	37.12%	27.34%	28.26%
净利润增长率	44.80%	40.77%	27.33%	30.96%	32.17%
EBITDA 增长率	50.88%	35.34%	23.50%	29.55%	33.60%
EBIT 增长率	47.30%	39.70%	24.17%	31.55%	36.20%
估值指标					
PE	75	53	42	32	24
PB	11	9	7	6	5
EV/EBITDA	32	30	33	26	20
EV/EBIT	39	36	39	30	23
EV/NOPLAT	45	42	46	35	26
EV/Sales	10	10	10	8	6
EV/IC	5	6	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	74.19%	77.72%	81.00%	82.00%	83.30%
EBITDA 率	31.16%	32.67%	29.42%	29.93%	31.18%
EBIT 率	25.47%	27.57%	24.96%	25.79%	27.38%
税前净利润率	27.23%	30.03%	27.64%	28.39%	29.23%
税后净利润率 (归属母公司)	23.23%	25.34%	23.53%	24.19%	24.93%
ROA	10.07%	12.50%	11.67%	13.02%	14.49%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.52%	16.55%	17.02%	19.60%	22.32%
经营性 ROIC	11.98%	13.93%	15.79%	17.60%	18.97%
偿债能力					
流动比率	1.24	1.78	1.58	1.51	1.52
速动比率	1.11	1.59	1.47	1.41	1.42
归属母公司权益/有息债务	22.65	33.56	41.55	23.79	7.82
有形资产/有息债务	19.09	28.49	43.90	26.99	9.41
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.20	0.28	0.35	0.46	0.61
每股红利	0.08	0.11	0.18	0.23	0.31
每股经营现金流	0.26	0.28	0.57	0.52	0.47
每股自由现金流(FCFF)	0.40	-0.10	0.26	0.05	-0.06
每股净资产	1.36	1.68	2.08	2.37	2.75
每股销售收入	0.85	1.10	1.51	1.92	2.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	