安科生物 (300009.SZ) 买入（维持评级）

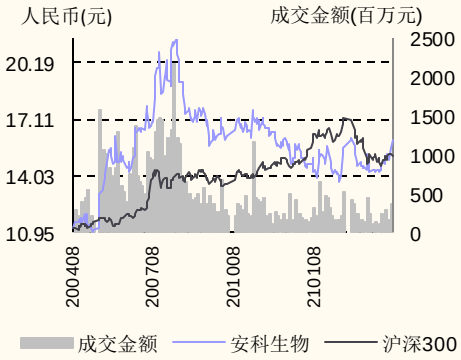
公司点评

市场价格（人民币）：15.98 元

生长激素加速恢复，研发管线有序推进

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.65
已上市流通 A 股(亿股)	9.64
总市值(亿元)	218.19
年内股价最高最低(元)	21.53/10.95
沪深 300 指数	5104
创业板指	2807



相关报告

1.《以子公司股权增资苏州博生吉，整合业务平台-安科生物公司点评》，2021.3.8

2.《业绩符合预期，生长激素增长稳健-安科生物公司点评》，2021.1.13

3.《业务迅速恢复，研发扎实推进-安科生物公司点评》，2020.8.26

4.《商誉减值影响年报利润，Q1 恢复健康增长-安科生物公司点评》，2020.4.8

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,713	1,701	2,488	3,013	3,616
营业收入增长率	17.17%	-0.65%	46.25%	21.08%	20.02%
归母净利润(百万元)	124	359	501	655	871
归母净利润增长率	-52.71%	188.40%	39.55%	30.80%	32.93%
摊薄每股收益(元)	0.119	0.263	0.367	0.480	0.638
每股经营性现金流净额	-0.12	0.32	0.32	0.50	0.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.74%	12.66%	16.35%	19.40%	22.69%
P/E	127.34	55.84	43.56	33.30	25.05
P/B	6.03	7.07	7.12	6.46	5.68

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 4 月 7 日，公司公布 2020 年年报，实现营业收入 17.01 亿元，同比下降 0.65%。实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 188.40%。业绩符合预期。
- 2020Q4 实现营业收入 5.49 亿元，同比下降 0.09%。实现归母净利润 0.60 亿元，剔除 2019 年商誉减值准备影响后，同比增长约 18.63%。
- 公司 2021 年 Q1 业绩预告实现归母净利润 1.14-1.30 亿元，同比增长 40%-60%，相较 2019 年增长 72%-96%。

点评

- **业绩符合预期，生长激素业务加速恢复。**2020 年，公司生物制品实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 3.97%，预计主要因生长激素稳中向好，对业绩贡献较大。随着疫情的影响逐步消除，自 2020 年 Q2 起公司生长激素销售和新患者入组加速恢复，当前疫情防控态势较为良好，我们预计公司生长激素业务加速恢复，是 2021 年一季度业绩高增长的核心驱动。
- **生长激素业务适应症、剂型、规格持续完善，有望不断放量。**2020 年，公司注射用重组人生长激素治疗成人短肠综合征及软骨发育不全所引起的儿童矮小两个适应症均取得生产批件，治疗特发性矮小的适应症已获 NMPA 优先审评；重组人生长激素注射液增加规格申请已获得受理；聚乙二醇重组人生长激素注射液已完成生产线安装调试工作，正在进行报产准备工作。
- **生物药研发管线有序推进，多元化利润增长点持续丰富。**公司自主研发的单抗药物研发进展顺利，注射用重组人 HER2 单克隆抗体第Ⅲ期临床试验已入组结束，目前正在积极整理临床资料，准备报产；重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液正在积极推进临床Ⅲ期试验入组工作；重组抗 PD1 人源化单克隆抗体正在进行第Ⅰ/Ⅱ期临床试验，未来可期。

盈利调整与投资建议

- 我们看好公司在后疫情时代的恢复机会和中长期的优异成长空间，预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 5.01、6.55、8.71 亿元，同比增长 40%、31%、33%。维持“买入”评级。

风险提示

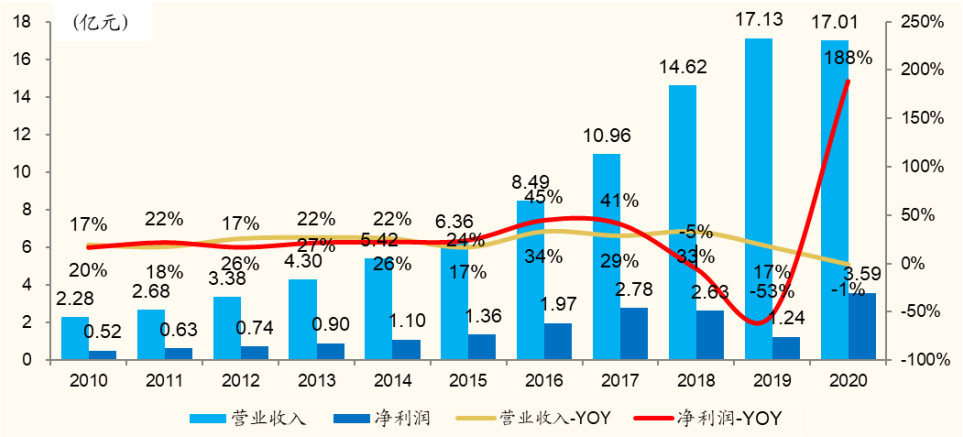
- 生长激素新患拓展和市场推广不达预期；新产能落地进度不及预期；市场竞争加剧；研发进展不及预期等。

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

疫情影响逐渐消除，盈利能力保持稳定

- 2020 年，公司实现营业收入 17.01 亿元，同比下降 0.65%。实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 188.40%。2020 年表观业绩增速较高主要系公司 2019 年对全资子公司中德美联、苏豪逸明计提商誉减值和无形资产减值金额合计 1.99 亿元所致。剔除该影响后，2020Q4 实现营业收入 5.49 亿元，同比下降 0.09%。实现归母净利润 0.60 亿元，剔除 2019 年商誉减值准备影响后，同比增长约 18.63%。

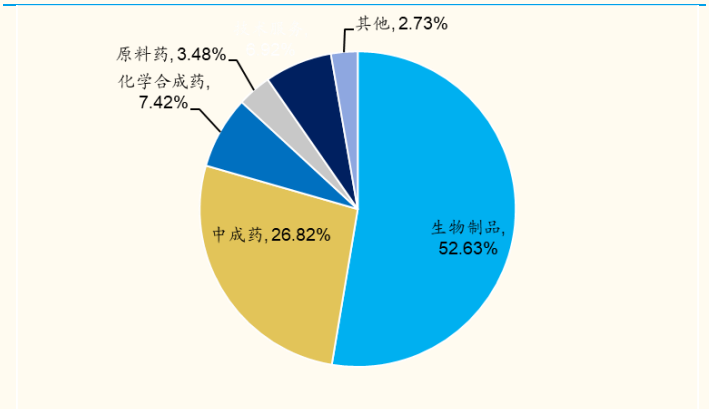
图表 1：2010-2020 年公司业绩增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

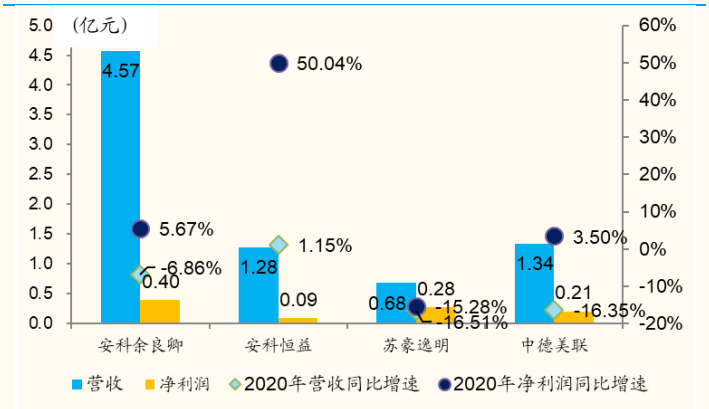
- 2020 年，公司生物制品实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 3.97%，占营收比重达到 52.63%，预计主要系生长激素业务贡献。子公司方面，安科余良卿产品不断丰富，积极开展线上线下推广和营销活动，20 年实现净利润 0.40 亿元，同比增长 5.67%。安科恒益克服原辅料成本上涨及集中采购政策的变化，着力拓展终端市场 OEM 客户的合作，20 年实现净利润 0.09 亿元，同比增长 50.04%；苏豪逸明成功中标中国食品药品检定研究院生长抑素国家标准品项目，20 年实现净利润 0.28 亿元，同比下降 15.28%；中德美联至年底已基本完成业绩指标。同时在法医领域继续拓展开发新产品，多个在研项目进展顺利，20 年实现净利润 0.21 亿元，同比增长 3.50%。随着疫情影响逐步消除，子公司业绩有望进一步放量。

图表 2：2020 年公司收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

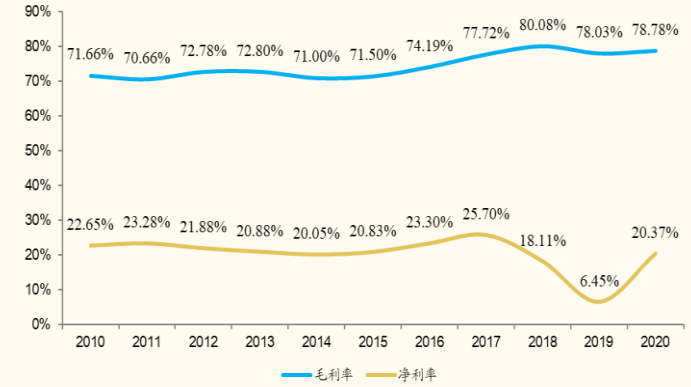
图表 3：2020 年公司各子公司收入利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

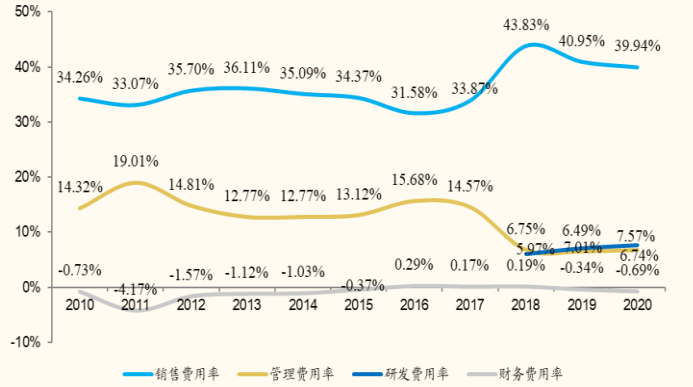
■ **毛利率基本稳定，费用下降带来净利率提升。**2020 年，公司实现毛利率 78.78%，基本保持稳定，实现净利率 20.37%，增长较快，主要受 2020 年费用端下行影响。2020 年公司销售费用率为 39.94%（-1.01pt），管理费用率为 7.57%（+0.25pt），研发费用率为 7.57%（+0.56pt），财务费用率为-0.69%（-0.35pt）。

图表 4：2010-2020 年公司毛利率与净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

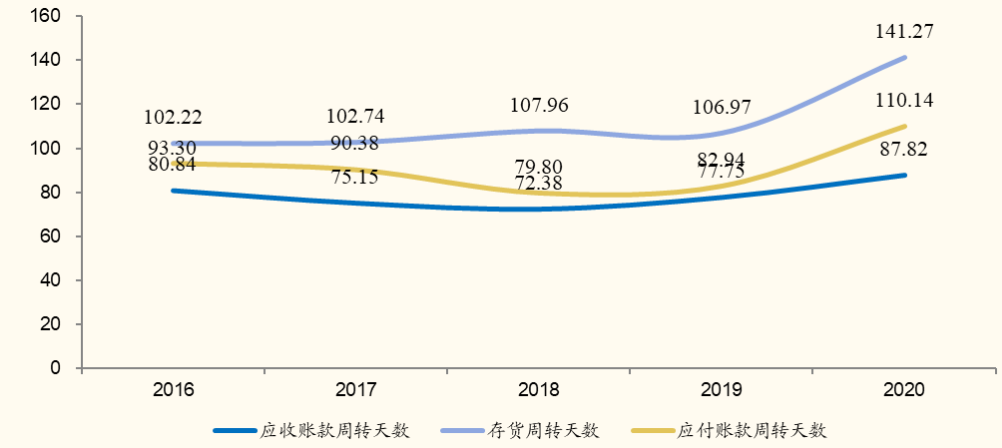
图表 5：2010-2020 年公司四项费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 2020 年，公司应收账款周转天数为 87.82，同比增长 12.95%；存货周转天数为 141.27，同比增长 32.07%，预计主要受疫情影响；应付账款周转天数为 110.14，同比增长 32.79%，公司信誉良好，对上游客户话语权进一步增强；

图表 6：2016-2020 年公司资产周转情况



来源：公司公告，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）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**1,462**	**1,713**	**1,701**	**2,488**	**3,013**	**3,616**
增长率		17.2%	-0.6%	46.2%	21.1%	20.0%
主营业务成本	-291	-376	-361	-510	-603	-705
%销售收入	19.9%	22.0%	21.2%	20.5%	20.0%	19.5%
毛利	1,170	1,336	1,340	1,978	2,410	2,911
%销售收入	80.1%	78.0%	78.8%	79.5%	80.0%	80.5%
营业税金及附加	-16	-17	-16	-25	-30	-36
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-641	-701	-680	-1,008	-1,190	-1,392
%销售收入	43.8%	40.9%	39.9%	40.5%	39.5%	38.5%
管理费用	-99	-111	-115	-162	-181	-199
%销售收入	6.7%	6.5%	6.7%	6.5%	6.0%	5.5%
研发费用	-87	-120	-129	-182	-211	-235
%销售收入	6.0%	7.0%	7.6%	7.3%	7.0%	6.5%
息税前利润（EBIT）	328	387	401	602	798	1,049
%销售收入	22.5%	22.6%	23.6%	24.2%	26.5%	29.0%
财务费用	-3	6	12	0	-3	7
%销售收入	0.2%	-0.3%	-0.7%	0.0%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-6	237	35	-2	0	0
公允价值变动收益	0	2	1	0	0	0
投资收益	-2	-13	-2	-15	-20	-25
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	311	165	424	586	776	1,031
营业利润率	21.3%	9.6%	24.9%	23.5%	25.7%	28.5%
营业外收支	-1	-2	-8	0	0	0
税前利润	310	163	416	586	776	1,031
利润率	21.2%	9.5%	24.5%	23.5%	25.7%	28.5%
所得税	-45	-53	-70	-88	-116	-155
所得税率	14.5%	32.4%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	265	110	347	498	659	876
少数股东损益	2	-14	-12	-3	4	5
归属于母公司的净利润	**263**	**124**	**359**	**501**	**655**	**871**
净利率	18.0%	7.3%	21.1%	20.1%	21.7%	24.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	265	110	347	498	659	876
少数股东损益	2	-14	-12	-3	4	5
非现金支出	65	-146	55	72	81	90
非经营收益	20	-14	-20	22	31	30
营运资金变动	-62	-80	53	-150	-91	-67
经营活动现金净流	**287**	**-128**	**434**	**441**	**680**	**929**
资本开支	-195	-183	-138	-185	-200	-100
投资	-25	-498	-251	0	0	0
其他	6	17	26	-15	-20	-25
投资活动现金净流	**-214**	**-664**	**-363**	**-200**	**-220**	**-125**
股权募资	0	666	44	0	0	0
债权募资	50	-72	-14	170	-38	-151
其他	-116	-165	-156	-279	-353	-415
筹资活动现金净流	**-66**	**429**	**-126**	**-109**	**-391**	**-566**
现金净流量	**8**	**-364**	**-55**	**133**	**69**	**239**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	146	527	248	381	450	689
应收款项	495	625	572	836	1,012	1,215
存货	96	124	155	166	196	195
其他流动资产	19	198	666	669	674	678
流动资产	756	1,474	1,641	2,052	2,332	2,777
%总资产	29.9%	45.7%	46.8%	51.0%	52.8%	57.0%
长期投资	221	182	181	181	181	181
固定资产	617	717	767	905	985	956
%总资产	24.4%	22.2%	21.9%	22.5%	22.3%	19.6%
无形资产	879	800	867	826	866	905
非流动资产	1,771	1,752	1,864	1,968	2,088	2,098
%总资产	70.1%	54.3%	53.2%	49.0%	47.2%	43.0%
资产总计	**2,527**	**3,226**	**3,505**	**4,020**	**4,420**	**4,875**
短期借款	60	14	14	189	151	0
应付款项	274	276	290	402	472	549
其他流动负债	100	125	169	186	235	298
流动负债	434	414	473	777	859	847
长期贷款	40	14	0	0	0	0
其他长期负债	42	98	104	90	90	90
负债	**516**	**526**	**576**	**867**	**949**	**937**
普通股股东权益	**1,920**	**2,627**	**2,836**	**3,064**	**3,377**	**3,839**
其中：股本	997	1,050	1,365	1,365	1,365	1,365
未分配利润	735	680	847	1,075	1,389	1,850
少数股东权益	91	73	93	90	94	99
负债股东权益合计	**2,527**	**3,226**	**3,505**	**4,020**	**4,420**	**4,875**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.264	0.119	0.263	0.367	0.480	0.638
每股净资产	1.925	2.501	2.077	2.244	2.474	2.811
每股经营现金净流	0.288	-0.122	0.318	0.323	0.498	0.681
每股股利	0.150	0.150	0.200	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	13.70%	4.74%	12.66%	16.35%	19.40%	22.69%
总资产收益率	10.41%	3.86%	10.24%	12.46%	14.82%	17.87%
投入资本收益率	13.20%	9.54%	11.31%	15.31%	18.74%	22.64%
增长率						
主营业务收入增长率	33.32%	17.17%	-0.65%	46.25%	21.08%	20.02%
EBIT增长率	6.95%	17.84%	3.70%	50.15%	32.59%	31.35%
净利润增长率	-5.25%	-52.71%	188.40%	39.55%	30.80%	32.93%
总资产增长率	12.10%	27.67%	8.64%	14.71%	9.94%	10.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.4	77.8	87.8	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	108.0	107.0	141.3	120.0	120.0	102.0
应付账款周转天数	79.8	82.9	110.1	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	120.1	103.7	135.1	98.1	84.6	72.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.28%	-25.08%	-30.07%	-26.58%	-27.24%	-33.91%
EBIT利息保障倍数	117.8	-65.7	-34.1	-2,044.8	310.1	-153.6
资产负债率	20.41%	16.31%	16.44%	21.56%	21.46%	19.22%

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	1	1	3	8	22
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.50**	**1.33**	**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	2019-06-10	买入	15.50	N/A
2	2019-07-13	买入	15.50	N/A
3	2019-08-28	买入	15.89	N/A
4	2019-10-25	买入	16.66	N/A
5	2020-04-08	买入	14.43	N/A
6	2020-08-26	买入	17.59	N/A
7	2021-01-13	买入	14.75	N/A
8	2021-03-08	买入	14.55	N/A

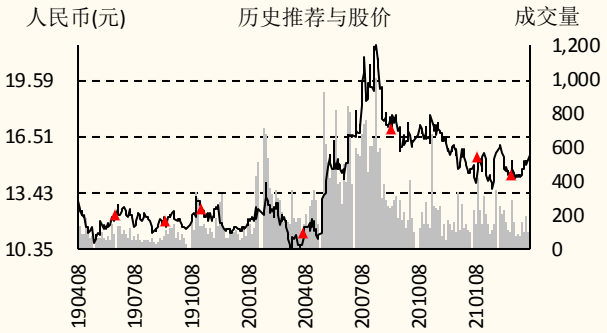
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402