

## 生长激素获批新适应症和新规格, 公司将持续高增长

### 投资要点

- **事件:** 公司公告子公司金赛药业: 1) 获得注射用醋酸奥曲肽微球临床试验批件; 2) 生长激素水针获得批准进行 CKD 和 Prader-Willi 综合征所引起的儿童生长障碍 III 期临床试验。并同意免临床试验增加因 Noonan 综合征和 SHOX 基因缺陷所引起的儿童生长障碍适应症; 3) 生长激素粉针获批新增 12IU 独家规格。
- **生长激素适应症逐步丰富, 全球最强生长激素产品梯队进一步发力。** 美国 FDA 批准的生长激素适应症共有 11 种。而目前国内获批的生长激素适应症主要有儿童生长激素缺乏症、烧伤症状和下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症、Turner 综合症、成人 GHD、慢性肾功能不全 6 种。从适应症获批情况及在临床试验获批情况看, 公司为国内最多, 其中新批的 Noonan 综合征和 SHOX 基因缺陷所引起的儿童生长障碍适应症发病率分别为 1/2000 和 1/1000。公司是国内生长激素龙头, 粉针剂型为国内第一家, 独家水针剂型为亚洲第一家, 独家长效剂型为全球第一家, 形成了低中高不同层次搭配的全球最强生长激素产品梯队。随着新适应症和新独家规格的获批, 公司生长激素有望进一步发力。
- **长效奥曲肽有望首仿, 有望成为 3-5 亿量级品种。** 奥曲肽为一种人工合成的八肽环状化合物, 具有与天然内源性生长抑素类似的作用, 目前多用于缓解与功能性胃肠胰内分泌瘤有关的症状和体征。注射用醋酸奥曲肽微球为奥曲肽长效制剂, 目前仅瑞士诺华独家进口, 国内仅有短效制剂, 国产粉针 15 家, 水针 7 家, 除了金赛药业, 暂无其他企业申报, 我们认为公司有望实现首仿。据 PDB 数据统计, 2016 年样本医院奥曲肽市场规模达 5.73 亿元, 近 5 年复合增长率达 21.2%, 规模放大后预计全国市场规模约 25 亿元, 其中诺华独家的长效微球制剂市场占比仅 7%, 主要系长效奥曲肽微球均价过 1 万元且不在医保报销范围内。若国产奥曲肽微球上市, 我们预计价格将更加亲民, 有望抢占短效奥曲肽微球制剂市场, 我们认为该产品上市后有望成长为 3-5 亿量级品种。
- **创新产品驱动业绩持续高增长。** 公司是研发驱动创新型企业, 每年研发费用都保持 30% 以上的高速增长, 占营收比例持续提高。通过持续的研发投入, 公司生长激素和促卵泡激素等重磅产品陆续上市带动业绩高增长。长效剂型正处于早期放量阶段, 未来很可能发展成 10 亿元大品种。2016 年促卵泡激素市场规模预计不低于 30 亿元, 且随着不孕率持续升高和二胎政策放开, 未来有望保持 15% 的复合增长率。公司拥有国内第一个重组产品, 与国外产品技术相当但具有价格优势, 与国内产品相比技术水平更高, 竞争优势显著, 有望迅速放量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 3.77 元、4.93 元和 6.27 元, 对应当前股价 PE 分别为 33 倍、25 倍和 20 倍, 预计未来三年归母净利润将保持 30% 的复合增速。考虑到长效生长激素和促卵泡激素快速放量+疫苗行业性毛利率和净利润率提升, 公司业绩将持续高增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品或无法放量的风险; 药品招标降价的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2897.44	3676.43	4618.29	5701.32
增长率	20.62%	26.89%	25.62%	23.45%
归属母公司净利润 (百万元)	484.85	640.95	838.72	1066.03
增长率	26.11%	32.19%	30.86%	27.10%
每股收益 EPS (元)	2.85	3.77	4.93	6.27
净资产收益率 ROE	15.21%	17.17%	18.86%	19.93%
PE	43	33	25	20
PB	4.72	4.03	3.38	2.81

数据来源: Wind, 西南证券

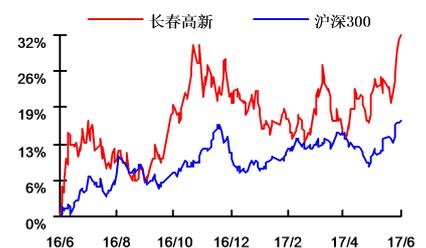
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 陈进  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.70
流通 A 股(亿股)	1.70
52 周内股价区间(元)	94.3-123.46
总市值(亿元)	210.02
总资产(亿元)	66.49
每股净资产(元)	23.77

### 相关研究

1. 长春高新 (000661): 业绩超预期, 生物药表现抢眼 (2017-04-24)
2. 长春高新 (000661): 业绩超预期, 生物药业绩表现抢眼 (2017-02-28)
3. 长春高新 (000661): 创新产品高速放量, 业绩持续高增长 (2016-08-11)

附：

**生长激素：**国内获批的生长激素适应症主要有儿童生长激素缺乏症、烧伤症状和下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症、Turner 综合症、成人 GHD、慢性肾功能不全 6 种，而美国 FDA 批准的生长激素适应症共有 11 种。目前安科生物的安苏萌和联合赛尔的珍怡已分别获得 Turner 综合症和成人 GHD 等适应症批件，金赛药业也已开展相关适应症的临床试验，从适应症获批情况及在临床试验获批情况看，公司为国内最多，其中新批的 Noonan 综合征和 SHOX 基因缺陷所引起的儿童生长障碍适应症发病率分别为 1/2000 和 1/1000。随着新适应症的获批，国内生长激素市场空间有望当前在预测基础上进一步扩大。

**表 1：进口和国产生长激素适应症在国内获批及临床试验情况**

适应症	国产			进口		
	金赛药业	安科生物	联合赛尔	诺和诺德	辉瑞	默克雪兰诺
儿童生长激素缺乏症 (GHD)	已获批	已获批	已获批	已获批	已获批	已获批
慢性肾功能不全引起的小儿生长障碍	<b>新批 III 期临床</b>	已获批	已获批		已获批	
HIV 感染相关性衰竭综合症						
Turner 综合症身材矮小	长效 II 期	已获批		已获批	已获批	
成人 GHD 替代治疗	长效 II 期	招募中	已获批	已获批	已获批	已获批
Prader-Willi 综合症	<b>新批 III 期临床</b>				已获批	
小于胎龄儿 (SGA)	长效 II 期、短效 III 期			已获批	已获批	
特发性矮身材 (ISS)	长效 II 期					
短肠综合症						已获批
SHOX 基因缺少但不伴 GHD 患儿	<b>新获批</b>					
Noonan 综合征	<b>新获批</b>			已获批		
下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症	已获批					
重度烧伤	已获批	已获批	已获批			

数据来源：药智网，FDA，西南证券整理

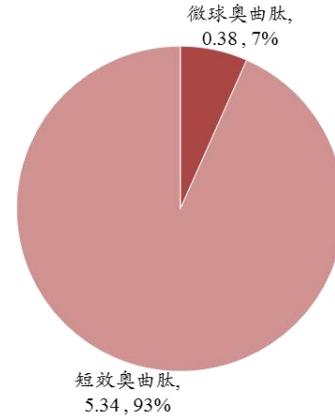
**奥曲肽：**为一种人工合成的八肽环状化合物，具有与天然内源性生长抑素类似的作用，属于生长抑素类似物，但作用较强且持久，半衰期较天然抑素长 30 倍。主要用于缓解与功能性胃肠内分泌瘤有关的症状和体征，如静脉曲张破裂出血治疗和急性胰腺炎治疗与预防等，同时也可用于消化系统肿瘤、乳糜胸及肢端肥大症等治疗。据 PDB 数据，2016 年样本医院奥曲肽市场规模达 5.73 亿元，近 5 年复合增长率达 21.2%，规模放大后预计全国市场规模约 25 亿元，其中诺华独家的长效微球制剂市场占比仅 7%，主要系长效奥曲肽微球均价过 1 万元且不在医保报销范围内。从申报情况看，公司为全国独家申报奥曲肽微球制剂厂商，有望首仿。若国产奥曲肽微球上市，我们预计价格将更加亲民，有望抢占短效奥曲肽微球制剂市场，我们认为该产品上市后有望成长为 3-5 亿量级品种。

图 1: 样本医院奥曲肽销售情况



数据来源: PDB、西南证券整理

图 2: 2016 年样本医院长效和短效奥曲肽市场规模 (亿元)



数据来源: PDB、西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2897.44	3676.43	4618.29	5701.32	净利润	676.92	894.85	1170.97	1488.32
营业成本	596.26	715.54	842.02	985.79	折旧与摊销	84.44	148.63	148.63	148.63
营业税金及附加	101.66	133.04	166.40	204.83	财务费用	-18.69	-3.80	-7.31	-9.86
销售费用	947.87	1213.22	1524.04	1881.44	资产减值损失	20.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	453.78	551.46	692.74	855.20	经营营运资本变动	-1651.06	-258.86	-592.86	-632.34
财务费用	-18.69	-3.80	-7.31	-9.86	其他	1195.58	-1.84	0.73	-0.06
资产减值损失	20.89	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>308.07</b>	<b>778.98</b>	<b>720.17</b>	<b>994.70</b>
投资收益	14.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-297.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1353.24	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1650.61</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>809.91</b>	<b>1066.96</b>	<b>1400.40</b>	<b>1783.93</b>	短期借款	-2.00	-77.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.19	11.24	12.71	11.30	长期借款	-16.04	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>817.09</b>	<b>1078.21</b>	<b>1413.11</b>	<b>1795.23</b>	股权融资	1742.12	0.00	0.00	0.00
所得税	140.17	183.36	242.14	306.90	支付股利	-105.06	-132.49	-175.14	-229.19
净利润	676.92	894.85	1170.97	1488.32	其他	-158.09	3.44	7.31	9.86
少数股东损益	192.07	253.90	332.25	422.29	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1460.92</b>	<b>-206.05</b>	<b>-167.83</b>	<b>-219.33</b>
归属母公司股东净利润	484.85	640.95	838.72	1066.03	<b>现金流量净额</b>	<b>119.21</b>	<b>572.93</b>	<b>552.33</b>	<b>775.37</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1117.09	1690.02	2242.35	3017.72	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1081.93	1139.43	1467.02	1791.97	销售收入增长率	20.62%	26.89%	25.62%	23.45%
存货	676.36	816.01	961.41	1127.58	营业利润增长率	29.70%	31.74%	31.25%	27.39%
其他流动资产	1539.68	1953.62	2454.12	3029.63	净利润增长率	25.71%	32.19%	30.86%	27.10%
长期股权投资	15.39	15.39	15.39	15.39	EBITDA 增长率	27.19%	38.39%	27.23%	24.71%
投资性房地产	87.90	87.90	87.90	87.90	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1204.64	1094.37	984.11	873.84	毛利率	79.42%	80.54%	81.77%	82.71%
无形资产和开发支出	291.65	254.12	216.60	179.07	三费率	47.73%	47.90%	47.84%	47.83%
其他非流动资产	188.89	188.05	187.21	186.36	净利率	23.36%	24.34%	25.35%	26.10%
<b>资产总计</b>	<b>6203.52</b>	<b>7238.91</b>	<b>8616.11</b>	<b>10309.47</b>	ROE	15.21%	17.17%	18.86%	19.93%
短期借款	77.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.91%	12.36%	13.59%	14.44%
应付和预收款项	772.53	975.64	1200.83	1457.52	ROIC	26.82%	25.07%	29.72%	33.05%
长期借款	7.67	7.67	7.67	7.67	EBITDA/销售收入	30.22%	32.96%	33.38%	33.72%
其他负债	895.88	1042.79	1198.98	1376.50	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1753.07</b>	<b>2026.10</b>	<b>2407.47</b>	<b>2841.70</b>	总资产周转率	0.58	0.55	0.58	0.60
股本	170.11	170.11	170.11	170.11	固定资产周转率	4.03	5.40	8.10	12.40
资本公积	1966.96	1966.96	1966.96	1966.96	应收账款周转率	7.28	7.40	7.45	7.36
留存收益	1762.77	2271.23	2934.81	3771.65	存货周转率	0.86	0.94	0.94	0.93
归属母公司股东权益	3899.84	4408.30	5071.88	5908.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.01%	—	—	—
少数股东权益	550.61	804.51	1136.75	1559.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4450.45</b>	<b>5212.81</b>	<b>6208.63</b>	<b>7467.77</b>	资产负债率	28.26%	27.99%	27.94%	27.56%
负债和股东权益合计	6203.52	7238.91	8616.11	10309.47	带息债务/总负债	4.83%	0.38%	0.32%	0.27%
					流动比率	2.78	3.01	3.18	3.35
					速动比率	2.36	2.57	2.75	2.93
					股利支付率	21.67%	20.67%	20.88%	21.50%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.85	3.77	4.93	6.27
					每股净资产	26.16	30.64	36.50	43.90
					每股经营现金	1.81	4.58	4.23	5.85
					每股股利	0.62	0.78	1.03	1.35
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	875.65	1211.80	1541.72	1922.70					
PE	43.32	32.77	25.04	19.70					
PB	4.72	4.03	3.38	2.81					
PS	7.25	5.71	4.55	3.68					
EV/EBITDA	22.30	15.58	11.88	9.13					
股息率	0.50%	0.63%	0.83%	1.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn