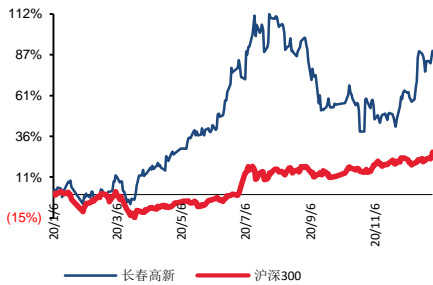


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	405/356
总市值/流通(百万元)	181,683/159,809
12个月最高/最低(元)	680.39/329.99

相关研究报告:

长春高新(000661)《生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固》--2020/12/31

长春高新(000661)《利润保持快速增长，生长激素稳健发展趋势确定》--2020/10/27

长春高新(000661)《业绩保持快速增长，疫苗板块表现优异》--2020/08/20

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：陈灿

电话：18510640908

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

报告摘要

本篇点评报告我们简单讨论长春高新生长激素短期及长期的投资逻辑。

短期——新患恢复良好、长效水针占比稳定提升。根据近期公司公开交流信息，我们预计金赛 Q4 新患已恢复稳定增长，根据公司披露三季报全年来看纯销仍能保持 20% 左右稳定增长。用药结构方面，根据公司最新公告纪要数据我们预计 2020 年水针销售额占比为 70%-80%、长效水针占比在 12% 左右，对应约 4% 的患儿数。在 2019 年公司完成长效水针的上市后再观察的 IV 期临床之后，预计未来长效水针销售额占比将保持稳定提升趋势。

中期——渠道下沉值得期待，适应症拓展贡献增量。渠道下沉是提高渗透率、降低脱落率的核心，也是为未来更健康、更持久的发展奠定基础。预计公司未来将逐渐加大对下沉工作的考核力度，普通内分泌科医生通过学习完全掌握生长激素补充疗法方案需要一定时间，我们预计在一年以上时间，预计渠道下沉的初步效果预计将于 2022 年开始体现。

此外金赛长效水针治疗成人生长激素缺乏症已进入临床 II 期，参考美国成人生长激素市场规模和占比（公开信息显示美国约 74% 生长激素使用者年龄超过 20 岁），预计长效水针获批之后国内成人市场（治疗+保健）也将得到迅速发展。

长期——生长激素治疗渗透率提升、公司龙头地位稳固。以 3% 矮小症发病率计算，截至 2019 年的 4-15 岁存量患儿约 587 万人，考虑金赛、安科以及联合赛尔等市场主要参与企业的销售额以及定价情况，预计期间累计治疗患儿数仅 50-60 万人，存量市场渗透率仅为 10-12%。

对于生长激素补充市场来说，销售网络布局壁垒高、医生培训成本和转换成本双高，构成行业核心壁垒。金赛作为龙头企业，在产品质量、医生教育方面有着绝对性优势，进口企业和 Biotech 在组建队伍、招标入院销售方面存在多重阻碍，金赛 70% 市占率格局稳固。

维持“买入”评级。公司是国内生长激素龙头企业，疫苗业务独具特色，整体收入与利润多年来保持稳健增长，近十年加权 ROE 稳定在 15% 以上，是稀缺“消费升级”白马企业，预计 20-22 年营收为

执业资格证书编码：S1190520110001

87.13/106.69/126.34 亿元、归母净利润为 29.69/37.08/45.16 亿元，对应当前 PE 为 61/49/40 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新患拓展不及预期，产品竞争降价超过预期，渠道下沉进展不及预期，研发进展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7374	8713	10669	12634
(+/-%)	37.19	18.16	22.45	18.42
净利润(百万元)	1775	2969	3708	4516
(+/-%)	76.36	67.25	24.91	21.80
摊薄每股收益(元)	4.39	7.33	9.16	11.16
市盈率(PE)	101.92	61.20	49.00	40.23

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 新患入组增速终将恢复，产品结构升级趋势明确	5
(一) 前期疫情影响新患入组，Q4 已恢复稳定增长	5
(二) 剂型升级进程稳步推进	6
二、 渠道下沉提升覆盖率、适应症拓展贡献增量	7
(一) 渠道下沉效果值得期待	7
(二) 产品组合构建大儿科业务，掘金成人适应症增量市场	8
三、 长期生长激素市场潜力十足，金赛具有强大竞争优势	10
(一) 生长激素治疗远期市场空间广阔	10
(二) 竞争格局良好，公司龙头地位稳固	11
四、 投资建议和盈利预测	12
五、 风险提示	13

图表目录

图表 1: 金赛药业历年营收 (亿元)	5
图表 2: 金赛药业近两年单季度收入及增速	5
图表 3: 金赛药业历年净利润和净利率	6
图表 4: 金赛增 IV 期临床试验牵头人	7
图表 5: 金赛增 IV 期临床试验结果	7
图表 6: 金赛药业生长激素样本医院各省份销售额	8
图表 7: 全球生长激素主要适应症及获批时间	9
图表 8: 2004 年美国生长激素各年龄段处方占比	9
图表 9: 国内生长激素儿童远期市场规模测算	10
图表 10: 生长激素样本医院销售额格局	12
图表 11: 全球长效生长激素研发情况	12

一、新患入组增速终将恢复，产品结构升级趋势明确

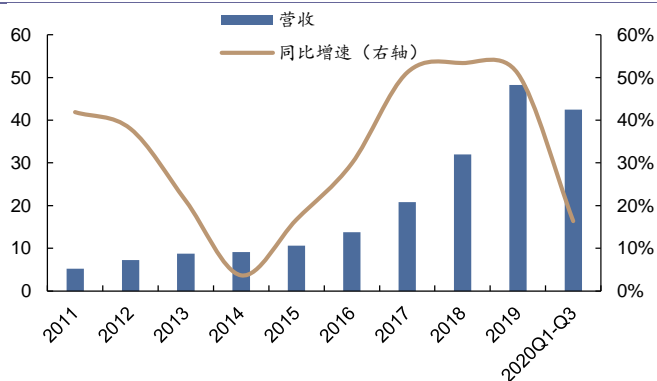
(一) 前期疫情影响新患入组，Q4 已恢复稳定增长

➢ 受疫情影响，前三季度金赛新患入组和纯销增速均有所下滑

根据草根调研信息，本年度子公司金赛药业生长激素的新患入组受到疫情影响，预计影响主要体现在两个方面，由于大部分城市的疫情管制措施，使得公司的 1) 线下相关患者教育推广活动开展受到限制；2) 患儿城际转诊渠道受阻，主要体现在 Q1（疫情高发）和 Q3（返校季部分地区教委政策影响患儿流动）。结合以往公司业绩判断通常 Q1 和 Q3 的寒暑假为公司新患拓展的高峰，因此我们预计受疫情影响金赛前三季度的新患入组增速有所放缓。

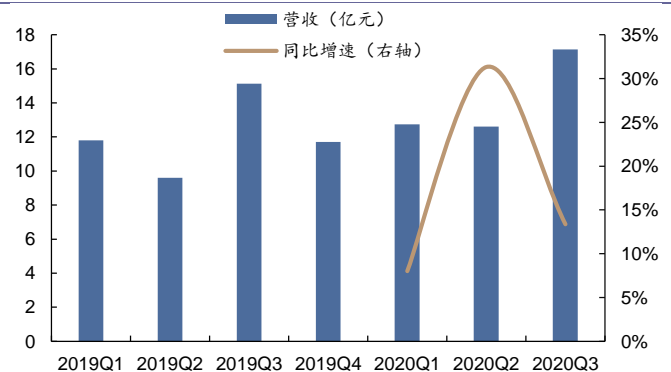
某个时间区间新患入组的数量决定了公司一定时间段的销售收入。根据年报数据，子公司金赛药业在 2017-2019 年均保持 50% 以上的收入增速，而今年受疫情影响半年报和三季度披露数据里金赛 H1 和 Q1-Q3 收入增速分别降至 18.47% 和 16.35%，2020 年前三季度的单季度收入增速分别在为 8%、31% 和 13% 左右，这与上述判断相符。

图表 1：金赛药业历年营收（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 2：金赛药业近两年单季度收入及增速



资料来源：公司公告及公开会议信息，太平洋研究院整理

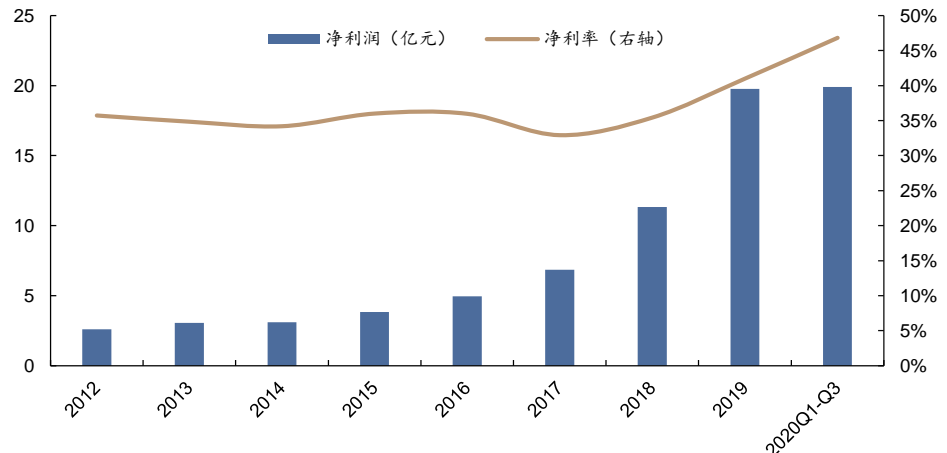
➢ 预计金赛 Q4 新患已恢复稳定增长，20 年全年利润端表现将优于收入

根据公司近期公告的投资者交流纪要，由于疫情逐步得到控制，鉴于前期市场开拓基础和较高的覆盖程度，金赛十月份新患入组恢复情况良好，考虑到四季度国内疫情控制程度较好，我们预计金赛单季度收入增速大概率恢复至 20% 以上增速，全年来看纯销仍有望实现 20% 左右稳定增长。

对于利润端而言，由于疫情期间金赛的销售费用得到良好控制，根据 H1 合并报表数据，上半年销售费用率（大部分为金赛生长激素相关）为 31.64%，下降近 3pct，其中 Q2 销售费用率仅为 27.40%（-6.85pct），细化来看主要是上半年受疫情影响职工薪酬

及福利和运费同比减少 0.49 亿元。受益于此，2020 年金赛净利率提升明显（2019 年之前净利率在 35%-41%，2020 年前三季度提升至 47%），这也使得净利润增速快于收入增速，预计这种态势将持续全年。

图表 3：金赛药业历年净利润和净利率



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

我们判断明年纯销有望恢复快速增长

疫情影响退散，我们判断明年纯销有望恢复快速增长。考察每月新患入组对年度纯销金额的影响，根据草根调研信息目前生长激素的平均用药时长在 13-14 个月，入组越靠后的新患对来年也即 2021 年的纯销影响越大，从患者滚动的角度来说，相较于完全没有新冠疫情影响的理想状态，2020 年新患增速的下滑势必会使得 2021 年纯销额小于理想状态下的数额。但实际上根据前述分析若 Q2 和 Q4 新患增长情况较好，仍可部分弥补这一损失。

展望明年的新患入组，由于终端生长激素缺乏的患儿数量庞大，而国内生长激素的存量市场的治疗渗透率较低（下文详述），而疫情仅仅对公司线下的销售推广和学术活动产生影响，并未使得潜在需求消失，因此我们假设 2021 年在疫情稳定的情况下，结合草根调研过去几年新患的大体增长情况，明年新患增速有望恢复至 20% 以上，根据我们模拟的新患滚动模型，预计 2021 年的生长激素纯销增速有望超过 35%（综合长效水针占比提高的影响）。

（二）剂型升级进程稳步推进

IV 期临床完成打消疑虑，长效水针销售额占比将稳步提升

公司长效生长激素金赛增于 2014 年获批上市，为全国乃至全球首个上市的长效生长激素。长效每周注射一次的用药频次相比于普通水针和粉针的一天一次注射有着绝

对优势，但从上市以来长效水针的使用比例并未得到显著提升。我们预计主要有以下两个因素造成：

1) 长效水针为 first-in-class 的创新产品，没有可参考和借鉴的国外使用经验，行业的用药规范、医患的教育培训需要金赛逐渐建立；

2) 金赛增的使用费用约为 1.5 万元/月，相比于水针和粉针而言价格较贵。

为确定行业用药规范同时培训相关医生，公司自 2014 年金赛增上市后即开始在全国启动大样本 IV 期临床工作，临床纳入 2952 例 GHD 儿童、全国共 83 家儿科/儿科内分泌专科医院参与研究，华中科技大学同济医学院附属同济医院罗小平教授、浙江大学医学院附属儿童医院傅君芬教授、首都医科大学附属北京儿童医院巩纯秀教授和复旦大学附属儿科医院罗飞宏教授为研究牵头人，试验于 2019 年底公布相关数据，结果显示治疗 26 周、52 周、104 周、156 周金赛增各剂量组 HV 和 HTSDS 相较基线均显著提升。金赛增 0.2mg/kg/w 剂量组在治疗第 26 周 HV 为 11.06 厘米/年，在 156 周 HV 为 8.49 厘米/年。

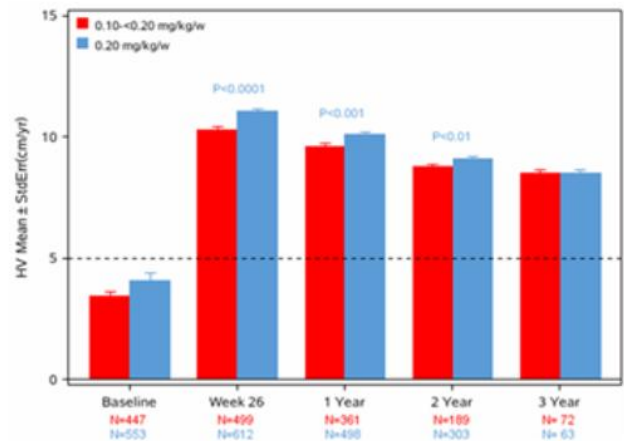
根据公司最新公开投资者交流纪要，2020 年前三季度水针销售额占比在 70%-80%、长效水针占比在 12% 左右，对应不到 4% 的患儿数。随着大型 IV 期临床完成，我们预计未来医生与家长对长效水针的接受度加速提升，制约长效水针的医患教育因素得以解除，长效水针销售额占比将保持稳定提升趋势。

图表 4：金赛增 IV 期临床试验牵头人



资料来源：金赛药业官网，太平洋研究院整理

图表 5：金赛增 IV 期临床试验结果



资料来源：金赛药业官网，太平洋研究院整理

二、渠道下沉提升覆盖率、适应症拓展贡献增量

(一) 渠道下沉效果值得期待

➢ 渠道下沉是提高生长激素治疗渗透率、降低患儿脱落率的核心

从 2019 年 Wind 样本医院销售额数据来看，金赛生长激素销售额目前仍集中在一线城市或省份，前四大省市为广东（纳入样本医院数较多）、上海、北京和浙江，合计占比达到 58%。考虑到一线省市的开拓日趋成熟，根据草根调研部分内分泌专家甚至出现“产能瓶颈”（专家工作时间可接待患儿数趋于饱和），此外部分地区患儿需定期赴一线或省会城市就诊会带来较大不便，对于金赛而言，中长期的渠道下沉工作势在必行，我们预计公司未来将逐渐加大对下沉工作的考核力度，主要体现在对非省会城市或二线城市的覆盖医院和新的医生（完全掌握生长激素补充疗法）的培养方面。普通内分泌科医生通过学习，完全掌握生长激素补充疗法方案需要一定时间，我们预计在一年以上时间，预计渠道下沉的初步效果将于 2022 年开始逐渐体现，中期来看覆盖率的提升将是支撑新患入组稳定增长的重要动力。

图表 6：金赛药业生长激素样本医院各省份销售额

排名	省份	2019 样本医院金赛销售额（万元）	占比
1	广东	11086	18.7%
2	上海	8733	14.8%
3	北京	8650	14.6%
4	浙江	5857	9.9%
5	湖南	5479	9.3%
6	江苏	3289	5.6%
7	山东	2919	4.9%
8	重庆	2613	4.4%
9	河南	1753	3.0%
10	陕西	1727	2.9%
11	贵州	1417	2.4%
12	辽宁	1086	1.8%
13	四川	935	1.6%
14	河北	884	1.5%
15	湖北	680	1.1%
16	福建	453	0.8%
17	广西	436	0.7%
18	山西	362	0.6%
19	吉林	314	0.5%
20	云南	226	0.4%
21	安徽	100	0.2%
22	黑龙江	89	0.1%
23	新疆	43	0.1%
24	天津	34	0.1%
25	内蒙古	1	0.0%

资料来源：Wind 医药库，太平洋研究院整理

（二）产品组合构建大儿科业务，掘金成人适应症增量市场

➤ 从生长激素等内分泌治疗药物出发，逐步构建大儿科产品管线

生长激素的处方一般由医院的儿科和内分泌科医师为主，而儿童在生长发育过程中除生长激素分泌不足外，同样会出现各种其他内分泌方面的疾病，金赛作为国内生长激素龙头，其销售人员最多、覆盖医院和医师数最多，天然具备发展大儿科产品管线的

渠道优势，如针对女性儿童存在性早熟的矮小症，可联合使用促性腺激素释放激素类似物（GnRH-a）和生长激素；而男性存在性早熟的矮小症则可采用芳香化酶抑制剂+生长激素。金赛作为国内质地优良的生物制剂企业，在研管线中醋酸曲普瑞林微球 I 期临床已完成，未来若上市将助力公司打造大儿科产品管线。

➤ 成人生长激素应用市场潜力十足

对比国内外生长激素的使用人群，我们发现欧美国家成人对生长激素的使用占比远高于国内。回顾历史来看，生长激素于 1985 年获得 FDA 批准上市，最初的适应症拓展均为儿童相关疾病，直至 1996-1997 年陆续获批成人相关适应症，其中成人生长激素缺乏症（AGHD）市应用相对主流的适应症。

随着学术界陆续出现相关研究发现生长激素在在抗衰老、减肥治疗和促进肌肉生长等方面可能具备疗效，国外（尤其是美国）成人对生长激素的超适应症使用占比迅速提升，根据 JAMA 文章数据，2004 年即美国生长激素上市后近 20 年，74% 的生长激素处方为 20 岁以上成年人购买、44% 处于 40-59 岁之间，当年生长激素的处方中存在 30% 为超适应症使用，据估计当年有 2.5-3 万名老年人接受了生长激素抗衰老的治疗。

尽管从全球来看，生长激素保健相关的获益目前并未得到权威临床或各国药监局的认可，但我们认为对于国内而言，生长激素的非儿科发展可以先从 AGHD 的适应症起步，树立主流医生中生长激素替代治疗的观念，并通过临床逐步探索增肌减脂以及抗衰老等的功效。由于国内目前生长激素竞争格局相对较好，金赛作为龙头还拥有长效水针的全球性先发优势，在市场开拓意愿和研发投入方面均具备足够的支撑，目前金赛长效水针治疗成人生长激素缺乏症已进入临床 II 期，处于患者招募阶段，预计可于 2023 年获批。参考美国成人生长激素市场规模和占比，预计长效水针获批之后国内成人市场（治疗+保健）也将得到逐渐得到发展。

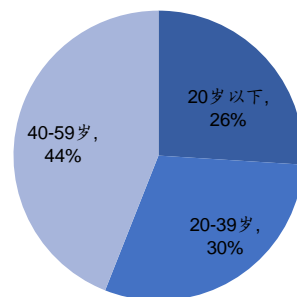
图表 7：全球生长激素主要适应症及获批时间

FDA及欧盟批准的生长激素的适应症	
儿童领域	成人领域
1985. 儿童生长激素缺乏症 (GHD)	1996. HIV感染相关代谢病和消瘦
1993 肾移植前慢性肾脏疾病 (CKD)	1997 成人GHD (AGHD)
1996 Turner综合征(TS)	2003 短肠综合征(SBS)
2001 小于胎龄儿(SGA)	
2002 Prader-Willi综合征 (PWS)	
2003 特发性矮身材(ISS)	
2006 SHOX基因缺陷	
2007 Noonan综合征(NS)	



资料来源：金赛药业官网，太平洋研究院整理

图表 8：2004 年美国生长激素各年龄段处方占比



资料来源：Medscape，太平洋研究院整理

三、长期生长激素市场潜力十足，金赛具有强大竞争优势

(一) 生长激素治疗远期市场空间广阔

➢ 存量市场治疗渗透率在 10%左右

考虑存量市场，生长激素治疗儿童矮小症的窗口在 4-15 岁之间，以 2019 年为节点根据历年新生儿计算此年龄段儿童人数约 1.96 亿人（儿童期间死亡人数较少，暂不考虑），仍以中华医学会抽样调查的国内 3%矮小症的发病率计算，即对应 4-15 岁存量患儿约 587 万人，由于远期来看各适应症均会得到拓展，预计有超过 500 万的潜在患者适用生长激素进行矮小症的治疗。

根据公司以及安科生物等上市企业的年报销售数据和公开调研信息，结合样本医院水针和粉针的销售额占比以及粉针/水针/长效水针年用药金额为 2.5/6/18 万/人的假设，我们通过模型测算 2008-2019 年（4-15 岁对应销售年份）期间累计治疗患儿数约在 50-60 万人，存量市场渗透率在 10%-12%。

➢ 远期增量市场天花板在 200 亿元以上

考虑增量市场，仍以 3%矮小症发病率来计算，若未来每年新生儿数量在 1300-1400 万左右，对应新增患儿将达到 40 万人级别，目前全行业每年新治疗患儿数不到 15 万人，因此潜在可渗透患者池将以滚雪球方式持续扩大。随着高新、安科等持续的市场扩张，假设远期稳态阶段全行业每年开发 75%增量患儿即 30 万新患（考虑到潜在患儿全部接受治疗难度较大，若以 75%为渗透目标此时仍可保证存量患者池温和扩大），随着未来经济水平提高，水针和长效水针对短效粉针的替代趋势确定，假设未来粉针/水针/长效患儿人数占比达到 15%/70%/15%，用药时长提升至 16 个月，对应人均支出将为 9.7 万元，对应 30 万/年的新患可计算出远期市场容量在 291 亿元，对比 2019 年不到 50 亿元的市场规模仍有极大的增长空间。

图表 9：国内生长激素儿童远期市场规模测算

	悲观	中性	乐观
远期增量市场新患渗透率	60%	75%	75%
对应患儿数	24 万人	30 万人	30 万人
粉针（2.5 万元/年）患者人数占比	25%	15%	10%
水针（6 万元/年）患者人数占比	65%	70%	70%
长效（18 万元/年）患者人数占比	10%	15%	20%
人均年费用	6.33 万元	7.28 万元	8.05
用药时长	15 个月	16 个月	18 个月
人均费用	7.91 万元	9.70 万元	12.08 万元
远期市场规模	237 亿元	291 亿元	362 亿元

资料来源：Wind 医药库，太平洋研究院整理

(二) 竞争格局良好，公司龙头地位稳固

➤ 金赛在行业规范上具备绝对领先地位

不同于其他治疗性的药物，对于生长激素之类的内分泌治疗，由于治疗方案的确认（如用药剂量、治疗时长、相关副作用的应对等）需要医生综合衡量患儿身高体重、骨龄以及体内激素的动态水平，并没有固定的行业规范。因此对于企业而言，需要根据自有产品特点 1) 通过大量临床实践持续完善和丰富治疗方案；2) 搭建完善的学术推广和医生培训体系。

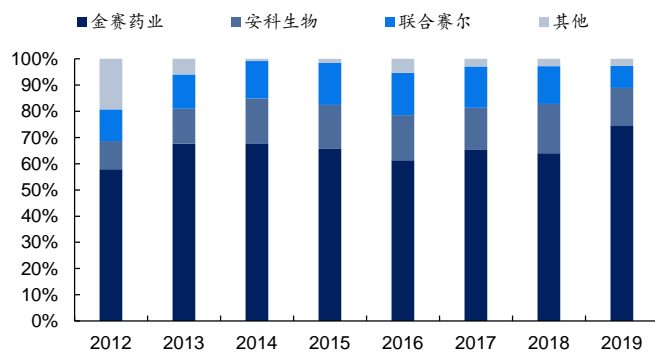
由于全国具备培训基础的儿科或内分泌科医生数量有限（需要具备相关理论和类似的内分泌治疗临床经验等），且医生培训成本和转换成本双高，因此潜在医生是行业核心资源，从远期看具备更庞大销售队伍、经验更加丰富的企业在渠道下沉以及“新医生”的培训方面优势明显。金赛生长激素产品 1998 年上市首次在国内推广小儿适应症，与内分泌科共同探讨制定生长激素补充方案，在一定程度上可以认为金赛培养了国内生长激素补充方案处方医生，并为医生提供了大量的临床经验，在产品质量、医患黏性、教育培训方面有着绝对优势。

➤ 水针和长效水针市场占有率稳固

分剂型讨论竞争格局，水针方面我们预计未来的竞争主要集中在国内金赛、安科和联合赛尔等企业之间竞争。金赛水针剂型于 2005 年上市，迄今使用已超过 15 年，在产品的活性、稳定性等各项指标和实际临床疗效上均已成为金标准品种，水针的市场格局仍将由金赛主导。

长效生长激素方面，由于各长效生长激素尽管实现缓释原理各异，但我们预计各产品的有效成分、治疗效果等核心内容差别不大，结合前述竞争壁垒的情况，市场仍会遵循“先发者占优”的规则。目前金赛已积累较多处方医师资源，预计在竞争者的长效水针上市时金赛的长效水针已积累近 10 年使用经验（考虑到竞争者需大规模铺设销售渠道），医患认可度仍将大幅领先竞品，公司龙头地位无虞。进口企业和潜在 Biotech 竞争企业在组建队伍、招标入院销售方面存在多重阻碍，金赛 70% 市占率格局稳固。

图表 10：生长激素样本医院销售额格局



资料来源：Wind 医药库，太平洋研究院整理

图表 11：全球长效生长激素研发情况

产品或在研产品	开发阶段	公司	长效化技术
聚乙二醇重组人生长激素注射液	国内上市	金赛药业	PEG 修饰
聚乙二醇重组人生长激素注射液	国内 III 期完成	安科生物	PEG 修饰
Y 型 PEG 化重组人生长激素注射液	国内 III 期	特宝生物	PEG 修饰
Eftansomatropin	国内 III 期	天境生物	融合蛋白 (hyFc® Technology)
TransCon hGH	欧美报产，国内 III 期	Ascendis	PEG 修饰 (TransCon Technology)
注射用重组人血白蛋白-生长激素融合蛋白	国内 I 期	浙江优诺金	融合蛋白
somatogon	III 期	辉瑞/OPKO	融合蛋白 (CTP)
somapacitan	美国成人适应症获批	诺和诺德	氨基酸侧链修饰

资料来源：互联网资料整理，太平洋研究院整理

附（对未来价格体系的判断）：

政策压力降价方面，由于目前生长激素通过医保销售（住院统筹账户报销）占比极少，对医保资金的消耗也极少，从疾病治疗需求的迫切性来说，生长激素短期面临集采的压力相对有限。另一方面由于各家企业生长激素（主要是水针）产品结构、质量仍存在差别，且医生转换的学术教育成本高，因此我们认为水针生长激素集采难度较大。

竞争压力降价方面，目前行业参与企业较少，其中金赛作为国内先驱起到示范和带头作用，行业发展仍以良性竞争合作共同促进生长激素认知度和渗透率提升为主旋律，企业主动降价可能性不大。此外由于生长激素处方医生的培训成本和转换成本极高，企业通过降价来抢占竞争对手市场的难度也较大，降价反而会损害自身利益。

四、投资建议和盈利预测

➤ 展望未来，核心生长激素和疫苗资产业绩快速增长的基础稳固

金赛药业作为国内生长激素龙头，产品线齐全，长效水针为目前国内独家品种，今年由于疫情影响，预计部分月份新患开拓有所波动，但我们预计销售端全年仍有望实现 20% 左右稳健增长，随着明年公司各项经营恢复常态，生长激素销售有望在低基数效应下实现快速增长。中期来看竞争格局良好，目前国内生长激素渗透率仍较低，未来金赛有望充分受益于渗透率提升和适应症拓展带来的行业扩容；另一大核心品种重组促卵泡素 rh-FSH 为国内唯一重组产品，销售额处于快速增长阶段，据登记号 CTR20171088 公开信息新适应症“辅助生殖技术或超排卵”III 期临床已完成，获批有望进一步促进市占率提升。

百克生物作为公司疫苗核心资产，今年业绩受水痘疫苗和新品鼻喷流感疫苗拉动增速强劲，截至目前 2020 年水痘减毒活疫苗批签发量约 818 万支，在工艺改造之后实

现稳定上量；新品鼻喷流感疫苗上市后即展示出快速增长势头，2020 年批签发合计近 157 万支，在目前多地流感病毒裂解疫苗缺货的情况下有望快速形成销售贡献业绩，预计全年收入增速仍可保持 50%以上。公司于 2020 年 6 月公告百克生物启动分拆上市程序，百克除已上市水痘减毒活疫苗、人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）以及新品鼻喷流感疫苗外，根据 CDE 审评和药物临床试验登记与信息公示平台数据目前在研管线还包括重磅带状疱疹减毒活疫苗（III 期，GSK 带状疱疹疫苗全球销售额超 20 亿美元）、冻干 Vero 狂苗（III 期）、吸附无细胞百白破疫苗（三组分）（获批临床）等品种，参考国内目前疫苗上市企业估值水平，百克生物分拆后或将迎来估值重构。

长期来看，生长激素治疗渗透率持续提升、鼻喷流感疫苗也将分享流感疫苗接种意识提升的红利，在研重磅带状疱疹减毒活疫苗持续推进，上述两项核心资产可贡献稳定现金流。

➤ 盈利预测

维持“买入”评级。公司是国内生长激素龙头企业，疫苗业务独具特色，整体收入与利润多年来保持稳健增长，近十年加权 ROE 稳定在 15%以上，是稀缺“消费升级”白马企业，预计 20-22 年营收为 87.13/106.69/126.34 亿元、归母净利润为 29.69/37.08/45.16 亿元，对应当前 PE 为 61/49/40 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示

新患拓展不及预期，产品竞争降价超过预期，渠道下沉进展不及预期，研发进展不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1868	3733	6386	9538	13652	营业收入	5375	7374	8713	10669	12634
应收和预付款项	1246	1589	1681	1962	2262	营业成本	801	1092	1187	1266	1378
存货	1833	1750	1788	1838	1963	营业税金及附加	99	158	131	160	190
其他流动资产	1247	1058	1097	1129	1182	销售费用	2095	2522	2701	3414	4106
流动资产合计	6536	8741	11539	15282	20084	管理费用	351	458	479	587	632
长期股权投资	69	460	460	460	460	财务费用	-32	-50	-59	-106	-161
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-16	23	0	0	0
固定资产	1191	1514	1544	1603	1731	投资收益	65	49	-10	20	30
在建工程	537	856	1156	1456	1756	公允价值变动	0	5	4	5	6
无形资产	235	278	281	282	285	营业利润	1806	2876	3899	4864	5919
长期待摊费用	6	19	19	19	19	其他非经营损益	-73	-56	-25	-25	-25
其他非流动资产	387	351	351	351	351	利润总额	1733	2820	3874	4839	5894
资产总计	9413	12721	15863	19992	25270	所得税	270	471	612	765	931
短期借款	255	515	515	515	515	净利润	1463	2349	3262	4075	4963
应付和预收款项	1258	1124	800	973	1142	少数股东损益	456	574	294	367	447
长期借款	12	68	38	28	18	归母股东净利润	1006	1775	2969	3708	4516
其他长期负债	161	629	629	629	629						
负债合计	3087	3914	4187	4661	5022						
股本	170	202	202	202	202						
资本公积	1966	3072	3072	3072	3072						
留存收益	2713	4225	6349	9080	12874						
归母公司股东权益	5295	8084	10659	13947	18418						
少数股东权益	774	1031	723	1017	1384						
股东权益合计	6326	8808	11676	15331	20249						
负债和股东权益	9413	12721	15863	19992	25270						

现金流量表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	884	1935	3558	4145	4855
投资性现金流	-254	-810	-475	-557	-680
融资性现金流	-159	704	-431	-436	-61
现金增加额	472	1829	2652	3152	4114

预测指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	85.10%	85.19%	86.38%	88.14%	89.10%
销售净利率	27.22%	31.86%	37.44%	38.19%	39.28%
销售收入增长率	31.03%	37.19%	18.17%	22.45%	18.41%
EBIT 增长率	52.82%	63.08%	36.28%	24.58%	20.99%
净利润增长率	52.05%	76.36%	67.25%	24.91%	21.80%
ROE	19.01%	21.96%	27.85%	26.59%	24.52%
ROA	10.69%	13.95%	18.71%	18.55%	17.87%
ROIC	31.46%	42.46%	56.66%	65.02%	69.75%
EPS (X)	2.49	4.39	7.33	9.16	11.16
PE (X)	70.37	101.92	61.20	49.00	40.23
PB (X)	13.38	22.38	17.04	13.03	9.86
PS (X)	5.54	12.27	10.43	8.51	7.19
EV/EBITDA (X)	15.58	29.89	21.73	16.81	13.18

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。