

2021年01月05日

业绩超市场预期一致预期，金赛+百克高增长

长春高新(000661)

► Q4 生长激素恢复高增长，鼻喷流感疫苗放量。

公司发布2020年业绩预告，预计实现归母净利润30.18-31.95亿元，同比增长70-80%，超出市场预期的一致预期的29.08亿元。归母净利润预告中值为31.07亿元，同比增长75%；2020Q4单季度归母净利润约8.47亿元，同比增长58%。业绩超预期主要来自于金赛药业和百克生物。由于渠道下沉和疫情后医院流量恢复，预计Q4金赛药业生长激素的销售恢复快速增长。百克生物的鼻喷流感疫苗于2020年获批上市，全年批签发157万支，单支定价298元，显著增收业绩。

► 生长激素长期成长空间大。

生长激素天花板高：我国有500万矮小症患者，其中60%适用于生长激素治疗，按照10%治疗渗透率、人均6万治疗费用测算，仅矮小症适应症峰值销售额不低于180亿，2019年全国市场仅50亿左右，还有至少2.5倍成长空间。参照欧美成人+抗衰老市场的销售占比接近50%，长期成长天花板更高。

多因素推动生长激素市场扩容：1) 生长激素诊疗壁垒高，需要对医生进行持续教育，医生数量是决定市场天花板的重要瓶颈。之前处方医生以儿科内分泌科为主，正在逐步向大儿科、儿保科、中医儿科、成人内分泌科等科室拓展，持续开发新医生。2) 家长对矮小症和生长激素知晓率较低，通过公众教育有望持续提高知晓率和就诊率。3) 产品升级换代，水针替代粉针，长效占比提升，剂型升级换代，人均治疗费用提升。

► 百克生物拆分上市，产能规模扩大。

子公司百克生物主要产品包括水痘疫苗、狂犬、鼻喷流感疫苗，将拆分至科创板单独上市。百克生物车间建设完成后，年产能将达到1800万人份水痘疫苗、1000万人份鼻喷流感疫苗、1000万人份流感减毒活疫苗、300万人份Vero细胞狂犬、120万人份二倍体狂犬，在研项目还包括带状疱疹疫苗、9价HPV疫苗、老年痴呆疫苗、人腺病毒口服疫苗等产品。百克生物单独拆分上市后，将具备更强的融资能力，推动研发和生产建设项目加快落地。

投资建议

上调盈利预测，2020-2022年归母净利润为31.03/41.43/50.30亿元（原预测值分别为30.11/39.33/47.77亿元），对应PE分别为62/47/38倍，维持“买入”评级。

风险提示

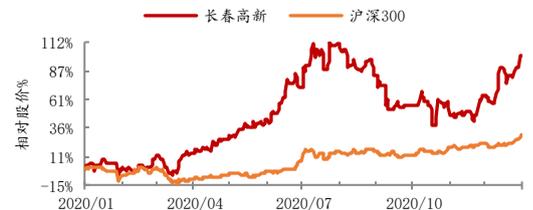
产品销售或不及预期；新产品或新适应症研发或不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,375	7,374	9,035	11,549	13,779
YoY (%)	31.0%	37.2%	22.5%	27.8%	19.3%
归母净利润(百万元)	1,006	1,775	3,103	4,143	5,030
YoY (%)	52.1%	76.4%	74.8%	33.5%	21.4%

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	476.99
股票代码：	000661
52周最高价/最低价：	683.78/318.51
总市值(亿)	1,930.48
自由流通市值(亿)	1,720.80
自由流通股数(百万)	360.76



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

分析师：周平

邮箱：zhouping1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020003

相关研究

- 【华西医药】长春高新(000661)：业绩持续高增长，疫苗高速放量
2020.10.26
- 【华西医药】长春高新(000661)：生长激素+水痘疫苗拉动业绩高增长
2020.08.20
- 【华西医药】长春高新(000661)：拟拆分百克生物至科创板上市
2020.05.27

毛利率 (%)	85.1%	85.2%	86.7%	88.0%	88.8%
每股收益 (元)	2.49	4.39	7.67	10.24	12.43
ROE	19.0%	22.0%	26.6%	25.7%	23.4%
市盈率	191.80	108.76	62.22	46.59	38.38

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,374	9,035	11,549	13,779	净利润	2,349	3,266	4,361	5,295
YoY (%)	37.2%	22.5%	27.8%	19.3%	折旧和摊销	148	165	185	205
营业成本	1,092	1,206	1,387	1,548	营运资金变动	-525	-484	-578	-514
营业税金及附加	158	181	231	276	经营活动现金流	1,935	2,962	3,972	4,981
销售费用	2,522	2,891	3,638	4,340	资本开支	-840	-287	-270	-280
管理费用	458	497	635	758	投资	-385	0	0	0
财务费用	-50	-58	-77	-92	投资活动现金流	-810	-224	-189	-184
资产减值损失	-23	0	0	0	股权募资	975	202	0	0
投资收益	49	63	81	96	债务募资	406	-100	-100	-100
营业利润	2,876	3,948	5,262	6,384	筹资活动现金流	704	84	-115	-111
营业外收支	-56	-60	-70	-80	现金净流量	1,829	2,822	3,668	4,686
利润总额	2,820	3,888	5,192	6,304	主要财务指标				
所得税	471	622	831	1,009	成长能力				
净利润	2,349	3,266	4,361	5,295	营业收入增长率	37.2%	22.5%	27.8%	19.3%
归属于母公司净利润	1,775	3,103	4,143	5,030	净利润增长率	76.4%	74.8%	33.5%	21.4%
YoY (%)	76.4%	74.8%	33.5%	21.4%	盈利能力				
每股收益	4.39	7.67	10.24	12.43	毛利率	85.2%	86.7%	88.0%	88.8%
资产负债表 (百万元)					净利润率	31.9%	36.1%	37.8%	38.4%
货币资金	3,733	6,555	10,223	14,909	总资产收益率 ROA	14.0%	18.5%	18.9%	18.0%
预付款项	558	663	763	852	净资产收益率 ROE	22.0%	26.6%	25.7%	23.4%
存货	1,750	2,312	2,660	2,970	偿债能力				
其他流动资产	2,699	2,951	3,633	4,238	流动比率	2.72	3.51	4.32	5.23
流动资产合计	8,741	12,482	17,279	22,968	速动比率	1.97	2.65	3.44	4.34
长期股权投资	460	460	460	460	现金比率	1.16	1.85	2.55	3.39
固定资产	1,514	1,771	2,047	2,344	资产负债率	30.8%	25.3%	21.4%	18.2%
无形资产	278	243	198	143	经营效率				
非流动资产合计	3,981	4,330	4,662	5,003	总资产周转率	0.58	0.54	0.53	0.49
资产合计	12,721	16,812	21,940	27,972	每股指标 (元)				
短期借款	515	415	315	215	每股收益	4.39	7.67	10.24	12.43
应付账款及票据	301	330	380	424	每股净资产	19.98	28.85	39.87	53.16
其他流动负债	2,401	2,807	3,308	3,753	每股经营现金流	4.78	7.32	9.81	12.31
流动负债合计	3,217	3,552	4,002	4,392	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	68	68	68	68	估值分析				
其他长期负债	629	629	629	629	PE	108.76	62.22	46.59	38.38
非流动负债合计	697	697	697	697	PB	22.38	15.56	11.26	8.45
负债合计	3,914	4,249	4,699	5,089					
股本	202	405	405	405					
少数股东权益	723	887	1,105	1,369					
股东权益合计	8,808	12,563	17,241	22,883					
负债和股东权益合计	12,721	16,812	21,940	27,972					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

周平：4年证券从业经验，曾就职于西南证券，2016-2017年所在团队分别获得新财富第五名、第四名。2020年2月加入华西证券，任医药行业分析师，北京协和医学院硕士、北京大学医学部学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。