

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

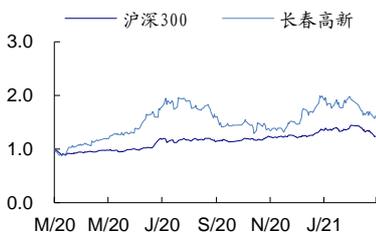
制药与生物

**长春高新(000661)**
**买入**

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 13 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	405/361
总市值/流通(百万元)	168,619/150,305
上证综指/深圳成指	3,358/13,563
12 个月最高/最低(元)	683.78/318.51

**相关研究报告:**

《长春高新-000661-2020 年三季报点评: 金赛稳健增长, 疫苗快速放量》——2020-10-28  
 《长春高新-000661-2020 年半年报点评: 金赛持续高速增长, 百克疫苗回暖》——2020-08-20  
 《长春高新-000661-2019 年年报点评: 业绩略超预期, 金赛增长迅猛》——2020-03-29  
 《长春高新-000661-重大事件快评: 鼻喷流感疫苗获批, 疫苗板块弹性大》——2020-02-28  
 《长春高新-000661-重大事件快评: 业绩超预期, 金赛高速增长》——2020-01-03

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

**联系人: 陈曦炳**

电话: 0755-81982939  
 E-MAIL: chenxibing@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**金赛强势恢复, 疫苗快速放量**
**业绩快速增长**

2020 年长春高新实现营收 85.77 亿元 (+16.3%), 归母净利润 30.47 亿元 (+71.6%), 经营性净现金流 11.11 亿元 (-42.6%); 单四季度营收 21.78 亿元 (+12.8%), 归母净利润 7.86 亿元 (+47.1%)。公司毛利率上升至 86.7% (+1.5pp), 研发费用率上升至 5.5% (+0.5pp), 销售费用率大幅下降至 30.1% (-4.1pp)。

**金赛药业: 四季度业绩强势恢复, 长期成长动力十足**

金赛药业全年实现营收 58.03 亿元 (+20.3%), 净利润 27.60 亿元 (+39.7%); 单四季度营收 15.54 亿元 (+32.8%), 净利润 7.71 亿元 (+60.5%); 疫情影响平稳后, 四季度业绩强势恢复。金赛药业长期的成长驱动力在于生长激素渠道的拓展和下沉, 且中国生长激素存量释放的天花板还远未达到, 随着公司持续增加生长激素的覆盖度, 新患入组恢复快速增长, 金赛药业的业绩仍将持续高增长。

**百克生物: 水痘疫苗快速增长, 鼻喷流感疫苗贡献增量**

百克生物全年实现营收 14.33 亿元 (+43.3%), 净利润 4.09 亿元 (+133.7%); 单四季度营收 3.58 亿元 (+24.0%), 净利润 0.75 亿元。20 年公司共批签发水痘疫苗 883 万支 (+23.3%), 实现快速增长, 市占率约 32%; 新增独家品种鼻喷流感疫苗 157 万支, 为百克生物贡献利润增量。

**风险提示: 生长激素销售不及预期, 集采政策风险**
**投资建议: 维持“买入”评级**

长春高新是生长激素优质赛道中的龙头公司, 行业壁垒高, 且公司具有品牌和渠道优势。金赛药业受到疫情短期冲击后, 新患入组和业绩增速快速恢复, 长期成长驱动力并未发生改变。我们上调 21~22 年盈利预测 (原值 36.1/44.7 亿元), 新增 23 年盈利预测; 预计 21~23 年净利润 41.1/51.5/62.0 亿元, 同比增长 35%/25%/20%, 对应当前股价的估值为 43/34/28x。生长激素市场空间巨大且消费属性强, 成长动力十足, 流感疫苗也将带来业绩增量, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,577	11,306	13,967	16,612
(+/-%)	16.3%	31.8%	23.5%	18.9%
净利润(百万元)	3047	4112	5149	6200
(+/-%)	71.6%	35.0%	25.2%	20.4%
摊薄每股收益(元)	7.5	10.2	12.7	15.3
EBIT Margin	49.6%	47.5%	48.0%	48.5%
净资产收益率(ROE)	27.9%	29.2%	28.5%	27.1%
市盈率(PE)	57.8	42.8	34.2	28.4
EV/EBITDA	40.8	32.1	25.8	21.6
市净率(PB)	16.1	12.5	9.7	7.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

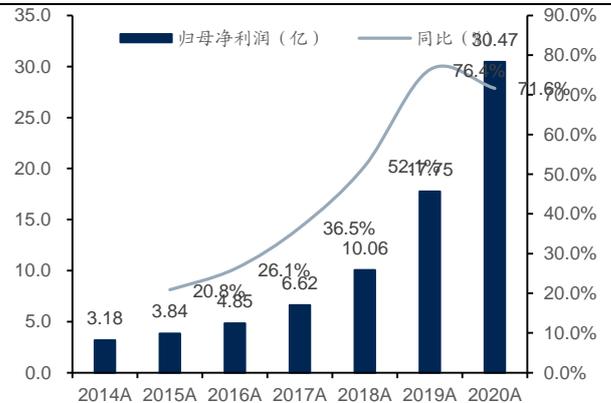
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 长春高新营收 (亿元)



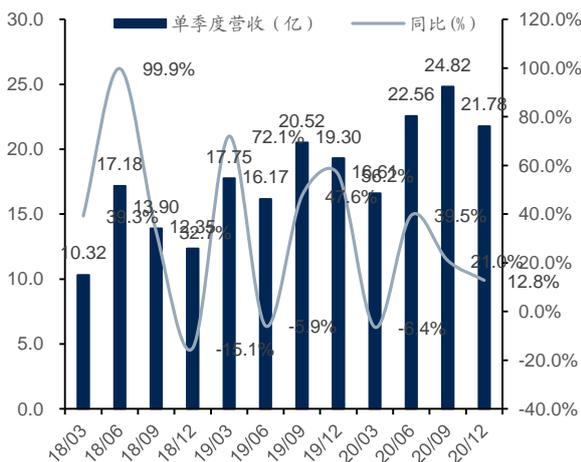
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 长春高新归母净利润 (亿元)



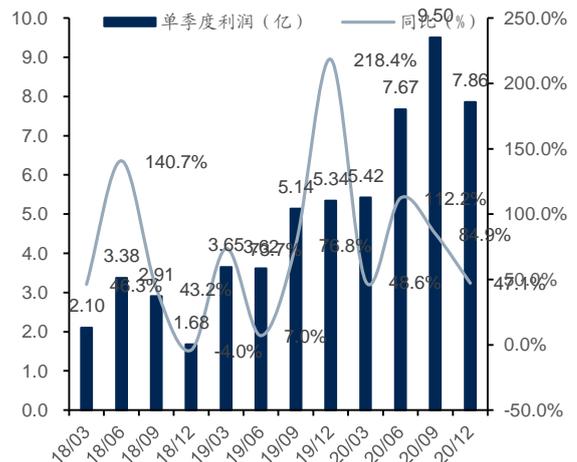
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 长春高新单季度营收 (亿元)



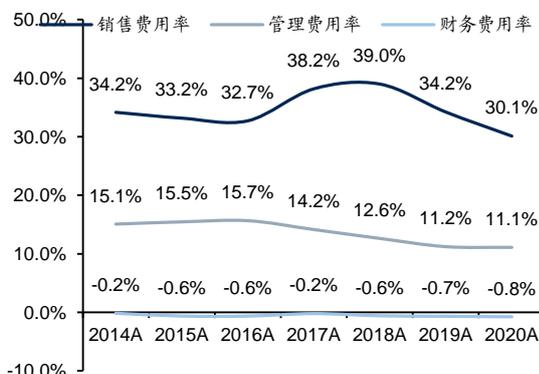
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 长春高新单季度归母净利润 (亿元)



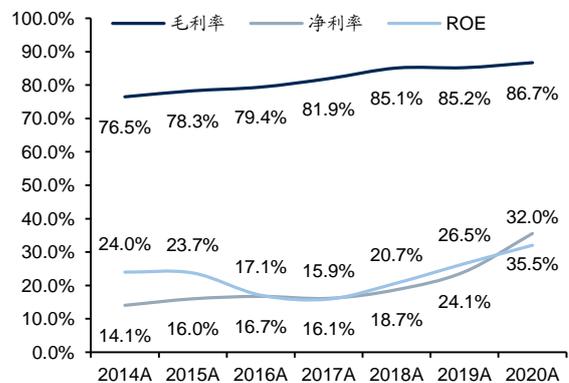
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 长春高新期间费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 长春高新毛利率、净利率、ROE



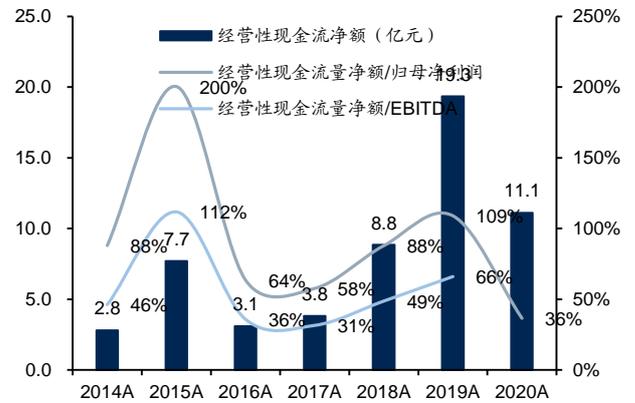
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 长春高新主要流动资产周转天数



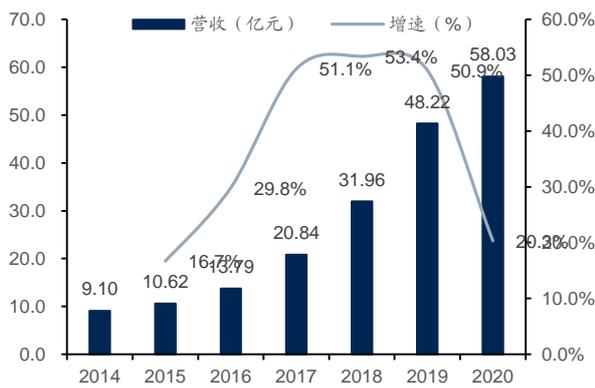
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 长春高新经营性现金流净额 (亿元)



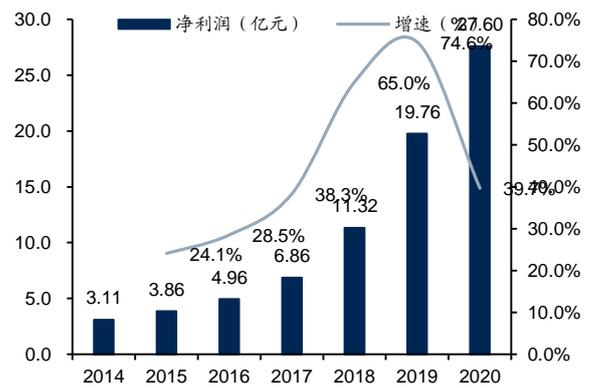
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 金赛药业营收 (亿元)



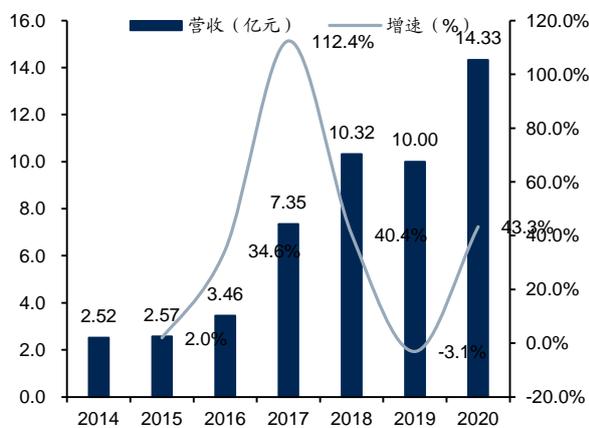
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 金赛药业净利润 (亿元)



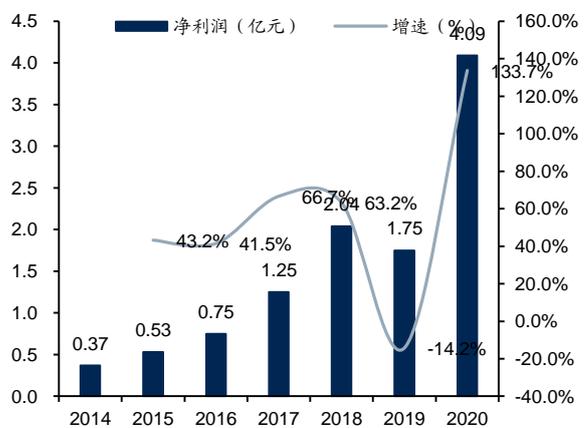
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 长春百克营收 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 长春百克净利润 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1: 百克生物疫苗批签发 (千人份)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
水痘疫苗	4,226	4,300	4,879	6,507	7,160	8,830
		1.7%	13.5%	33.4%	10.0%	23.3%
狂犬疫苗	45	274	317	633	49	0
		510.5%	15.6%	99.9%	-92.3%	-100.0%
鼻喷流感疫苗						1,567

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

**表 2: 长春高新重点研发项目临床进展情况**

序号	项目名称	类别	项目进展	项目单位	申报适应症
1	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III期临床试验	金赛药业	增加小于胎龄儿 (SGA) 适应症
2	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III期临床试验	金赛药业	增加特发性矮小 (ISS) 适应症
3	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III期临床试验	金赛药业	增加因 Prader-Willi 综合征 (PWS) 所引起的儿童生长障碍适应症
4	重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	III期临床试验	金赛药业	增加肾移植前因慢性肾脏疾病 (CKD) 所引起的儿童生长障碍适应症
5	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II/III期临床试验	金赛药业	增加小于胎龄儿 (SGA) 适应症
6	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II期临床试验	金赛药业	增加特纳氏 (Turner) 综合征适应症
7	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II/III期临床试验	金赛药业	增加特发性矮小 (ISS) 适应症
8	聚乙二醇重组人生长激素注射液	治疗用生物制品	II/III期临床试验	金赛药业	增加成人生长激素缺乏适应症
9	注射用醋酸曲普瑞林微球	化药	II期临床试验	金赛药业	醋酸曲普瑞林的长效制剂, 用于治疗性早熟、前列腺癌。
10	注射用醋酸奥曲肽微球	化药	I期临床试验	金赛药业	醋酸奥曲肽的长效制剂, 用于治疗肢端肥大症, 胃肠道内分泌肿瘤。
11	金妥昔单抗注射液	治疗用生物制品	II/III期临床试验	金赛药业	用于治疗胃癌。
12	注射用金纳单抗	治疗用生物制品	I期临床试验	金赛药业	用于全身型幼年特发性关节炎 (SJIA), 急性痛风性关节炎
13	金妥利珠单抗注射液	治疗用生物制品	获得临床许可批件	金赛药业	用于治疗血液系统恶性肿瘤、晚期恶性实体瘤和淋巴瘤
14	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	预防用生物制品	III期临床试验	迈丰生物	预防狂犬病
15	带状疱疹减毒活疫苗	预防用生物制品	III期临床试验	百克生物	预防带状疱疹
16	吸附无细胞百白破 (三组分) 联合疫苗	预防用生物制品	获得临床许可批件	百克生物	预防百日咳、白喉、破伤风
17	银花泌炎灵片	中药	III期临床试验	华康药业	增加适应症, 用于治疗前列腺炎

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**附表: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 210311	总市值 亿元	EPS			PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级	
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E				23E
000661	长春高新	435.11	1,761	7.53	10.16	12.72	15.32	57.8	42.8	34.2	28.4	31.0%	1.6	买入
300009	安科生物	14.51	198	0.30	0.38	0.48	/	48.8	38.4	30.5	/	6.5%	0.7	增持
600867	通化东宝	12.15	247	0.46	0.54	0.63	/	26.4	22.6	19.3	/	18.2%	1.6	买入
002773	康弘药业	36.37	334	0.86	1.10	1.39	/	42.1	33.1	26.1	/	14.8%	2.0	增持

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理。

注:截至 3 月 11 日,安科生物、通化东宝、康弘药业年报未披露,20 年数据为预测值。安科生物采用万得一致预期,其余为国信证券预测。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3965	7248	10591	15066	营业收入	8577	11306	13967	16612
应收款项	3062	3633	4488	5338	营业成本	1142	1298	1504	1710
存货净额	3013	2903	3064	3140	营业税金及附加	117	154	226	269
其他流动资产	1033	1361	1682	2000	销售费用	2582	3279	4051	4817
<b>流动资产合计</b>	<b>11082</b>	<b>15155</b>	<b>19835</b>	<b>25555</b>	管理费用	479	1205	1479	1751
固定资产	2728	3281	3766	4200	财务费用	(65)	(81)	(172)	(276)
无形资产及其他	1007	967	927	886	投资收益	(34)	0	0	0
投资性房地产	1199	1199	1199	1199	资产减值及公允价值变动	23	0	0	0
长期股权投资	828	828	828	828	其他收入	(375)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>16845</b>	<b>21430</b>	<b>26555</b>	<b>32668</b>	营业利润	3936	5451	6879	8341
短期借款及交易性金融负债	660	500	300	200	营业外净收支	(23)	8	(18)	(85)
应付款项	314	336	394	449	<b>利润总额</b>	<b>3913</b>	<b>5459</b>	<b>6861</b>	<b>8256</b>
其他流动负债	2493	3676	4492	5296	所得税费用	606	869	1092	1314
<b>流动负债合计</b>	<b>3468</b>	<b>4512</b>	<b>5186</b>	<b>5944</b>	少数股东损益	261	478	620	741
长期借款及应付债券	779	779	779	779	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3047</b>	<b>4112</b>	<b>5149</b>	<b>6200</b>
其他长期负债	274	274	274	274					
<b>长期负债合计</b>	<b>1054</b>	<b>1054</b>	<b>1054</b>	<b>1054</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4521</b>	<b>5566</b>	<b>6240</b>	<b>6998</b>	净利润	3047	4112	5149	6200
少数股东权益	1392	1761	2239	2811	资产减值准备	(14)	4	1	1
股东权益	10931	14104	18076	22859	折旧摊销	174	284	353	405
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16845</b>	<b>21430</b>	<b>26555</b>	<b>32668</b>	公允价值变动损失	(23)	0	0	0
					财务费用	(65)	(81)	(172)	(276)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2906)	418	(461)	(385)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	256	365	477	571
每股收益	7.53	10.16	12.72	15.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>533</b>	<b>5183</b>	<b>5520</b>	<b>6792</b>
每股红利	0.56	2.32	2.91	3.50	资本开支	(497)	(800)	(800)	(800)
每股净资产	27.01	34.85	44.66	56.48	其它投资现金流	206	0	0	0
ROIC	34%	40%	54%	60%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(660)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
ROE	28%	29%	28%	27%	权益性融资	188	0	0	0
毛利率	87%	89%	89%	90%	负债净变化	262	0	0	0
EBIT Margin	50%	48%	48%	49%	支付股利、利息	(227)	(940)	(1177)	(1417)
EBITDA Margin	52%	50%	51%	51%	其它融资现金流	99	(160)	(200)	(100)
收入增长	16%	32%	24%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>358</b>	<b>(1100)</b>	<b>(1377)</b>	<b>(1517)</b>
净利润增长率	72%	35%	25%	20%	<b>现金净变动</b>	<b>231</b>	<b>3283</b>	<b>3343</b>	<b>4475</b>
资产负债率	35%	34%	32%	30%	货币资金的期初余额	3733	3965	7248	10591
息率	0.1%	0.5%	0.7%	0.8%	货币资金的期末余额	3965	7248	10591	15066
P/E	57.8	42.8	34.2	28.4	企业自由现金流	370	4418	4732	6001
P/B	16.1	12.5	9.7	7.7	权益自由现金流	731	4325	4676	6133
EV/EBITDA	40.8	32.1	25.8	21.6					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032