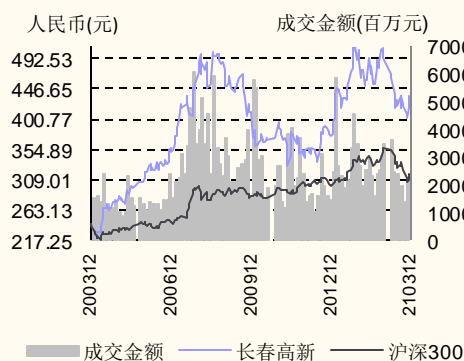


市场价格 (人民币): 435.50 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.05
已上市流通 A 股(亿股)	3.61
总市值(亿元)	1,762.56
年内股价最高最低(元)	511.15/223.32
沪深 300 指数	5146
深证成指	13897



## 相关报告

1. 《业绩超预期，生长激素增长强劲-长春高新公司点评》，2021.1.6
2. 《业绩维持高增长，鼻喷流感疫苗加速放量-长春高新三季报点评》，2020.10.26
3. 《生长激素恢复，水痘疫苗放量显著-长春高新公司点评》，2020.8.20
4. 《Q1 保持良好增长 未来收入增速有望继续提升-长春高新公司点评》，2020.4.22
5. 《年报高增长符合预期，金赛重组有望增厚业绩-长春高新公司点评》，2020.3.27

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 生长激素恢复有力，费用下降带来净利提升

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,374	8,577	12,916	16,318	19,540
营业收入增长率	37.19%	16.31%	50.60%	26.34%	19.74%
归母净利润(百万元)	1,775	3,047	4,104	5,366	6,732
归母净利润增长率	76.36%	71.64%	34.70%	30.76%	25.45%
摊薄每股收益(元)	8.772	7.528	10.140	13.259	16.633
每股经营性现金流净额	9.34	2.72	9.48	11.33	14.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.96%	27.87%	29.64%	28.54%	26.78%
P/E	50.96	59.63	42.95	32.85	26.18
P/B	11.19	16.62	12.73	9.37	7.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司公布 2020 年年报，全年实现营业收入 85.77 亿元，同比增长 16.31%。实现归母净利润 30.47 亿元，同比增长 71.64%。业绩符合预期。

## 经营分析

- 生长激素恢复有力，驱动全年业绩克服疫情实现高增长。2020 年，核心子公司金赛药业实现收入 58.03 亿元，同比增长 20.34%；实现净利润 27.60 亿元，同比增长 39.66%。2020 上半年、Q3、Q4 预计金赛药业分别实现净利润 11.29 亿元 (+37.14%)、8.60 亿元 (+27.89%)、7.71 亿元 (+69.47%)，预计金赛药业费用率管控良好，经营效率进一步提升，带动利润端增速快于收入端增速。
- 生长激素潜在市场空间广阔。对标 FDA 已批准适应症，我国生长激素适应症较仍有较大拓展空间。2020 年，金赛药业积极拓展生长激素更广泛的适应症应用，重组人生长激素注射液 SGA、ISS、PWS 和 CKD 所引起的儿童生长障碍适应症等已处于临床 3 期试验，聚乙二醇重组人生长激素注射液 SGA、ISS 和成人生长激素缺乏的适应症处于临床 2/3 期，Turner 综合征适应症处于 2 期临床，丰富的适应症拓展有望进一步扩大国内生长激素用药人群和患者基数，驱动公司业绩持续增长。
- 疫苗业务高速增长，百克生物分拆上市提升综合竞争力。2020 年子公司百克生物实现收入 14.33 亿元，同比增长 43.30%；实现净利润 4.09 亿元，同比增长 133.88%。分产品看，2020 年百克生物水痘疫苗实现批签发 883 万支 (+23.33%)，将继续巩固领先优势。鼻喷流感疫苗 8 月上市以来实现批签发 157 万支，未来有望实现较低基数下的高速增长。2020 年，公司拟分拆子公司百克生物至科创板上市，将进一步理顺业务架构、拓宽融资渠道。

## 盈利调整与投资建议

- 我们看好生长激素的优异成长属性和后疫情时代的恢复机会，上调 22 年归母净利润预测 5%，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 41.04、53.66、67.32 亿元，分别同比增长 35%、31%、26%。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 金赛药业业绩承诺风险；生长激素竞争加剧风险；医保降价和控费风险；疫苗销售不及预期；限售股解禁风险；研发进展不达预期。

## 内容目录

金赛药业：生长激素恢复有力，费用下降带来净利提升 .....	3
生长激素高速放量，驱动全年业绩克服疫情实现高增长 .....	3
金赛药业大健康领域多点布局.....	5
百克生物：业绩增长靓丽，分拆上市提升综合竞争力.....	7
水痘疫苗巩固领先优势，鼻喷流感疫苗加速放量.....	7
重磅疫苗品种管线有序推进，分拆上市提升综合竞争力 .....	8

## 图表目录

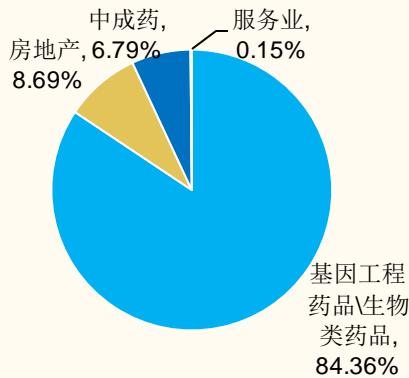
图表 1：2020 年长春高新各业务收入贡献 .....	3
图表 2：2020 年长春高新各业务毛利贡献 .....	3
图表 3：2019-2020 年金赛药业业绩增速.....	3
图表 4：2015-2020 年长春高新四项费用率情况.....	4
图表 5：2015-2020 年长春高新四项费用率情况.....	5
图表 6：金赛药业在研产品进展.....	7
图表 7：2017-2020 年水痘疫苗批签发量情况（万支） .....	8
图表 8：2017-2020 年水痘疫苗批签发竞争格局.....	8
图表 9：2017-2020 年流感疫苗签发量情况（万支） .....	8
图表 10：百克生物研发管线.....	9

## 金赛药业：生长激素恢复有力，费用下降带来净利提升

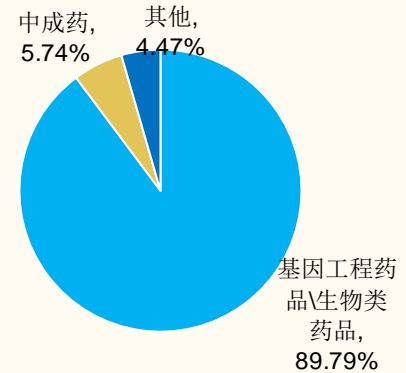
### 生长激素高速放量，驱动全年业绩克服疫情实现高增长

- 2020年，核心子公司金赛药业实现收入 58.03 亿元，同比增长 20.34%；实现净利润 27.60 亿元，同比增长 39.66%。2020 上半年、Q3、Q4 预计金赛药业分别实现营收 25.35 亿元 (+18.47%)、17.14 亿元 (+13.35%)、15.54 亿元 (+32.79%)，实现净利润 11.29 亿元 (+37.14%)、8.60 亿元 (+27.89%)、7.71 亿元 (+69.47%)，预计金赛药业费用率管控良好，经营效率进一步提升，带动利润端增速快于收入端增速。在上半年疫情新患入组受到一定影响的情况下，依托于有效的渠道下沉和信息化建设等销售策略，金赛药业确保了新患入组增长、用药时长提升、长效生长激素产品占比提高，带动全年业绩快速增长。

图表 1：2020 年长春高新各业务收入贡献



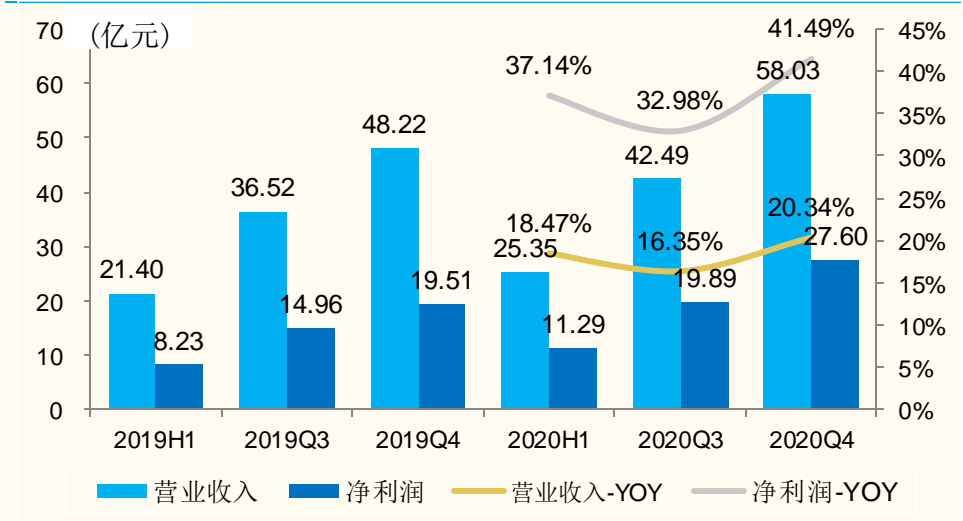
图表 2：2020 年长春高新各业务毛利贡献



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2019-2020 年金赛药业业绩增速

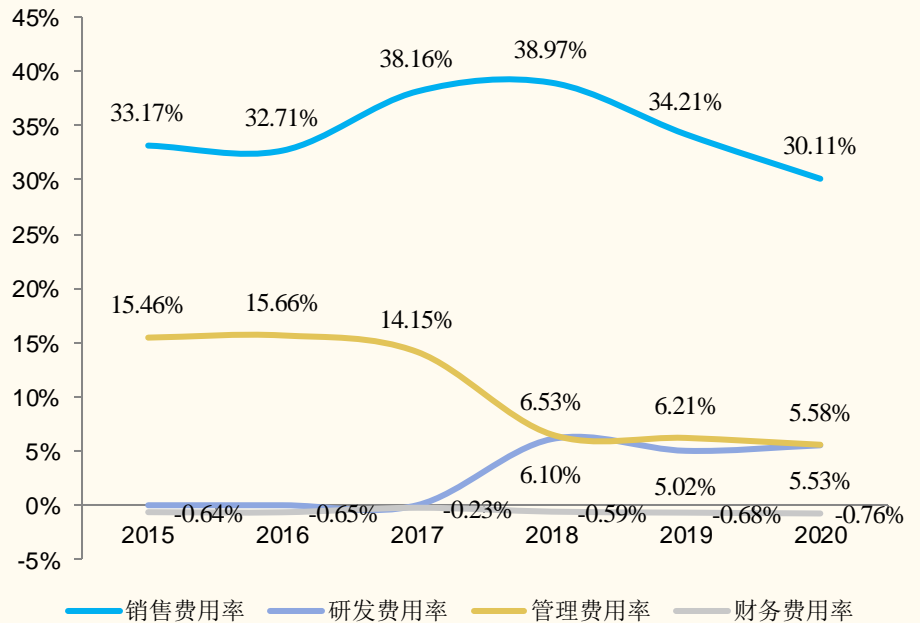


来源：公司公告，国金证券研究所

- 费用管控良好，净利水平逐步上升。2020 年，公司销售费用为 25.82 亿元，同比增长 2.38%，销售费用率为 30.1%，较去年减少 4.1%。目前金赛药业儿科、非儿科市场营销团队及配套服务人员 3000 人左右，百克生物疫苗销售推广团队 100 人左右，华康药业医疗和 otc 营销团队 100 人左右，高新地产销售团队 30 人左右。未来市场营销队伍将进一步壮大，营销人员素质也将进一步提高，助力公司产业地位的提升和产品市场占有率的巩固。

- 管理费用率、财务费用同比下降。2020 年，公司管理费用为 4.79 亿元，同比增长 2.38%，财务费用为-6.50 亿元，财务费用率为-0.8%，主要系利息收入增加所致。
- 研发投入稳步提升。2020 年，公司研发投入 6.82 亿元，同比增长 67.67%，占营业收入比重达到 7.95%。研发费用为 4.75 亿元，同比增长 28.12%，研发费用率为 5.5%，较 2019 年增长 0.5%。公司积极推进科技创新研发项目，持续提升公司创新能力。研发的持续投入不仅增强了公司的核心竞争力，还通过新适应症的扩展促进原有品种的稳定发展。

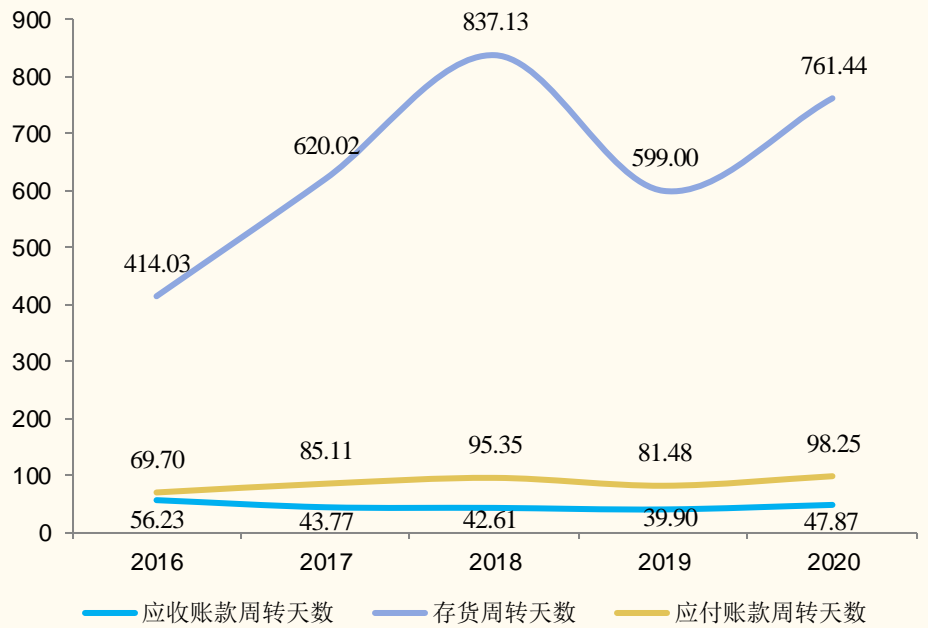
图表 4：2015-2020 年长春高新四项费用率情况



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 47.87，同比增长 19.96%，预计主要系销售收入增加同时受疫情影响所致；存货周转天数为 761.44，同比增长 27.12%，主要系 2020 年公司下属房地产公司土地储备增加所致；应付账款周转天数为 98.25，同比增长 20.58%，公司对上游客户的话语权有所增强。

图表 5：2015-2020 年长春高新四项费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年，金赛药业承诺 2019 年、2020 年、2021 年实现净利润分别不低于 15.58 亿元、19.48 亿元、23.20 亿元，承诺期累计实现的净利润不低于 58.27 亿元。2019 年、2020 年公司分别实现净利润 19.51 亿元、27.60 亿元，累计实现 47.11 亿元，已完成超过 80% 的承诺目标，未来有望顺利甚至超额完成业绩承诺目标。目前，生长激素的疫情影响逐步消除，销售和新患入组加速恢复。受疫情影响，2020Q1 生长激素相应客户群体假期调整、跨区域出行受限，客流量有一定减少。当前疫情防控势头良好，生长激素头部公司新增患者人数平稳回升。我们认为，后疫情时代，公司低基数下的业绩恢复机会值得重点把握。
- 生长激素潜在市场空间广阔，公司优势突出。我国儿童矮小症潜在患者规模庞大，目前用药市场远未饱和，治疗率具备广阔提高空间。随着头部公司进一步强化渠道下沉和医患人群宣传教育力度，有望带来生长激素治疗渗透率的快速提升。同时对标 FDA 已批准的 10 余项适应症，我国生长激素获批适应症不到 FDA 批准的 1/2，拓展空间较大。2020 年，金赛药业积极拓展生长激素更广泛的适应症应用，重组人生长激素注射液小于胎龄儿（SGA）、特发性矮小（ISS）、Prader-Willi 综合征（PWS）和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等已处于临床 3 期试验，聚乙二醇重组人生长激素注射液 SGA、ISS 和成人生长激素缺乏的适应症处于临床 2/3 期，特纳氏（Turner）综合征适应症处于 2 期临床，丰富的适应症拓展有望进一步扩大国内生长激素用药人群和患者基数。
- 金赛药业作为国内生长激素龙头，生长激素系列产品疗效确切、安全性高、品规齐全。水剂、长效剂型是生长激素未来的发展趋势，水针具有更高的生物活性和药物疗效，逐渐替代传统粉针成为市场主流剂型；长效剂型将大幅提高患者依从性，未来将逐步替代短效剂型。水针、长效剂型具备更高定价空间和毛利率，伴随国内医疗健康行业消费升级的浪潮，未来有望在市场推广中进一步撬动中高端市场。公司在国内水针剂型上市占率国内第一，长效方面开发领先，占据行业龙头地位。随着未来行业渗透率的进一步提高和公司品牌优势的扩大，市场占有率有望稳步扩大。

金赛药业大健康领域多点布局

- 2020 年公司积极拓展技术覆盖面，生物类似药、多功能抗体药物、化药等国际化的创新、投资项目均取得实质性进展。用于血液系统恶性肿瘤、晚期恶性实体瘤和淋巴瘤的金妥利珠单抗已启动国内临床试验，并获得 FDA 药物临床试验批准；同时通过外部合作等方式引进了甲磺酸亮丙瑞林、重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液等项目，在儿童健康、女性健康、生殖及肿瘤等领域的技术储备进一步增强，自身现有产品线持续丰富。
- “重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液”为 7 类生物类似物，开发适应症为辅助生殖中与 GnRH 拮抗剂联合应用，促进女性多卵泡发育。该产品是一种长效的重组人促卵泡素，拟每周给药一次，可提高患者便利性和依从性。目前处于 I 期临床试验阶段。公司的合作方为成都信立泰，根据合作协议，成都信立泰将其开发的重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液”（FSH-CTP）在中国大陆地区的全部技术所有权和知识产权转移给金赛药业，公司合作的 FSH-CTP 注射液是成都信立泰开发的长效 FSH，可以达到 7 天给药 1 次。相对于目前国内市场上短效 FSH 的每天给药 1 次，FSH-CTP 可以提高患者的便利性和依从性；
- 甲磺酸亮丙瑞林产品为公司与台湾逸达合作。甲磺酸亮丙瑞林产品为台湾逸达自行研发、尚未在中国上市的 505 (b) (2) 品种，目前正在欧美进行上市申报，并进入了实质性审查阶段，后续考虑在国内进行注册（暂按前列腺癌适应症申报）。该产品是基于台湾逸达新一代原位凝胶技术平台 SIF 长效原位凝胶剂平台研发产生，具有生产成本低、药品性质稳定、使用便捷、缓释周期持续更长等技术优势。

图表 6：金赛药业在研产品进展

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,胃肠胰内分泌肿瘤。
11	金妥昔单抗注射液	治疗用生物制品	Ib/II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、晚期恶性肿瘤和淋巴瘤

来源：公司公告，国金证券研究所

## 百克生物：业绩增长靓丽，分拆上市提升综合竞争力

### 水痘疫苗巩固领先优势，鼻喷流感疫苗加速放量

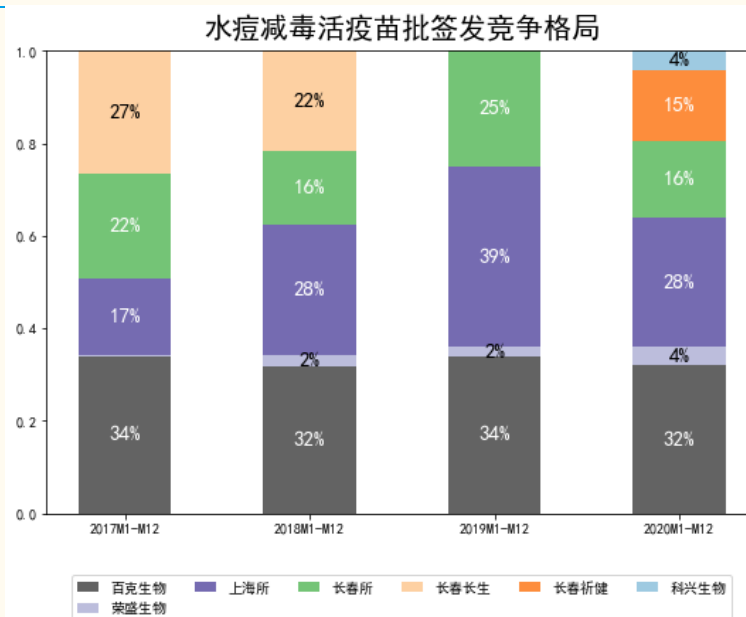
- 2020年子公司百克生物实现收入 14.33 亿元，同比增长 43.30%；实现净利润 4.09 亿元，同比增长 133.88%。百克生物全年完成水痘疫苗各省市投标工作及鼻喷流感疫苗各省市（天津市、青海省除外）补标工作，确保了水痘疫苗产品市场份额保持领先地位，保障了鼻喷流感疫苗的新产品上市推广销售。
- 分产品看，2020年百克生物水痘疫苗实现批签发 883 万支，同比增长 23.33%，市占率约 32%，居国产首位，依靠产品质量、工艺优势，未来将继续巩固领先优势。冻干鼻喷流感疫苗作为国内唯一获批的鼻喷流感减毒活疫苗，8 月上市以来实现批签发 157 万支，上市销售元年为公司提供了新的利润增长点。依托接种者的高依从性优势，未来有望实现较低基数下的高速增长。

图表 7：2017-2020 年水痘疫苗批签发量情况（万支）

疫苗名	生产商	2019	2017	2018	2019	2020	YoY	占2019比重
水痘减毒活疫苗	百克生物	716	488	651	716	883	23%	123%
	荣盛生物	39	4	49	39	111	183%	283%
	上海所	822	237	576	822	773	-6%	94%
	长春所	526	322	328	526	453	-14%	86%
	长春长生		381	441				
	长春祈健					424		
	科兴生物					114		
合计		2,102	1,433	2,044	2,102	2,758	31%	131%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

图表 8：2017-2020 年水痘疫苗批签发竞争格局



来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所

图表 9：2017-2020 年流感疫苗批签发量情况（万支）

疫苗名	生产商	2019	2017	2018	2019	2020	YoY	占2019比重
大流行流感疫苗	科兴生物			3				
流感亚单位疫苗	中逸安科		23	32		5		
流感疫苗	国光生物	40	60	38	40	30	-25%	75%
	华兰生物	457	730	340	457	253	-45%	55%
	科兴生物	424	337		424	707	67%	167%
	深圳赛诺菲	574	621	120	574	892	55%	155%
	雅立峰生物		173	163		138		
	长春所	612	375	406	612	164	-73%	27%
鼻喷流感疫苗	百克生物					157		
四价流感疫苗	华兰生物	836		512	836	2,062	147%	247%
	金迪克生物	135			135	424	214%	314%
	长春所					502		
	科兴生物					366		
	武汉所					3		
合计		3,078	2,319	1,615	3,078	5,704	85%	185%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

### 重磅疫苗品种管线有序推进，分拆上市提升综合竞争力

- **重磅疫苗品种管线有序推进。**百克生物在研方面，人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）冻干剂型产品 3 期临床试验已基本完成；用于预防老年人带状疱疹及并发神经痛的带状疱疹减毒活疫苗临床 3 期试验已进入尾声，2.5 万例受



试者全部入组，国产进度领先；作为国内现有无细胞百白破疫苗更新换代产品的吸附无细胞百白破（三组分）联合疫苗已进入临床，如研发成功将使国内百白破疫苗完成升级换代，提升免疫效果、降低不良反应，并为以后公司多联疫苗的开发奠定良好的基础；2020年3月2日，公司鼻喷流感减毒活疫苗（液体剂型）获得药物临床试验批准通知书。丰富的重磅疫苗品种储备和顺利的研发进展进一步夯实公司未来业绩增长的基础。

**图表 10：百克生物研发管线**

序号	产品名称	适应症	临床前	获批临床	临床I期	临床II期	临床III期	已上市	上市时间
1	水痘减毒活疫苗	水痘						2008.2	
2	人用狂犬病疫苗（Vero细胞）	狂犬病						2006.11	
3	冻干鼻喷流感减毒活疫苗	流感						2020.2	
4	冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）	狂犬病							
5	带状疱疹减毒活疫苗	带状疱疹							
6	吸附无细胞百白破（三组分）联合疫苗	百日咳、白喉、破伤风		2020.3					
7	冻干鼻喷重组新型冠状病毒疫苗（减毒流感病毒载体）	新冠病毒							
8	鼻喷流感减毒活疫苗（液体制剂）	流感							
9	流感病毒裂解疫苗（BK-01佐剂）	流感							
10	冻干人用狂犬病（MRC-细胞）疫苗	狂犬病							
11	全人源抗狂犬病毒单克隆抗体	狂犬病							
12	麻疹腮腺炎风疹联合疫苗	麻疹、腮腺炎、风疹							
13	呼吸道合胞病毒RSV重组蛋白疫苗	呼吸道合胞病毒							
14	b型流感嗜血杆菌结合疫苗	流感嗜血杆菌							
15	全人源抗破伤风毒素单克隆抗体	破伤风							
16	肿瘤治疗性疫苗	肺癌							
17	阿尔茨海默病治疗性疫苗	阿尔茨海默病							

来源：百克生物招股书，国金证券研究所

- 分拆上市提升综合竞争力。**百克生物分拆上市提升综合竞争力。2020年，公司拟分拆子公司百克生物至科创板上市。百克生物分拆上市拟募资16.81亿元用于年产2,000万人份水痘减毒活疫苗、带状疱疹减毒活疫苗项目、年产600万人份吸附无细胞百白破（三组分）联合疫苗项目、年产1,000万人份鼻喷流感减毒活疫苗（液体制剂）项目、年产300万人份狂犬疫苗、300万人份Hib疫苗项目及在研产品研发项目等项目，有望进一步扩大百克生物的产能，丰富产品结构。同时百克生物的分拆上市也将进一步理顺公司业务架构、拓宽融资渠道，增强综合竞争能力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,375	7,374	8,577	12,916	16,318	19,540	货币资金	1,868	3,733	3,965	6,704	8,953	13,830
增长率		37.2%	16.3%	50.6%	26.3%	19.7%	应收账款	1,587	2,199	3,062	3,974	5,236	6,475
主营业务成本	-801	-1,092	-1,142	-1,750	-2,087	-2,413	存货	1,833	1,750	3,013	2,924	3,431	3,901
%销售收入	14.9%	14.8%	13.3%	13.5%	12.8%	12.4%	其他流动资产	1,247	1,058	1,043	1,448	1,667	1,879
毛利	4,574	6,282	7,435	11,167	14,231	17,126	流动资产	6,536	8,741	11,082	15,049	19,288	26,084
%销售收入	85.1%	85.2%	86.7%	86.5%	87.2%	87.7%	%总资产	69.4%	68.7%	65.8%	72.8%	75.9%	80.0%
营业税金及附加	-99	-158	-117	-258	-326	-391	长期投资	314	711	1,098	1,098	1,098	1,098
%销售收入	1.9%	2.1%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	1,728	2,370	2,728	3,142	3,522	3,763
销售费用	-2,095	-2,522	-2,582	-4,237	-5,287	-6,057	%总资产	18.4%	18.6%	16.2%	15.2%	13.9%	11.5%
%销售收入	39.0%	34.2%	30.1%	32.8%	32.4%	31.0%	无形资产	387	470	1,249	1,096	1,203	1,354
管理费用	-351	-458	-479	-775	-1,012	-1,231	非流动资产	2,877	3,981	5,762	5,636	6,123	6,516
%销售收入	6.5%	6.2%	5.6%	6.0%	6.2%	6.3%	%总资产	30.6%	31.3%	34.2%	27.2%	24.1%	20.0%
研发费用	-328	-370	-475	-775	-1,061	-1,368	<b>资产总计</b>	<b>9,413</b>	<b>12,721</b>	<b>16,845</b>	<b>20,686</b>	<b>25,411</b>	<b>32,599</b>
%销售收入	6.1%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	短期借款	255	515	660	1,180	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,701	2,773	3,783	5,122	6,545	8,080	应付款项	879	860	879	1,233	1,574	1,900
%销售收入	31.6%	37.6%	44.1%	39.7%	40.1%	41.4%	其他流动负债	1,780	1,842	1,928	2,057	2,561	3,045
财务费用	32	50	65	-63	-128	-96	流动负债	2,914	3,217	3,468	4,470	4,134	4,946
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-0.8%	0.5%	0.8%	0.5%	长期贷款	12	68	329	329	329	329
资产减值损失	-16	21	7	0	0	0	其他长期负债	161	629	724	450	450	450
公允价值变动收益	0	5	20	0	0	0	<b>负债</b>	<b>3,087</b>	<b>3,914</b>	<b>4,521</b>	<b>5,250</b>	<b>4,914</b>	<b>5,725</b>
投资收益	65	49	-34	75	100	100	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,295</b>	<b>8,084</b>	<b>10,931</b>	<b>13,844</b>	<b>18,805</b>	<b>25,132</b>
%税前利润	3.7%	1.7%	n.a	1.5%	1.5%	1.2%	其中：股本	170	202	405	405	405	405
营业利润	1,806	2,876	3,936	5,134	6,517	8,083	未分配利润	2,713	4,225	6,874	10,573	15,534	21,861
营业利润率	33.6%	39.0%	45.9%	39.7%	39.9%	41.4%	少数股东权益	1,031	723	1,392	1,592	1,692	1,742
营业外收支	-73	-56	-23	-10	-10	-10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,413</b>	<b>12,721</b>	<b>16,845</b>	<b>20,686</b>	<b>25,411</b>	<b>32,599</b>
税前利润	1,733	2,820	3,913	5,124	6,507	8,073	<b>比率分析</b>						
利润率	32.2%	38.2%	45.6%	39.7%	39.9%	41.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-270	-471	-606	-820	-1,041	-1,292	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.6%	16.7%	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	5.917	8.772	7.528	10.140	13.259	16.633
净利润	1,463	2,349	3,308	4,304	5,466	6,782	每股净资产	31.127	39.950	27.009	34.206	46.465	62.098
少数股东损益	456	574	261	200	100	50	每股经营现金净流	5.197	9.345	2.719	9.478	11.331	14.935
归属于母公司的净利润	1,006	1,775	3,047	4,104	5,366	6,732	每股股利	0.000	0.000	0.800	1.000	1.000	1.000
净利率	18.7%	24.1%	35.5%	31.8%	32.9%	34.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.01%	21.96%	27.87%	29.64%	28.54%	26.78%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	10.69%	13.95%	18.09%	19.84%	21.12%	20.65%
净利润	1,463	2,349	3,308	4,304	5,466	6,782	投入资本收益率	21.77%	24.60%	23.06%	24.73%	25.84%	24.54%
少数股东损益	456	574	261	200	100	50	<b>增长率</b>						
非现金支出	123	125	175	235	273	418	主营业务收入增长率	31.03%	37.19%	16.31%	50.60%	26.34%	19.74%
非经营收益	-43	-58	-45	42	-8	-47	EBIT增长率	52.82%	63.08%	36.39%	35.40%	27.79%	23.45%
营运资金变动	-658	-525	-2,337	-745	-1,145	-1,108	净利润增长率	52.05%	76.36%	71.64%	34.70%	30.76%	25.45%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>884</b>	<b>1,891</b>	<b>1,100</b>	<b>3,836</b>	<b>4,586</b>	<b>6,044</b>	总资产增长率	28.04%	35.15%	32.41%	22.80%	22.84%	28.29%
资本开支	-658	-840	-970	-226	-770	-820	<b>资产管理能力</b>						
投资	-18	-385	-441	0	0	0	应收账款周转天数	42.6	39.9	47.9	45.0	43.0	40.0
其他	423	416	233	75	100	100	存货周转天数	837.1	599.0	761.4	610.0	600.0	590.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-254</b>	<b>-810</b>	<b>-1,177</b>	<b>-151</b>	<b>-670</b>	<b>-720</b>	应付账款周转天数	95.4	81.5	98.2	100.0	110.0	120.0
股权募资	0	975	188	-786	0	0	固定资产周转天数	80.9	74.9	84.6	62.2	53.3	45.3
债权募资	194	191	407	349	-1,180	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-352	-462	-275	-508	-487	-448	净负债/股东权益	-25.31%	-38.22%	-20.57%	-30.80%	-39.93%	-48.60%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-157</b>	<b>704</b>	<b>320</b>	<b>-946</b>	<b>-1,667</b>	<b>-448</b>	EBIT利息保障倍数	-53.5	-55.7	-58.2	81.2	51.2	83.9
<b>现金净流量</b>	<b>473</b>	<b>1,785</b>	<b>243</b>	<b>2,739</b>	<b>2,249</b>	<b>4,877</b>	资产负债率	32.80%	30.77%	26.84%	25.38%	19.34%	17.56%

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	8	15	23	42	91
增持	1	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.11	1.12	1.12	1.11	1.00

来源：聚源数据

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。

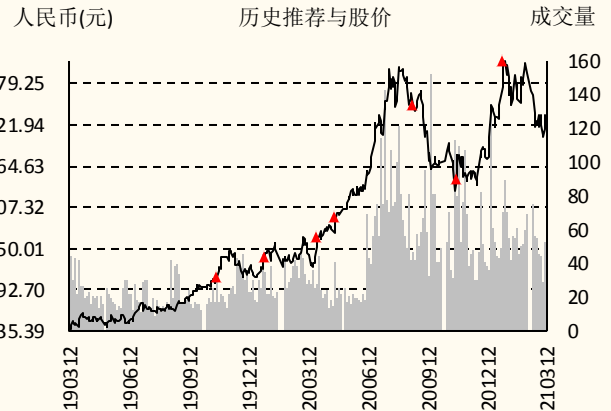
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-25	买入	346.30	N/A
2	2019-10-24	买入	407.28	N/A
3	2020-01-06	买入	472.00	N/A
4	2020-03-27	买入	512.90	N/A
5	2020-04-22	买入	546.00	N/A
6	2020-08-20	买入	448.70	N/A
7	2020-10-26	买入	329.99	N/A
8	2021-01-06	买入	476.99	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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