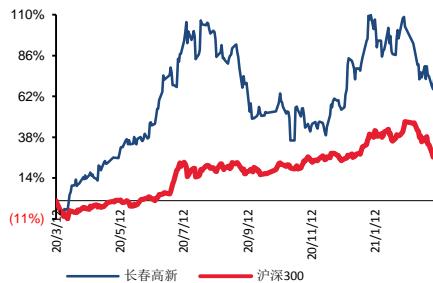




医疗保健 制药、生物科技与生命科学

利润端表现优异，21年前景靓丽

■ 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)	176,098/154,896
12个月最高/最低(元)	680.39/329.99

相关研究报告:

长春高新(000661)《利润略超预期，生长激素优良赛道长期看好》
--2021/01/05

长春高新(000661)《生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固》
--2021/01/04

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

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

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520110001

事件:公司发布2020年年报，全年实现营收85.77亿元(+16.31%，YoY下同)，实现归母净利润30.47亿元(+71.64%)、扣非后归母净利润29.52亿元(+66.25%)，基本EPS为7.53元/股。整体业绩符合此前业绩预告范围。

Q4收入增速稳健，净利率提升显著。公司Q4实现营收21.78亿元(+12.84%)、净利润8.31亿元(+45.90%)，净利率由19Q4的29.52%提升至38.17%，全年净利率也提升至38.57%。拆分来看20Q4毛利率为87.58%，稳定在88%左右，20年全年达到86.69%，同比提升1.50pct，主要是毛利率较高的生长激素和疫苗产品收入增速较快，占比有所提升；费用端20Q4销售费用率相比Q3略有提升，但全年同比下降4.10pct至30.11%，主要是职工薪酬和福利方面受疫情影响有所减少；管理费用率规模效应显著，20Q4同比下降3.08pct，全年降至5.58%；研发费用则由于在研产品临床进展同比提升较多，全年研发费用占营收比重也随之提升至7.33%；20年全年财务费用率为-0.76%。公司全年非经常性损益增加主要是非流动资产处置损益和政府补助增加较多；四季度净现金流下降较多预计主要与高新地产相关回款情况有关，预计后续将回归稳定。

金赛Q4恢复迅速，净利润表现优异。金赛全年实现收入58.03亿元(+20.34%)、净利润27.60亿元(+39.66%)，净利率同比提升6.59pct至47.57%，预计主要是由生长激素产品销售增长带动；其中Q4实现收入15.54亿元(+32.77%)、净利润7.71亿元(+60.46%)，净利率同比提升8.57pct至49.63%。分季度来看，20Q4收入增速恢复至30%以上，参考前三季度增速表现，预计Q4新患入组数据表现优异，带动当季度收入快速回暖；净利率再次接近50%，维持Q3以来的良好盈利能力，证明金赛在疫情下良好的费用管控能力，考虑到公司在线上学术推广及诊疗方面经验的持续积累，未来销售费率或将维持良好表现，整体净利率有望保持在50%左右。展望21年，根据草根调研信息，21年1、2月新患入组数据快速回暖；而由于终端生长激素缺乏的患儿数量庞大，目前国内生长激素的存量市场的治疗渗透率较低，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，在疫情防控常态化局面下公司全年新患同比有望实现快速增长，结合长效水针销售的持续推进以及患儿用药时长的稳步增长，

生长激素将为金赛贡献较大业绩增量；此外金赛其他产品如重组促卵泡素等也有望在20年疫情影响的低基数效应下恢复稳健增长。

鼻喷流感疫苗助力百克收入快速增长，疫情影响华康药业与高地产业绩表现。百克生物全年实现收入14.33亿元(+43.30%)、净利润4.09亿元(+133.88%)，根据批签发数据20年全年水痘减毒活疫苗批签发量约883万支(+23%)、新品鼻喷流感疫苗批签发合计近157万支。百克Q4实现收入3.58亿元(+24.05%)、净利润0.75亿元(去年同期为-0.09亿元)；环比来看百克Q4收入和净利润规模均低于Q3，预计与公司疫苗收入确认安排有关。华康药业全年实现收入5.83亿元(+0.45%)、净利润0.42亿元(-1.48%)，主要是H1中成药销售受疫情影响；其中Q4实现收入1.62亿元(+8.72%)、净利润0.07亿元(-40.03%)，收入端维持Q3以来的稳健回暖。高地产全年实现收入7.25亿元(-23.00%)、净利润1.37亿元(-41.62%)，其中Q4实现收入0.96亿元(-69.60%)、净利润0.07亿元(-89.23%)。

研发项目稳步推进。金赛药业作为国内优质创新生物制药企业之一，一方面围绕内分泌领域，持续丰富核心生物药如生长激素水针及长效水针相关适应症，还通过外部合作等方式引进甲磺酸亮丙瑞林、重组人促卵泡激素-CTP融合蛋白注射液等项目，同处于临床II期的曲普瑞林微球一起持续增强公司在儿童健康、女性健康、生殖等领域的技术储备；此外金赛还布局有金妥昔单抗（雷莫芦单抗类似物，Ib/II期）、金纳单抗（抗白介素1- β 单抗，I期）以及金妥利珠单抗（CD47单抗，获得IND批文）等肿瘤和自免等热门领域，夯实金赛生物药研发管线。疫苗方面冻干狂苗III期已基本完成；重磅在研带状疱疹减毒活疫苗产品III期临床已进入尾声，2.5万例受试者全部入组；组分百白破获批临床，成功获批将为公司后续多联苗开发打下基础。

长期生长激素渗透率提升趋势明确。长期生长激素治疗渗透率仍有巨大提升空间，仅考虑存量市场，根据Wind样本医院数据测算，目前存量市场渗透率仅为10-12%。而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，疫苗业务独具特色并即将独立上市，是稀缺“消费升级”白马企业。21年生长激素有望随着新患入组恢复快速增长而贡献较大业绩增量、百克鼻喷流感疫苗产销规模也将得到进一步扩大、其他产品如金赛重组促卵泡素

也将实现恢复性增长。预计 21-23 年营收为 111.79/139.95/165.20 亿元、归母净利润为 40.62/50.88/60.45 亿元，对应当前 PE 为 43/35/29 倍，维持“买入”评级。

风险提示。生长激素集采招标降价风险，在研产品获批不及预期的风险，生长激素或疫苗竞争加剧的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8577	11179	13995	16520
(+/-%)	16.31	30.34	25.19	18.04
净利润(百万元)	3047	4062	5088	6045
(+/-%)	71.64	33.33	25.27	18.80
摊薄每股收益(元)	7.53	10.04	12.57	14.94
市盈率(PE)	59.63	43.35	34.61	29.13

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

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3733	3965	6675	10606	15710	营业收入	7374	8577	11179	13995	16520
应收和预付款项	1589	2366	2844	3225	3708	营业成本	1092	1142	1344	1491	1628
存货	1750	3013	3313	3677	4014	营业税金及附加	158	117	157	196	231
其他流动资产	1058	1043	1184	1297	1404	销售费用	2522	2582	3354	4339	5286
流动资产合计	8741	11082	14694	19797	26108	管理费用	458	479	581	728	826
长期股权投资	460	828	878	928	978	财务费用	-50	-65	-53	-101	-170
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	23	4	0	0	0
固定资产	1514	1988	2075	2201	2412	投资收益	49	-34	15	20	30
在建工程	856	740	940	1140	1340	公允价值变动	5	20	4	5	6
无形资产	278	1007	1010	1011	1013	营业利润	2876	3936	5269	6593	7828
长期待摊费用	19	17	17	17	17	其他非经营损益	-56	-23	-25	-25	-25
其他非流动资产	351	580	580	580	580	利润总额	2820	3913	5244	6568	7803
资产总计	12721	16845	20770	26280	33106	所得税	471	606	828	1038	1233
短期借款	515	660	660	660	660	净利润	2349	3308	4415	5531	6570
应付和预收款项	1124	318	973	1161	1268	少数股东损益	574	261	353	442	526
长期借款	68	329	299	289	279	归母股东净利润	1775	3047	4062	5088	6045
其他长期负债	629	274	274	274	274						
负债合计	3914	4521	4428	4828	5127						
股本	202	405	405	405	405	预测指标					
资本公积	3072	2870	2870	2870	2870		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	4225	6874	9926	13831	18924	毛利率	85.19%	86.69%	87.98%	89.34%	90.14%
归母公司股东权益	8084	10931	14597	19265	25265	销售净利率	31.86%	38.57%	39.49%	39.52%	39.77%
少数股东权益	1031	723	1392	1745	2188	销售收入增长率	37.19%	16.31%	30.35%	25.19%	18.04%
股东权益合计	8808	12323	16342	21453	27978	EBIT 增长率	63.08%	36.39%	35.60%	24.82%	18.04%
负债和股东权益	12721	16845	20770	26280	33106	净利润增长率	76.36%	71.64%	33.33%	25.27%	18.80%
现金流量表(百万)					ROE	21.96%	27.87%	27.83%	26.41%	23.93%	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROA	13.95%	18.09%	19.56%	19.36%	18.26%
经营性现金流	1935	1111	3966	4848	5770	ROIC	42.46%	32.66%	40.72%	45.82%	48.35%
投资性现金流	-810	-1177	-364	-472	-595	EPS(X)	4.39	7.53	10.04	12.57	14.94
融资性现金流	704	321	-892	-445	-70	PE(X)	101.92	59.63	43.35	34.61	29.13
现金增加额	1829	255	2710	3931	5105	PB(X)	22.38	16.62	12.06	9.14	6.97
						PS(X)	12.27	21.18	15.75	12.58	10.66
						EV/EBITDA(X)	29.89	45.22	32.73	25.63	21.02

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	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
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	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	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



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。