

长春高新 (000661) 2020年报点评

金赛药业维持高增长，内生动力强劲

2021年03月18日

【投资要点】

- ◆ **净利润高速增长，内生增长稳健。**2021年3月12日，公司发布年报。2020年度实现营收85.8亿元，同比上升16.3%；归母净利润同比大幅上升71.6%至30.5亿元；扣非净利润为29.5亿元，同比上升66.3%。公司Q4实现营收21.8亿元，同比上升12.8%；单季度归母净利润同比大幅上升47.2%至7.9亿元。营收增速略低于预期，归母净利润超预期，主要系收购金赛药业少数股东并表所致。业绩实现增速亮眼，内生增长较为稳健。年度公司经营性现金流净额11.1亿元，同比下降42.6%，主要由于房地产公司支付购地款增加所致。报告期末公司资产负债率为26.8%，资本结构较为稳健。
- ◆ **毛利率、净利率双升，费控效果显著。**报告期内，公司毛利率为86.7%，同比上升1.5pct；净利率为38.6%，同比上升6.71pct；费用方面，2020Q4公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为29.2%/6.8%/-0.9%/7.3%；2020年度公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为30.1%/5.6%/-0.8%/5.5%，YOY分别为-4.1pct/-0.63pct/-0.08pct/+0.51pct；综合来看，公司期间费用率为40.5%（去年同期44.8%），费用投放基本持平。
- ◆ **生长激素业务渠道下沉，业绩有望持续高增长。**金赛药业疫情期间通过调整推广策略，布局下沉渠道，2020年实现收入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%。中国生长激素行业远未达到天花板，存量有待大幅释放。随着业务渠道下沉，生长激素的覆盖度将持续增加，业绩有望保持高增长。
- ◆ **疫苗产品放量，百克生物分拆上市进展顺利。**百克生物2020年实现营业收入14.33亿元，同比+43.30%；净利润4.09亿元，同比+133.88%。水痘疫苗占据领先地位，冻干鼻喷流感疫苗为国内独家经鼻喷接种的流感减毒活疫苗，2020年下半年上市销售，批签发157万瓶。百克生物拟募集资金专款专用，分别用于投资年产2000万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1000万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，以及在研产品研发项目。百克生物分拆上市有助于进一步理顺业务架构、拓宽融资渠道、增强竞争力。



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

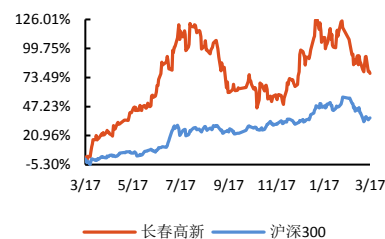
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：何玮

电话：021-23586471

相对指数表现



基本数据

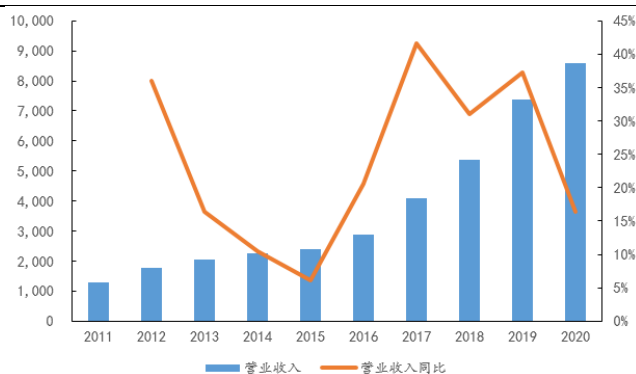
总市值（百万元）	162292.84
流通市值（百万元）	144666.00
52周最高/最低（元）	683.78/318.51
52周最高/最低（PE）	104.31/48.86
52周最高/最低（PB）	25.19/11.20
52周涨幅（%）	77.31
52周换手率（%）	324.93

相关研究

《高增长如期兑现，疫苗产品加速放量》

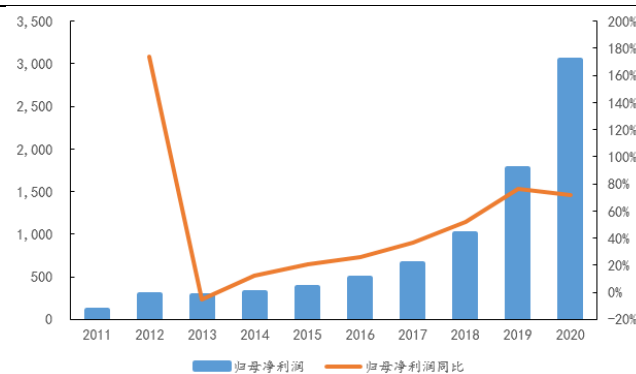
2020.10.29

图表 1：公司营业收入增长情况（百万元，%）



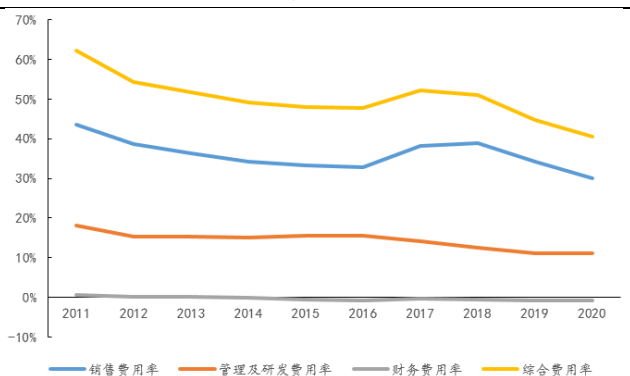
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：公司归母净利润增长情况（百万元，%）



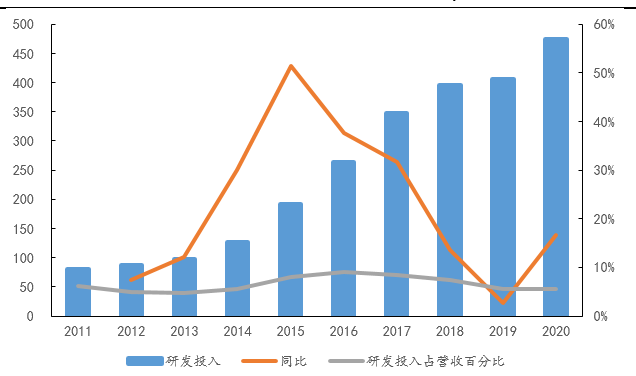
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：公司期间费用率情况 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：公司研发费用情况（百万元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：公司研发管线

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 百日咳、白喉、破伤风，；	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：公司财报，东方财富证券研究所

【投资建议】

长春高新为国内生长激素行业的龙头企业，赛道优质，行业壁垒高，公司的产品规格齐全、品牌及先发优势显著。疫情过后，公司业绩快速恢复增长。随着销售策略调整及渠道下沉，生长激素产品渗透率不断提高，有望持续放量。

2020 年公司营收增速略低于预期，归母净利润超预期，主要系收购金赛药业少数股东并表所致。我们略微下调了 2021-2022 年的营业收入，下调了少数股东损益，略微上调了研发费用，上调了归母净利润。我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 112.91/140.27/172.39 亿元，归母净利润分别为 39.01/50.29/63.59 亿元，EPS 分别为 9.64/12.42/15.71 元，PE 分别为 42/33/26 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8576.60	11290.92	14027.00	17239.45
增长率(%)	16.31%	31.65%	24.23%	22.90%
EBITDA（百万元）	3961.81	5047.65	6328.46	7843.12
归属母公司净利润（百万元）	3046.59	3900.52	5028.63	6358.75
增长率(%)	71.64%	28.03%	28.92%	26.45%
EPS(元/股)	7.53	9.64	12.42	15.71
市盈率(P/E)	59.63	41.99	32.57	25.76
市净率(P/B)	16.62	11.04	8.25	6.25
EV/EBITDA	45.22	31.19	24.24	18.92

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 生长激素竞争激励，销量不及预期；
- ◆ 新药研发不确定性；
- ◆ 皮喷流感疫苗推广销售不及预期；

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11082.32	14180.67	18818.84	25223.51
货币资金	3964.67	7129.15	11144.75	16169.46
应收及预付	2366.45	2524.91	3014.73	3537.69
存货	3012.58	2424.21	2014.31	2357.10
其他流动资产	1738.63	2102.40	2645.05	3159.26
非流动资产	5762.30	6744.66	7818.38	8738.32
长期股权投资	828.10	828.10	828.10	828.10
固定资产	1988.39	2330.46	2712.58	3054.46
在建工程	739.68	931.23	1062.61	1131.54
无形资产	1007.13	1492.66	2042.29	2546.22
其他长期资产	1199.00	1162.22	1172.80	1178.01
资产总计	16844.62	20925.33	26637.22	33961.83
流动负债	3467.52	3398.74	3772.37	4375.27
短期借款	660.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	318.45	1078.93	1276.11	1537.92
其他流动负债	2489.07	2319.81	2496.26	2837.35
非流动负债	1053.87	1053.87	1053.87	1053.87
长期借款	329.42	329.42	329.42	329.42
应付债券	450.00	450.00	450.00	450.00
其他非流动负债	274.45	274.45	274.45	274.45
负债合计	4521.39	4452.61	4826.24	5429.14
实收资本	404.72	404.72	404.72	404.72
资本公积	2870.11	2870.11	2870.11	2870.11
留存收益	7659.91	11560.43	16589.06	22947.81
归属母公司股东权益	10931.01	14831.52	19860.16	26218.90
少数股东权益	1392.23	1641.20	1950.82	2313.79
负债和股东权益	16844.62	20925.33	26637.22	33961.83

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8576.60	11290.92	14027.00	17239.45
营业成本	1141.55	1450.55	1709.82	2000.80
税金及附加	116.74	197.49	218.14	284.82
销售费用	2582.39	3477.60	4348.37	5344.23
管理费用	478.65	711.33	869.67	1068.85
研发费用	474.61	632.29	799.54	982.65
财务费用	-65.04	-39.28	-98.08	-165.89
资产减值损失	-3.88	-3.26	-4.32	-2.51
公允价值变动收益	19.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-34.36	14.70	-18.96	-0.43
资产处置收益	41.27	54.33	67.50	82.96
其他收益	68.52	60.65	93.70	103.88
营业利润	3935.96	4987.36	6317.46	7907.90
营业外收入	10.99	0.00	0.00	0.00
营业外支出	33.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	3913.30	4987.36	6317.46	7907.90
所得税	605.64	837.88	979.21	1186.19
净利润	3307.65	4149.49	5338.25	6721.72
少数股东损益	261.07	248.97	309.62	362.97
归属母公司净利润	3046.59	3900.52	5028.63	6358.75
EBITDA	3961.81	5047.65	6328.46	7843.12

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1110.99	5010.99	5331.08	6188.60
净利润	3307.65	4149.49	5338.25	6721.72
折旧摊销	179.16	226.00	247.00	285.00
营运资金变动	-2337.08	657.36	-248.94	-777.07
其它	-38.74	-21.86	-5.24	-41.05
投资活动现金流	-1177.48	-1142.58	-1276.50	-1124.93
资本支出	-969.55	-1157.29	-1257.54	-1124.50
投资变动	-441.40	0.00	0.00	0.00
其他	233.47	14.70	-18.96	-0.43
筹资活动现金流	321.08	-703.92	-38.97	-38.97
银行借款	1020.48	-660.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	188.45	0.00	0.00	0.00
其他	-887.84	-43.92	-38.97	-38.97
现金净增加额	253.88	3164.49	4015.60	5024.70
期初现金余额	3692.57	3964.67	7129.15	11144.75
期末现金余额	3886.44	7129.15	11144.75	16169.46

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	16.31%	31.65%	24.23%	22.90%
营业利润增长	36.85%	26.71%	26.67%	25.18%
归属母公司净利润增长	71.64%	28.03%	28.92%	26.45%
获利能力 (%)				
毛利率	86.69%	87.15%	87.81%	88.39%
净利率	38.57%	36.75%	38.06%	38.99%
ROE	27.87%	26.30%	25.32%	24.25%
ROIC	23.23%	23.25%	22.75%	21.92%
偿债能力				
资产负债率 (%)	26.84%	21.28%	18.12%	15.99%
净负债比率	36.69%	27.03%	22.13%	19.03%
流动比率	3.20	4.17	4.99	5.77
速动比率	2.08	3.20	4.19	4.97
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.54	0.53	0.51
应收账款周转率	6.33	7.77	7.93	8.11
存货周转率	2.85	4.66	6.96	7.31
每股指标 (元)				
每股收益	7.53	9.64	12.42	15.71
每股经营现金流	2.75	12.38	13.17	15.29
每股净资产	27.01	36.65	49.07	64.78
估值比率				
P/E	59.63	41.99	32.57	25.76
P/B	16.62	11.04	8.25	6.25
EV/EBITDA	45.22	31.19	24.24	18.92

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。