



2021-03-30

公司点评报告

买入/维持

长春高新(000661)

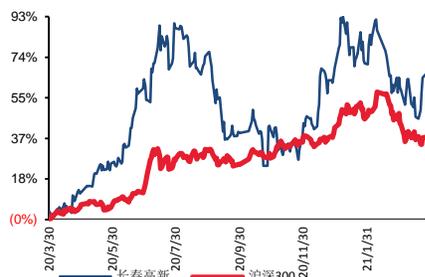
目标价: 550

昨收盘: 441.42

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

业绩超预期，中长期增长逻辑明确

■ 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)	178,652/157,142
12个月最高/最低(元)	680.39/329.99

相关研究报告:

长春高新(000661)《利润端表现优异, 21年前景靓丽》--2021/03/12
 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

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

电话: 021-58502206

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520110001

事件: 公司发布 2021 年一季度业绩预告, Q1 实现归母净利润 8.41-8.95 亿元, 同比增长 55%-65%, 对应基本 EPS 为 2.08-2.21 元/股。整体业绩超预期。

Q1 利润超预期, 新患入组强势回暖。从上市公司角度来看, 19Q1、20Q1 公司净利润为 5.14、5.73 亿元, 21Q1 按中位数考虑少数股东损益(主要是百克生物, 华康药业相对较少, 根据百克水痘减毒活疫苗批签发数据推算), 预计净利润约为 9.1 亿元, 对应 19Q1 的复合增速约为 33.3%。考虑到 20 年新患增速有所放缓, 预计对 21 年纯销有所影响, 因此我们认为 21Q1 净利润表现超预期。此外根据草根调研数据, 预计 21 年 1 季度新患入组恢复状况良好, 展望全年新患增速同比有望超过 50%, 考虑到长效和水针对粉针的替代以及用药时长的提升, 对应金赛生长激素销售额增速有望超预期。

中期仍有持续快速增长动力。若 21 年全年新患入组快速回暖, 结合我们新患滚动模型测算, 假设 22 年新患保持相对稳健增速, 考虑 21 年新患增长的贡献, 22 年纯销预计仍可维持快速增长。而根据草根调研, 为提升基层市场渗透率和用药黏性, 20-21 年公司开始大力推行渠道下沉销售改革, 考虑到医生掌握生长激素补充疗法的学习周期, 预计 22 年渠道下沉将初步体现改革成效, 届时可处方医师数提升、医师产能瓶颈将得到缓解, 且渠道深入基层将显著提升生长激素认知度与渗透率、用药黏性也将逐渐提升。此外金赛长效水针治疗成人生长激素缺乏症已进入临床 II 期, 参考美国成人生长激素市场规模和占比, 预计长效水针获批之后国内成人市场(治疗+保健)也将得到迅速发展。

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44/35/30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	2021E	2022E
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	43.98	35.11	29.55

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)					
	2019A	2020A	2021E	2021E	2022E
货币资金	3733	3965	6675	10606	15710
应收和预付款项	1589	2366	2844	3225	3708
存货	1750	3013	3313	3677	4014
其他流动资产	1058	1043	1184	1297	1404
流动资产合计	8741	11082	14694	19797	26108
长期股权投资	460	828	878	928	978
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1514	1988	2075	2201	2412
在建工程	856	740	940	1140	1340
无形资产	278	1007	1010	1011	1013
长期待摊费用	19	17	17	17	17
其他非流动资产	351	580	580	580	580
资产总计	12721	16845	20770	26280	33106
短期借款	515	660	660	660	660
应付和预收款项	1124	318	973	1161	1268
长期借款	68	329	299	289	279
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
资本公积	3072	2870	2870	2870	2870
留存收益	4225	6874	9926	13831	18924
归母公司股东权益	8084	10931	14597	19265	25265
少数股东权益	1031	723	1392	1745	2188
股东权益合计	8808	12323	16342	21453	27978
负债和股东权益	12721	16845	20770	26280	33106

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2021E	2022E
经营性现金流	1935	1111	3966	4848	5770
投资性现金流	-810	-1177	-364	-472	-595
融资性现金流	704	321	-892	-445	-70
现金增加额	1829	255	2710	3931	5105

利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2021E	2022E
营业收入	7374	8577	11179	13995	16520
营业成本	1092	1142	1344	1491	1628
营业税金及附加	158	117	157	196	231
销售费用	2522	2582	3354	4339	5286
管理费用	458	479	581	728	826
财务费用	-50	-65	-53	-101	-170
资产减值损失	23	4	0	0	0
投资收益	49	-34	15	20	30
公允价值变动	5	20	4	5	6
营业利润	2876	3936	5269	6593	7828
其他非经营损益	-56	-23	-25	-25	-25
利润总额	2820	3913	5244	6568	7803
所得税	471	606	828	1038	1233
净利润	2349	3308	4415	5531	6570
少数股东损益	574	261	353	442	526
归母股东净利润	1775	3047	4062	5088	6045

预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2021E	2022E
毛利率	85.19%	86.69%	87.98%	89.34%	90.14%
销售净利率	31.86%	38.57%	39.49%	39.52%	39.77%
销售收入增长率	37.19%	16.31%	30.35%	25.19%	18.04%
EBIT 增长率	63.08%	36.39%	35.60%	24.82%	18.04%
净利润增长率	76.36%	71.64%	33.33%	25.27%	18.80%
ROE	21.96%	27.87%	27.83%	26.41%	23.93%
ROA	13.95%	18.09%	19.56%	19.36%	18.26%
ROIC	42.46%	32.66%	40.72%	45.82%	48.35%
EPS(X)	4.39	7.53	10.04	12.57	14.94
PE(X)	101.92	59.63	43.98	35.11	29.55
PB(X)	22.38	16.62	12.24	9.27	7.07
PS(X)	12.27	21.18	15.98	12.77	10.81
EV/EBITDA(X)	29.89	45.22	33.22	26.02	21.36

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



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。