

# 长春高新 (000661)

证券研究报告

2021年05月25日

## 消费升级助力生长激素持续高增长

### 事件:

公司发布 2021 年第一季度报告,2021 年第一季度实现营业收入 22.8 亿元,同比增长 37.3%,归母净利润 8.7 亿元,同比增长 61.2%,实现扣非后归母净利润 8.7 亿元,同比增长 60.5%。第一季度实现收入和净利润高速增长。

### 生长激素市场空间广阔,长效水针销售快速放量

金赛药业作为国内生长激素领军企业,在疫情下一季度业务恢复显著。2021 年一季度实现收入 18.43 亿元,同比增长 49.71%;实现净利润 8.78 亿元,同比增长 70.02%。目前金赛收入中粉针收入占比约 8%-9%,水针占比超过 70%,长效水针占比 12%-13%。长效水针每周给药 1 次,相比于短效产品对于儿童有更好的依从性,产品上市以来保持高速增长,收入占比持续提升。

### 生物制剂带量采购仍处于早期探索过程

国务院办公厅在 2021 年初发布了《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》国办发〔2021〕2 号,根据文件精神,国家关于中成药、生物药的带量采购仍然处于积极探索的过程当中。4 月 21 日,广东省医保局发布《关于推动药品集团带量采购工作常态化制度化开展实施方案(征求意见稿)》,对基本医保药品目录内同通用名同剂型的药品,按采购金额从高到低依次排序,重点将用量大、采购金额占年度总采购金额前 80% 的药品纳入省级药品带量采购范围。整体看,生长激素作为生物制剂,预计全国范围内集采可能性较低,地方集采方面,考虑到生长激素属于未过评品种,且公司生长激素产品只有 30% 以下在公立医院销售,如后续有部分省份开展带量采购,预计整体带量数量和最终价格降幅都相对可控。

### 百克生物科创板分拆上市获批准,水痘疫苗一季度销售顺利

2021 年一季度百克生物实现收入 2.47 亿元,同比增长 24.12%;实现净利润 0.55 亿元,同比增长 22.12%。百克生物积极推进狂犬病疫苗、带状疱疹疫苗、鼻喷流感疫苗(水针)等产品研发、生产进度。狂犬病疫苗预计 2022 年恢复销售,带状疱疹疫苗预计 2023 年上市,鼻喷流感疫苗(水针)预计 2024 年左右上市,百白破疫苗预计 2025 年上市。

### 盈利预测与投资评级

我们预测 2021-2023 年营业收入为 119.53/153.16/190.14 亿元,同比增长分别为 39.37%、28.13%和 24.15%;预测归母净利润分别为 40.56/52.41/64.75 亿元,对应 EPS 分别为 10.02/12.95/16.00 元,维持“买入”评级。

**风险提示:**产品价格下降风险;产品销售不及预期;疫苗获批进度不及预期;接种疫苗不良事件的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,373.70	8,576.60	11,953.47	15,316.27	19,014.40
增长率(%)	37.19	16.31	39.37	28.13	24.15
EBITDA(百万元)	3,362.42	4,420.52	5,365.62	6,637.55	8,094.57
净利润(百万元)	1,775.01	3,046.59	4,055.93	5,240.92	6,475.09
增长率(%)	76.36	71.64	33.13	29.22	23.55
EPS(元/股)	4.39	7.53	10.02	12.95	16.00
市盈率(P/E)	97.87	57.02	42.83	33.15	26.83
市净率(P/B)	21.49	15.89	11.97	9.07	6.97
市销率(P/S)	23.56	20.25	14.53	11.34	9.14
EV/EBITDA	25.91	40.62	31.07	24.42	19.52

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	429.22 元
目标价格	518 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	404.72
流通 A 股股本(百万股)	379.92
A 股总市值(百万元)	204,541.59
流通 A 股市值(百万元)	192,009.18
每股净资产(元)	29.17
资产负债率(%)	25.63
一年内最高/最低(元)	683.78/318.51

### 作者

**杨松** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

**张雪** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020004  
zhangxue@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《长春高新-季报点评:三季度金赛业绩高速增长,百克鼻喷疫苗贡献业绩增量》2020-10-28
- 《长春高新-半年报点评:上半年业绩大幅增长 80.27%,生长激素引领下全年有望实现高增长》2020-08-21
- 《长春高新-年报点评报告:2019 年业绩大增,持续布局新赛道、新业务》2020-03-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,733.33	3,964.67	9,070.24	14,211.18	18,843.81
应收票据及应收账款	1,031.36	1,511.74	1,675.85	2,238.31	2,620.93
预付账款	558.01	854.71	679.32	954.42	1,422.38
存货	1,750.27	3,012.58	2,685.24	3,441.27	4,745.48
其他	1,667.55	1,738.63	2,396.90	2,702.48	3,274.52
<b>流动资产合计</b>	<b>8,740.53</b>	<b>11,082.32</b>	<b>16,507.55</b>	<b>23,547.65</b>	<b>30,907.13</b>
长期股权投资	459.88	828.10	828.10	828.10	828.10
固定资产	1,513.88	1,988.39	2,216.57	2,337.61	2,381.36
在建工程	855.83	739.68	479.81	335.88	231.53
无形资产	450.96	1,221.58	1,156.31	1,091.04	1,025.77
其他	700.27	984.56	755.93	814.17	842.40
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,980.82</b>	<b>5,762.30</b>	<b>5,436.72</b>	<b>5,406.80</b>	<b>5,309.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,721.35</b>	<b>16,844.62</b>	<b>21,944.27</b>	<b>28,954.45</b>	<b>36,216.29</b>
短期借款	515.00	660.00	476.67	550.56	562.41
应付票据及应付账款	300.63	313.92	380.04	440.52	813.91
其他	2,401.28	2,493.59	3,896.37	5,567.99	6,176.67
<b>流动负债合计</b>	<b>3,216.91</b>	<b>3,467.52</b>	<b>4,753.08</b>	<b>6,559.06</b>	<b>7,552.99</b>
长期借款	67.60	329.42	136.28	177.77	214.49
应付债券	0.00	450.00	450.00	450.00	450.00
其他	629.27	274.45	355.06	419.59	349.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>696.86</b>	<b>1,053.87</b>	<b>941.34</b>	<b>1,047.36</b>	<b>1,014.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,913.77</b>	<b>4,521.39</b>	<b>5,694.42</b>	<b>7,606.42</b>	<b>8,567.18</b>
少数股东权益	723.23	1,392.23	1,739.79	2,188.89	2,743.76
股本	202.36	404.72	404.72	404.72	404.72
资本公积	3,072.47	2,870.11	2,870.11	2,870.11	2,870.11
留存收益	7,888.18	10,530.02	14,105.34	18,754.42	24,500.64
其他	(3,078.66)	(2,873.84)	(2,870.11)	(2,870.11)	(2,870.11)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,807.57</b>	<b>12,323.23</b>	<b>16,249.85</b>	<b>21,348.04</b>	<b>27,649.11</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,721.35</b>	<b>16,844.62</b>	<b>21,944.27</b>	<b>28,954.45</b>	<b>36,216.29</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,349.18	3,307.65	4,055.93	5,240.92	6,475.09
折旧摊销	147.75	179.16	156.96	168.15	175.87
财务费用	4.61	(15.02)	(135.61)	(275.11)	(399.23)
投资损失	(46.51)	34.36	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	622.73	(1,939.87)	1,458.51	(160.79)	(1,842.89)
其它	(1,143.10)	(455.29)	347.56	449.10	554.86
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,934.67</b>	<b>1,110.99</b>	<b>5,883.35</b>	<b>5,422.28</b>	<b>4,963.71</b>
资本支出	777.90	2,037.03	(20.62)	15.47	119.89
长期投资	390.77	368.22	0.00	0.00	0.00
其他	(1,978.37)	(3,582.74)	(39.38)	(95.47)	(169.89)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(809.71)</b>	<b>(1,177.48)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	582.96	1,439.82	1,063.32	1,178.70	1,227.28
股权融资	1,182.45	67.56	139.41	275.17	399.29
其他	(1,061.39)	(1,186.31)	(1,920.50)	(1,655.21)	(1,907.64)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>704.02</b>	<b>321.08</b>	<b>(717.78)</b>	<b>(201.35)</b>	<b>(281.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,828.98</b>	<b>254.59</b>	<b>5,105.57</b>	<b>5,140.94</b>	<b>4,632.64</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>7,373.70</b>	<b>8,576.60</b>	<b>11,953.47</b>	<b>15,316.27</b>	<b>19,014.40</b>
营业成本	1,091.71	1,141.55	1,314.88	1,837.95	2,376.80
营业税金及附加	157.58	116.74	213.10	269.61	310.84
营业费用	2,522.44	2,582.39	3,825.11	4,977.79	6,236.72
管理费用	458.03	478.65	730.24	913.95	1,119.13
研发费用	370.44	474.61	661.47	847.56	1,052.21
财务费用	(49.77)	(65.04)	(135.61)	(275.11)	(399.23)
资产减值损失	(22.57)	(3.88)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.51	19.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.74	(34.36)	0.00	0.00	0.00
其他	(83.60)	(69.54)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>2,876.18</b>	<b>3,935.96</b>	<b>5,344.28</b>	<b>6,744.51</b>	<b>8,317.93</b>
营业外收入	3.11	10.99	0.00	0.00	0.00
营业外支出	59.25	33.65	58.17	50.36	47.39
<b>利润总额</b>	<b>2,820.04</b>	<b>3,913.30</b>	<b>5,286.11</b>	<b>6,694.15</b>	<b>8,270.53</b>
所得税	470.86	605.64	882.61	1,004.12	1,240.58
<b>净利润</b>	<b>2,349.18</b>	<b>3,307.65</b>	<b>4,403.49</b>	<b>5,690.03</b>	<b>7,029.95</b>
少数股东损益	574.17	261.07	347.56	449.10	554.86
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,775.01</b>	<b>3,046.59</b>	<b>4,055.93</b>	<b>5,240.92</b>	<b>6,475.09</b>
每股收益(元)	4.39	7.53	10.02	12.95	16.00

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	37.19%	16.31%	39.37%	28.13%	24.15%
营业利润	59.22%	36.85%	35.78%	26.20%	23.33%
归属于母公司净利润	76.36%	71.64%	33.13%	29.22%	23.55%
<b>获利能力</b>					
毛利率	85.19%	86.69%	89.00%	88.00%	87.50%
净利率	24.07%	35.52%	33.93%	34.22%	34.05%
ROE	21.96%	27.87%	27.95%	27.35%	26.00%
ROIC	58.49%	69.01%	49.23%	73.44%	89.72%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.77%	26.84%	25.95%	26.27%	23.66%
净负债率	-35.77%	-20.49%	-49.27%	-61.05%	-63.71%
流动比率	2.72	3.20	3.47	3.59	4.09
速动比率	2.17	2.33	2.91	3.07	3.46
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.03	6.74	7.50	7.83	7.83
存货周转率	4.12	3.60	4.20	5.00	4.65
总资产周转率	0.67	0.58	0.62	0.60	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	4.39	7.53	10.02	12.95	16.00
每股经营现金流	4.78	2.75	14.54	13.40	12.26
每股净资产	19.98	27.01	35.85	47.34	61.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	97.87	57.02	42.83	33.15	26.83
市净率	21.49	15.89	11.97	9.07	6.97
EV/EBITDA	25.91	40.62	31.07	24.42	19.52
EV/EBIT	27.06	42.29	32.00	25.05	19.95

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com