生长激素长期增长势头不变，疫苗开始放量

——长春高新三季报点评

公司点评

● 金赛收入短期略有放缓，长期快速增长趋势不变

公司前三季度收入 63.99 亿（+17.6%），增速较去年同期增加 2pp，其中，子公司金赛药业收入同比增长 16.35%，净利润同比增长 32.98%；金赛药业产品仍以生长激素为主，其中水针产品约占生长激素整体收入的 70%-80%，粉针及长效产品分别各占 10%左右。第三季度金赛药业业绩增幅略有减缓，主要为受疫情影响，相应客户群体假期调整、跨区域出行受限。

子公司百克生物前三季度收入同比增长 51.11%，净利润同比增长 81.88%；子公司百克生物新产品鼻喷流感减毒活疫苗产品自 2020 年 8 月底开始销售，公司稳步推进相关新产品销售工作，目前全国绝大部分地区已完成补标工作。已获得批签发数量为 156.69 万瓶，第三季度销售数量 60-70 万瓶。

前三季度归母净利润 22.6 亿（+82.2%），增速提高 2pp，扣除金赛药业并表因素影响，公司利润增长约 35%。

生长激素市场潜在空间巨大，理论上可用药人群有望达到 600 万人，而目前年用药人群数量 10 万略多，远未达到天花板，随着金赛药业等持续推进渠道下沉、患者教育、销售队伍扩增，生长激素行业增速持续保持快速增长，

● 研发进展稳步推进，未来集采影响不大

长效生长激素产品中的成人生长激素缺乏适应症仍处于 II 期临床阶段，带状疱疹减毒活疫苗目前处于III期临床试验阶段，集采等国家政策目前来看对公司经营影响不大。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2020-2022 年营业收入 93.1、116.8、143.8 亿，同比增长 26.3%、25.4%、23.1%；归母净利润 32.2、37.9、48.2 亿，同比增长 81.3%、17.8%、27.2%；EPS 分别为 7.95、9.36、11.91 元，对应 PE 分别为 56.3、47.8、37.6 倍。

● 风险提示： 生长激素销售不及预期

财务摘要和估值指标

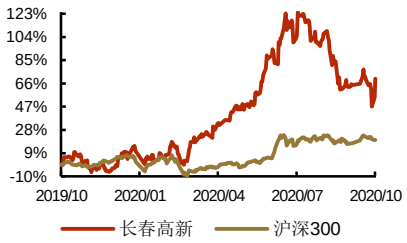
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,375	7,374	9,313	11,678	14,376
增长率(%)	31.0	37.2	26.3	25.4	23.1
净利润(百万元)	1,006	1,775	3,217	3,789	4,821
增长率(%)	52.1	76.4	81.3	17.8	27.2
毛利率(%)	85.1	85.2	87.0	86.5	86.2
净利率(%)	18.7	24.1	34.5	32.4	33.5
ROE(%)	23.1	26.7	29.1	26.1	25.3
EPS(摊薄/元)	2.49	4.39	7.95	9.36	11.91
P/E(倍)	180.1	102.1	56.3	47.8	37.6
P/B(倍)	34.2	22.4	16.3	12.5	9.5

推荐（调低评级）

沈瑞（分析师）
证书编号：S0280520060001

市场数据	时间 2020.10.27
收盘价(元):	381.17
一年最低/最高(元):	318.51/683.78
总股本(亿股):	4.05
总市值(亿元):	1,542.67
流通股本(亿股):	3.4
流通市值(亿元):	1,296.06
近 3 月换手率:	104.19%

股价一年走势



相关报告

《一季报业绩超预期，生长激素龙头有望继续保持快速增长》2019-04-18

《一季报业绩超预期，深耕生长激素行业未来有望保持快速增长》2019-03-26

《生长激素业务经营超预期，收购金赛药业 30%少数股权值得期待》2019-03-07

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6536**	**8741**	**11784**	**15670**	**20527**
现金	1868	3733	5436	7942	11111
应收票据及应收账款合计	806	1031	1356	1595	2064
其他应收款	781	1167	701	1963	1106
预付账款	439	558	696	880	1058
存货	1833	1750	2882	2689	4584
其他流动资产	808	500	713	602	605
非流动资产	**2877**	**3981**	**4571**	**5435**	**6342**
长期投资	69	460	615	799	1046
固定资产	1191	1514	2011	2558	3139
无形资产	381	451	488	518	554
其他非流动资产	1237	1556	1458	1559	1603
资产总计	**9413**	**12721**	**16355**	**21105**	**26870**
流动负债	**2914**	**3217**	**3839**	**4726**	**5482**
短期借款	255	515	650	816	1004
应付票据及应付账款合计	187	301	282	448	487
其他流动负债	2472	2401	2906	3462	3992
非流动负债	**173**	**697**	**376**	**418**	**477**
长期借款	12	68	57	48	38
其他非流动负债	161	629	319	370	439
负债合计	**3087**	**3914**	**4214**	**5144**	**5960**
少数股东权益	1031	723	1041	1416	1893
股本	170	202	405	405	405
资本公积	1966	3072	2870	2870	2870
留存收益	3159	4816	7911	11578	16230
归属母公司股东权益	5295	8084	11099	14544	19017
负债和股东权益	**9413**	**12721**	**16355**	**21105**	**26870**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**884**	**1935**	**2503**	**3547**	**4276**
净利润	1463	2349	3535	4164	5298
折旧摊销	107	148	155	205	254
财务费用	-32	-50	-63	-110	-174
投资损失	-65	-49	-57	-47	-54
营运资金变动	-658	-525	-1084	-660	-1050
其他经营现金流	69	62	16	-4	1
投资活动现金流	**-254**	**-810**	**-491**	**-1016**	**-1180**
资本支出	686	845	528	614	675
长期投资	-18	-385	-155	-198	-247
其他投资现金流	414	-350	-117	-600	-752
筹资活动现金流	**-159**	**704**	**-309**	**-25**	**73**
短期借款	195	260	135	165	188
长期借款	-1	56	-10	-9	-10
普通股增加	0	32	202	0	0
资本公积增加	-1	1107	-202	0	0
其他筹资现金流	-352	-751	-434	-181	-105
现金净增加额	**473**	**1829**	**1703**	**2506**	**3169**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5375**	**7374**	**9313**	**11678**	**14376**
营业成本	801	1092	1211	1577	1979
营业税金及附加	99	158	201	239	304
营业费用	2095	2522	2794	3749	4464
管理费用	351	458	466	655	762
研发费用	328	370	466	585	720
财务费用	-32	-50	-63	-110	-174
资产减值损失	16	-23	34	14	9
公允价值变动收益	0	5	1	1	2
其他收益	26	20	16	16	19
投资净收益	65	49	57	47	54
营业利润	**1806**	**2876**	**4276**	**5032**	**6384**
营业外收入	8	3	13	8	10
营业外支出	82	59	48	54	61
利润总额	**1733**	**2820**	**4241**	**4987**	**6334**
所得税	270	471	705	823	1036
净利润	**1463**	**2349**	**3535**	**4164**	**5298**
少数股东损益	456	574	318	375	477
归属母公司净利润	**1006**	**1775**	**3217**	**3789**	**4821**
EBITDA	1800	2891	4296	5037	6359
EPS（元）	2.49	4.39	7.95	9.36	11.91

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	31.0	37.2	26.3	25.4	23.1
营业利润(%)	58.7	59.2	48.7	17.7	26.9
归属于母公司净利润(%)	52.1	76.4	81.3	17.8	27.2
获利能力					
毛利率(%)	85.1	85.2	87.0	86.5	86.2
净利率(%)	18.7	24.1	34.5	32.4	33.5
ROE(%)	23.1	26.7	29.1	26.1	25.3
ROIC(%)	45.3	53.4	62.1	62.4	66.2
偿债能力					
资产负债率(%)	32.8	30.8	25.8	24.4	22.2
净负债比率(%)	-22.8	-28.7	-36.2	-41.9	-46.0
流动比率	2.2	2.7	3.1	3.3	3.7
速动比率	1.2	1.9	2.0	2.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.6	8.0	7.6	7.7	7.8
应付账款周转率	3.8	4.5	4.2	4.2	4.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.49	4.39	7.95	9.36	11.91
每股经营现金流(最新摊薄)	3.53	5.68	6.18	8.76	10.56
每股净资产(最新摊薄)	13.08	19.98	27.42	35.94	46.99
估值比率					
P/E	180.1	102.1	56.3	47.8	37.6
P/B	34.2	22.4	16.3	12.5	9.5
EV/EBITDA	100.5	62.0	41.4	34.9	27.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物与会计双学士，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09 年进入国信证券研究所从事医药宏观及相关课题研究，17 年进入财通证券研究所担任医药资深分析师，20 年加入新时代证券研究所，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/