

长春高新 (000661.SZ)

生长激素龙头开启新时代，动力十足不仅是“生长”

生长激素龙头，技术优势驱动业绩持续高增长，增长空间巨大。金赛药业核心业务生长激素增长迅速，18年销售收入达28.99亿元，占据69%的国内市场，对公司18年的业绩贡献率达到79.5%。公司15年上市独家产品长效生长激素，技术领先同行3-5年。国内生长激素潜在市场规模1037亿元，金赛渗透率仅2.8%，仍有较大增长空间。重组促卵泡素为国产唯一，有望利用产品和价格优势，抢占潜在市场近200亿促卵泡素市场，实现国产替代。

金赛重组正式实施在即，业绩有望进一步释放。公司发行股份和可转债收购金赛药业小股东金磊和林殿海持有的29.5%股份的方案已在2019年9月已获得证监会通过，金赛药业19-21年业绩承诺增速不低于37.64%/25.03%/19.10%。本次重组稳定了军心，消除了金磊出走的不确定性；方案实施后，金赛药业金赛药业几乎成为长春高新的全资子公司（99.5%），子公司利益一致，金磊将成为公司第二大股东，有望增加公司经营活力，金赛药业业绩有望进一步释放。

疫苗业务有望触底反弹，自研及外部引进品种将壮大产品线。百克生物18年实现净利润2.04亿元，业绩贡献率9.5%。受18年长生生物事件及生产车间搬迁影响，2019H1水痘疫苗及狂犬疫苗批签发量大幅下滑，百克生物净利润下滑31%；2019H2水痘疫苗将逐步恢复正常，业绩有望回暖；重磅产品鼻喷流感疫苗有望2019年底获批。从俄罗斯FORT引进麻腮风三联疫苗技术将进一步丰富疫苗产品线。带状疱疹疫苗已完成二期临床，国内进度最快；13价和20价肺炎疫苗2020年有望进入临床；疫苗板块将迎来新发展。

中成药与房地产板块相对平稳，影响较小。华康药业业务与房地产业务对公司业绩影响逐年降低，18年在公司净利润占比分别为1.5%与9.5%，对公司整体业绩影响较小。

盈利预测与投资评级：预计2019-2021年公司归母净利润分别为13.81亿元、18.34亿元、23.77亿元，EPS分别为8.12元、10.78元、13.97元，对应PE分别为46x、35x、27x。若考虑2020年金赛并表，则2020年公司业绩约为22.5亿元，对应增发后PE仅31x。公司是重组蛋白龙头，生长激素领先优势明显，金赛药业完成重组后业绩有望保持快速增长、疫苗业务在新厂搬迁完成后将逐步回暖；促卵泡素进入高速放量期、鼻喷流感疫苗有望近期获批；后续新增疫苗、双抗及透皮贴剂布局为公司未来发展提供多样潜在动力。我们判断，公司在近3年将保持复合30%以上的业绩增长，看2020年，当前公司市值仍有26%上涨空间，长期看，公司增长空间较大，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：垄断地位被打破的风险；新产品上市及推广进度不及预期的风险；行业监管政策及控费政策变化对公司造成负面影响的风险；在研产品进度不及预期的风险；市场空间的测算可能会存在误差。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,102	5,375	6,894	8,975	11,348
增长率 yoy (%)	41.6	31.0	28.3	30.2	26.4
归母净利润(百万元)	662	1,006	1,381	1,834	2,377
增长率 yoy (%)	36.5	52.1	37.2	32.8	29.6
EPS 最新摊薄(元)	3.89	5.92	8.12	10.78	13.97
净资产收益率 (%)	17.8	23.1	24.5	24.8	24.5
P/E (倍)	96.1	63.2	46.1	34.7	26.8
P/B (倍)	14.4	12.0	9.7	7.7	6.1

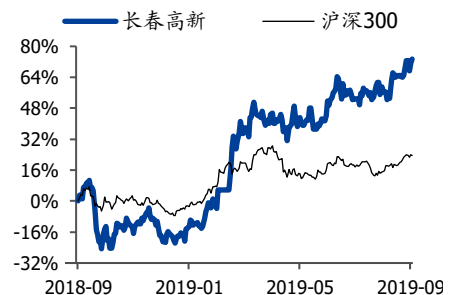
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	生物制品
最新收盘价	370.01
总市值(百万元)	62,943.24
总股本(百万股)	170.11
其中自由流通股(%)	99.95
30日日均成交量(百万股)	1.32

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

研究助理 杨春雨

邮箱: yangchunyu@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万 元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,257	6,536	8,014	9,792	11,847	营业收入	4,102	5,375	6,894	8,975	11,348
现金	1,390	1,868	2,482	3,411	4,312	营业成本	741	801	1,029	1,301	1,628
应收账款	538	717	948	1,193	1,516	营业税金及附加	103	99	128	166	210
其他应收款	78	781	942	1,301	1,535	营业费用	1,565	2,095	2,613	3,366	4,210
预付账款	281	439	485	718	803	管理费用	581	351	758	960	1,180
存货	1,840	1,833	2,202	2,209	2,649	财务费用	-9	-32	-32	-29	-36
其他流动资产	1,130	897	954	960	1,031	资产减值损失	46	16	38	58	76
非流动资产	2,094	2,877	3,304	3,835	4,375	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	74	69	68	66	65	投资净收益	52	65	65	65	65
固定投资	1,116	1,191	1,580	2,049	2,536	营业利润	1,138	1,806	2,425	3,218	4,145
无形资产	314	381	367	354	340	营业外收入	5	8	7	7	7
其他非流动资产	590	1,237	1,289	1,366	1,434	营业外支出	25	82	53	67	60
资产总计	7,351	9,413	11,318	13,627	16,222	利润总额	1,119	1,733	2,378	3,158	4,092
流动负债	1,974	2,914	3,717	4,575	5,406	所得税	191	270	371	492	638
短期借款	60	255	490	986	1,066	净利润	928	1,463	2,007	2,666	3,454
应付账款	232	187	351	329	521	少数股东收益	266	456	626	832	1,077
其他流动负债	1,682	2,472	2,877	3,261	3,819	归属母公司净利润	662	1,006	1,381	1,834	2,377
非流动负债	177	173	174	175	174	EBITDA	1,169	1,800	2,454	3,271	4,237
长期借款	12	12	13	14	13	EPS (元/股)	3.89	5.92	8.12	10.78	13.97
其他非流动负债	165	161	161	161	161						
负债合计	2,151	3,087	3,892	4,751	5,580	主要财务比率					
少数股东权益	774	1,031	1,657	2,489	3,566	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	170	170	170	170	170	成长能力					
资本公积	1,967	1,966	1,966	1,966	1,966	营业收入 (%)	41.6	31.0	28.3	30.2	26.4
留存收益	2,289	3,159	4,895	7,200	10,187	营业利润 (%)	40.6	58.7	34.2	32.7	28.8
归属母公司股东收益	4,426	5,295	5,769	6,387	7,076	归属母公司净利润 (%)	36.5	52.1	37.2	32.8	29.6
负债和股东权益	7,351	9,413	11,318	13,627	16,222	盈利能力					
						毛利率 (%)	81.9	85.1	85.1	85.5	85.7
						净利率 (%)	16.1	18.7	20.0	20.4	20.9
						ROE (%)	17.8	23.1	24.5	24.8	24.5
						ROIC (%)	19.2	25.0	27.4	27.9	29.0
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	29.3	32.8	34.4	34.9	34.4
						净负债比率 (%)	-25.3	-25.3	-24.1	-22.4	-22.9
						流动比率	2.7	2.2	2.2	2.1	2.2
						速动比率	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.61	0.64	0.67	0.72	0.76
						应收账款周转率	8.3	8.6	8.3	8.4	8.4
						应付账款周转率	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	3.89	5.92	8.12	10.78	13.97
						每股经营现金流 (最新摊薄)	2.24	5.20	5.64	6.72	9.33
						每股净资产 (最新摊薄)	26.02	31.13	38.45	48.53	61.75
						估值指标 (倍)					
						P/E	96.1	63.2	46.1	34.7	26.8
						P/B	14.4	12.0	9.7	7.7	6.1
						EV/EBITDA	54.1	35.1	25.9	19.5	15.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

前言：长春高新的“生长”逻辑	6
一、长春高新：业务多元化的国内生长激素龙头	7
1.1 多元化发展的创新型医药企业	7
1.2 持股分散的地方国资企业，子公司较多	8
1.3 财务指标连年向好，研发投入高	9
二、金赛药业：重组蛋白药品领航企业，业绩增长主要推动力	11
2.1 技术驱动的国内生长激素龙头	11
2.2 主打产品生长激素潜力巨大，公司竞争优势明显	13
2.2.1 生长激素缺乏症患者普遍，市场潜力大	13
2.2.2 高技术壁垒保证竞争优势	14
2.2.3 拓展销售团队，服务产品终端	16
2.3 并购方案落地，子母关系进入新常态	17
2.4 重组人促卵泡素进入放量期，为业绩增长提供新动力	18
2.4.1 不孕不育高发及二胎政策带来促排卵药物的广阔市场	18
2.4.2 唯一国产重组促卵泡素，进口替代空间广阔	19
2.5 创新药研发实力强大，在研产品多	21
三、百克生物：疫苗风波余波犹存，长期来看仍具潜力	23
3.1 长生生物疫苗事件余波未消，整体行业承压	23
3.2 狂犬疫苗短期内面临调整	24
3.3 冻干水痘减毒活疫苗有望维持业绩稳定增长	26
3.4 重磅产品筹备之中，研发管线支撑未来发展	27
3.5 布局多项新产品，丰富疫苗产品线	29
四、华康药业：中成药老牌企业，业绩增长稳定	30
五、布局未来，寻找新的生长机会	32
盈利预测	33
风险提示	34

图表目录

图表 1: 长春高新历史沿革	7
图表 2: 长春高新净利润构成	7
图表 3: 长春高新历年主营收入构成	7
图表 4: 长春高新股权结构图	8
图表 5: 长春高新关键子公司信息(投资额超过 5000 万元)	9
图表 6: 长春高新主营业务收入及增速 (CAGR 以 2009 年为基准)	9
图表 7: 长春高新归母净利润及增速 (CAGR 以 2009 年为基准)	9
图表 8: 长春高新中间费用率	9
图表 9: 长春高新净利率与毛利率变化	9
图表 10: 长春高新 ROE	10
图表 11: 长春高新资产负债水平	10
图表 12: 长春高新研发支出	10
图表 13: 技术及研发人员情况	10

图表 14: 金赛药业技术变迁梳理.....	11
图表 15: 金赛药业主要产品.....	12
图表 16: 金赛药业各产品营收占比 (2018).....	12
图表 17: 样本医院金赛药业各产品营收占比 (2018).....	12
图表 18: 金赛药业近五年主营收入及增速.....	11
图表 19: 金赛药业近五年利润与增速.....	11
图表 20: 生长激素市场空间测算.....	13
图表 21: 生长激素适应症.....	14
图表 22: 不同生长激素产品对比及主要生产公司.....	14
图表 23: 短效生长激素 (粉针与水针) 样本医院销售份额.....	15
图表 24: 水针与粉针工艺及效果对比.....	15
图表 25: 短效重组人生长激素样本医院市场份额.....	15
图表 26: 长效生长激素上市以来各季度样本医院销售额及增速.....	16
图表 27: 金赛药业销售人员数量及占比.....	16
图表 28: 金赛药业收购方案.....	17
图表 29: 转股前后长春高新控股状况.....	17
图表 30: 分年龄段育龄妇女生育率.....	19
图表 31: 不同孩次生育率.....	19
图表 32: 女性不孕症病因分析.....	18
图表 33: 排卵机理.....	18
图表 34: 辅助生殖领域用药概览.....	18
图表 35: 2018年重点城市医院助孕市场产品占比.....	19
图表 36: 尿促卵泡素 (u-FSH) 与重组促卵泡素 (r-FSH) 的区别.....	20
图表 37: 样本医院尿促卵泡素与重组促卵泡素销售额占比.....	20
图表 38: 促卵泡素主要生产者样本医院市场份额.....	20
图表 39: 国内已上市促卵泡素产品对比.....	20
图表 40: 金赛药业注射用重组人促卵泡素销售收入.....	21
图表 41: 金赛药业注射用重组人促卵泡素样本医院市场份额.....	21
图表 42: 金赛药业主要在研项目.....	22
图表 43: 百克生物主营收入及增速.....	23
图表 44: 百克生物净利润及增速.....	23
图表 45: 狂犬疫苗总签批量变化 (2010-2019H1).....	24
图表 46: 百克生物狂犬疫苗签批量及增速 (2010-2019H1).....	24
图表 47: 现有狂犬疫苗种类对比.....	25
图表 48: 不同种类狂犬疫苗签批量占比 (2010-2019H1).....	25
图表 49: Vero 细胞疫苗各厂家签批量占比 (2010-2019H1).....	25
图表 50: 出生人口及水痘疫苗批签发量.....	26
图表 51: 冻干水痘疫苗市场份额.....	26
图表 52: 长春百克水痘疫苗签批量、占比及增速.....	26
图表 53: Mimopath 粘膜疫苗阻断流感病毒鼻腔入侵.....	27
图表 54: 不同流感疫苗对比.....	27
图表 55: 阿斯利康 FluMist 销售数据.....	28
图表 56: 我国流感发病人数及增速 (2011-2018).....	28
图表 57: 我国流感死亡人数及增速 (2011-2018).....	28
图表 58: 我国流感疫苗签批量及增速.....	29
图表 59: 2018年主要生物科技公司流感疫苗批签发量占比.....	29

图表 60: 百克生物主要在研项目 (含迈丰生物)	30
图表 61: 华康药业近年收入及增速	30
图表 62: 华康药业近年净利润与增速	30
图表 63: 华康药业各类商品销售额	31
图表 64: 华康药业主要产品信息	31
图表 65: 公司收入拆分	33
图表 66: 长春高新与可比公司对比	34

前言：长春高新的“生长”逻辑

长春高新作为国内长期的生长激素龙头，一路走来，已经通过持续的成长得到了市场的认可。目前市场上对于长春高新主要的担心是公司生长激素在体量快速增加及安科水针竞争的情况下增速减缓，我们认为公司的生长激素业务仍有较大发展空间、重组促卵泡素进入放量期，鼻喷流感疫苗、麻腮风疫苗等后续疫苗产品将持续扩展疫苗产品线，双抗及透皮制剂平台已进行布局，公司发展动力充足：

- 1. 成长根基生长激素业务前景依然广阔，龙头地位稳固，长效生长激素有望放量。**国内生长激素潜在市场规模 1037 亿元，金赛渗透率仅 2.8%，仍有较大增长空间。2018 年，公司在生长激素市占率高达 69%，凭借长激素粉针、水针和长效剂型组合产品，以及多年积累的终端布局、产品口碑和质量管控优势，公司无惧国内市场其他生长激素企业的挑战，长效生长激素在样本医院 2018 年市占率仅 1%，凭借明显的用药便利性（1 周一次 VS 1 天一次），有望放量替代短效产品，进一步增厚利润。
- 2. 金赛重组正式实施在即，业绩有望进一步释放。**公司发行股份和可转债收购金赛药业小股东金磊和林殿海持有的 29.5% 股份的方案已在 2019 年 9 月已获得证监会通过，方案中金磊和林殿海承诺金赛药业 2019-2021 年业绩同比增速不低于 37.64%/25.03%/19.10%。本次重组稳定了军心，消除了金磊出走的不确定性；方案实施后，金赛药业几乎成为长春高新的全资子公司，子公司利益一致，金磊将成为公司第二大股东，有望增加公司经营活力，金赛药业业绩有望进一步释放。
- 3. 疫苗业务有望触底反弹，自研及外部引进品种将壮大产品线。**公司受长生生物事件及生产车间搬迁影响，2019H1 水痘疫苗及狂犬疫苗批签发量大幅下滑，百克生物净利润下滑 31%；2019H2 水痘疫苗将逐步恢复正常，业绩有望回暖；重磅产品鼻喷流感疫苗有望 2019 年底至 2020 年初获批；从俄罗斯 FORT 引进麻腮风三联疫苗技术将进一步丰富疫苗产品线，并为麻腮风-水痘四联疫苗的研制奠定基础。带状疱疹疫苗已完成二期临床，国内进度最快；13 价和 20 价肺炎疫苗 2020 年有望进入临床。
- 4. 重组促卵泡素有望加速成长，开拓辅助生殖领域。**我国促卵泡素存量市场规模约为 23.7 亿元，潜在市场空间为 150-263 亿元。我国近 30 年婚龄育龄后推、不孕不育占比显著提高，叠加二胎政策全面放开后二胎生育生育率明显提升，几重因素导致辅助生殖需求猛增，促卵泡素作为助孕药中最主要的品种，前景广阔。金赛于 2015 推出重磅产品重组促卵泡素，是重组促卵泡素唯一国产厂家，价格仅为进口竞品的 16%-40%，性价比优势明显，目前样本医院市占率仅约 3%，进口替代空间巨大。
- 5. 估值具备吸引力，26% 上涨空间。**作为医药行业的一线核心资产，公司 2019 年预计业绩增速为 38%，对应 PE 为 46X，PEG 为 1.21；2020 年收购金赛股份并表后，公司 PE 仅约 31X，PEG 小于 1，与其他龙头相比，估值偏低，提升空间明显。预计 2019 年公司房地产板块占比约 9.75%，2020 年金赛并表后，金赛归母净利润占比预计将占到 90%，地产板块仅占不足 5%，对估值影响较小。

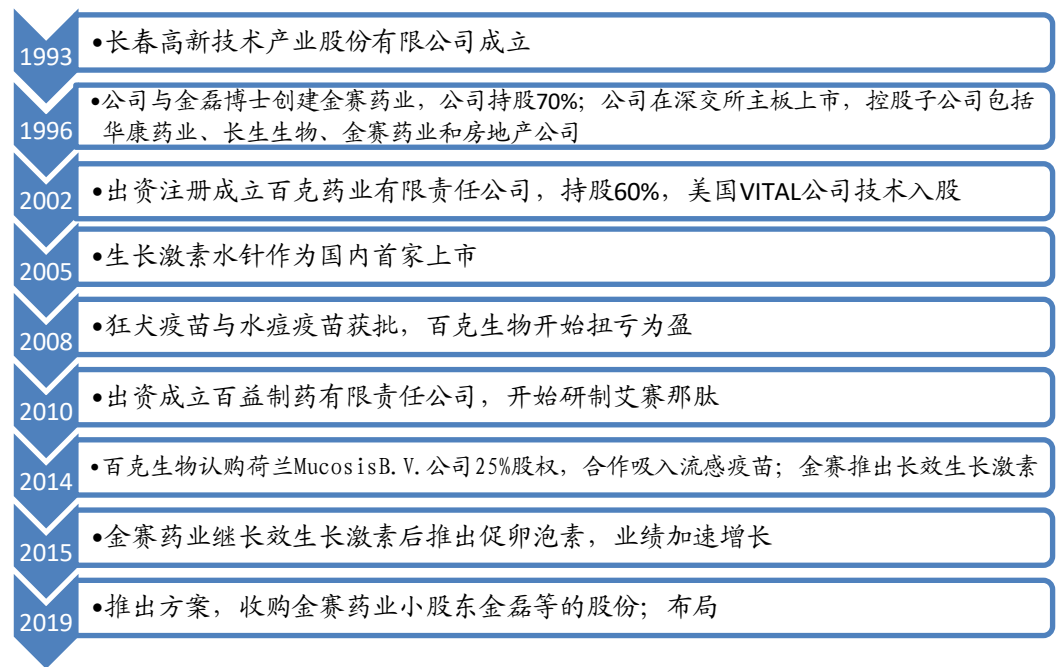
分板块给估值，2020 年金赛给与 40X，百克给与 28X，华康给与 15X，房地产给与 8X，2020 年对应估值约为 944 亿，与定增股份上市后的市值 748 亿相比（按 9 月 17 日股价计算），还有 26% 左右的上涨空间。

一、长春高新：业务多元化的国内生长激素龙头

1.1 多元化发展的创新型医药企业

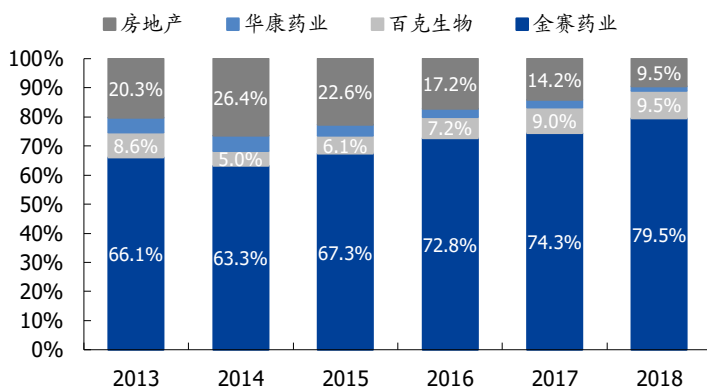
长春高新技术产业股份有限公司于1993年6月成立，1996年12月18日在深交所主板挂牌上市，是东北地区最早的上市公司之一。上市之初，长春高新主要依靠三家医药公司金赛药业、长春长生和华康药业盈利，辅以房地产及服务业。2004年长春高新完成出售长春长生，2005年后金赛药业与百克生物接连推出重磅产品，长春高新业绩开启高速增长。2015年，长效生长激素和促卵泡素相继上市，公司进入新一轮高速增长。2019年公司推动收购金赛药业小股东股份，并布局麻腮风疫苗、双特异性抗体平台、利多卡因透皮贴等多个重磅项目，公司有望进入新的发展时代。

图表1：长春高新历史沿革



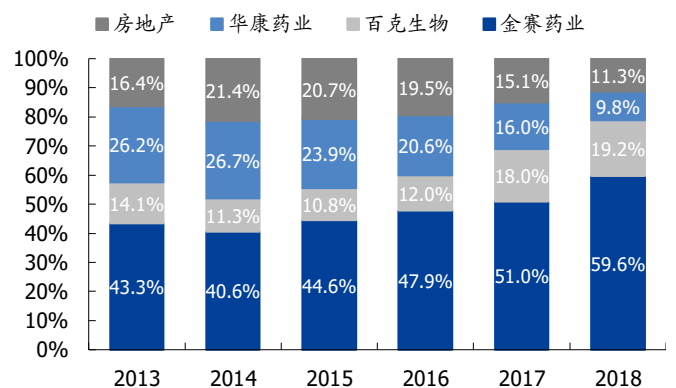
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表2：长春高新净利润构成



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表3：长春高新历年主营收入构成



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

基因生物制药为主线，中成药、房地产等业务多元化发展。公司主营业务为基因生物制药，主要产品包括控股子公司金赛药业的生长激素、促卵泡素和百克生物的水痘疫苗及狂犬疫苗。除基因生物制药以外，公司的中成药（华康药业）、房地产开发与物业管

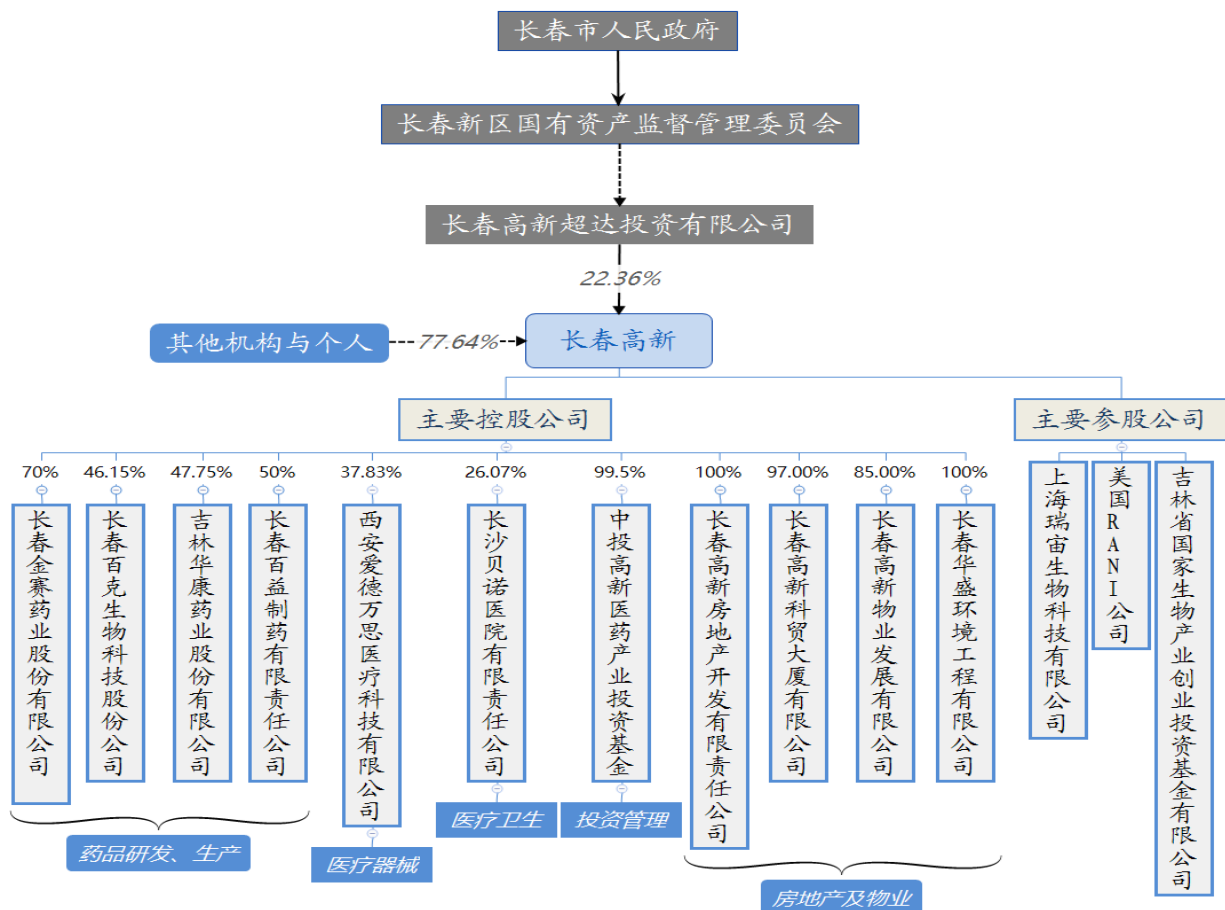
理（高新地产等）、医药投资（中投高新医药产业投资基金）、医疗卫生（贝诺医院）等版块近些年共同促进了长春高新的多元化发展。

近年基因生物类药品营收、净利润贡献逐年增大，地产占比降低。近年来，长春高新的主营收入逐年增加，但从产品结构看，收入端房地产、中成药板块起伏不大，增长平稳，基因生物类药品占比和增速逐年迅速增大。2018年长春高新主营收入53.75亿元，药物产品收入占主营收入的88.38%，其中金赛药业占比59.6%，百克生物占比19.2%，中成药占比9.81%。金赛药业的生长激素是长春高新的核心增长点，2018年长春高新实现合并净利润14.63亿元，其中金赛药业占比79.5%。

1.2 持股分散的地方国资企业，子公司较多

地方国资企业，持股较为分散。公司依托1991年经国务院批准成立的、吉林省第一个国家级开发区成立，目前公司的实际控制人为长春新区国有资产监督管理委员会，第一大股东为长春高新超达投资有限公司，持股比例为22.36%。公司其他单一股东持股比例均未超过3%，持股较为分散。

图表4：长春高新股权结构图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

金赛和百克为核心，不断发展壮大子公司。公司目前共有18个子公司，涵盖药品、器械、医院、投资和房地产等领域。主要公司为金赛药业、百克生物、华康药业和高新房地产，2018年金赛药业和百克生物分别实现31.96亿和10.32亿的收入以及11.32亿和2.05亿的净利润，是公司主要的收入和利润来源。金赛药业控股100%长春吉恩赛斯医药开发有限责任公司及26.07%长沙贝诺医院有限责任公司等，分别负责公司在生

物制药与医疗卫生业务线的拓展；百克生物控股70%北京佰克生物技术有限公司、100%迈丰生物药业有限公司及25%百益制药有限责任公司等，开拓疫苗业务；

图表5: 长春高新关键子公司信息(投资额超过5000万元)

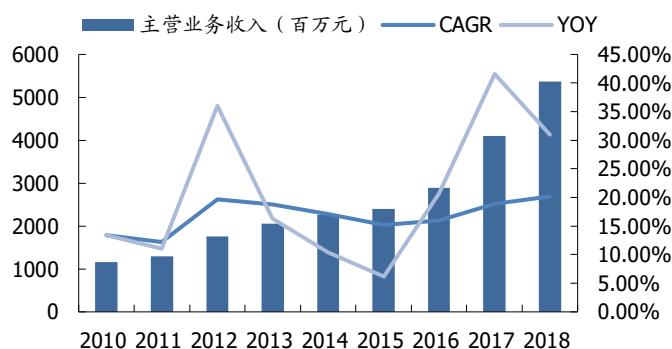
公司名称	注册资本/万元	投资额/万元	18年收入/百万元	18年净利润/百万元
长春金赛药业股份有限公司	7300.0	5110.0	3196.2	1131.8
吉林华康药业股份有限公司	17014.0	6426.0	527.6	31.7
长春百克生物科技股份公司	13000.0	6000.0	1031.8	204.5
长春高新房地产开发有限责任公司	5770.0	5770.0	605.4	94.7
长春百益制药有限责任公司	20000.0	9172.4	/	/

资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3 财务指标连年向好，研发投入高

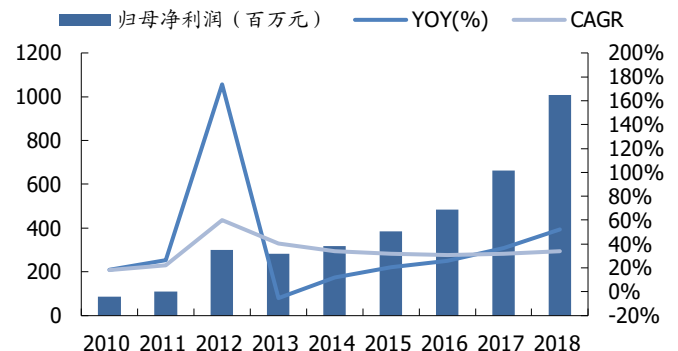
营收连年增长，盈利能力强，成长性良好。2009年至2018年，公司营收从10.28亿增至53.75亿，收入CAGR为20.17%，归母净利润从0.73亿增至10.06亿，CAGR为34%，成长性良好。2019H1公司营业收入33.92亿元，同比增长23.36%，归母利润为7.27亿元，同比增长32.60%，在完成金赛小股东股权收购后，公司有望继续高速增长。

图表6: 长春高新主营业务收入及增速(CAGR以2009年为基准)



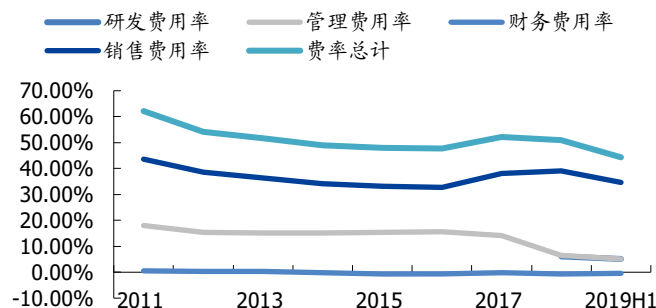
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表7: 长春高新归母净利润及增速(CAGR以2009年为基准)



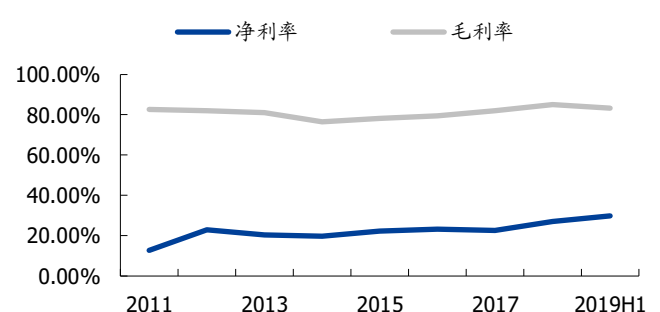
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表8: 长春高新中间费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 长春高新净利率与毛利率变化



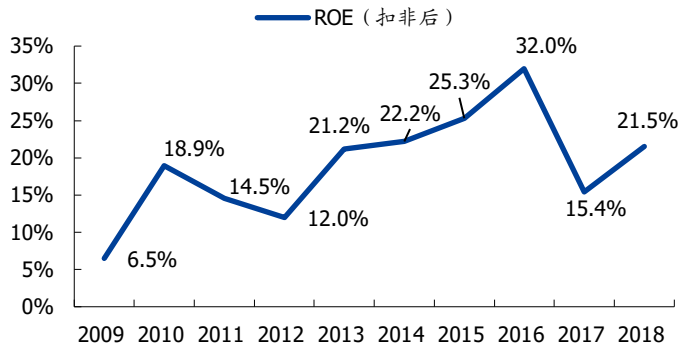
资料来源: wind, 国盛证券研究所

中间费用率下降明显，利润率稳步提升。公司自2011年起中间费用率整体呈下降趋势，由62.15%降至2019H1的44.32%。单项来看，销售费用率由43.60%降至34.62%，短期看在2017/18年连续两年提升后开始回落，销售费用控制良好；管理费

用和研发费用率之和由 18.02% 降至 10.22%，主要是收入体量快速增加的规模效应所致；财务费用一直维持较低水平。2014 年至 2018 年，公司毛利率由 76.53% 提升至 85.10%，净利率由 19.63% 提升至 27.21%，利润率持续提升。2019H1 毛利率 83.47% 略有下降，净利率 29.85% 仍呈上升态势。

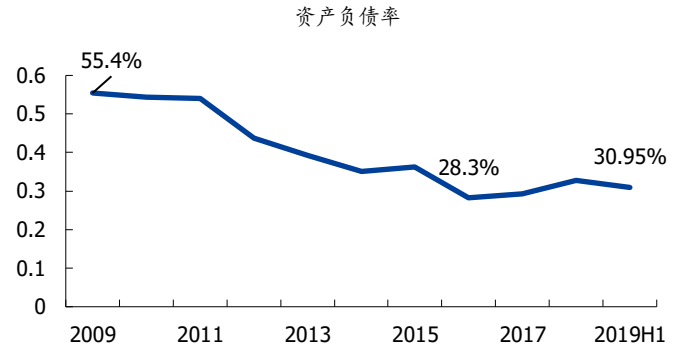
资产负债水平健康，盈利水平良好。公司资产负债比率整体呈下降趋势，于 2016 年达到最低水平 28.3%，2019 H1 资产负债率为 30.95%，仍处于较低水平。公司的 ROE 变动较大，2016 年以前维持上升趋势，高点达 32%，近两年比 2016 年回报率有所回落，2018 年为 21.5%，仍处于高水平。

图表 10: 长春高新 ROE



资料来源: wind, 国盛证券研究所

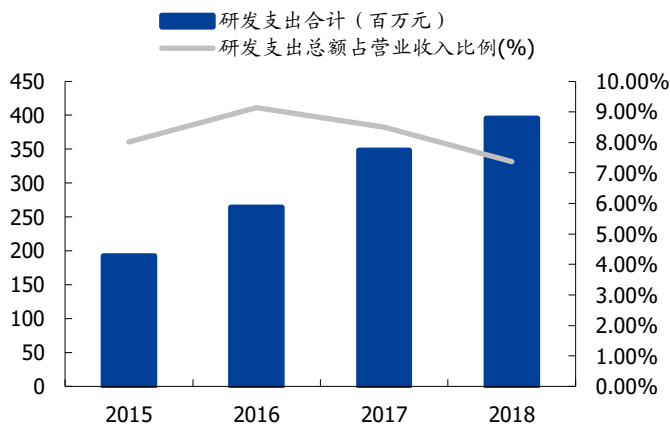
图表 11: 长春高新资产负债水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

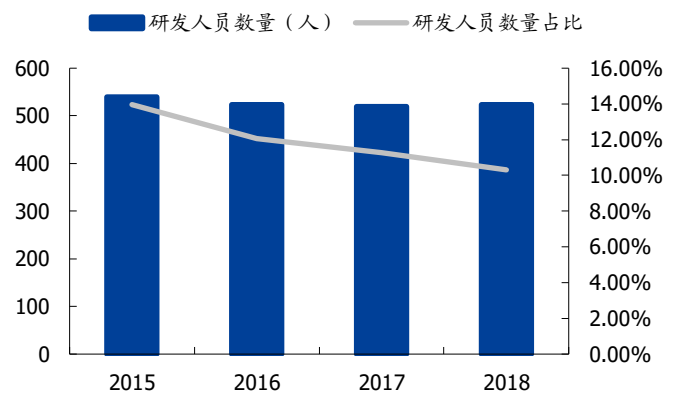
研发投入不断增加，研发人员数量相对稳定。公司所在的长春高新区内有诸多医药科研机构 and 院校，集中了优秀的生物医药科技人才，形成了多学科技术集成的局面，为公司的医药研发提供了良好的环境。公司 2015-2018 年研发支出由 1.92 亿提升至 3.96 亿，研发支出占营收比例保持在 7%~9% 之间。研发人员数量保持在 530 人左右，由于公司整体员工数量随公司规模不断扩大而不断扩大，研发人员占比有所降低。

图表 12: 长春高新研发支出



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 技术及研发人员情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

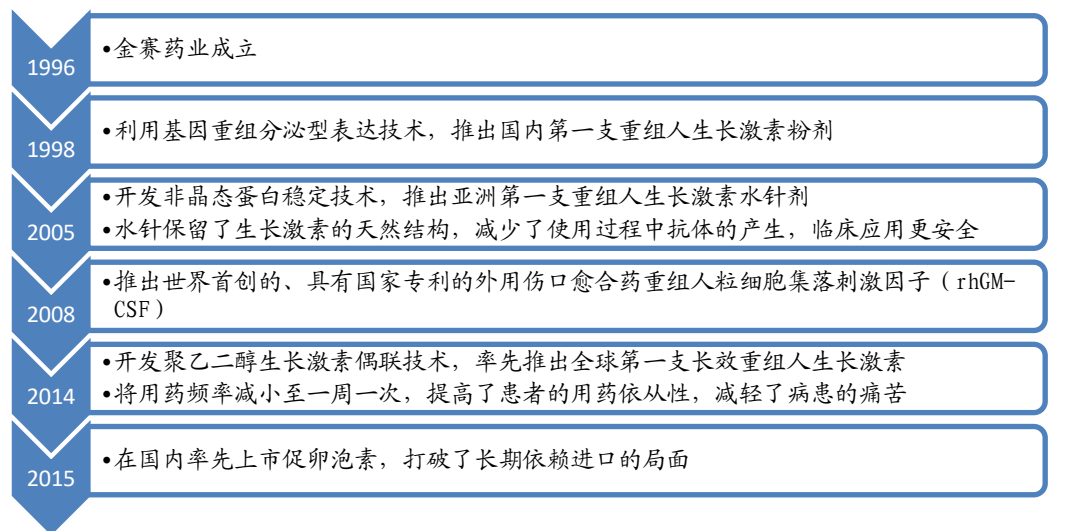
二、金赛药业：重组蛋白药品领航企业，业绩增长主要推动力

2.1 技术驱动的国内生长激素龙头

金赛药业是国内规模最大的基因工程制药企业和亚洲最大的重组人生长激素生产企业，国家唯一的基因工程新药中试孵化基地。金赛药业成立于1996年，行政与生产总部均位于长春，营销总部设于上海，目前已有600多家医院、4800多名医生使用金赛的产品，药品受众面广。

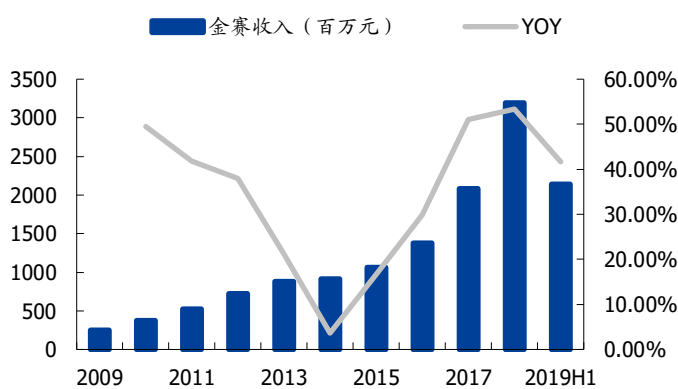
海归博士以独家技术为基础创业，连续多年实现技术突破，推出重磅产品。金赛的最重要的创始人之一是美国加利福尼亚大学毕业的生物学博士金磊，回国创业后，利用其独创的“金磊大肠杆菌分泌型技术”，于1998年研制并推出国内第一支基因重组人生长激素粉剂。之后的十几年来，金赛药业推出多项重磅产品，实现了利润的稳步增长。

图表 14：金赛药业技术变迁梳理



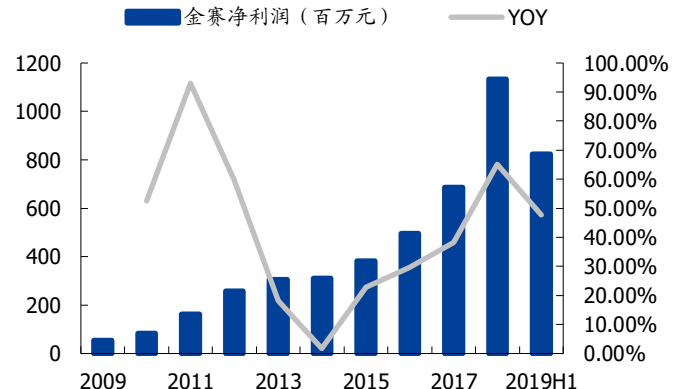
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 15：金赛药业近五年主营收入及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 16：金赛药业近五年利润与增速

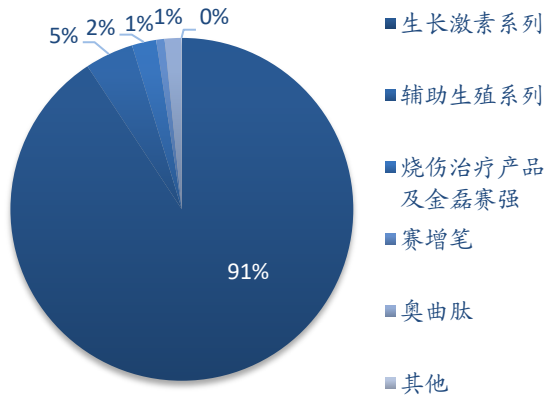


资料来源：wind，国盛证券研究所

重磅产品助力金赛药业收入与利润的持续快速增长。金赛药业的历史基本面情况良好，近年长效人生长激素与促卵泡素推出后，收入与业绩加速增长。2018年金赛药业实现营收31.96亿，同比增长53.36%，以2014年为基准的CAGR为36.89%，净利润为11.32亿元同比增长65.08%，CAGR为38.12%，在生长激素保持高速增长的情况下，预计未来三年金赛药业的可以实现30%以上的复合业绩增速。

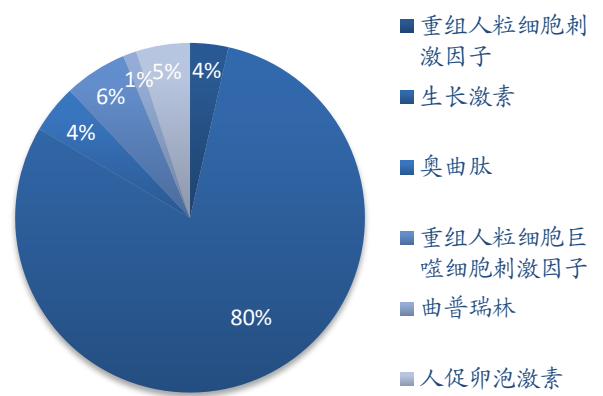
金赛药业的业务分为四大类，分别对应于儿童生长发育、烧伤治疗、辅助生殖、消化治疗领域。主要产品有生长激素、重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子、重组人粒细胞刺激因子、人促卵泡激素、奥曲肽、曲普瑞林等。生长激素为核心产品，2018年总体收入占比达91%，样本医院占比达80%；辅助生殖产品和烧伤治疗产品收入分别占5%和2%。

图表 17: 金赛药业各产品营收占比 (2018)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 样本医院金赛药业各产品营收占比 (2018)



资料来源: PDB, 国盛证券研究所

图表 19: 金赛药业主要产品

类别	名称	上市时间	通用名	适用症
儿童生长发育	金赛增	2014	聚乙二醇重组人生长激素注射液	用于内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢
	赛增水针剂	2005	重组人生长激素注射液	用于因内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢/因 Noonan 综合征所引起的儿童身材矮小/因 SHOX 基因缺陷所引起的儿童身材矮小或生长障碍/已明确的下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症和经两种不同的生长激素刺激试验确诊的生长激素显著缺乏; 用于重度烧伤治疗。
	赛增粉针剂	1998	注射用重组人生长激素	用于因内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢; 用于重度烧伤治疗; 用于已明确的下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症和经两种不同的生长激素刺激试验确诊的生长激素显著缺乏。
烧伤治疗	金扶宁	2008	外用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子凝胶	促进创面愈合, 用于深II度烧伤创面。
辅助生殖	金赛恒	2015	注射用重组人促卵泡激素	不排卵 [包括多囊卵巢综合征 (PCOS)] 且对枸橼酸克罗米酚治疗无反应的妇女。
	曲普瑞林	2004	醋酸曲普瑞林注射液	适用于治疗一般需把类固醇性激素血清浓度降低至去势水平的患者; 男性: 激素依赖性前列腺癌; 女性: 子宫内膜异位症、子宫肌瘤或辅助生育技术 (ART), 例如体外授精术
消化治疗	金迪林	2005	注射用醋酸奥曲肽	肝硬化所致食管-胃静脉曲张出血的紧急治疗, 与特殊治疗 (如内窥镜硬化剂治疗) 合用; 经手术、放射治疗或多巴胺受体激动剂治疗失败的肢端肥大症患者。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.2 主打产品生长激素潜力巨大，公司竞争优势明显

2.2.1 生长激素缺乏症患病普遍，市场潜力大

生长激素（GH）是由垂体前叶生长激素细胞产生的一种蛋白激素，能促进骨骼、内脏和全身生长。促进蛋白质合成，影响脂肪和矿物质代谢，在人体生长发育中起着关键性作用。生长激素缺乏症可带来矮小、骨质疏松、肌肉发育不良、易患心血管疾病、性发育不良、易衰老等一系列症状。

生长激素主要用于治疗儿童生长激素缺乏症、重度烧伤和下丘脑-垂体疾病所致生长激素缺乏等病症，儿童生长激素缺乏导致的矮小症在三种主要适应症中最为普遍。临床上，矮小症是指儿童的身高低于同性别、同年龄、同种族儿童平均身高的2个标准差（-2SD,标准线称SD），每年生长速度低于5厘米者。而生长激素缺乏是矮小症的主要导致因素之一。

生长激素潜在市场空间**1037亿元**，渗透率提升空间较大。目前我国儿童矮小症的发病率约为3%。使用生长激素治疗的最佳年龄段为4~15岁，根据2018年全国人口普查显示，该年龄段人口约为1.79亿人，对应的矮小症人口数量约为537万人。根据中国中西医结合儿科学杂志2013年《儿童矮小症病因的现代文献分析》，我国儿童矮小症的主要病因是生长激素缺乏（32.7%），其次是特发性矮小（18.9%）、青春期发育迟滞（9.6%）、家族性矮小（8.4%）和甲状腺功能减弱（6.7%），适用于生长激素治疗的生长激素缺乏和特发性矮小症占比约51.6%，则有277万适用人群。根据中国儿童生长发育健康教育启动会发布的数据，我国每年矮小症就诊患者不到30万人，实际接受正规治疗的患者不足3万人，以最保守方式计算，除去过往11年已接受治疗的33万人，存量患者数量达244万人。根据米内网数据，粉针剂平均价格为23.16元/IU，水针剂单价为57.08元/IU，假设平均下来4-15岁年龄段的平均体重为30kg，则粉针年治疗费用约为2.5万元，水针剂年治疗费用约为6万元，假设水针和粉针使用者为1:1，则平均年成本为4.25万元，存量市场空间为1037亿元，长春高新市场渗透率约为2.8%，整体市场渗透率不足4%，相比于美国28%的市场渗透率还有很大的提升空间。若用药渗透率提高至10%，则市场规模将提高至103.7亿元。按照2018年出生人口1500万，10%渗透率及上述参数计算，新增人群每年将贡献约10.5亿元增量市场（假设每年出生人口一致，新增4岁人口等同于新生儿人口）。

图表 20: 生长激素市场空间测算

项目	数值
4~15岁人口数量	1.79亿人
我国儿童矮小症的发病率	3%
适用生长激素的矮小症儿童比例	51.6%
存量需求生长激素儿童数量	277万人
已使用生长激素治疗人群数量	33万（3万*11）
待用生长激素治疗儿童数量	244万人
平均年治疗费用	4.25万元
存量潜在市场规模	1037亿元
公司生长激素渗透率（2018年）	2.8%
预计市场规模	103.7亿（渗透率10%）；83.0亿（渗透率8%）；124.4亿（渗透率12%）
预计年增量市场规模	10.5亿元（人口基数*出生率*矮小症发病率*适用人群比例*10%渗透率*年治疗费用）

资料来源：国盛证券研究所

中国市场适应症还有较大拓展空间。CFDA 批准的生长激素适应症主要有三项：儿童生长激素缺乏症、重度烧伤和下丘脑-垂体疾病所致生长激素缺乏。Tumer 综合症、儿童特发性矮小、成人 GHD 替代治疗与宫内生长迟缓生后持续矮小正在申请中。而美国 FDA 批准的生长激素适应症除以上几种外还有诸如短肠综合征、HIV 感染相关性衰竭综合症等另外 6 种疾病。生长激素在美国经过多年使用，积累了足够的临床数据，疗效被充分验证。此外，根据美国 JAMA 杂志统计，美国的生长激素除用于治疗外还广泛应用于抗衰老与增强肌肉，而国内这部分应用还未被发掘。

长春金赛药业不断开发新适应症。公司近期就有 2 项适应症得到了 CFDA 的免临床试验批准，另外还有 6 项新适应症处于 II/III 期临床过程中。金赛生长激素通过新适应症巩固其市场龙头地位，产品进一步放量增长。

图表 21: 生长激素适应症

治疗领域	美国 FDA	中国 CFDA
矮小症	1. 儿童生长激素缺乏症 2. 肾功能不全肾移植前 3. Turner 综合症 4. Prader-Willi 综合症 5. 小于胎龄儿 6. 特发性矮身材 7. 短肠综合症 8. SHOX 基因缺失 9. Noonan 综合症	1. 内源性生长激素缺乏所引 起的儿童生长缓慢 2. 下丘脑-垂体生长激素缺 乏症 3. SHOX 基因缺失 4. Noonan 综合症
其他	10. 成人生长激素缺乏症 11. HIV 感染相关性衰竭综合症	5. 重度烧伤治疗

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2.2 高技术壁垒保证竞争优势

生长激素从 1958 年第一次开始应用至今，经历了几个阶段：首先是最原始地从人垂体中提取（1958-1985 年），1985 年开始运用基因工程技术制造粉剂，减少潜在病毒的隐患，且之后粉剂不断进化，1995 出现 E.Coli 分泌型表达技术与蛋白质水相稳定技术结合来制造水剂，水剂相比与粉剂是更加天然的结构，更易被人体吸收。而自 1999 年起，开始出现长效制剂。

金赛药业是国内唯一覆盖生长激素三种剂型的公司。1) 一代粉针的技术含量和价格都较低，市场角逐激烈。2) 2005 年上市的二代粉针为主力产品，竞争厂家较少。二代水针之前一直由金赛药业独家生产，自 15 年国际厂家诺和诺德获批上市开始挤占市场份额，今年 4 月份安科生物也完成了二代水针的审批实现报产，金赛药业的垄断地位逐渐被打破，但金赛上市的时间长，已经取得了较高的市场份额和信任，在短期仍具有很大的优势。3) 三代长效针剂由金赛药业独创，目前国内仅其一家上市，未来将取代水针剂成为公司的支柱产品。

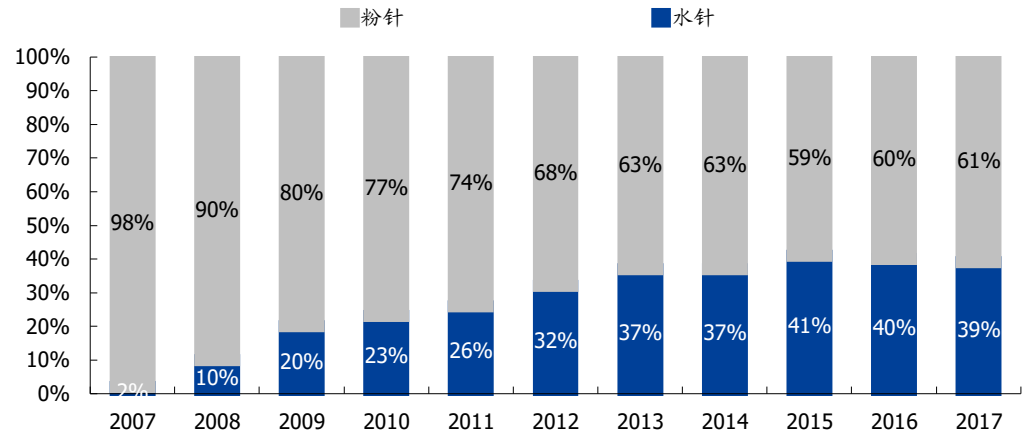
图表 22: 不同生长激素产品对比及主要生产公司

不同类型	年用药金额	用药频次	生物活性	主要公司
短效（粉针）	2-3 万	每日一次	中	金赛药业、联合赛尔、安科生物、未名海济、中山海济，LG 医药
短效（水针）	5-6 万	每日一次	高	金赛药业、诺和诺德、安科生物（报生产阶段）
长效制剂	10-12 万	每周一次	高	金赛药业

资料来源：米内网，国盛证券研究所

短效针剂中水针替代粉针的趋势明显。相比于粉针，水针不仅生物活性更高，而且给药方法更便捷、对药物分子影响更小，减少了使用过程中的污染和抗体的产生，疗效更好。二代水针在药物活性、可操作性和安全性上全面优于粉针剂型，金赛以创新的“非晶态蛋白稳定技术”解决了重组人生长激素水溶液不稳定的难题，质量显著优于粉针剂，且自上市之后销量一路走高，占比不断扩大，2007年样本医院市场份额2%，2017年则达到39%。

图表 23: 短效生长激素（粉针与水针）样本医院销售份额



资料来源: PDB, 国盛证券研究所

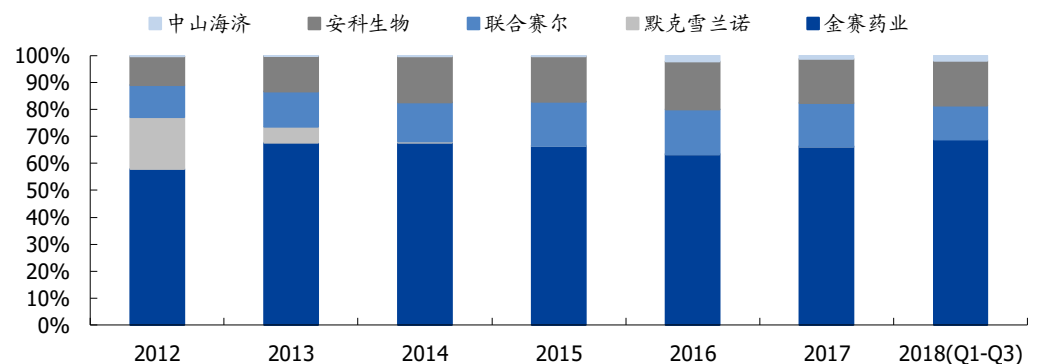
图表 24: 水针与粉针工艺及效果对比

	生长激素粉针	生长激素水针
对药物分子结构影响	粉针的冻干工艺引起生长激素蛋白质空间结构变化, 易聚合	与原液一致
生物活性	较低	较高
给药方法	计量-重新溶解-注射 (容易引入杂质造成污染/操作不当会导致药品失活)	直接按剂量注射
抗体	部分产生 (影响疗效)	不易产生

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

国产产品主导国内生长激素市场，金赛药业市占率领先。长效生长激素仅金赛一家生产且上市时间短占整体市场份额较小，而短效生长激素市场中，截至2018年，金赛药业的份额为69%，安科生物13%，联合赛尔12.5%，其他不超过2%。

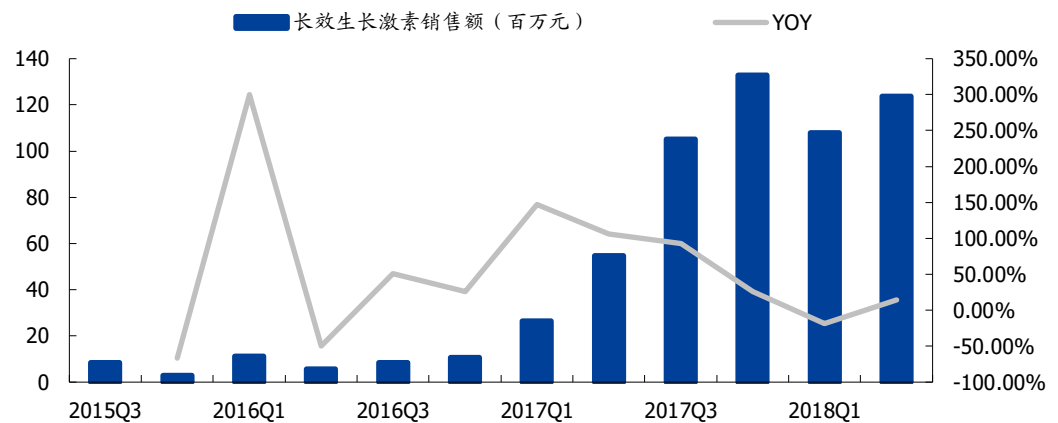
图表 25: 短效重组人生长激素样本医院市场份额



资料来源: PDB, 国盛证券研究所

长效针剂优势明显，放量迅速，市场潜力巨大。一二代剂型的生长激素半衰期短，需要长期、频繁注射给药（每天1次），长期注射导致局部脂肪萎缩和皮肤色素沉着等副作用。三代长效针剂相比于粉针与水针，不仅使用更方便，需要注射的频率也有所降低，大大减轻了患者的痛苦，非常方便在校学生和低龄儿童使用。2015年上市后，经历了一年的过渡期，2017/2018年销量猛增，销售额分别达2.2和3.4亿元，迅速占领高端市场。由于技术壁垒较高，目前市场上仍只有金赛药业一家独占长效生长激素市场，同期进行临床实验的除金赛药业外仅有处于临床I期的安科生物与特宝生物，至少在未来五年内不会威胁到金赛药业的业务。该产品定位高端市场，获利空间巨大，未来有望会成为金赛药业的主打产品。根据PDB数据，2018年样本医院市场份额中，长效生长激素占比仅约1%，还有很大的提升空间。

图表 26: 长效生长激素上市以来各季度样本医院销售额及增速

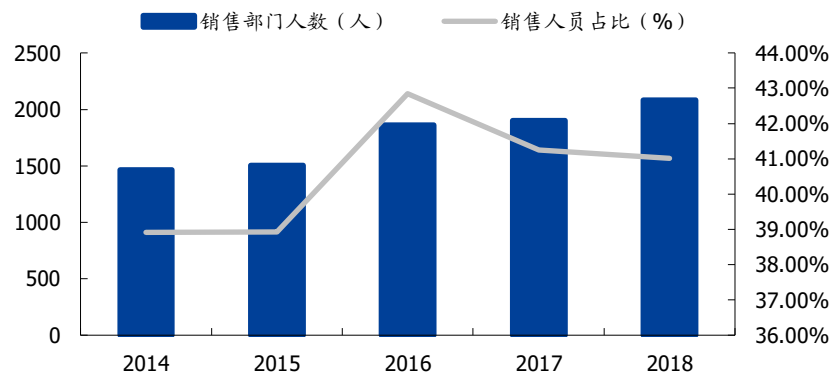


资料来源: PDB, 国盛证券研究所

2.2.3 拓展销售团队，服务产品终端

销售队伍扩大、投资建设儿童医院，产品销售终端有望进一步增加。对生长激素的终端进行学术推广和患者教育对销量的提升和用户群体的拓展有重大影响。近年来金赛的员工团队也在不断壮大，在生产、财务、行政人数相对固定的情况下，销售团队的人数在不断增加，占比也在不断扩大。截至2018年公司销售团队已达2080人，大部分负责生长激素的销售，未来公司将继续扩充销售团队并覆盖县级市。据公司公告，2015年公司参股了联营公司上海金蓓高医院管理有限公司，2018年金蓓高子公司重庆金童佳健高儿童医院、上海健高医疗科技、杭州健儿医疗门诊部已成为金赛的第二、三、四大单一客户，销售额1.8/1.1/1.1亿元，预计公司将继续按照此模式自建及合作建设儿童医院或门诊，促进生长激素产品终端覆盖面的拓展。

图表 27: 金赛药业销售人员数量及占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3 并购方案落地，子母关系进入新常态

公司 2019 年 6 月 6 日发布发行股份和可转债收购金赛药业小股东股份的预案，发行股份支付 51.87 亿元，可转债支付 4.5 亿元，收购金磊和林殿海持有的金赛药业 29.5% 的股份。发行股份调整后价格和可转债转股价格均为 173.69 元/股。发行股份锁定 12 个月后按 33%、33%、34% 的比例分三年解锁，解锁条件为金赛药业 2019-2021 年业绩不低于 15.58/19.48/23.2 亿元，同比增速分别为 37.64%/25.03%/19.10%。

图表 28: 金赛药业收购方案

项目	内容
方案发布时间	2019 年 6 月 6 日
交易对方	金磊（持股金赛 24%）、林殿海（持股金赛 6%）
交易对价	56.37 亿元
金赛股权转让比例	29.5%（金磊 23.5%，林殿海 6%）
并购方式	发行股份及可转债购买资产，发行股份支付 51.87 亿元，可转债支付 4.5 亿元
发行股份调整后价格/转股价格	173.69 元/股
方案实施后公司持股金赛比例	99.5%
解锁时间	锁定 12 个月后按 33%、33%、34% 的比例分三年解锁
解锁条件	金赛药业 2019-2021 年业绩不低于 15.58/19.48/23.2 亿元，同比增速分别为 37.64%/25.03%/19.10%
特殊条款	金磊直接持股需与长春国资保持 7% 距离

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 29: 转股前后长春高新控股状况

并购前	超达投资 22.36%	金磊 0.2%	林殿海 0%
转股前	超达投资 19.02%	金磊 11.65%	林殿海 3.30%
转股后	超达投资 18.78%	金磊 12.78%	林殿海 3.26%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

本次重组方案市场期待已久，方案内容基本符合市场预期，对公司的影响如下：

- 1. 稳定军心，消除不确定性。**2018 年金赛药业核心人物金磊被传可能离任，对公司股价造成一定扰动。本次重组消除了金磊向外出售金赛药业股份、离开金赛的可能性。金磊在方案中承诺本次重组交割日后至少在金赛药业任职 36 个月，长期在公司留任可能性较大。方案中同时规定，金磊直接持股需与长春国资保持 7% 距离，这也保证了长春国资实控人的地位不变，避免潜在股权纷争。
- 2. 公司管理经营效率有望提高。**交易完成后，金赛药业几乎成为长春高新的全资子公司，子母公司利益一致，委托代理问题减弱，优化了公司治理结构。方案实施后，金磊将持有公司 11.65% 股权（不考虑配套融资和转股），成为公司第二大股东，有望对其形成良好激励，增加公司经营活力。
- 3. 金赛药业业绩有望进一步释放。**方案实施后，金赛绝大部分业绩归属上市公司，新

老股东权利一致，且金磊和林殿海有三年解锁业绩承诺在，金赛药业的业绩将大概率得到充分释放，完成2019-2021年15.58/19.48/23.2亿元扣非归母净利润确定性高。若2020年实现收购股份并表，当前股价对应2020年PE约20X。

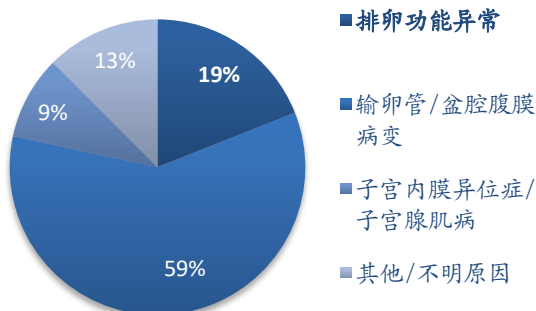
4. 方案设计合理，市场接受度较高。以交易对价56.37亿元看，本次收购金赛药业对应18年17X PE，但以方案公布日公司股价计算，2986.23万股股份+259.1万股可转债价值322亿，对应金赛药业18年28X PE，业绩承诺对应19-21年21X、17X和14X PE，总体价格在合理区间之内。

2.4 重组人促卵泡素进入放量期，为业绩增长提供新动力

2.4.1 不孕不育高发及二胎政策带来促排卵药物的广阔市场

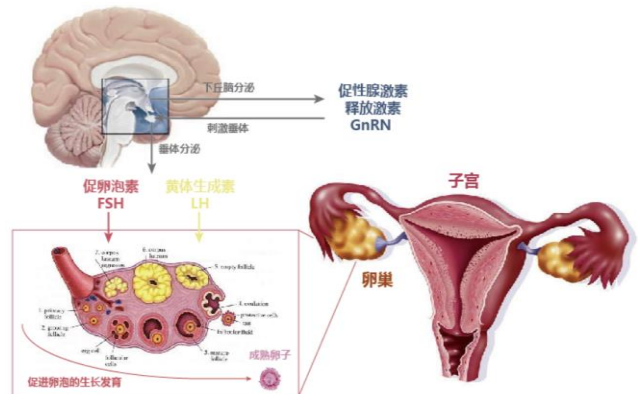
促卵泡素潜在市场空间约200亿。根据中国人口协会、国家计生委2010年《中国不孕不育现状调研报告》显示，中国不孕不育率从20年前的2.5%~3%攀升到12.5%~15%，2010年不孕症患者人数超4000万。随着环境污染、生育年龄推迟、生活压力等原因，不孕夫妇人数每年还在不断增加，2018年我国不孕症患者人数约为5000万，其中有约40-50%为女性因素（中国人口协会、卫健委）。不孕女性中约20%的病因属于排卵异常，需要使用促排卵药物诱发排卵，测算此类患者约有450万人，按照30%渗透率，每年每人3700-6500元费用计算，我国促卵泡素潜在市场空间为150-263亿元。以丽珠医药2018年尿源促卵泡素5.92亿元收入、样本医院25%占比推算，促卵泡素的存量市场规模约为23.7亿元。

图表 30: 女性不孕症病因分析



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

图表 31: 排卵机理



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

图表 32: 辅助生殖领域用药概览

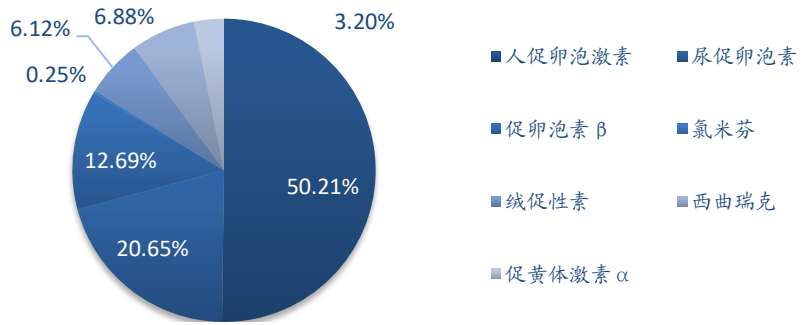
项目	降调节	启动排卵	诱发排卵
用药	GnRH 长效激动剂 3.75mg; 肌注 1 次	uFSH/rFSH; 150-300IU/d, 连续 10 天	绒促性素 5000-10000IU; 2 次
价格 (元)	1400	3700 (尿源) / 6500 (重组)	108 (尿源) / 215 (重组)
市场规模	1400*1.5 (亿育龄女性) * 10% (不孕率)	3700-6500*3 次*3.3 (亿育龄男女) * 15% (不孕率) * 45% (女性原因)	108-215*1.5 (亿育龄女性) * 10% (不孕率) * 10% (渗透率) * 3 次
预计	*10% (渗透率) * 2 次 (促排卵次数) = 31 亿	*20% (排卵异常占比) * 30% 渗透率 (促排卵次数) = 150-263 亿	(促排卵次数) = 4.9-9.8 亿

资料来源: 米内网, 《中国不孕不育现状调研报告》, 《辅助生殖促排卵药物治疗专家共识》, 国盛证券研究所

促卵泡素是目前最重要的辅助生殖药品，目前市场上的助孕药物主要有促卵泡激素、西曲瑞克、曲普瑞林、促黄体激素、尿促性素等，促卵泡素的市场占比超过 80%，占

据核心地位。

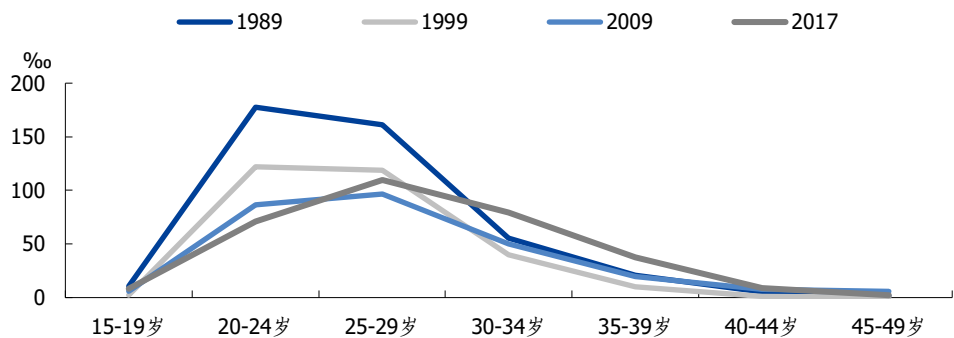
图表 33: 2018 年重点城市医院助孕市场产品占比



资料来源: PDB, 国盛证券研究所

婚龄育龄后推, 不孕不育率升高导致辅助生殖需求增长。从婚育情况看, 20 年内的整体生育率变化不大, 但不孕不育率更高的高龄产妇人群 (35 岁以上) 占比显著提高, 选择辅助生殖人数大幅增加, 带动辅助生殖相关药品快速增长。对于男方原因不育的夫妇, 女方也需要使用促排卵药物以获得更多卵子供试管婴儿手术使用。

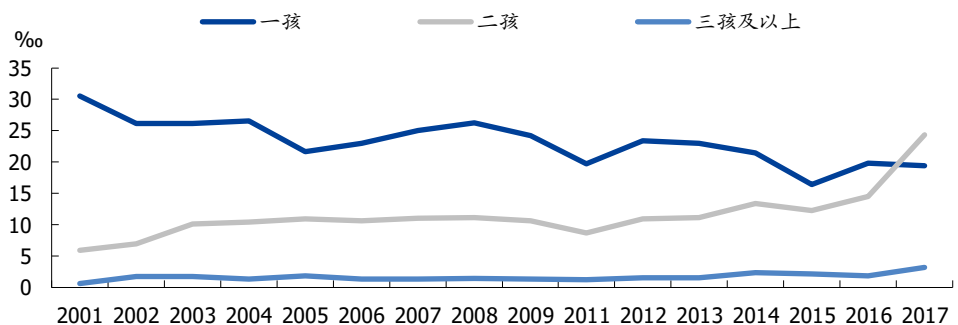
图表 34: 分年龄段育龄妇女生育率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二胎政策全面放开促进二胎生育需求。2000 年以来一孩生育率逐年呈下降趋势, 二孩及以上生育率保持平稳的低水平。2013 年首次放开二胎政策, 一胎生育率和二胎生育率有平缓上升的趋势。2015 年二胎政策全面放开后, 生育需求全面增长, 二孩生育率大幅上升, 已超过一孩生育率, 截至 2017 年, 整体生育率为 4.7%。二胎需求的大幅增长有望为助孕药带来巨大的市场增量。

图表 35: 不同孩次生育率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.4.2 唯一国产重组促卵泡素，进口替代空间广阔

重组促卵泡素占据大部分国内促卵泡素市场。国内促卵泡素主要有两种，尿促卵泡素与重组促卵泡素。尿促卵泡素原料为绝经妇女尿液，纯度和患者接受度低于重组促卵泡素，但因为其价格相对较低，占据了约25%的市场。重组促卵泡素则采用基因工程技术，技术门槛高，纯度和患者接受程度高。近年尿促卵泡素于重组促卵泡素市场占比相对稳定呈，PDB数据显示2018Q3重组促卵泡素市场份额为74.28%。

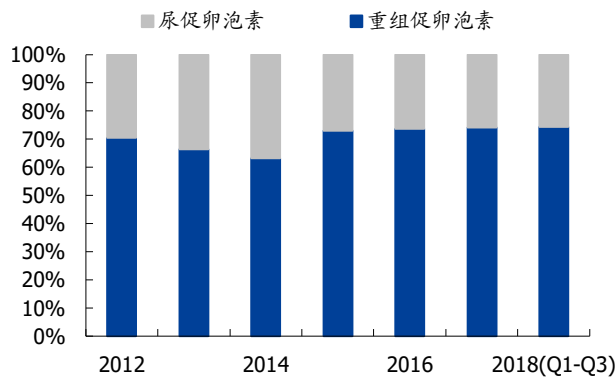
图表 36: 尿促卵泡素 (u-FSH) 与重组促卵泡素 (r-FSH) 的区别

区别	来源	技术水平	纯化程度	患者接受度	费用
u-FSH	绝经妇女尿液	中等	FSH>95%,含微量 LH 蛋白	一般	全自费
r-FSH	基因工程	高	FSH>99%,不含微量 LH 蛋白	高	全自费

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

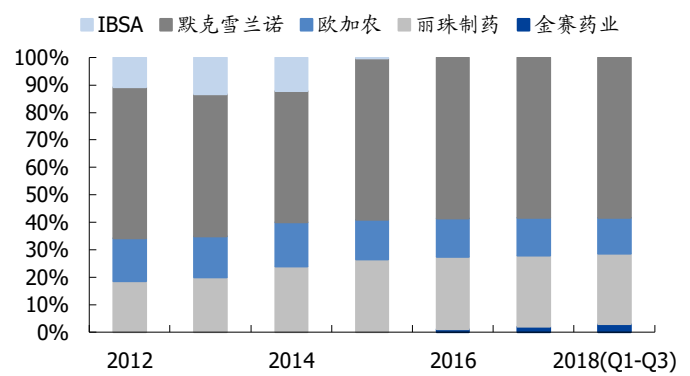
金赛重组促卵泡素进口替代空间巨大。国产促卵泡素主要为尿促卵泡素，生产厂家为丽珠集团。在2015年金赛上市促卵泡素之前，重组促卵泡素市场全部由国外厂商占据，其中默克雪兰诺为龙头企业，整体促卵泡素市场份额稳定在58%左右。与进口重组促卵泡素相比，金赛产品价格仅为竞品的16%-40%，性价比优势明显，目前市占率仅3%，进口替代空间巨大。

图表 37: 样本医院尿促卵泡素与重组促卵泡素销售额占比



资料来源: PDB, 国盛证券研究所

图表 38: 促卵泡素主要生产厂商样本医院市场份额



资料来源: PDB, 国盛证券研究所

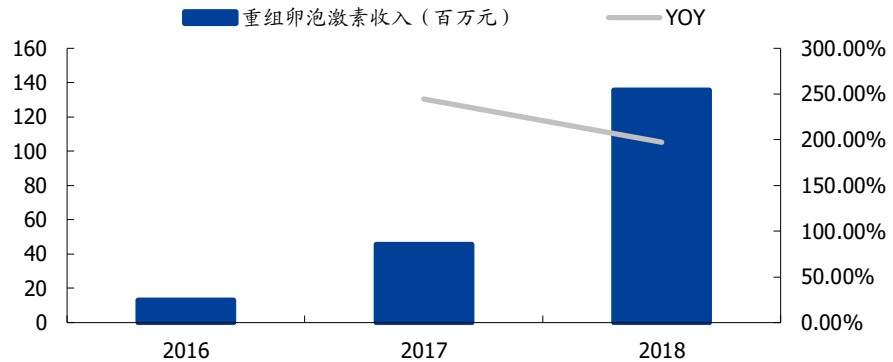
图表 39: 国内已上市促卵泡素产品对比

产品	厂商	类型	上市年份	平均中标单价/元
注射用重组人促卵泡素	金赛药业	重组-α、β	2015	238.14
果纳芬 (重组人促卵泡注射液)	Merck (默克雪兰诺)	重组-α	2004	1487.51
普利康 (重组促卵泡素β注射液)	MSD (默沙东)	重组-β	2006	549.66
Follistim	Organon (欧加农)	重组-β	2005	549.66
丽申宝	丽珠集团	尿源提取	2005	123.03

资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

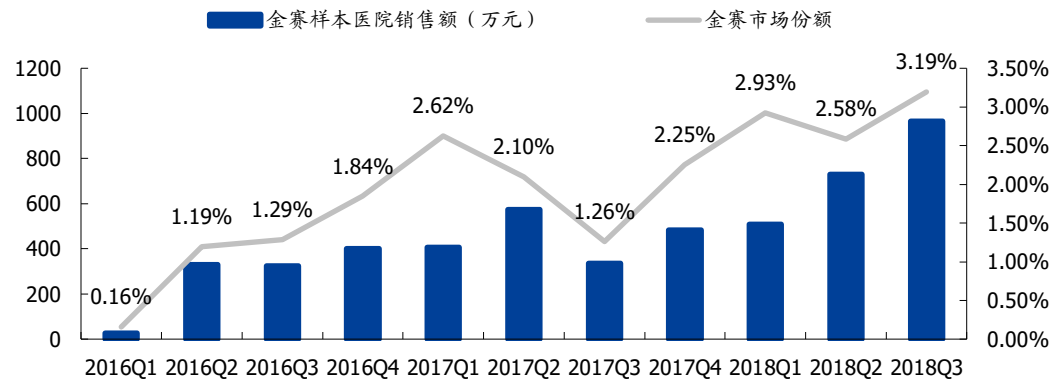
金赛重组促卵泡素市占率迅速提升，增加新适应症有望加速放量。金赛重组人促卵泡素 2015 年上市，凭借价格与产品优势在市场中占的一席之地，收入从 2016 年的 1000 余万元增至 2018 年的 1.35 亿元；样本医院市场份额从 2016Q1 的 0.16% 扩大到 2018Q3 的 3.19%，占比提升迅速。对比丽珠的尿源促卵泡素，金赛产品中短期至少有望做到 5-10 亿销售，长期看，以 30% 市占率计算，金赛重组促卵泡素有望做到 60 亿左右的规模。金赛重组人促卵泡素申请的新适应症“超排卵或辅助生育技术（ART）进行卵巢刺激以促进多卵泡发育的妇女”已处于 III 期临床阶段，适应症获批后有望加速产品放量。

图表 40：金赛药业注射用重组人促卵泡素销售收入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 41：金赛药业注射用重组人促卵泡素样本医院市场份额



资料来源：PDB，国盛证券研究所

2.5 创新药研发实力强大，在研产品多

在研产品丰富，含金量高。目前金赛有 8 个产品处于临床研究中，治疗领域包含生长发育、辅助生殖、肿瘤、免疫抗病毒、代谢性疾病等，其中新产品有 5 项，目前国内都没有生产厂家，且进口产品也稀缺、国内处于申报阶段的厂家数量有限；另有超过 16 个产品处于临床前研究阶段，属于开发新产品研究线，其中以完全自主知识产权的创新药物为主，治疗领域包含生长发育、辅助生殖、抗肿瘤、免疫抗病毒、代谢性疾病（GLP-1 治疗 II 型糖尿病）等，聚焦于目前国际上新药研发的有效靶点，如免疫检查点、白细胞介素，以及多个尚未披露的前沿靶点。产品类型涵盖人源化单克隆抗体、全人源单克隆抗体、Fc 融合蛋白、复杂糖蛋白、双功能抗体、Trap 等。

启动布局辅助生殖产业链。金赛药业在促卵泡素基础上，从临床应用及提高患者用药方便角度，规划了辅助生殖产品线，从降调节、促排卵，到诱发排卵、保证卵子发育不同阶段研制了对应的治疗产品，主要包含长效重组促卵泡激素、LHRH拮抗剂（控制卵巢的刺激作用，预防不成熟卵泡过早排出，帮助受孕）和水溶性注射剂对油溶性注射剂的代替（用于保胎）等。近年生育需求的增加带来辅助孕育市场的增长，金赛药业在辅助生殖领域布局有望为公司未来提供新的增长点。

图表 42: 金赛药业主要在研项目

药物名称	研发进度	对应适应症	已上市企业数量	国内申报厂家数
重组人生长激素注射液（短效水针剂）	III 期（新适应症）	重组人生长激素注射液治疗特发性矮小；用于治疗肾移植前慢性肾脏疾病（CKD）引起的儿童生长障碍；小于胎龄儿（SGA）所致矮小；重组人生长激素注射液治疗 Prader-Willi 综合征；	-	-
聚乙二醇重组人生长激素注射液（长效生长激素）	II 期（新适应症）	小于胎龄儿矮小儿童；儿童特发性矮小；成人生长激素缺乏症；儿童先天性卵巢发育不全（Turner）综合征	-	-
	IV 期（新适应症）	用于内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢；	-	-
金纳单抗冻干粉（抗白介素 1-β 全人源单克隆抗体）	I 期	SJIA（全身型幼年特发性关节炎），急性痛风性关节炎	0	1
重组抗 VEGFR2 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	I 期	金妥昔单抗对晚期复发转移性实体瘤患者的治疗（胃癌）	0	1
注射用醋酸曲普瑞林微球	I 期	醋酸曲普瑞林微球用于治疗性早熟和前列腺癌；	1	2
注射用重组人促卵泡激素	III 期（新适应症）	超排卵或辅助生育技术（ART）进行卵巢刺激以促进多卵泡发育的妇女	-	-
注射用重组人胸腺素 α1	I 期	慢性乙型肝炎；免疫应答增强剂	0	2
外用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子凝胶	I 期（新适应症）	糖尿病溃疡；	-	-
注射用醋酸奥曲肽微球	I 期	肢端肥大症；	1	4

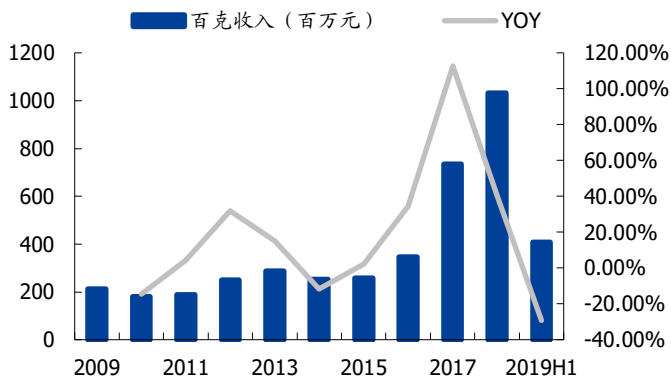
资料来源：公司公告，米内网，国盛证券研究所

三、百克生物：疫苗风波余波犹存，长期来看仍具潜力

百克生物是集生物疫苗研发、生产、销售于一体的高科技企业，04年由长春高新出资成立，是公司疫苗业务主体，主要产品包括二类苗冻干水痘减毒活疫苗和人用狂犬病疫苗。2007年百克出资收购了吉林迈丰生物药业有限公司，增加了狂犬病疫苗的业务。

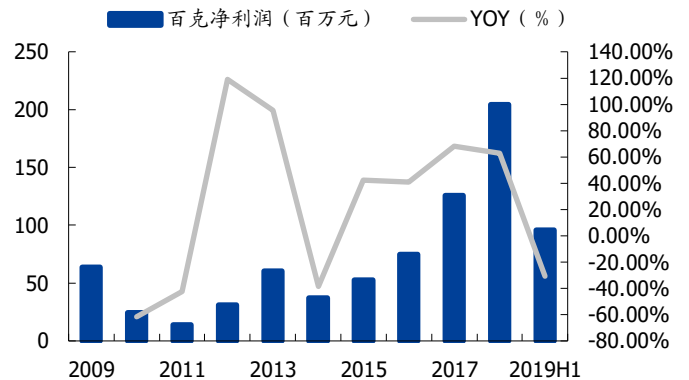
百克生物历史基本面向好，实现技术突破后收入与利润逐年递增。百克生物的人用狂犬病毒疫苗在2014年遇到技术瓶颈，签批量大幅度下降，2013-2015年收入与利润基本无增长。在2016年技术瓶颈克服后，即使疫苗行业处于受疫苗事件影响的下行阶段，百克生物仍实现了利润与收入的大幅增长。2018年百克生物的营收与净利润分别为10.32亿与2.04亿元，增速分别为40%和63%，受到长生疫苗事件的影响增速略有下降。

图表 43: 百克生物主营收入及增速



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表 44: 百克生物净利润及增速



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

3.1 长生生物疫苗事件余波未消，整体行业承压

长春长生疫苗事件对行业影响深远。2017年11月长生生物被发现百日破疫苗效价指标不符合规定，2018年7月又被发现冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假等行为。不到一年的时间里两次被发现疫苗存在质量问题的长生生物引起广泛关注，之后有自媒体梳理近年的疫苗事件，舆论对于疫苗安全性的担忧被进一步放大，随后影响由一家公司扩大到整个疫苗行业，一周内智飞生物、沃森生物等一系列上市疫苗公司受到较大波及，股价持续跌停，疫苗行业及相关企业进入整顿期。

疫苗法正式出台推动行业洗牌。2019年6月29日，《中华人民共和国疫苗管理法》正式出台，将分散在多部法律法规中的疫苗研制、生产、流通、上市后管理、预防接种、异常反应监测、保障措施、监督管理、法律责任等规定进行全链条统筹整合。疫苗法的出台驱使行业在研发、临床、生产、接种、流通、监测、赔偿以及监督管理全方位进行严格管理，小企业各环节成本明显增高，被龙头企业兼收并购的可能性大幅度增加。

监管趋严，19H1整体批签发有所下滑，百克水痘疫苗与狂犬疫苗受影响较大。根据中检院网站数据，19H1上半年疫苗板块整体批签发2.29亿支，同比下降17%，其中二类苗0.76亿支，同比下降20%，一类苗1.53亿支，同比下降16%。行业监管趋严的大背景下，加之长生生物也生产水痘疫苗和狂犬疫苗，二者成为重点监管对象，受到了较大的影响。

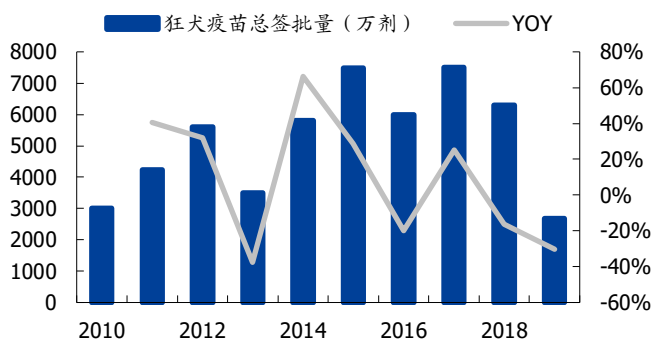
疫苗关乎国计民生，监管趋严有利于规范企业长期发展。疫苗作为疾病预防工程中重要的工具，不仅可以防止很多流行疾病的大规模传播，还可以防治一些重大疾病，关系

到国计民生，对疫苗行业的严格监管与支持是国家卫生防疫的重点工作。短期签批量的下降会影响疫苗企业的营收，但预计该影响持续的时间不会太久。市场监管趋严意味着产业更加规范，现有企业也会为了自身生存而努力符合规范、提升产品质量，过程中质量差、管理乱的企业将会被淘汰，市场集中度将进一步提升。

3.2 狂犬疫苗短期内面临调整

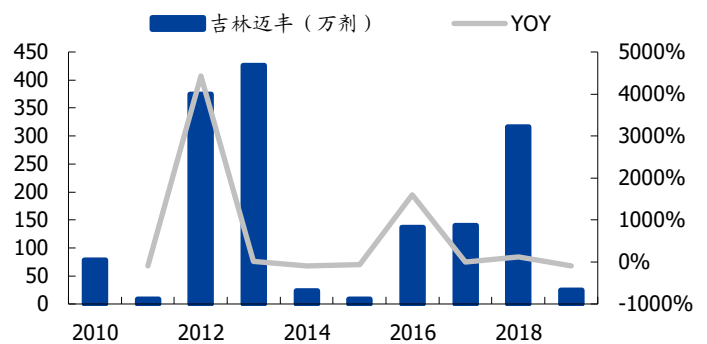
狂犬疫苗是预防狂犬病的一线方案。狂犬病(rabies)是由狂犬病毒引起的一种人畜共患的中枢神经系统急性传染病。主要临床表现为特有的狂躁、恐惧不安、怕风怕水、流涎和咽肌痉挛，最终发生瘫痪而危及生命。狂犬病通过携带病毒的动物咬伤或抓伤传播，发病死亡率100%。狂犬病毒只有一种血清型，世界各地的狂犬病毒抗原性质是相同的。接种狂犬疫苗后，人体血液中可出现抗狂犬病毒抗体，这些抗体可防止病毒在细胞间直接传播，减少病毒的增殖量，同时还能清除游离的狂犬病毒，阻止病毒的繁殖和扩散，从而达到预防狂犬病。

图表 45: 狂犬疫苗总签批量变化 (2010-2019H1)



资料来源: 中检院, 国盛证券研究所

图表 46: 百克生物狂犬疫苗签批量及增速 (2010-2019H1)



资料来源: 中检院, 国盛证券研究所

狂犬病发病率有回升趋势，市场规模有望扩大。由于大力推行各种预防措施，狂犬病发病率在我国亦大幅度下降，但近年来有回升趋势（中华实验和临床病毒学杂志

《1996-2007年和2008-2014年中国狂犬病分布特点对比分析》）。而历年狂犬疫苗的总签批量维持在4000万~8000万支，维持了较为稳定的增长。目前我国每年有约1500万人被猫狗抓伤或咬伤，同时随着家养宠物人群数量不断增加，狂犬疫苗整体需求量有望超过2000万人份，批签发需求量近1亿支（注射有五针法与四针法），渗透率为40%~80%，按平均中标价50元/支计，狂犬疫苗市场规模约50亿元。

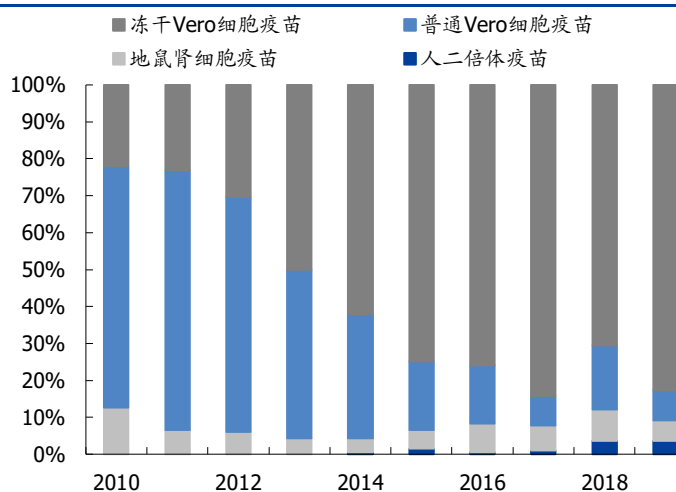
Vero 细胞疫苗签批量占绝对优势，冻干型人用狂犬病疫苗占据市场主体。目前国内的狂犬疫苗主要有地鼠肾细胞疫苗和 Vero 细胞疫苗两种，就安全性来讲 Vero 细胞疫苗要好于地鼠肾细胞疫苗，价格也较人二倍体细胞疫苗便宜（Vero 细胞疫苗约 250 元/人次，HDCV 约 1250 元/人次）。近年 Vero 细胞疫苗的签批量逐年增大，2019H1，Vero 细胞疫苗的签批量占总签批量的 90.75%，其中辽宁成大占比 73.76% 是行业龙头。就剂型来看，Vero 细胞疫苗中冻干型疫苗更易储存和运输，相较非冻干型疫苗具备一定优势。

图表 47: 现有狂犬疫苗种类对比

苗种类	国内生产厂家及规格	特点
人二倍体细胞疫苗(HDCV)	1ml 成都康华	无致癌性, HDCV 不含任何神经毒因子和任何外源动物杂质, 具有高免疫原性和良好的耐受性。HDC 不太容易培养, 疫苗的价格非常昂贵。从而限制了该疫苗在发展中国家的使用。
地鼠肾细胞疫苗(PHKCV)	1ml 河南远大、大连汉信、吉林亚泰、中科生物 (均为 1ml)	相对于由羊脑制备的脑组织疫苗(Semple 疫苗)安全有效, 副作用少。在过去的 10 多年里, PHKCV 在中国是世界上累计生产量最大的狂犬病疫苗。
Vero 细胞疫苗	1ml 冻干 广州诺诚、宁波荣安	免疫效果和稳定性极好, 价格较 HDCV 便宜, 已有国内的多家单位研制成功, 并获得生产文号, 逐步取代我国现行的 PHKCV
	0.5ml 冻干 辽宁成大、长春卓谊、长春长生、武汉所	
	0.5ml 普通 大连雅立峰、吉林迈丰	
	1ml 普通 辽宁成大	

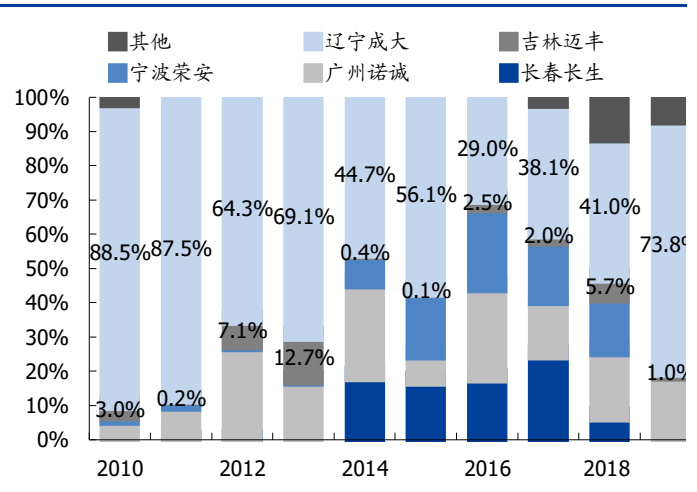
资料来源: 米内网, 国盛证券研究所 (蓝色字体标注为 2019 年 H1 签批量为 0 的企业)

图表 48: 不同种类狂犬疫苗签批占比 (2010-2019H1)



资料来源: 中检院, 国盛证券研究所

图表 49: Vero 细胞疫苗各厂家签批占比 (2010-2019H1)



资料来源: 中检院, 国盛证券研究所 (图中仅吉林迈丰和辽宁成大生产非冻干狂犬疫苗且辽宁成大大部分疫苗为冻干型)

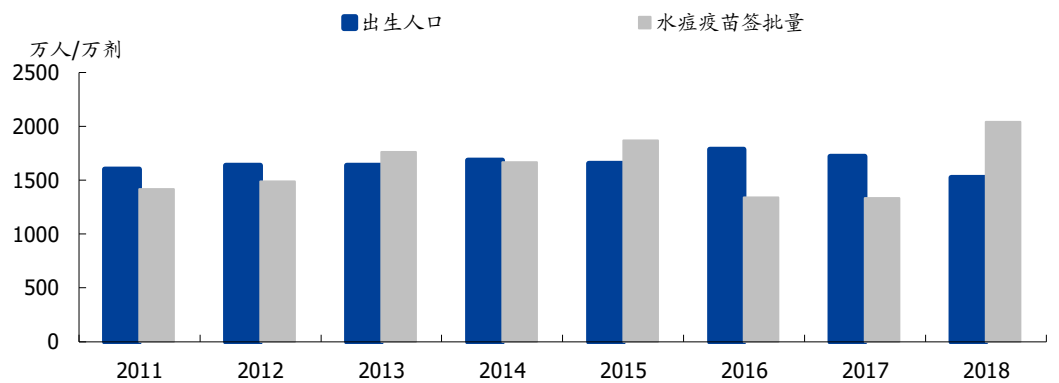
吉林迈丰狂犬疫苗历史销售状况良好, 受长生事件及厂区搬迁影响 2019H1 签批量承压。百克生物的狂犬疫苗由子公司吉林迈丰生物生产, 2014 年公司遇到工艺问题签批量有所下降, 到 16 年虽然发生了山东疫苗事件, 但对其影响不大反而出现大幅度增长 (2016 年公司疫苗批签发量达 137 万瓶, 同比增长 511%)。2019H1, 受长生事件影响, 叠加公司疫苗厂区搬到新厂区重建, 处于生产调整期, 吉林迈丰签批量签批量仅为 24.27 万剂, 同比下降 86.08%。同期国内狂犬疫苗整体签批 2662.75 万剂, 同比下降 18.49%; 龙头公司辽宁成大签批 1798.75 万剂, 同比上升 33.92%, 主要是长春长生的冻干型疫苗全部停产, 释放了将近 20% 的市场份额。就竞争格局来看, 吉林迈丰处于相对不利的位置, 但搬迁新厂区后公司在疫苗质量控制、生产效率等方面有望进一步提升, 在 2020 年批签发逐步恢复后, 市占率预计将回到 2018 年 5.7% 的水平。

3.3 冻干水痘减毒活疫苗有望维持业绩稳定增长

水痘疫苗是预防水痘感染的唯一手段。水痘是以皮肤出疹为特征的传染病，由水痘-带状疱疹病毒所致，好发于春秋季节，90%以上在儿童中传播。主要传播途径为空气飞沫、直接接触和母婴垂直传播，也可通过污染的用具传播，在托幼机构易引起多发或暴发，愈后可终身免疫。水痘疫苗接种对象为1岁以上儿童，采用一针法或二针法，全年均宜接种。

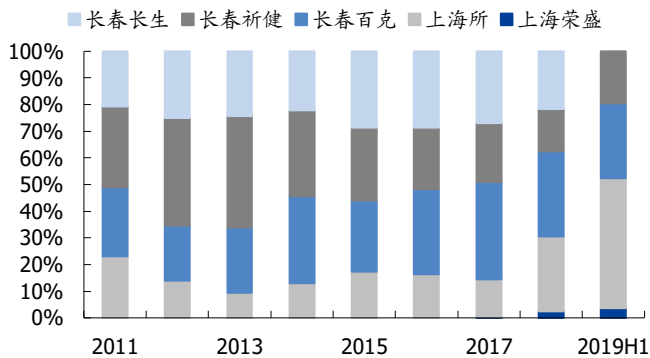
水痘疫苗有望调整为一类苗，接种率有望提升。水痘疫苗目前为二类苗，但由于其发病率高、传染快的特征，已有部分城市（如上海）已将其纳入一类疫苗免费接种，未来有望进一步扩大调整范围。国内水痘疫苗最初接种采用一针法免疫程序，由于二针法比一针法的预防效果好（抗体保护率从75%提高至95%），2011年起我国各省市开始推广二针法注射水痘疫苗。我国的出生人口数量接近水痘疫苗签批数量，若全部以二针法计算则接种率仅50%左右，相比发达国家80%以上的接种率仍有较大的提升空间。

图表 50: 出生人口及水痘疫苗批签发量



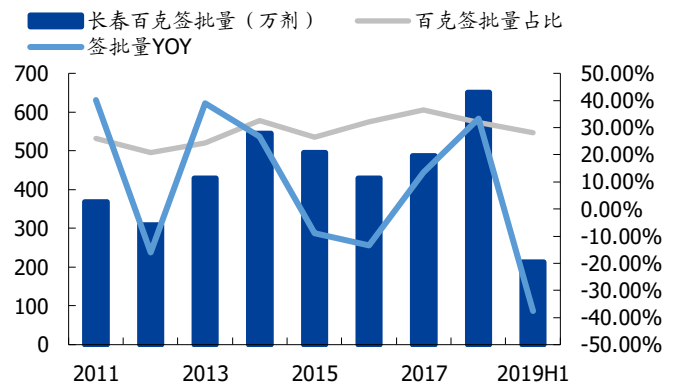
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 51: 冻干水痘疫苗市场份额



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 52: 长春百克水痘疫苗签批量、占比及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

水痘疫苗市场将上演三足鼎立，百克生物企稳后有望回归第一。国内水痘减活疫苗的市场主要有长春百克、长春祈健、上海所和长春长生四个厂家，长生生物退出后形成三足鼎立的格局。近年来长春百克在水痘疫苗市场占比不断增加，2015年、2016~2018年均均为市占率第一。2019H1，受长生事件影响，吉林疫苗企业批签发量明显减少，长春百克签批量为213.41亿份，同比下降42.06%，市场份额28.11%，降至第二；水痘疫苗整体签发量为759.23万支，同比下降37.60%。而上海所受益于竞品企业供给减少，签批量370.02万支，同比上涨45.83%，市占率达到48.74%。百克生物此前一直

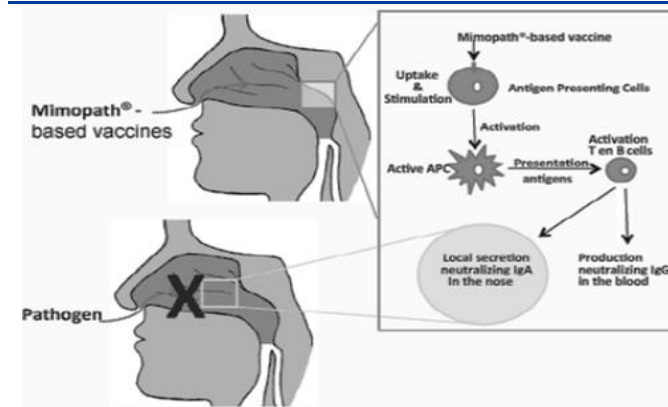
是水痘疫苗的主要生厂商，市占率曾多年位居第一，质量控制处于国内领先水平，此次批签发下降主要是外部一过性事件影响所致，预计在新厂投产后，疫苗法规相继实施、行业规范度提升下，百克生物将重回市占率第一的位置。

海外市场贡献增量。目前百克生物已进军国际市场，成功完成印度、尼日利亚等国家的注册工作并实现批量出口印度；危地马拉、孟加拉国、土耳其、泰国等国家的注册工作正在进行，未来有望通过国际市场实现产品放量，保持业绩稳定增长。2018年百克实现中国大陆以外收入约1869万元人民币，同比增长9.50%。

3.4 重磅产品筹备之中，研发管线支撑未来发展

鼻喷流感疫苗即将上市。2012年，百克生物与澳大利亚 Biodiem 合作并参股荷兰 Mucosis，获得 Mimopath 技术，并启动新一代“鼻喷流感减毒活疫苗”项目，目前已进入现场核查阶段，预计19年年底到20年上半年有望获批，成为国内第一个鼻喷流感疫苗。

图表 53: Mimopath 粘膜疫苗阻断流感病毒鼻腔入侵



资料来源: Mucosis 官网, 国盛证券研究所

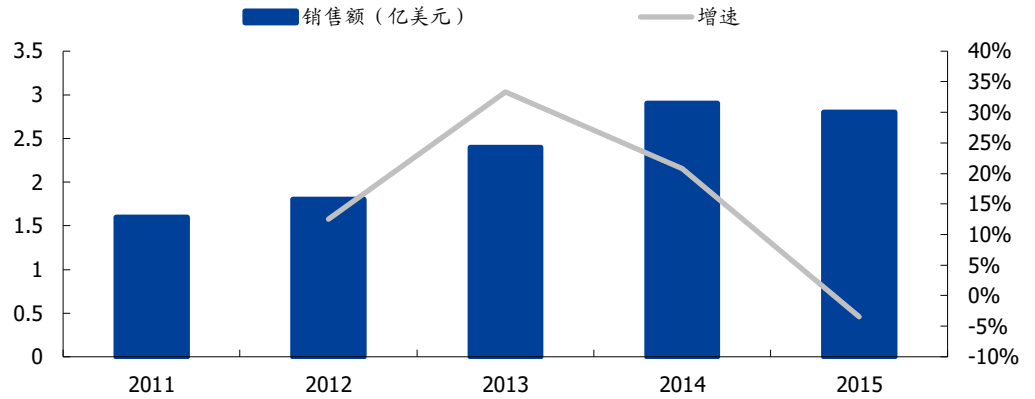
图表 54: 不同流感疫苗对比

分类	特点	
灭活疫苗	全病毒	保留内部抗原和外部抗原，且脂质层未去除，免疫原性较高，易引发不良反应
	病毒体	重建流感病毒囊膜，保持了由病毒囊膜糖蛋白血凝素介导的天然病毒的细胞结合及膜融合特性，但缺乏病毒遗传物质
	裂解	以裂解剂将病毒组分裂解成颗粒，产生几乎同样的免疫原性，但不良反应较少
	亚单位	含有表面糖蛋白 HA 和 NA，通过高度分离纯化其他病毒成分而成，局部和全身不良反应最小
减毒疫苗	鼻喷	<p>优点 通过鼻喷途径接种，诱导黏膜免疫反应，模仿自然感染。无创、依从性好，适合用于大规模免疫。</p> <p>缺点 价格贵，依赖进口。不引起流感的减毒活病毒通过冷适应工艺制成，通常还会添加佐剂，效果较针剂灭活略差。</p>

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

鼻喷流感疫苗国内首家，优势明显，有望成为潜力大品种。目前国内外大部分的流感疫苗为灭活疫苗，其中国内的疫苗主要为裂解流感疫苗，免疫效果约为60%~70%。鼻喷疫苗属于流感减毒活疫苗，是基于基因重组技术，通过冷适应（ca）流感病毒供体株与野生型（wt）流感病毒重组制备的，经鼻喷雾给药。与传统的灭活疫苗相比，减毒活病毒疫苗具有模拟天然感染的优点，可诱导局部中和抗体、细胞免疫应答和更持久的保护作用，而且采用鼻腔喷雾给药方式接种，使用方便，易于大规模免疫。该产品可以避免注射不适反应，同时提高呼吸道粘膜对流感病毒的抵抗能力，可弥补国内该产品的空白。对标全球唯一上市的阿斯利康 FluMist 喷鼻流感疫苗，公司产品预计5年内达到2亿销售规模。

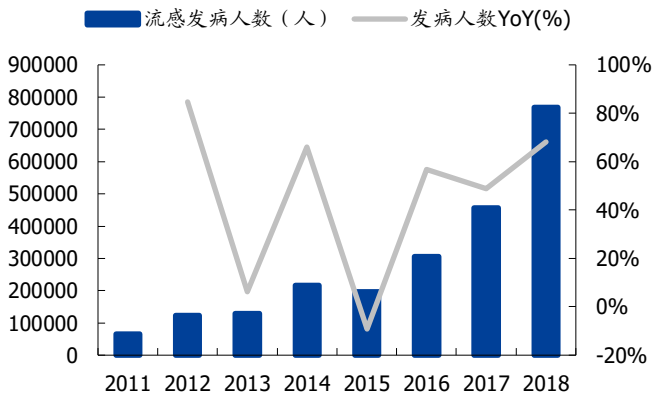
图表 55: 阿斯利康 FluMist 销售数据



资料来源: PDB, 国盛证券研究所

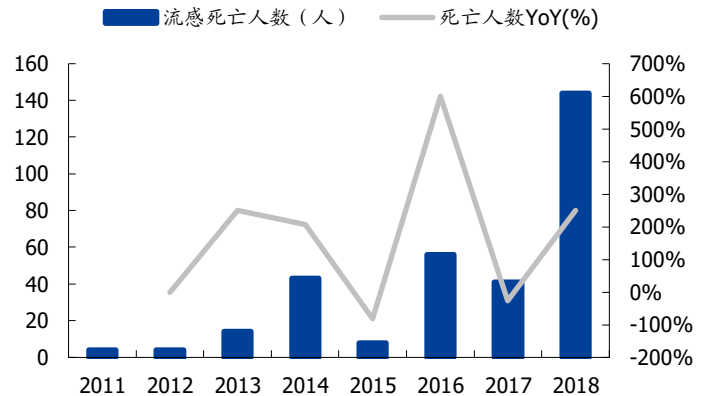
流感发病人群激增，潜在需求旺盛。我国流感发病人群数量从2011年的6.6万人猛增至2018年的76.8万人，增加了11.6倍，年复合增速达42%，死亡人数也由2011年的4人增至144人，防止流感形势严峻。

图表 56: 我国流感发病人数及增速 (2011-2018)



资料来源: 国家卫计委, 国盛证券研究所

图表 57: 我国流感死亡人数及增速 (2011-2018)

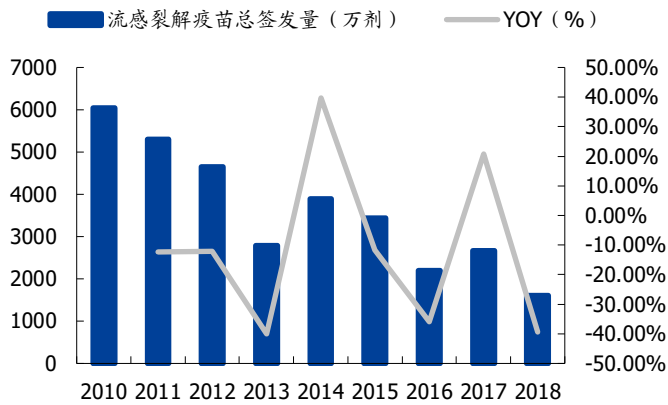


资料来源: 国家卫计委, 国盛证券研究所

患者接种意识有望增强，长春长生退出后百克生物有望顺势介入。在流感发病人群大幅增加的同时，2011年至2018年，流感裂解疫苗的批签发数量由6045万支下降至1612万支。潜在使用人群快速增长而流感疫苗批签发数量下降的主要原因为2009年大型甲型流感疫情后，连续几年没有大型疫情，患者接种意愿下降，在2017年年底流感爆发后，批签发数量开始增加，但2018年长生事件导致长生流感疫苗全部停产，流感疫苗整体批签发减少。预计在长生事件影响消除后，流感疫苗批签发将逐步增加；在发病人群激增，消费者接种疫苗、预防意识增强的环境下，流感疫苗需求将明显提升。目前国内主要流感疫苗生产商有华兰生物、长春所和大连雅立峰，在长生生物退出市场

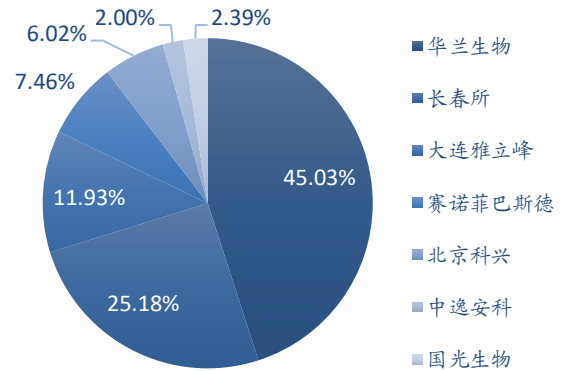
后，流感疫苗市场正处于格局重塑期，百克生物鼻喷疫苗上市后，有望顺势抢占市场。

图表 58: 我国流感疫苗批签发量及增速



资料来源: 中检院, 国盛证券研究所

图表 59: 2018 年主要生物科技公司流感疫苗批签发量占比



资料来源: 中检院, 国盛证券研究所

3.5 布局多项新产品, 丰富疫苗产品线

引进麻腮风疫苗技术, 开展国际合作。2019年8月26日长春高新公告, 百克生物与俄罗斯福特(FORT)国家生物医药公司签署《专有技术相互许可协议》, 双方约定在20年内, FORT为百克生物提供在中国境内使用的一种预防麻疹、腮腺炎、风疹的联合活疫苗的独家专有技术许可(基于鸡胚成纤维细胞和MRC-5细胞系生产麻疹、腮腺炎和风疹减毒联合活疫苗的工艺), 百克生物为FORT提供在俄罗斯联邦境内使用的一种预防水痘的减毒活疫苗(基于MRC-5细胞系生产水痘减毒活疫苗工艺), 接收方有权生产、使用及销售许可产品。

麻腮风疫苗竞争格局较好, 联苗有望成为未来看点。麻腮风三联疫苗是预防麻疹、流行性腮腺炎、风疹三种儿童常见的急性呼吸道传染病的有效方式, 属于一类苗。按照每年新生儿1500万、麻腮风疫苗每剂76元计算, 麻腮风疫苗的市场规模约为11.4亿元。目前三联疫苗仅有上海生物制品研究所与北京生物制品研究所两家生产, 竞争较小, 百克生物有望抢占部分市场。此外, 公司有望在麻腮风疫苗和水痘疫苗基础上研制麻腮风-水痘四联疫苗, 替代现有麻腮风和水痘疫苗。

带状疱疹病毒疫苗已完成II期临床, 进度领先。带状疱疹是一种潜伏的水痘带状疱疹病毒(VZV)引起的疼痛性瘙痒皮疹, VZV长期潜伏在脊髓后根神经节, 免疫力低下时诱发疱疹病毒复发。患过水痘的儿童有2/3成年后会发生带状疱疹。目前国内尚无带状疱疹病毒疫苗上市, 在申报的3个厂家中, 长春长生已经退出, 百克生物目前处于II期临床试验, 进度领先。美国默沙东(MSD)的带状疱疹病毒活疫苗Zostavax 2006年获得美国FDA批准上市, 是首个获批的带状疱疹疫苗, 2017年全球销售额达6.68亿美元。百克带状疱疹疫苗如能顺利上市, 将有望成为公司又一疫苗大单品。

肺炎球菌多糖结合疫苗有望2020年进入临床。公司2017年投资上海瑞宙生物科技有限公司2.9亿元, 获得50%瑞宙生物股权(长春高新40%, 百克生物10%)。瑞宙生物研发的13价肺炎多糖球菌疫苗和20价肺炎多糖球菌疫苗处于临床前研究阶段, 此前公司在互动平台表示, 瑞宙生物的肺炎球菌多糖结合疫苗预计在2020年下半年拿到临床批件。肺炎球菌疫苗是国际市场上最大的疫苗品类之一, 辉瑞的13价肺炎疫苗2018年全球销售额达58亿美元, 公司在肺炎疫苗的布局可能成为未来潜在增长点。

图表 60: 百克生物主要在研项目 (含迈丰生物)

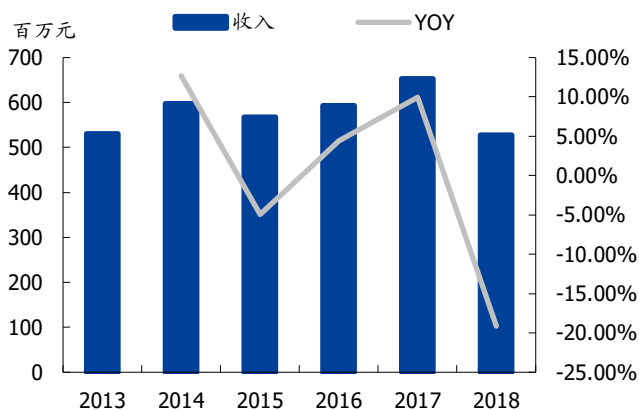
药物名称	研发进度	对应适应症	已上市企业数量	国内申报厂家数
带状疱疹减毒活疫苗	II 期临床完成	预防带状疱疹	0	3
鼻喷冻干流感减毒活疫苗	已申报生产, 等待批准	预防流感	0	1
冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	临床试验	预防狂犬病	6	25

资料来源: 公司公告, 米内网, 国盛证券研究所

四、华康药业: 中成药老牌企业, 业绩增长稳定

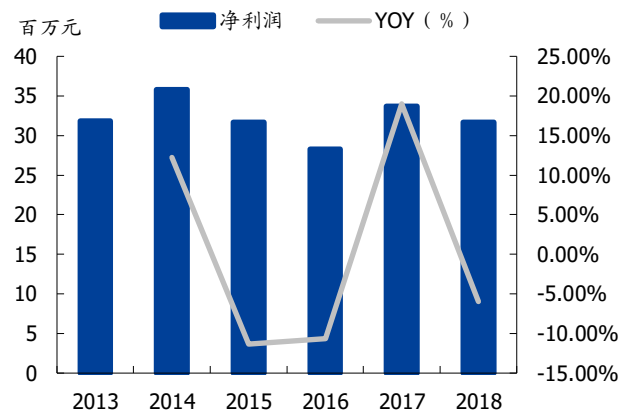
华康药业业绩较为平稳, 整体呈增长态势。华康药业成立于 1998 年, 位于长白山麓的敦化市, 主营中医药, 于 1997 年进入全国重要工业企业 50 强企业。截至 2018 年, 实现收入 5.28 亿元, 归母净利润为 3169 万元, 为母公司长春高新贡献了 10% 左右的业绩。

图表 61: 华康药业近年收入及增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

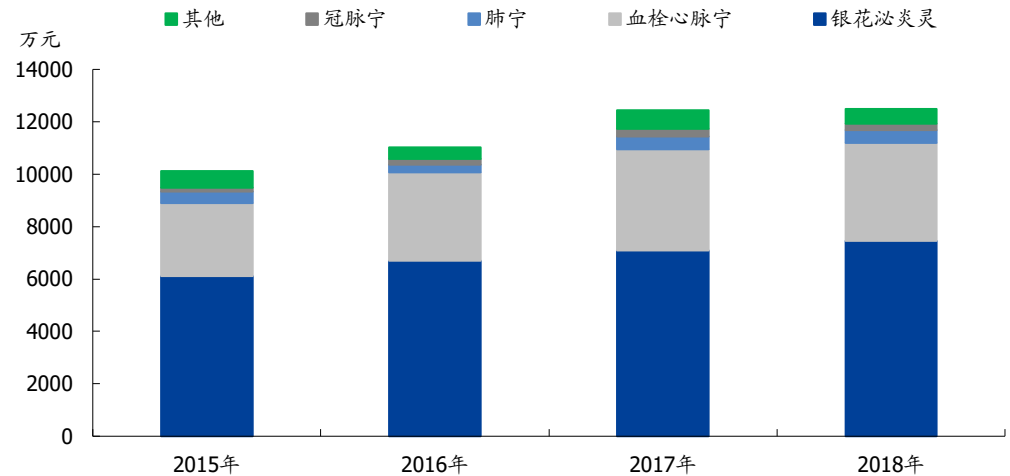
图表 62: 华康药业近年净利润与增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

以人参系列开发为主线, 心脑血管、消炎类为核心, 涵盖产品项目众多。华康药业拥有生产权品种 133 个, 包含多项专利、国家级重点产品及独家产品。产品涵盖心脑血管类、中药抗炎类、妇儿类等, 主要包括“圣喜牌”血栓心脉宁片 (及胶囊)、冠脉宁片和“华丹牌”银花泌炎灵片、感特灵胶囊、护肝胶囊等, 其中主要产品为治疗心血管疾病的血栓心宁片 (全国甲类医保) 和治疗泌尿类疾病的银花泌炎灵片 (全国乙类医保), 2018 年对城市零售药店销售额贡献率分别为 59.74% 和 29.86%。2016 年-2018 年, 华康药业产品销售额增速分别为 8.78%、12.90%、0.42%, 净利润保持在 3000 万元上下。中国心血管病现患人数 2.9 亿, 并且每年以 1700 万速度递增, 老龄化加速的环境下, 未来的心血管疾病患者预计会进一步增加, 血栓心宁片的市场有望扩大。

图表 63: 华康药业各类商品销售额



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

图表 64: 华康药业主要产品信息

类别	名称	剂型	最早上市时间	适应症	国产厂家数量
心血管类	血栓心脉宁	片剂&胶囊	2003	益气活血, 开窍止痛。用于气虚血瘀所致的中风、胸痹, 症见头晕目眩、半身不遂、胸闷气短; 缺血性中风恢复期、冠心病心绞痛见上述证候者。	5
	冠心宁	片剂	2002	活血化瘀, 行气止痛。用于以胸部刺痛、固定不移、入夜更甚、心悸不宁、舌质暗紫、脉沉弦为主证的冠心病、心绞痛、冠状动脉供血不足。	5
	脑络通	胶囊	2002	活血通脉。用于缺血性心脑血管疾病, 动脉硬化, 脑血栓, 脑缺血, 冠心病, 心绞痛。	37
	降脂宁	颗粒剂	2002	降血脂, 软化血管。用于增强冠状动脉血液循环, 抗心律不齐及高血脂症。	44
	通脉颗粒	颗粒剂	2002	活血通脉。用于缺血性心脑血管疾病, 动脉硬化, 脑血栓, 脑缺血, 冠心病, 心绞痛。	100
中药抗炎类	银花泌炎灵	片剂	1999	清热解毒, 利湿通淋。用于急性肾盂肾炎, 急性膀胱炎, 下焦湿热证, 证见: 发热恶寒、尿频急、尿道刺痛或尿血、腰痛等	2
	肾炎灵	颗粒剂	2009	清热凉血, 滋阴养肾。用于治疗慢性肾小球肾炎普通型肝肾阴虚内热证, 症见目睛干涩, 视物模糊, 头晕耳鸣, 五心烦热, 口干咽燥, 腰肌酸痛, 小便赤灼热, 心烦口渴, 夜寐不安, 舌红少苔或舌红, 脉细数或数	1
	炎可宁	片剂	1999	清热泻火, 消炎止痛。用于急性扁桃腺炎, 细菌性肺炎, 急性结膜炎, 中耳炎, 疖痈瘰疬, 急性乳腺炎, 肠炎, 细菌性痢疾及急性尿道感染。	76
	人工牛黄甲硝唑	胶囊	2002	用于急性智齿冠周炎、局部牙槽脓肿、牙髓炎、根尖周炎等。	119

	炎热清	片剂	2005	解表清里，清热解毒。用于呼吸道炎、支气管炎、肺炎、急性扁桃体炎。也可用于泌尿系统感染，胆道感染。	13
	枸橼酸钾	颗粒剂	2006	1. 各种原因的低钾血症；2. 预防低钾血症；3. 用于洋地黄中毒引起频发性、多源性早搏或快速心律失常。	8
妇儿类	疏清	颗粒剂	1998	清热解毒，宣泄肺胃。用于小儿外感风热证，症见：发热、鼻塞、咽痛、流涕、口渴、咳嗽、汗出	1
	十味香鹿	胶囊	2012	疏肝解郁，理气化痰，软坚散结。用于肝郁兼痰凝所致乳腺增生病，症见乳房肿块胀痛或刺痛，经前加重，经后缓解，伴胸肋胀痛，善郁易怒，胸闷不舒，身重倦怠或纳呆，或行经腹痛，舌质淡或暗红或有瘀点，苔白腻，脉弦或涩。	1
其他	肺宁	颗粒剂	2002	清热祛痰，止咳。用于慢性支气管炎咳嗽。	5
	益中生血片	片剂	1997	健脾和胃，益气生血。用于脾胃虚弱、气血两虚所致的面色萎黄、头晕、纳差、心悸气短、食后腹胀、神疲倦怠、失眠健忘、大便溏泻、舌淡或有齿痕、脉细弱等；缺铁性贫血见上述症候者。	2
	参胶	胶囊	2002	健脾益气，和胃止痛。用于胃痛或消化性溃疡属脾虚证者。	2
	清胃止痛微丸	丸	2005	清胃泄火，柔肝止痛。用于胃脘痛（消化性溃疡，慢性浅表性胃炎）。火郁证，证见胃脘灼痛拒按，口干苦，喜冷饮，烦躁易怒，泛酸，嘈杂，舌红，苔黄，脉弦数等。	1
	骨肽片	片剂	2005	用于骨性关节炎；风湿、类风湿关节炎；骨折。	4

资料来源：公司官网、米内网、国盛证券研究所

五、布局未来，寻找新的生长机会

除了传统重组蛋白和疫苗业务，公司在2019年开展多项新业务布局，为公司未来的增长增加了更多可能：

1) 与美国 Amesino 公司成立双抗平台合资公司（认购 3000 万股，持股比例为 20%）

双特异性抗体(bispecific monoclonal antibody, BsAb)是一种人工制作出来的可以同时结合两种不同抗原的特殊抗体，目前 BsAb 的临床开发主要集中于癌症和炎症性疾病，主要作用机制是同时干涉病理生理过程的不同靶标，从而提高疗效。BsAb 技术难度极高，目前全球仅有 3 个双特异性抗体药物上市：妥索单抗(2009，恶性腹腔积液)、Blinatumomab (2014，急性淋巴细胞白血病)和 Emicizumab (2017，A 型血友病)。国内申报品种大都处于一期临床阶段。此次双抗平台的成立将推动公司在双抗药物领域的研发进程，有望为公司在生物制药领域形成新的核心竞争力和利润增长点。

2) 与安泰制药签署协议，拟投资不超过 6200 万元人民币获得 5%利多卡因透皮贴片在中国大陆的销售全及全球生产权。

利多卡因贴片主要用于缓解带状疱疹疼痛，被欧洲药品管理局和美国 FDA 等多个国家及地区推荐为治疗带状疱疹后神经痛的一线治疗用药；在国内市场仅有中国生物获批利多卡因凝胶贴膏，尚无 5%利多卡因透皮贴片上市，竞争格局好，未来可能与百克的带

状疱疹疫苗形成产品群；与利多卡因透皮贴同类的芬太尼透皮贴国内有3家供应商，规模为1-2亿元，利多卡因与芬太尼相比，并未被列入管制物质，利于推广，理论市场空间明显高于芬太尼透皮贴。2018年PDB数据，样本医院利多卡因制剂销售额约10亿元（注射剂为主），利多卡因透皮贴上市后有望替代部分利多卡因注射剂市场。公司计划在长春兴建的水凝胶贴片生产基地和研发实验室建成后，公司将有能力生产符合美国FDA、欧盟EMA、中国NMPA标准的透皮贴片，并通过仿创结合，开发透皮制剂改良型新药；贴剂类产品有望成为公司新的增长点。

盈利预测

关键假设：

- 1.金赛药业生长激素与促卵泡素业务继续保持快速增长，2019-2021年收入增速分别为43.77%、34.72%、29.29%。
- 2.百克生物2019年下半年水痘疫苗业务逐步恢复正常，鼻喷流感疫苗2020年开始放量，带动疫苗业务增长，2019-2021年收入增速为-9.15%、37.4%、32.9%。
- 3.房地产与中药版块稳定发展，分别保持25%、10%、10%与14%、10%、8%的速度增长。

业绩驱动：主要来自金赛长效生长激素与重组促卵泡素放量，生长激素水针制剂保持快速增长；疫苗业务回暖、鼻喷流感疫苗上市。

图表 65: 公司收入拆分

百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
金赛药业	2084.06	3196.15	4594.99	6190.54	8003.52
YOY	51.09%	53.36%	43.77%	34.72%	29.29%
毛利率 (%)	92.02%	92.95%	92.07%	91.21%	90.41%
百克生物	735.40	1031.80	937.44	1288.02	1712.34
YOY	112.67%	40.30%	-9.15%	37.40%	32.94%
毛利率 (%)	90.98%	89.43%	89.43%	89.43%	89.43%
华康药业	652.33	527.55	590.86	649.94	701.94
YOY	9.93%	-19.13%	14.00%	10.00%	8.00%
毛利率 (%)	78.36%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%
高新房地产	616.21	605.39	756.74	832.41	915.65
YOY	9.74%	-1.76%	25.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	43.33%	44.31%	44.31%	44.31%	44.31%
其他	14.26	14.10	14.10	14.10	14.10
YOY	-17.80%	-1.10%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	-24.35%	44.45%	44.45%	44.45%	44.45%
总营收	4102.26	5374.99	6894.13	8975.02	11347.55
YOY	41.58%	31.03%	28.26%	30.18%	26.43%
毛利率 (%)	81.94%	85.10%	85.08%	85.50%	85.66%

资料来源：国盛证券研究所

结论：预计 2019-2021 年长春高新的收入分别为 68.94 亿元、89.75 亿元、113.48 亿元，增速分别为 28.3%、30.2%、26.4%；归母净利润分别为 13.81 亿元、18.34 亿元、23.77 亿元，EPS 分别为 8.12 元、10.78 元、13.97 元，对应 PE 分别为 46x、35x、27x。公司是重组蛋白龙头，生长激素领先优势明显，金赛药业完成重组后业绩有望保持快速增长、疫苗业务在新厂搬迁完成后将逐步回暖；促卵泡素进入高速放量期、鼻喷流感疫苗有望近期获批；后续新增疫苗、单抗及透皮贴剂布局为公司未来发展提供多样潜在动力。我们判断，公司在近 3 年将保持复合 30% 以上的业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 66：长春高新与可比公司对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润三年 CAGR(%)	ROE(%)	TTM	19E	20E
000661.SZ	长春高新	636	10.06	28.64	20.71	46.67	46.1	34.7
300009.SZ	安科生物	165	2.63	25.97	14.63	60.93	45.10	33.58
600196.SH	复星医药	659	27.08	-8.75	2.52	26.03	22.37	18.72
000513.SZ	丽珠集团	228	11.82	21.46	6.98	22.29	18.4	15.9
300122.SZ	智飞生物	814	14.51	94.45	40.78	42.51	33.5	23.1
600276.SH	恒瑞医药	3495	40.66	22.23	23.17	73.86	67.9	54.2

资料来源：wind，国盛证券研究所（除长春高新、丽珠集团、智飞生物、恒瑞医药外，盈利预测采用 wind 一致预测，截止时间 2019.09.17）

风险提示

1. 垄断地位被打破的风险；

金赛药业的生长激素产品在二代水针剂与三代长效水针剂方面形成了一定的垄断地位，但近期安科生物宣布其重组人生长激素水针剂获 GMP 证书，其长效水针剂也已经完成三期临床实验，即将申报上市，金赛药业的垄断地位可能会被逐渐打破。

2. 重组促卵泡素推广及招标进度慢于预期；

等新品推广需要时间和各方面资源支持，同时面临着较大竞争压力，推广可能会达不到预期效果。

3. 行业监管政策及控费政策变化对公司造成负面影响的风险；

疫苗事件导致医药监管趋严，有可能使公司疫苗产品批签发速度放缓、产品检验周期变长，从而影响公司销售。随着国家发改委对药品价格的市场化改革、医疗保险制度改革的深入，药品招投标的市场竞争将日益加剧，公司产品价格存在下调的可能性，可能会对公司盈利能力产生影响。

4. 在研产品进度不及预期；

公司的在研生物品种均属于技术难度较高、研发周期较长品种，研发及监管部门审批进度不确定性因素较多，存在产品研发不顺利或结果不理想的可能。

5. 对公司产品市场空间的测算可能会存在误差；

报告中对公司产品市场空间的测算是根据已知公开数据测算所得，可能存在一定误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com