

2017年04月13日

公司研究

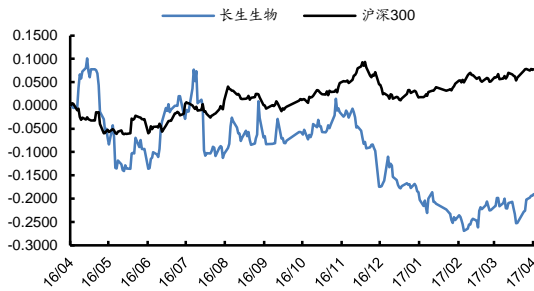
评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

疫苗业务恢复超预期，核心品种有望量价齐升 ——长生生物（002680）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
长生生物	4.5	-0.5	-18.1
沪深300	1.6	5.9	7.8

市场数据 2017-04-12

当前价格（元）	16.87
52周价格区间（元）	15.24 - 23.78
总市值（百万）	16353.62
流通市值（百万）	4857.29
总股本（万股）	96939.04
流通股（万股）	28792.49
日均成交额（百万）	62.49
近一月换手（%）	33.63

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

近日，长生生物发布2016年年报，公司2016年实现营收10.18亿，同比增长27.96%；实现归属于上市公司股东的净利润4.25亿，同比增长44.98%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4.00亿，同比增长38.89%。业绩恢复超预期。

投资要点：

■ 公司业绩稳健增长，疫苗业务恢复超预期。成长能力方面，公司2016年实现营收10.18亿，同比增长27.96%；实现归属于上市公司股东的净利润4.25亿，同比增长44.98%。

分季度来看，公司2016年前四季营收同比增速分别为3.42%、-33.41%、55.58%、84.02%；归属于上市公司股东的净利润同比增速分别为6.57%、-31.20%、47.45%、253.73%，公司二季度业绩受“山东疫苗事件”和国家新出的《疫苗流通和预防接种管理条例》的影响有所下滑，二季度一般是疫苗销售高峰期，二季度的影响对公司去年业绩影响较大，但由于公司及时优化销售网络建设，强化产品质量，到三季度公司得以快速适应新变化，全年业绩依然实现高速增长，因此在新的政策逐渐适应的情况下，预计2017年公司业绩将有进一步提升的空间。

分业务来看，疫苗销售2016年实现营收10.15亿（占公司总营收的99.71%），同比增长28.52%，毛利率为79.10%，比上年增加1.59个百分点；其他行业营收0.30亿（占公司总营收的0.29%），同比下降49.36%。公司在售产品包括2种一类疫苗，具体有冻干甲型肝炎减毒活疫苗和吸附无细胞百白破联合疫苗；4种二类疫苗，具体有冻干水痘减毒活疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）、流感病毒裂解疫苗、ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗。

分产品来看，公司一类疫苗2016年实现营收1.22亿，同比增长1.73%，毛利率为36.29%，比上年减少25.63个百分点；二类疫苗实现营收8.92亿，同比增长33.35%，毛利率为84.98%，比上年增加2.27个百分点，其中，冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）2016年实现营收4.90亿，同比增长36%，毛利率为87.92%，比上年增加2.61个百分点；冻干水痘减毒活疫苗实现营收3.02亿，同比增长22%，毛利率为85.36%，比上年增加1.42个百分点，这两个主要产品毛利率高，带动二类疫苗整体毛利率的提升。总的来看，根据中检所疫苗批签发数据核算，公司核心品种狂犬病疫苗、水痘疫苗、流感疫苗市占率在国内保持前列，其中冻干水痘减毒活疫苗市占率更是在全国排第二位。在这样的市占率支撑下，随着山东疫苗事件和《疫苗流通和预防接种管理条例》对行业流通的整合，中间的经销

渠道公司加价环节被取消，使得出厂价和招标价趋于一致，疫苗的出厂价格由低开转高开，则带动毛利率和净利润率进一步提升，将成为公司新的利润空间。

- **刚需产品受影响小，狂犬疫苗出口有望放量。** 长春长生是中国首批自主研发销售流感疫苗及人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）的疫苗企业，是国内少数能够同时生产病毒疫苗和细菌疫苗的企业之一。狂犬病的高致死性使得狂犬疫苗刚性需求强，销量方面受突发外界因素影响较小，毛利率保持高位，2015 年毛利率 85.31%，2016 年毛利率为 87.92%。此外，报告期内，冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）获得了印度、柬埔寨、尼日利亚三国的药品注册证，人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）原液获得孟加拉药品注册证，产品出口国家范围扩大有望推动狂犬疫苗的海外放量。
- **两针法技术优势有助于公司水痘疫苗业绩提升。** 公司主要产品之一冻干水痘减毒活疫苗 2016 年实现营收 3.02 亿，同比增长 22%，毛利率为 85.36%，比上年增加 1.42 个百分点。由于水痘传播感染的特殊性，使得预防变得更加的重要，而水痘疫苗是唯一预防水痘的产品，因此市场需求强，同时由于二胎政策的全面放开，儿童数量的增加也将为水痘疫苗的放量带来新的增长空间。公司是国内唯一一家可以对 1-12 岁儿童和 13 岁及 13 岁以上人群均可接种 2 剂疫苗的厂家，技术优势强。另外，由于水痘疫苗的“一针法”变为“两针法”的不断普及，以及公司在水痘疫苗产品方面良好的竞争格局（目前国内只有长生物和长春百克可以接收两针法水痘疫苗），将使得水痘疫苗的接种量以及营业收入得到进一步的提高，从而驱动公司水痘疫苗销售额达到新的高峰。
- **丰富的在研产品线保证未来发展潜力。** 公司的疫苗在研产品丰富，报告期内，其中四价流感疫苗正在进行临床试验工作，23 价肺炎球菌多糖疫苗在申报临床，带状疱疹疫苗正在二临床 II 期。报告期内，公司与连云港海州开发区管委会达成合作协议，公司将投资 20 亿元在连云港海州开发区投资疫苗及生物制药的研发生产项目。此外，2016 年 5 月，公司全资子公司长春长生和日本 GTS 公司签署了合作开发阿达木单抗生物仿制药的协议，公司借此切入单抗领域，未来生物药产品布局日趋完善，发展潜力十足。
- **财务指标基本稳定，现金流增长迅速。** 报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额 2.97 亿，同比增长 58.45%；销售费用率为 22.68%，比上年增加 5.01 个百分点，主要系营销模式受疫苗流通条例影响而进行调整，导致推广费和运费增加所致；管理费用率为 10.88%，比上年减少 2.41 个百分点；财务费用率为-1.09%，比上年减少 1.09 个百分点，主要系存款利息增加所致。总体上，财务指标保持稳定。
- **盈利预测和投资评级：** 公司作为国内自营规模最大的疫苗民营企业，核心在售产品刚需大且竞争格局优秀，在研产品线丰富，疫苗新政带来的流通领域整合使得公司产品营销模式趋向于直销模式，低开转高开有望继续提升疫苗产品毛利率和公司的净利润率，我们持续看好公司疫苗业务加速恢复的前景。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.59、0.73、0.87 元，

对应当前股价预计 2017-2019 年 PE 分别为 28.47、22.97、19.42 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：1) 疫苗领域流通整合不及预期，2) 在研产品研发进度低于预期，3) 疫苗出口销售不及预期，4) 疫苗安全突发事件风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1018	1401	1760	2117
增长率(%)	28%	38%	26%	20%
净利润（百万元）	425	574	712	842
增长率(%)	45%	35%	24%	18%
摊薄每股收益（元）	0.44	0.59	0.73	0.87
ROE(%)	11.86%	14.49%	16.04%	16.85%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：长生生物在售产品梳理

疫苗名称	用途	疫苗类型
冻干水痘减毒活疫苗	适合 12 月龄以上健康水痘易感者：1-12 岁儿童和 13 岁及 13 岁以上人群均可接种 2 剂。	二类疫苗
冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	适用于被狂犬或其他疯动物咬伤、抓伤或有接触狂犬病病毒危险的人员、林业从业人员、屠宰场工人等。每次人用剂量 0.5ml，5 支/人份。	二类疫苗
冻干甲型肝炎减毒活疫苗	用于 1 岁半以上的甲型肝炎易感者。每次人用剂量为 1.0ml，1 支/人份。	一类疫苗
流感病毒裂解疫苗	适用易感者及易发生相关并发症的人群，如儿童、老年人、体弱者、流感流行地区人员等。可用于 6 个月以上人群。6 个月至 3 岁儿童每次注射 0.25ml，2 支/人份；3 岁以上儿童、成人及老年人接种 0.5ml，1 支/人份。	二类疫苗
吸附无细胞百白破联合疫苗	适用 3 个月-6 周岁儿童，基础免疫共 3 针，自 3 月龄开始至 12 月龄，每针间隔 4-6 周，每次注射 0.5ML。加强免疫通常在基础免疫后 18-24 月龄内进行，注射剂量为 0.5ML。	一类疫苗
ACYW ₁₃₅ 群脑膜炎球菌多糖疫苗	适用 2 周岁以上儿童及高危人群使用，0.5ml，1 支/人份。	二类疫苗

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

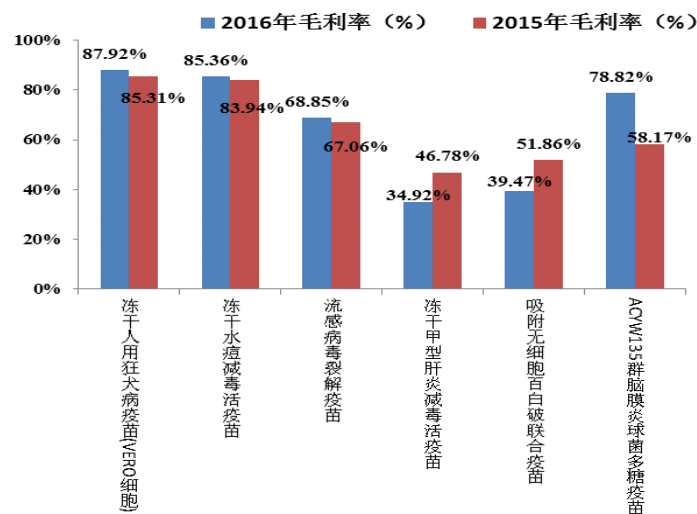
表 2：长生生物在研产品梳理

产品名称	功能主治	研发阶段
流感病毒裂解疫苗（四价）	用于预防本株病毒引起的流行性感	获得临床批件，截至公司年报披露日，成人型正在进行统计学分析，儿童型已送至中检院进行检定。
带状疱疹减毒活疫苗	用于预防带状疱疹	获得临床批件，截至公司年报披露日，正在开展二期临床并着手准备三期临床工

		作。
23 价肺炎球菌多糖疫苗	用于预防 23 株肺炎球菌引起的疾病	已申报临床
分离纯化无细胞百白破疫苗	用于预防百日咳、白喉、破伤风细菌引起的疾病	临床前研究
宫颈癌疫苗	用于预防宫颈癌	临床前研究
Hib+AC 群脑膜炎联合疫苗	用于预防肺炎、脑膜炎	临床前研究
黄热减毒活疫苗	用于预防黄热病	临床前研究
二倍体细胞狂犬疫苗	用于预防狂犬病	临床前研究
冻干甲型肝炎减毒活疫苗	用于预防甲型肝炎	该项目为工艺优化项目，后续不涉及临床试验
ACW ₁₃₅ Y 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	用于预防 ACYW ₁₃₅ 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎	临床前研究
冻干水痘减毒活疫苗（细胞工厂）	用于预防水痘	药审中心已经结束专业审评，正在进行综合审评（该项目为工艺优化项目，后续不涉及临床试验）
阿达木单克隆抗体	治疗类风湿性关节炎等	临床前研究
口服轮状病毒活疫苗	小儿轮状病毒腹泻的预防	临床前研究
新布尼亚病毒灭活疫苗	预防感染新布尼亚病毒	临床前研究
ACW ₁₃₅ Y 群流脑+Hib 结合疫苗	用于预防 ACYW ₁₃₅ 群脑膜炎球菌和 b 型流感嗜血杆菌引发的疾病	临床前研究
百白破+Hib 联合疫苗	用于预防百日咳、白喉、破伤风细菌和 b 型流感嗜血杆菌引起的疾病	临床前研究
寨卡疫苗	用于预防寨卡病毒引发的疾病	临床前研究

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

图 1：长生生物在售产品 2015、2016 年毛利率比较



资料来源：wind，国海证券研究所整理

表 3: 长生生物盈利预测表

证券代码:	002680.SZ				股价:	16.87	投资评级:	买入	日期:	2017-04-12
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	12%	14%	16%	17%	EPS	0.44	0.59	0.73	0.87	
毛利率	79%	81%	81%	80%	BVPS	3.68	4.07	4.55	5.12	
期间费率	33%	34%	34%	34%	估值					
销售净利率	42%	41%	40%	40%	P/E	38.49	28.47	22.97	19.42	
成长能力					P/B	4.59	4.15	3.71	3.29	
收入增长率	28%	38%	26%	20%	P/S	16.07	11.67	9.29	7.72	
利润增长率	45%	35%	24%	18%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.25	0.31	0.35	0.37	营业收入	1018	1401	1760	2117	
应收账款周转率	1.53	1.83	2.04	2.29	营业成本	213	268	341	422	
存货周转率	0.84	1.09	1.12	1.16	营业税金及附加	6	9	11	13	
偿债能力					销售费用	231	318	399	481	
资产负债率	11%	12%	12%	12%	管理费用	111	153	192	231	
流动比	7.90	7.71	7.57	7.55	财务费用	(11)	(2)	(1)	(1)	
速动比	7.31	7.19	7.03	6.98	其他费用/(-收入)	30	20	20	20	
					营业利润	498	675	838	992	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	4	3	3	3	
现金及现金等价物	412	417	454	621	利润总额	502	678	841	995	
应收款项	667	765	864	924	所得税费用	73	99	123	145	
存货净额	254	255	314	376	净利润	429	580	718	850	
其他流动资产	2032	2377	2722	3063	少数股东损益	4	5	6	7	
流动资产合计	3366	3813	4354	4984	归属于母公司净利润	425	574	712	842	
固定资产	459	433	410	389						
在建工程	31	31	31	31	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	51	51	58	64	经营活动现金流	297	242	330	506	
长期股权投资	0	30	60	90	净利润	429	580	718	850	
资产总计	4038	4489	5043	5689	少数股东权益	4	5	6	7	
短期借款	0	20	40	60	折旧摊销	32	51	48	47	
应付款项	124	161	205	254	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	52	64	80	97	营运资金变动	(168)	(492)	(563)	(528)	
其他流动负债	249	249	249	249	投资活动现金流	(1787)	(4)	(7)	(9)	
流动负债合计	426	495	575	660	资本支出	(43)	26	23	21	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	42	(30)	(30)	(30)	
其他长期负债	29	29	29	29	其他	(1786)	0	0	0	
长期负债合计	29	29	29	29	筹资活动现金流	1495	(177)	(224)	(269)	
负债合计	455	524	604	689	债务融资	(56)	20	20	20	
股本	969	969	969	969	权益融资	1	0	0	0	
股东权益	3583	3965	4439	5000	其它	1549	(197)	(244)	(289)	
负债和股东权益总计	4038	4489	5043	5689	现金净增加额	5	61	99	228	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【医药组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。