

2017年08月18日

# 长生生物 (002680.SZ)

## 公司快报

### 业绩大幅上升，在研产品丰富值得期待

#### 投资要点

- ◆ **事件：** 公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 6.30 亿元，同比上升 106.08%，实现归母净利润 2.64 亿元，同比上升 106.16%。
- ◆ **迅速适应行业变革，业绩大幅上升：** 分季度看，公司 2017 年第二季度单季实现营业收入 4.05 亿元，同比上升 181.73%，实现归母净利润 1.73 亿元，同比上升 157.52%。公司业绩出现大幅增长，一方面由于 2016 年受山东疫苗事件影响，2016 年同期公司业绩出现较大幅度的下滑，基数较小，而今年公司业绩水平已经迅速回暖恢复；另一方面，公司销售模式全部改为直销模式，销售给县疾控中心的价格高于销售给代理商的价格，导致公司营收和毛利率的大幅增长，其中毛利率达到 85.17%，同比上升 10.51PCT。期间费用方面，公司销售费用 1.83 亿元，同比上升 244.34%，销售费用率 29.04% (+11.66PCT)，公司销售费用大幅上升，主要由于销售模式的改变，取消代理商环节之后，公司需要自己进行产品的推广与销售；管理费用 6,695 万元，同比上升 70.57%，管理费用率 10.63% (-2.21PCT)，一方面由于研发费用同比上升 147.41%，另一方面存货报废及毁损高达 1,010 万元，同比上升 376.30%；财务费用-229 万元，同比下降 88.59%。在销售模式变革的背景，公司毛利率和期间费用都出现大幅增长，反应到净利率上，公司净利率 42.01% (+0.21PCT)，维持稳定的水平。我们认为山东疫苗事件影响已过，公司整体已经适应新版流通条例的规定，业绩恢复正常水平。
- ◆ **在售产品组合丰富，销售网络优势明显：** 公司是国内自营疫苗产品品类最为丰富的民营企业，也是国内少数可同时生产病毒及细菌疫苗的企业之一，目前在售的产品有一类苗 2 种（冻干甲型肝炎减毒活疫苗、吸附无细胞百白破联合疫苗）和二类苗 4 种（冻干水痘减毒活疫苗、冻干人用狂犬疫苗（Vero 细胞）、流行性感冒裂解疫苗、ACYW 135 群脑膜炎球菌多糖疫苗）。其中狂犬病疫苗是公司的一大主要产品，其刚性需求保证了公司抵抗行业风险的能力；水痘疫苗是公司另一大主要产品，未来我国水痘疫苗接种可能向“一针变两针”过渡，而公司是目前唯一一家获得 1-12 岁两针水痘疫苗批件的企业，有望直接受益。同时，公司通过 20 多年的积累，已经形成了覆盖除西藏和港澳台地区外所有省份、自治区及直销市的销售网络，并在印度、柬埔寨、尼日利亚、埃及、白俄罗斯等欧洲、南美洲、非洲及东南亚和中东地区十多个国家地区实现销售，销售网络分布广泛，优势明显。
- ◆ **在研产品丰富，未来想象空间大：** 公司在研产品丰富，其中四价流感疫苗成人型已申报生产，儿童型已送至中检院进行检定，预计明年能够上市，有望逐步替代市场上现有的三价流感疫苗；带状疱疹减毒活疫苗正在开展Ⅲ期临床试验，预计未来 2-3 年有望为公司贡献业绩；23 价肺炎球菌多糖疫苗已申报临床。2016 年 5 月，公司全资子公司长春长生与日本 GTS 公司签订签署了关于合作开发阿达木单抗生物仿制药的《主协议》，GTS 公司同意将阿达木单抗生物仿制药在中国大陆（不包括香港、澳门、台湾）市场开发的许可权独家转让给长春长生，公司开始切入单抗领域，未来发展动力十足。同时，今年 5 月，公司与中科院微生物所签订《关于

医药 | 生物医药 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	16 元
股价(2017-08-17)	14.40 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	14,021.14
流通市值 (百万元)	4,723.84
总股本 (百万股)	973.69
流通股本 (百万股)	328.04
12 个月价格区间	12.14/21.69 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.6	-23.01	-27.08
绝对收益	6.67	-13.94	-24.38

#### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20377088

#### 报告联系人

郑巧  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20377052

#### 相关报告

长生生物：业绩复苏迅速，狂犬疫苗出口有望放量 2017-04-05

研发新型寨卡疫苗技术转让意向书》，公司受让微生物所新型寨卡灭活疫苗制备专有技术，全球有 30 多家机构正在进行寨卡病毒疫苗的研发，并有多个产品已经进入 I 期临床，但国内尚无进入临床试验的企业。总体来说，公司在研产品丰富，未来业绩增长点较多。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.53、0.67 和 0.79 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 16 元，相当于 2017 年 30 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**研发不达预期，行业政策风险，竞争加剧。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	795.5	1,017.9	1,322.1	1,604.3	1,879.6
同比增长(%)	643.9%	28.0%	29.9%	21.4%	17.2%
营业利润(百万元)	344.0	497.8	613.6	769.6	911.3
同比增长(%)	2130.7%	44.7%	23.3%	25.4%	18.4%
净利润(百万元)	293.1	424.9	517.6	652.5	771.6
同比增长(%)	1966.3%	45.0%	21.8%	26.1%	18.3%
每股收益(元)	0.30	0.44	0.53	0.67	0.79
PE	51.8	35.7	29.4	23.4	19.7
PB	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	795.5	1,017.9	1,322.1	1,604.3	1,879.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	177.7	213.2	224.9	280.8	328.9	营业收入增长率	643.9%	28.0%	29.9%	21.4%	17.2%
营业税费	3.1	6.3	9.8	9.4	12.2	营业利润增长率	2130.7	44.7%	23.3%	25.4%	18.4%
销售费用	140.6	230.9	277.6	344.9	404.1	净利润增长率	1966.3	45.0%	21.8%	26.1%	18.3%
管理费用	105.7	110.7	204.0	211.7	247.5	EBITDA 增长率	2046.9	39.9%	23.2%	23.8%	17.5%
财务费用	0.0	-11.1	-5.3	-9.4	-12.7	EBIT 增长率	4803.3	41.5%	25.0%	25.0%	18.2%
资产减值损失	24.6	-4.7	7.4	9.1	3.9	NOPLAT 增长率	4931.8	42.6%	23.3%	25.8%	18.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	108.9%	214.8%	-15.2%	-7.1%	-8.2%
投资和汇兑收益	0.2	25.2	9.9	11.8	15.6	净资产增长率	362.5%	9.0%	7.2%	7.5%	7.9%
<b>营业利润</b>	344.0	497.8	613.6	769.6	911.3	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	1.9	3.9	2.5	2.8	3.1	毛利率	77.7%	79.1%	83.0%	82.5%	82.5%
<b>利润总额</b>	345.9	501.8	616.2	772.4	914.4	营业利润率	43.2%	48.9%	46.4%	48.0%	48.5%
减:所得税	52.8	73.2	97.1	117.4	138.8	净利润率	36.8%	41.7%	39.1%	40.7%	41.0%
<b>净利润</b>	293.1	424.9	517.6	652.5	771.6	EBITDA/营业收入	46.6%	51.0%	48.4%	49.3%	49.5%
						EBIT/营业收入	43.2%	47.8%	46.0%	47.4%	47.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	11.0%	11.3%	4.2%	11.3%	15.5%
货币资金	2,259.1	411.9	1,173.0	1,633.0	2,153.6	负债权益比	12.4%	12.7%	4.4%	12.7%	18.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	8.21	7.90	23.60	8.17	5.96
应收帐款	472.6	667.3	985.3	1,064.7	814.9	速动比率	7.47	7.31	20.99	7.35	5.43
应收票据	1.7	-	132.2	19.3	85.1	利息保障倍数	49,936.	-44.01	-114.23	-80.63	-70.62
预付帐款	27.2	20.9	14.0	28.8	26.0	<b>营运能力</b>					
存货	274.2	254.4	376.5	406.5	415.8	固定资产周转天数	122	156	122	95	77
其他流动资产	18.2	2,011.4	726.0	918.5	1,218.6	流动营业资本周转天数	184	532	629	452	355
可供出售金融资产	57.5	-	-	-	-	流动资产周转天数	836	1,135	922	839	841
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	116	202	225	230	180
长期股权投资	42.3	-	-	-	-	存货周转天数	109	93	86	88	79
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,013	1,367	1,095	972	950
固定资产	423.8	459.0	435.3	411.6	387.8	投资资本周转天数	329	720	778	568	448
在建工程	22.8	30.6	30.6	30.6	30.6	<b>费用率</b>					
无形资产	51.5	50.6	43.3	36.0	28.7	销售费用率	17.7%	22.7%	21.0%	21.5%	21.5%
其他非流动资产	43.7	131.6	91.2	104.6	109.0	管理费用率	13.3%	10.9%	15.4%	13.2%	13.2%
<b>资产总额</b>	3,694.6	4,037.7	4,007.3	4,653.6	5,270.3	财务费用率	0.0%	-1.1%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
短期债务	50.0	-	-	-	-	三费/营业收入	31.0%	32.5%	36.0%	34.1%	34.0%
应付帐款	228.6	277.6	28.5	355.2	585.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	42.0	18.1	28.7	35.3	ROE	8.9%	11.9%	13.5%	15.9%	17.4%
其他流动负债	93.2	106.3	97.8	114.4	169.9	ROA	7.9%	10.6%	13.0%	14.1%	14.7%
长期借款	5.5	-	-	-	-	ROIC	62.0%	42.3%	16.6%	24.6%	31.3%
其他非流动负债	30.4	29.3	23.2	27.6	26.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	407.7	455.1	167.6	525.9	817.8	DPS(元)	0.15	0.30	0.27	0.38	0.46
少数股东权益	1.3	17.5	19.1	21.6	25.6	分红比率	49.6%	68.4%	50.6%	56.2%	58.4%
股本	484.7	969.4	973.7	973.7	973.7	股息收益率	1.0%	1.9%	1.7%	2.4%	3.0%
留存收益	2,800.9	2,595.7	2,846.9	3,132.4	3,453.1						
<b>股东权益</b>	3,286.9	3,582.6	3,839.6	4,127.7	4,452.4						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.30	0.44	0.53	0.67	0.79
净利润	293.1	424.9	517.6	652.5	771.6	BVPS(元)	3.39	3.68	3.92	4.22	4.55
加:折旧和摊销	27.0	32.1	31.0	31.0	31.0	PE(X)	51.8	35.7	29.4	23.4	19.7
资产减值准备	24.6	-4.7	-	-	-	PB(X)	4.6	4.3	4.0	3.7	3.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-92.8	-8.7	15.5	18.2	15.7
财务费用	-0.1	-10.5	-5.3	-9.4	-12.7	P/S	19.1	14.9	11.5	9.5	8.1
投资损失	-0.2	-25.2	-9.9	-11.8	-15.6	EV/EBITDA	14.2	28.3	22.0	17.2	14.0
少数股东损益	0.0	3.7	1.5	2.5	4.0	CAGR(%)	30.7%	21.9%	232.0%	30.7%	21.9%
营运资金的变动	-157.3	-123.7	479.1	140.5	165.0	PEG	1.7	1.6	0.1	0.8	0.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	187.1	296.5	1,014.0	805.3	943.2	ROIC/WACC	5.9	4.0	1.6	2.3	3.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	107.3	-1,786.9	9.3	12.2	15.6						
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,513.5	-200.7	-262.3	-357.5	-438.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn