

# 生长激素快速放量叠加房地产板块结算，推动公司业绩增速高达 74%

买入（维持）

2019 年 04 月 18 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,375	7,262	9,545	12,377
同比（%）	31.0%	35.1%	31.4%	29.7%
归母净利润（百万元）	1,006	1,428	1,950	2,583
同比（%）	52.1%	41.8%	36.6%	32.5%
每股收益（元/股）	5.92	8.39	11.46	15.18
P/E（倍）	52.31	36.88	27.00	20.38

## 投资要点

■ **事件**：公司发布 2019 年一季报：实现收入 17.75 亿元，同比增长 72.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元，同比增长 73.67%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.58 亿元，同比增长 96.93%，超预期。

■ **消费升级叠加公司长期市场教育推动生长激素快速放量，拉动公司药品板块快速增长**：2019Q1，公司医药板块收入增速为 44.16%，净利润增速为 62.15%。由于 2018Q1 公司收入与扣非净利润均由医药板块贡献，根据测算 2019Q1 药品板块收入与净利润分别为 14.88 亿元和 2.95 亿元。我们认为，公司药品板块的快速增长主要得益于生长激素的快速放量。

■ **房地产板块结算增厚公司业绩，拉动公司业绩增速超预期**：2018Q1，公司房地产板块未实现结算，对公司净利润与收入的贡献均为 0。2019Q1，考虑公司医药板块收入与净利润，刨去非经常性收益的影响，我们测算房地产板块收入与净利润分别为 2.87 亿元和约 6300 万元。房地产板块结算较大幅度增厚了公司的业绩，拉动公司业绩增速超预期。

■ **从批签发量看疫苗板块一季度业绩增速或将放缓，长期增长仍然向好**：疫苗板块百克生物 2019 年截止 4 月 1 日，公司水痘疫苗批签发实现 51 万支，相较于 2018 年一季度的 139 万支有所下滑。由于批签发进度较慢，通过草根调研，我们认为水痘疫苗供不应求现象明显。随着接下来水痘疫苗批签发的完成，销售水到渠成。考虑终端市场“一针改两针”带来的行业增长（我们推算增速有望超过 25%），叠加长生生物产品退市带来的市场空缺，公司作为水痘疫苗的龙头企业（2018 年市占率在 36%），全年仍有望实现快速增长。

■ **盈利预测与投资评级**：在不考虑金赛药业 30% 股权并表的情况下，我们预计 2019-2021 年公司实现归属母公司净利润为 14.28 亿元、19.50 亿元和 25.83 亿元，同比增长 41.8%、36.6% 和 32.5%；对应 EPS 分别为 8.39 元、11.46 元和 15.18 元，我们判断金赛在渠道下沉和新品占比逐渐上升等因素的驱动下能够保持高速增长，持续为公司贡献利润；百克生物在“疫苗事件”之后逐渐恢复国内销售，同时迈丰生物生产工艺调整完毕，有望走出亏损，为公司贡献利润。因此，我们维持“买入”评级。

■ **风险提示**：行业变动风险、产品推广销售不达预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	309.51
一年最低/最高价	150.18/324.90
市净率(倍)	9.53
流通 A 股市值(百万元)	52619.13

## 基础数据

每股净资产(元)	32.47
资产负债率(%)	35.22
总股本(百万股)	170.11
流通 A 股(百万股)	170.01

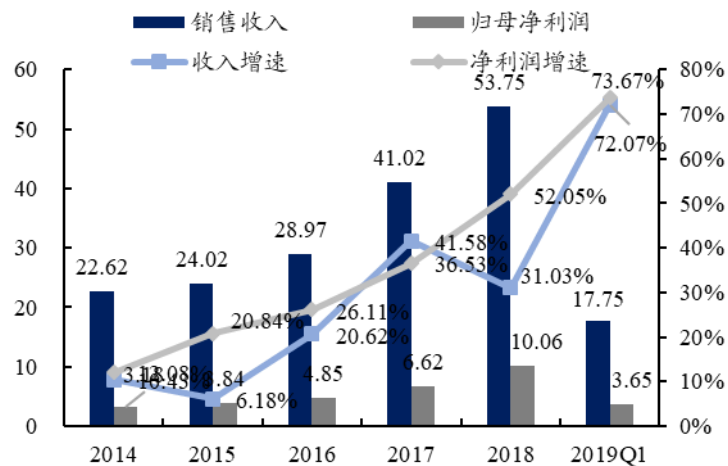
## 相关研究

- 1、《长春高新（000661）：一季度业绩维持快速增长，生长激素放量为主要动力》2019-03-26
- 2、《长春高新（000661）：业绩维持快速增长，金赛药业股权回归总公司可期，未来公司利润有望大幅增厚》2019-03-07
- 3、《长春高新（000661）：生长激素放量，疫苗板块向好，公司进入高速增长期》2018-11-28

## 1. 公司发布 2019 年一季报：业绩增速 73.67%超预期

公司发布 2019 年一季报：实现收入 17.75 亿元，同比增长 72.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元，同比增长 73.67%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.58 亿元，同比增长 96.93%，超预期。

图 1：长春高新营业收入及净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 2. 我们的观点：核心产品生长激素仍然实现快速增长，房地产板块结算为业绩增长贡献增量，公司未来成长可期

### 2.1. 消费升级叠加公司长期市场教育推动生长激素快速放量，拉动公司药品板块快速增长。

2019Q1，公司医药板块收入增速为 44.16%，净利润增速为 62.15%。由于 2018Q1 公司收入与扣非净利润均由医药板块贡献，根据测算 2019Q1 药品板块收入与净利润分别为 14.88 亿元和 2.95 亿元。我们认为，公司药品板块的快速增长主要得益于生长激素的快速放量。生长激素快速增长的原因我们认为主要为：1) 需求端方面—消费升级带来生长激素放量，儿科新患数大幅增加，推动了公司的业绩增长。随着分级诊疗政策的推进生长激素向基层市场下沉，同时处方外流带来药店销售额的增加；2) 供应端—公司加大学术推广力度，市场营销方面拓展多渠道，提升生长激素的渗透率。新产品的长效生长激素是公司未来销售推广的重点产品，在 2018 年开始贡献利润增量。随着公司进一步的渠道下沉及销售队伍的扩张，我们预计生长激素的销售收入将维持 50% 以上的快速增长，全年增长可期。

### 2.2. 房地产板块结算增厚公司业绩，拉动公司业绩增速超预期

2018Q1, 公司房地产板块未实现结算, 对公司净利润与收入的贡献都为 0。2019Q1, 考虑公司医药板块收入与净利润, 刨去非经常性收益的影响, 我们测算房地产板块收入与净利润分别为 2.87 亿元和约 6300 万元。房地产板块结算较大幅度增厚了公司的业绩, 拉动公司业绩增速超预期。

### 2.3. 从批签发量看疫苗板块一季度业绩增速或将放缓, 长期增长仍然向好

疫苗板块百克生物 2019 年截止 4 月 1 日, 公司水痘疫苗批签发实现 51 万支, 相较于 2018 年一季度的 139 万支有所下滑。全市场水痘疫苗 2018 年一季度批签发数量为 502 万支, 2019 年则为 226 万支, 批签发进度趋缓, 我们认为主要为“疫苗事件”趋势批签发更加严格导致。

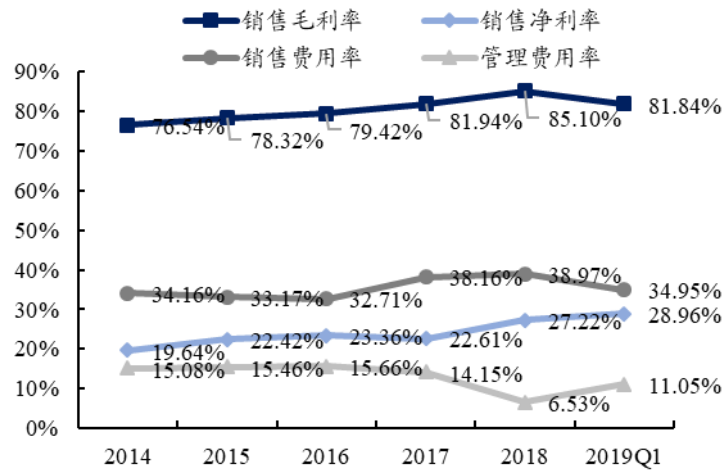
由于批签发进度较慢, 通过草根调研, 我们认为水痘疫苗供不应求现象明显。随着接下来水痘疫苗批签发的完成, 销售水到渠成。考虑终端市场“一针改两针”带来的行业增长(我们推算增速有望超过 25%), 叠加长生生物产品退市带来的市场空缺, 公司作为水痘疫苗的龙头企业(2018 年市占率在 36%), 全年仍有望实现快速增长。

### 2.4. 房地产结算带来毛利率下滑, 扣非净利润率有所上升, 公司整体经营效率提升

公司毛利率从 2018Q1 的 89.37% 下滑至 2019Q1 的 81.84%, 毛利率的下滑主要为公司房地产业务结算带来, 房地产业务的毛利率较低, 拉动公司整体毛利率的下滑。同时, 由于非经常收益出现下滑, 使得公司净利率出现下滑, 从 2018Q1 的 30.41% 下滑至 28.96%, 不考虑这部分影响, 公司扣非净利润率从 2018Q1 的 17.63% 上升到了 20.17%。

2019 年一季度, 公司销售费用率为 34.95%, 管理费用率为 11.05% (叠加研发费用), 相较于 2018Q1 分别下滑了 3.21 和 3.48 个百分点。公司销售费用率及管理费用率相较于 2018Q1 均出现下滑, 我们认为公司主要原因为公司整体经营效率提升明显。随着公司效率的提升, 未来经营继续向好。

图 2：长春高新毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率变化情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与评级

在不考虑金赛药业 30% 股权并表的情况下，我们预计 2019-2021 年公司实现归属母公司净利润为 14.28 亿元、19.50 亿元和 25.83 亿元，同比增长 41.8%、36.6% 和 32.5%；对应 EPS 分别为 8.39 元、11.46 元和 15.18 元，我们判断金赛在渠道下沉和新品占比逐渐上升等因素的驱动下能够保持高速增长，持续为公司贡献利润；百克生物在“疫苗事件”之后逐渐恢复国内销售，同时迈丰生物生产工艺调整完毕，有望走出亏损，为公司贡献利润。因此，我们维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

行业变动风险、产品推广销售不达预期。

长春高新三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>6,536</b>	<b>9,390</b>	<b>11,158</b>	<b>14,443</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,375</b>	<b>7,262</b>	<b>9,545</b>	<b>12,377</b>
现金	1,868	3,193	4,197	5,443	减:营业成本	801	1,022	1,317	1,673
应收账款	717	978	1,251	1,639	营业税金及附加	99	211	257	308
存货	1,833	2,856	3,184	4,492	营业费用	2,095	2,676	3,440	4,451
其他流动资产	2,117	2,362	2,526	2,870	管理费用	351	951	1,250	1,621
<b>非流动资产</b>	<b>2,877</b>	<b>3,507</b>	<b>4,226</b>	<b>5,053</b>	财务费用	-32	-5	-15	-58
长期股权投资	69	64	60	57	资产减值损失	16	0	0	0
固定资产	1,191	1,740	2,348	3,046	加:投资净收益	65	32	41	48
在建工程	537	597	684	786	其他收益	0	0	0	0
无形资产	381	408	441	471	<b>营业利润</b>	<b>1,806</b>	<b>2,439</b>	<b>3,337</b>	<b>4,429</b>
其他非流动资产	699	696	694	694	加:营业外净收支	-73	-14	-25	-33
<b>资产总计</b>	<b>9,413</b>	<b>12,897</b>	<b>15,385</b>	<b>19,496</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,733</b>	<b>2,424</b>	<b>3,312</b>	<b>4,396</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,914</b>	<b>4,514</b>	<b>4,377</b>	<b>4,956</b>	减:所得税费用	270	408	552	727
短期借款	255	1,156	788	475	少数股东损益	456	589	810	1,086
应付账款	187	347	341	534	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,428</b>	<b>1,950</b>	<b>2,583</b>
其他流动负债	2,472	3,011	3,248	3,947	EBIT	1,693	2,392	3,260	4,290
<b>非流动负债</b>	<b>173</b>	<b>176</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	EBITDA	1,800	2,523	3,446	4,537
长期借款	12	15	16	16					
其他非流动负债	161	161	161	161	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,087</b>	<b>4,690</b>	<b>4,555</b>	<b>5,133</b>	每股收益(元)	5.92	8.39	11.46	15.18
少数股东权益	1,031	1,620	2,430	3,516	每股净资产(元)	31.13	38.72	49.38	63.77
归属母公司股东权益	5,295	6,586	8,400	10,847	发行在外股份(百万股)	170	170	170	170
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,413</b>	<b>12,897</b>	<b>15,385</b>	<b>19,496</b>	ROIC(%)	25.0%	25.1%	29.0%	31.1%
					ROE(%)	23.1%	24.6%	25.5%	25.5%
					毛利率(%)	85.1%	85.9%	86.2%	86.5%
					销售净利率(%)	18.7%	19.7%	20.4%	20.9%
					资产负债率(%)	32.8%	36.4%	29.6%	26.3%
					收入增长率(%)	31.0%	35.1%	31.4%	29.7%
					净利润增长率(%)	52.1%	41.8%	36.6%	32.5%
					P/E	52.31	36.88	27.00	20.38
					P/B	9.94	7.99	6.27	4.85
					EV/EBITDA	29.02	20.77	15.05	11.33

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

