

# 鼻喷流感疫苗获得药品批件，为公司增长增添新动力

买入（维持）

2020年02月28日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 李颖睿

执业证号：S0600519090002  
021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,375	7,366	9,576	12,418
同比（%）	31.0%	37.0%	30.0%	29.7%
归母净利润（百万元）	1,006	1,684	2,657	3,506
同比（%）	52.1%	67.4%	57.7%	31.9%
每股收益（元/股）	4.97	8.32	13.13	17.32
P/E（倍）	97.31	58.15	36.86	27.94

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	484.00
一年最低/最高价	248.00/526.00
市净率(倍)	15.27
流通 A 股市值(百万元)	82285.81

## 基础数据

每股净资产(元)	31.69
资产负债率(%)	30.86
总股本(百万股)	202.36
流通 A 股(百万股)	170.01

## 相关研究

- 1、《长春高新（000661）：生长激素快速放量，公司业绩增速48%超预期》2019-10-24
- 2、《长春高新（000661）：受疫苗板块拖累业绩增速略低于预期，金赛药业仍然维持快速增长》2019-08-13
- 3、《长春高新（000661）：56亿收购金赛药业少数股东权益，盈利能力进一步提升》2019-06-07

■ **公司鼻喷流感疫苗获得药品批件：**根据 Insight 数据显示，长春高新子公司百克生物的药品鼻喷冻干流感减毒活疫苗（注册受理号：CXSS1700035 吉）于 2020 年 2 月 26 日获得 NMPA 签发的药品批件。

■ **我国流感疫情近年来趋于严重，流感疫苗将作为预防流感的重要手段：**我国的流感疫情近年来呈严重趋势，2019 年发病人数达 351 万人，同比增长 357%。我们认为，流感疫苗是预防流感最有效的手段。我国流感疫苗呈现增长态势。从批签发数据可以看出，2019 年我国流感疫苗批签发数量达 3078 万支，同比增长 60%。

■ **公司新产品鼻喷流感疫苗市场空间广阔，有望成为公司新的业绩增长点：**目前国际市场上已上市销售的鼻喷流感疫苗为阿斯利康的 FluMist。其于 2014 年达到销售峰值，全球销售额达 2.95 亿美元。长春高新的鼻喷流感疫苗，由于剂型有优势，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。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。考虑到公司流感疫苗的剂型优势，我们假设公司的鼻喷流感疫苗市占率达到 10%，对应销量可以达到 300 万支。考虑现在四价流感疫苗的定价，我们估计鼻喷流感疫苗售价 150 元，则对应公司销售收入增量为 4.5 亿元。

■ **生长激素维持高增长：**根据草根调研，我们认为我国生长激素整体增速较快，增速超过 35%，其中金赛药业增速行业领先。我们认为金赛药业 2019 年的增速或超过 45%。2020 年一季度由于疫情原因，公司产品销量或受到负面影响。但我们认为其主要影响的为新入组患者，对已经持续用药的患者影响有限，且考虑生长激素的旺季主要在下半年，我们认为今年金赛药业收入增速仍有望维持在 30% 以上。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年公司实现归属母公司净利润为 16.84 亿元、26.57 亿元和 35.06 亿元，同比增长 67.4%、57.7% 和 31.9%；对应 EPS 分别为 8.32 元、13.13 元和 17.32 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”之后逐渐恢复销售。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。

## 1. 事件：公司鼻喷流感疫苗获得药品批件

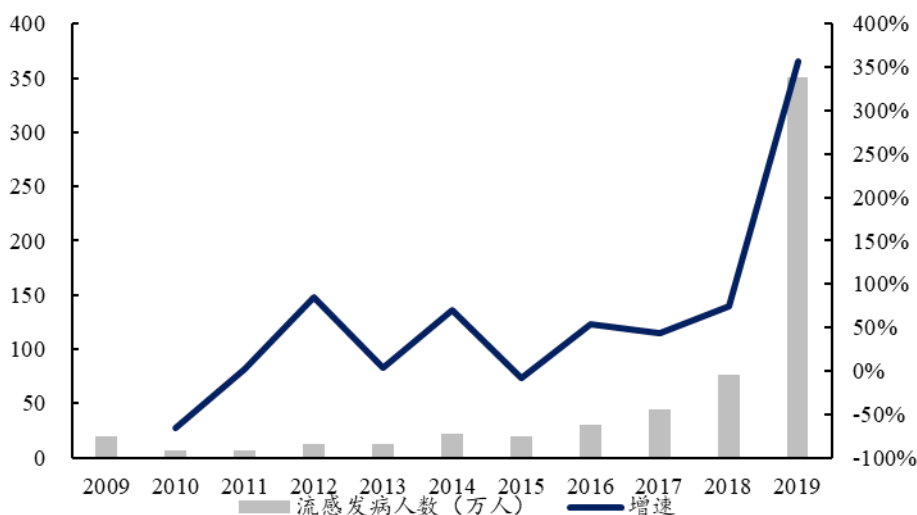
根据 Insight 数据显示，长春高新子公司百克生物的药品鼻喷冻干流感减毒活疫苗（注册受理号：CXSS1700035 吉）于 2020 年 2 月 26 日获得 NMPA 签发的药品批件。

## 2. 我们的观点：鼻喷流感疫苗获批上市，公司新增业绩增长点

### 2.1. 我国流感疫情近年来趋于严重，流感疫苗将作为预防流感的重要手段

据世界卫生组织报告，流感每年可导致 5%-10% 的成人和 20%-30% 的儿童发病。而我国的流感疫情近年来呈严重趋势，2019 年发病人数达 351 万人，同比增长 357%。我们认为，流感疫苗是预防流感最有效的手段。

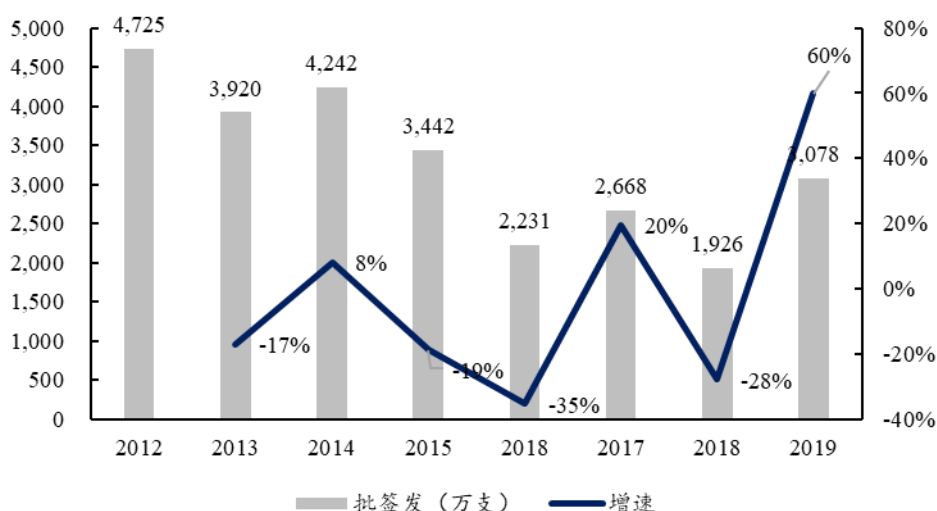
图 1：我国流感发病人数成上升趋势



数据来源：Wind、东吴证券研究所

居民健康意识的提升及近年来流感疫情较为严重，我国流感疫苗呈现增长态势。从批签发数据可以看出，2019 年我国流感疫苗批签发数量达 3078 万支，同比增长 60%。根据我们在北京地区社区卫生服务中心的草根调研来看，流感疫苗供不应求明显，市场空间仍然较大。

图 2：我国流感疫苗批签发数量情况

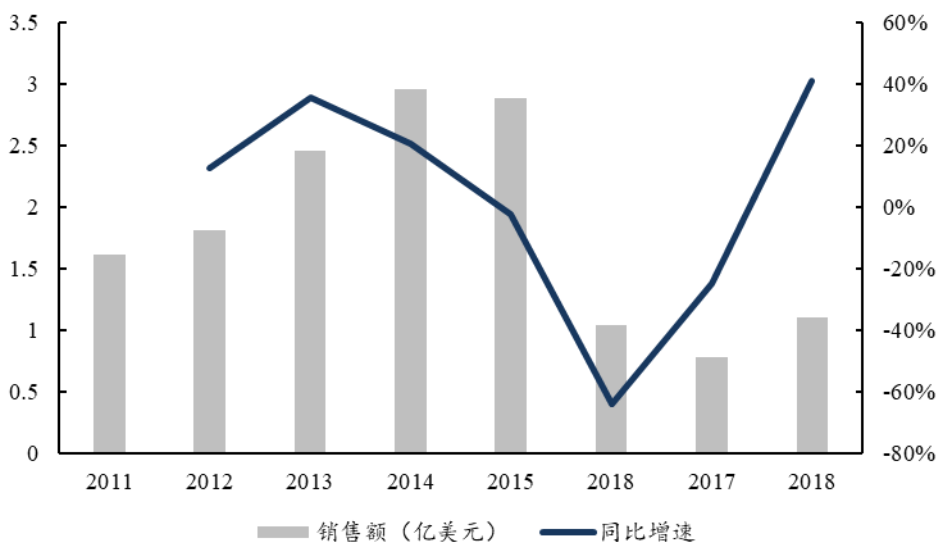


数据来源: Wind、东吴证券研究所

## 2.2. 公司新产品鼻喷流感疫苗市场空间广阔, 有望成为公司新的业绩增长点

目前国际市场上已上市销售的鼻喷流感疫苗为阿斯利康的 FluMist。其于于 2014 年达到销售峰值, 全球销售额达 2.95 亿美元。之后由于有研究表示其有效率为 46%, 低于注射类疫苗的 65%, 导致销量下滑。

图 3: 阿斯利康的 FluMist 销售额变化情况



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

长春高新的鼻喷流感疫苗, 由于剂型有优势, 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。

国际上流感疫苗分灭活疫苗和减毒活疫苗两大类。目前共有 15 家疫苗厂商的流感疫苗供应国内市场, 均为灭活疫苗, 一般采用肌肉注射方式。公司的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。

考虑到公司流感疫苗的剂型优势，我们假设公司的鼻喷流感疫苗市占率达到 10%，对应销量可以达到 300 万支。考虑现在四价流感疫苗的定价，我们估计鼻喷流感疫苗售价 150 元，则对应公司销售收入增量为 4.5 亿元。

### 2.3. 公司现有产品增速稳定

根据草根调研，我们认为我国生长激素整体增速较快，增速超过 35%，其中金赛药业增速行业领先。我们认为金赛药业 2019 年的增速或超过 45%，公司的快速增长主要由生长激素的快速放量推动。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，提升市场份额，全国市场份额增长 3%。

2020 年一季度由于疫情原因，公司产品销量或受到负面影响。但我们认为其主要影响的为新入组患者，对已经持续用药的患者影响有限，且考虑生长激素的旺季主要在下半年，我们认为今年金赛药业收入增速仍有望维持在 30% 以上。

## 3. 盈利预测与评级

我们预计 2019-2021 年公司实现归属母公司净利润为 16.84 亿元、26.57 亿元和 35.06 亿元，同比增长 67.4%、57.7% 和 31.9%；对应 EPS 分别为 8.32 元、13.13 元和 17.32 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”之后逐渐恢复销售。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>9,546</b>	<b>11,953</b>	<b>16,916</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,375</b>	<b>7,366</b>	<b>9,576</b>	<b>12,418</b>
现金	1,868	3,239	5,070	7,796	减:营业成本	801	1,037	1,321	1,679
应收账款	717	1,002	1,234	1,666	营业税金及附加	99	214	258	309
存货	1,833	2,924	3,137	4,565	营业费用	2,095	2,320	2,298	2,980
其他流动资产	2,117	2,381	2,513	2,890	管理费用	351	965	1,255	1,627
<b>非流动资产</b>	<b>2,877</b>	<b>3,545</b>	<b>4,236</b>	<b>5,065</b>	财务费用	-32	-13	-53	-129
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	1,770	2,357	3,057	加:投资净收益	65	32	41	48
在建工程	537	606	685	787	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>2,875</b>	<b>4,538</b>	<b>6,000</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>13,091</b>	<b>16,189</b>	<b>21,981</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,733</b>	<b>2,861</b>	<b>4,513</b>	<b>5,967</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,914</b>	<b>4,313</b>	<b>3,811</b>	<b>4,785</b>	减:所得税费用	270	481	752	987
短期借款	255	909	255	255	少数股东损益	456	695	1,104	1,474
应付账款	187	355	335	542	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,684</b>	<b>2,657</b>	<b>3,506</b>
其他流动负债	2,472	3,049	3,221	3,988	EBIT	1,693	2,820	4,424	5,790
<b>非流动负债</b>	<b>173</b>	<b>177</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	EBITDA	1,800	2,952	4,612	6,037
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>4,490</b>	<b>3,989</b>	<b>4,963</b>	每股收益(元)	4.97	8.32	13.13	17.32
少数股东权益	1,031	1,726	2,830	4,304	每股净资产(元)	26.17	33.98	46.31	62.83
归属母公司股东权益	5,295	6,876	9,371	12,715	发行在外股份(百万股)	170	202	202	202
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,413</b>	<b>13,091</b>	<b>16,189</b>	<b>21,981</b>	ROIC(%)	25.0%	29.4%	37.6%	36.7%
					ROE(%)	23.1%	27.7%	30.8%	29.3%
					毛利率(%)	85.1%	85.9%	86.2%	86.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	18.7%	22.9%	27.7%	28.2%
经营活动现金流	884	1,570	3,429	3,787	资产负债率(%)	32.8%	34.3%	24.6%	22.6%
投资活动现金流	-254	-769	-837	-1,029	收入增长率(%)	31.0%	37.0%	30.0%	29.7%
筹资活动现金流	-159	570	-761	-32	净利润增长率(%)	52.1%	67.4%	57.7%	31.9%
现金净增加额	473	1,371	1,831	2,726	P/E	97.31	58.15	36.86	27.94
折旧和摊销	107	133	187	248	P/B	18.50	14.24	10.45	7.70
资本开支	686	673	695	832	EV/EBITDA	54.19	33.03	20.85	15.72
营运资本变动	-658	-897	-426	-1,264					

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>

