

2020年07月07日

长春高新 (000661.SZ)

## 生长激素与疫苗恢复高增长，20H1 公司业绩超市场预期

■事件：长春高新发布 2020 年中报预告，预计实现归母净利润 12.35-13.81 亿元，同比增长 70%-90%；据此测算，预计公司 20Q2 实现归母净利润 6.93-8.38 亿元，同比增长 92%-132%；业绩大超市场预期。

■疫情后生长激素销售恢复明显，金赛药业业绩持续高增长。根据公司公告，公司 20H1 归母净利润实现同比大幅增长，主要是受益于控股骨干医药企业收入增长；同时公司于 2019 年 11 月完成对金赛药业 29.5% 少数股东股权的收购，进一步增厚表观利润增速。根据公司公告，预计金赛药业 20H1 营收增速接近 30%，利润增速超过 40%，其中 20Q2 单季度营收与利润增速预计分别达到 50% 和 65%。金赛药业 20Q2 单季度业绩增速较快，预计主要与疫情后生长激素销售快速恢复、季度间收入确认节奏差异等因素有关。利润端增速显著快于收入端，则预计主要与疫情期间线下销售推广活动和临床试验基本暂停、费用端有所压缩有关。考虑到我国生长激素渗透率依旧较低，预计 2020 年公司生长激素销售增速有望仍维持在 30% 以上；此外促卵泡激素新适应症获批带来增量，预计 2020 年仍将维持高增长。

■水痘疫苗销售维持稳健增长，鼻喷流感疫苗有望贡献业绩弹性。根据公司公告，预计百克生物 20H1 营收与利润增速接近 50%，其中 20Q2 单季度营收与利润增速预计超过 60%。根据中检院披露数据，20H1 百克生物水痘疫苗批签发 455 万支，由于水痘疫苗行业供给紧张，预计实际销量与批签发量接近。百克生物水痘疫苗 20Q2 销量快速增长，预计主要与疫情后疫苗补种带来销量反弹、去年同期业绩基数较低（行业事件及厂区搬迁影响批签发）有关。此外，百克生物鼻喷流感疫苗于 2020 年 2 月获批上市，根据 III 期临床信息，预计接种范围为 3-17 岁人群，能够有效覆盖幼儿园及小学生这一流感疫苗核心接种人群。目前我国流感疫情已经连续三年高发，民众的流感疫苗接种意识不断强化；而本次新冠肺炎疫情有望进一步加强民众及政府部门对流感疫苗接种的关注度，从而使我国 2020-2021 流感季的流感疫苗市场需求大幅提升，百克生物鼻喷流感疫苗有望充分享受市场扩容带来的红利，为公司带来明显业绩弹性。

■中成药业务短期下滑，房地产业务有望贡献稳定现金流。中成药业务方面，受疫情影响，预计华康药业 20H1 业绩仍处于同比下滑状态，

## 公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 **买入-A**

维持评级

股价 (2020-07-07) **447.93 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	181,286.36
流通市值 (百万元)	152,309.48
总股本 (百万股)	404.72
流通股本 (百万股)	340.03
12 个月价格区间	319.94/680.39 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.59	36.1	128.96
绝对收益	31.87	61.67	161.46

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

齐震

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090003  
qizhen@essence.com.cn

### 相关报告

- 长春高新：20Q1 业绩符合市场预期，鼻喷流感疫苗值得期待/马帅 2020-04-22
- 长春高新：2019 年业绩超预期，鼻喷流感疫苗值得期待/马帅 2020-03-27
- 长春高新：鼻喷流感疫苗获批上市，有望享受流感疫苗市场扩容红利/马帅 2020-03-02
- 长春高新：2019 年业绩预告大超预期，制药业务驱动未来高增长/马帅 2020-01-02
- 长春高新：金赛换股获证监会批复，金赛药业有望年内并表/马帅 2019-11-07

但由于利润体量较小，对公司整体业绩影响不大。房地产业务方面，预计高新地产 20H1 贡献净利润在 1 亿元以下；但从全年维度来看，君园项目示范区及样板间建设完成，旧改项目海容广场写字楼工程建设顺利，产品推广全面展开，未来有望为公司提供稳定现金流。

■**投资建议：**买入-A 投资评级。预计公司 2020 年-2022 年的收入增速分别为 28.7%、28.9%、24.3%，净利润增速分别为 61.7%、32.3%、27.8%，成长性突出；给予买入-A 投资评级。

■**风险提示：**生长激素市场推广不及预期，核心产品降价风险，新药研发不及预期等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,375.0	7,373.7	9,489.2	12,236.2	15,205.5
净利润	1,006.5	1,775.0	2,871.2	3,799.5	4,855.5
每股收益(元)	2.49	4.39	7.09	9.39	12.00
每股净资产(元)	13.08	19.98	26.13	33.58	43.11
<b>盈利和估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
市盈率(倍)	180.1	102.1	63.1	47.7	37.3
市净率(倍)	34.2	22.4	17.1	13.3	10.4
净利润率	18.7%	24.1%	30.3%	31.1%	31.9%
净资产收益率	19.0%	22.0%	27.2%	28.0%	27.8%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%
ROIC	43.3%	58.5%	65.6%	87.1%	78.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	5,375.0	7,373.7	9,489.2	12,236.2	15,205.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	800.7	1,091.7	1,239.3	1,462.2	1,652.8	营业收入增长率	31.0%	37.2%	28.7%	28.9%	24.3%
营业税费	99.4	157.6	205.2	250.8	321.8	营业利润增长率	58.7%	59.2%	31.8%	32.3%	27.1%
销售费用	2,094.8	2,522.4	3,275.4	4,244.5	5,325.0	净利润增长率	52.1%	76.4%	61.8%	32.3%	27.8%
管理费用	351.2	458.0	1,091.3	1,407.2	1,748.6	EBITDA 增长率	81.1%	54.2%	14.5%	31.3%	25.5%
财务费用	-31.8	-49.8	-70.1	-88.5	-159.3	EBIT 增长率	85.6%	55.0%	15.5%	32.4%	26.1%
资产减值损失	15.9	-22.6	13.0	2.1	-2.5	NOPLAT 增长率	60.0%	57.2%	32.0%	32.7%	25.8%
加:公允价值变动收益	-	4.5	-	-	-	投资资本增长率	16.4%	17.8%	-0.1%	39.5%	-14.8%
投资和汇兑收益	64.8	48.7	55.2	56.2	53.4	净资产增长率	21.6%	39.2%	31.1%	29.2%	28.7%
<b>营业利润</b>	1,806.4	2,876.2	3,790.3	5,014.0	6,372.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-73.5	-56.1	-49.8	-59.8	-55.2	毛利率	85.1%	85.2%	86.9%	88.1%	89.1%
<b>利润总额</b>	1,732.9	2,820.0	3,740.5	4,954.2	6,317.1	营业利润率	33.6%	39.0%	39.9%	41.0%	41.9%
减:所得税	270.1	470.9	615.5	804.9	1,040.2	净利润率	18.7%	24.1%	30.3%	31.1%	31.9%
<b>净利润</b>	1,006.5	1,775.0	2,871.2	3,799.5	4,855.5	EBITDA/营业收入	40.6%	45.6%	40.6%	41.3%	41.7%
						EBIT/营业收入	38.7%	43.7%	39.2%	40.3%	40.9%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	77	66	55	40	30
						流动营业资本周转天数	133	100	82	95	90
						流动资产周转天数	395	373	366	361	395
						应收帐款周转天数	71	87	72	76	78
						存货周转天数	123	87	88	83	71
						总资产周转天数	561	540	560	542	537
						投资资本周转天数	251	214	180	167	145
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	19.0%	22.0%	27.2%	28.0%	27.8%
						ROA	15.5%	18.5%	18.6%	20.7%	20.9%
						ROIC	43.3%	58.5%	65.6%	87.1%	78.5%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	39.0%	34.2%	34.5%	34.7%	35.0%
						管理费用率	6.5%	6.2%	11.5%	11.5%	11.5%
						财务费用率	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-1.0%
						三费/营业收入	44.9%	39.7%	45.3%	45.5%	45.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	32.8%	30.8%	31.2%	25.7%	24.1%
						负债权益比	48.8%	44.4%	45.3%	34.7%	31.8%
						流动比率	2.24	2.72	2.30	3.09	3.57
						速动比率	1.61	2.17	1.67	2.48	2.97
						利息保障倍数	-65.30	-64.69	-53.03	-55.68	-39.00
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.34	0.50	1.46	1.93	2.47
						分红比率	13.5%	11.4%	20.6%	20.6%	20.6%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,868.4	3,733.3	3,505.1	5,023.3	10,334.6
交易性金融资产	-	215.9	215.9	215.9	215.9
应收帐款	1,498.8	2,062.0	1,721.1	3,479.2	3,143.1
应收票据	88.7	136.6	173.4	208.8	270.0
预付帐款	439.4	558.0	521.0	787.4	688.6
存货	1,832.9	1,750.3	2,903.9	2,762.1	3,250.1
其他流动资产	808.0	284.5	1,500.0	1,521.0	1,487.0
可供出售金融资产	161.8	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	69.1	459.9	459.9	459.9	459.9
投资性房地产	83.2	80.2	80.2	80.2	80.2
固定资产	1,190.7	1,513.9	1,409.1	1,304.3	1,199.4
在建工程	537.1	855.8	855.8	855.8	855.8
无形资产	380.6	451.0	425.3	399.7	374.1
其他非流动资产	454.5	620.0	3,013.6	2,991.0	2,938.0
<b>资产总额</b>	9,413.0	12,721.3	16,784.2	20,088.5	25,296.7
短期债务	255.0	515.0	-	-	-
应付帐款	878.7	829.2	1,423.2	1,278.0	1,603.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	1,780.0	1,872.7	3,158.2	3,253.4	3,824.9
长期借款	11.8	67.6	-	-	-
其他非流动负债	161.5	629.3	652.0	638.0	671.0
<b>负债总额</b>	3,087.0	3,913.8	5,233.4	5,169.5	6,098.9
少数股东权益	1,031.0	723.2	977.1	1,326.9	1,748.4
股本	170.1	202.4	404.7	404.7	404.7
留存收益	5,124.9	7,888.2	10,169.1	13,187.4	17,044.6
<b>股东权益</b>	6,326.0	8,807.6	11,550.9	14,919.1	19,197.7

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,462.8	2,349.2	2,871.2	3,799.5	4,855.5
加:折旧和摊销	106.9	147.8	130.4	130.4	130.4
资产减值准备	15.9	21.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-4.5	-	-	-
财务费用	8.9	4.6	-70.1	-88.5	-159.3
投资损失	-64.8	-46.5	-55.2	-56.2	-53.4
少数股东损益	456.3	574.2	253.8	349.9	421.5
营运资金的变动	-621.2	622.7	-2,519.3	-1,980.5	902.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	884.1	1,934.7	610.8	2,154.6	6,097.0
投资活动产生现金流量	-253.5	-809.7	55.2	56.2	53.4
融资活动产生现金流量	-158.9	704.0	-894.2	-692.7	-839.0

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	2.49	4.39	7.09	9.39	12.00
BVPS(元)	13.08	19.98	26.13	33.58	43.11
PE(X)	180.1	102.1	63.1	47.7	37.3
PB(X)	34.2	22.4	17.1	13.3	10.4
P/FCF	286.3	131.8	79.1	94.1	31.1
P/S	33.7	24.6	19.1	14.8	11.9
EV/EBITDA	13.1	25.9	45.6	34.5	26.7
CAGR(%)	41.6%	31.0%	49.9%	41.6%	31.0%
PEG	4.3	3.3	1.3	1.1	1.2
ROIC/WACC	4.1	5.6	6.2	8.3	7.5
REP	1.7	3.3	5.9	3.2	4.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马帅、齐震声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034