

长春高新 (000661.SZ) 买入 (维持评级)

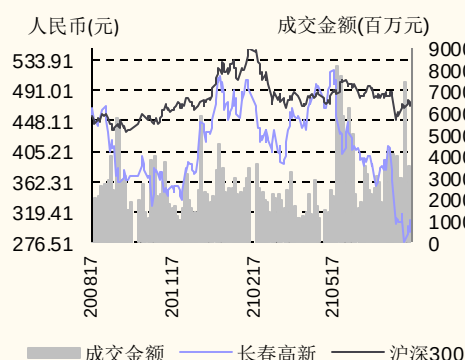
公司点评

市场价格 (人民币): 308.18 元

业绩超预期, 盈利能力持续优化

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.05
已上市流通 A 股(亿股)	3.70
总市值(亿元)	1,247.27
年内股价最高最低(元)	519.17/276.51
沪深 300 指数	4946
深证成指	14799



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,374	8,577	11,521	14,783	18,395
营业收入增长率	37.19%	16.31%	34.33%	28.32%	24.43%
归母净利润(百万元)	1,775	3,047	4,128	5,477	7,011
归母净利润增长率	76.36%	71.64%	35.48%	32.69%	28.01%
摊薄每股收益(元)	8.772	7.528	10.199	13.533	17.323
每股经营性现金流净额	9.34	2.72	8.91	12.88	16.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.96%	27.87%	28.33%	27.89%	26.71%
P/E	50.96	59.63	30.22	22.77	17.79
P/B	11.19	16.62	8.56	6.35	4.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月13日, 公司公布2021年上半年业绩, 上半年实现营业收入49.63亿元(+27%), 实现归母净利润19.23亿元(+47%); 实现扣非归母净利润19.22亿元(+52%)。分季度看, 公司2021Q2实现营业收入26.82亿元(+19%), 实现归母净利润10.49亿元(+37%), 实现扣非归母净利润10.49亿元(+45%)。业绩超预期。

经营分析

- 生长激素增长强劲, 疫苗业务受到一定影响。**分子公司看, 金赛药业上半年实现营收37.88亿元(+49%), 净利润18.59亿元(+65%), Q2实现营收19.45亿元(+49%), 净利润9.81亿元(+60%)。随着疫情影响逐步消除, 金赛药业新患入组人数持续提升, 业绩持续稳健高增长。百克生物实现收入5.82亿元(-2%), 净利润1.38亿元(-19%)。二季度以来, 全国逐步实施新冠疫苗大规模集中接种, 公司疫苗业务受到一定影响, 随着下半年鼻喷流感疫苗放量, 预计疫苗业务有望保持快速增长。
- 费用端管控良好, 利润率稳中有进。**2021年上半年, 公司毛利率为87.89%, 较2020年提升1.20%。净利率为40.39%, 较2020年提升1.82%。公司盈利能力较为稳定, 费用端管控良好带来利润率整体上行。20上半年, 公司销售费用率为27.35%, 较2020年减少2.76%。预计主要为疫情影响。管理费用率为4.64%, 较2020年减少0.94%, 保持基本稳定。研发费用率为7.09%, 较2020年增长1.56%。公司持续加大生长发育、儿童大健康、肿瘤防治、女性健康等领域的投入, 持续巩固竞争优势。

盈利调整与投资建议

- 考虑金赛药业以外的地产、中成药和其他业务条线收入情况, 且考虑这些业务对公司整体利润影响有限, 我们下调公司21-23年收入端预测11%、9%、6%, 维持盈利预测水平基本稳定, 预计公司2021-2023年实现归母净利润41.28、54.77、70.11亿元, 分别同比增长35%、33%、28%。
- 维持“买入”评级。

风险提示

- 金赛药业业绩承诺风险; 生长激素竞争加剧风险; 医保降价和控费风险; 疫苗销售不及预期; 限售股解禁风险; 研发进展不达预期。

相关报告

- 《业绩增长靓丽, 盈利能力增强-长春高新公司点评》, 2021.4.25
- 《生长激素恢复有力, 费用下降带来净利提升-长春高新公司点评》, 2021.3.15
- 《业绩超预期, 生长激素增长强劲-长春高新公司点评》, 2021.1.6
- 《业绩维持高增长, 鼻喷流感疫苗加速放量-长春高新三季报点评》, 2020.10.26
- 《生长激素恢复, 水痘疫苗放量显著-长春高新公司点评》, 2020.8.20

袁维

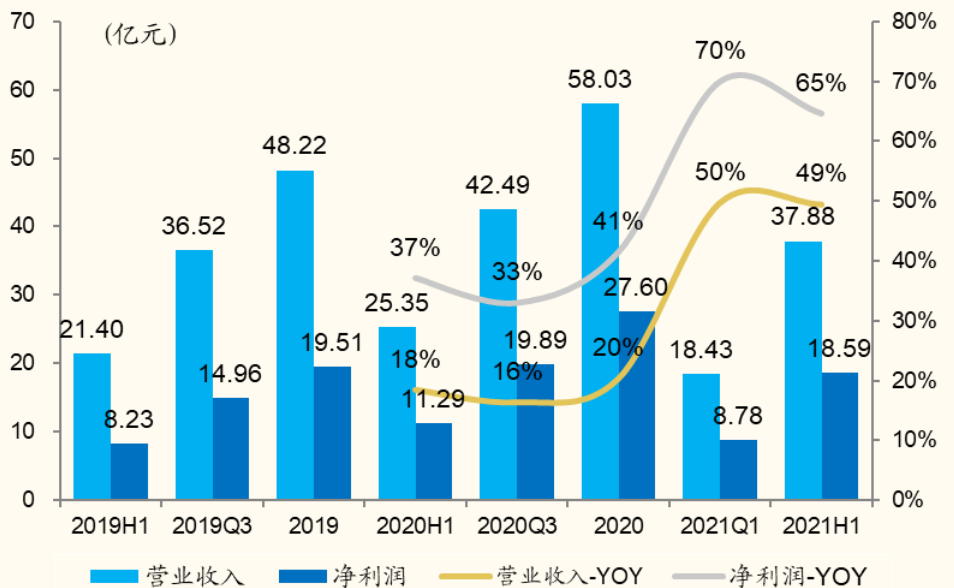
分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

赵博宇

联系人
zhaobuy@gjzq.com.cn

- **生长激素增长强劲，疫苗业务受到一定影响。**2021 年上半年，金赛药业上半年实现营收 37.88 亿元（+49%），净利润 18.59 亿元（+65%），二季度实现营收 19.45 亿元（+49%），净利润 9.81 亿元（+60%）。随着疫情影响逐步消除，当前金赛药业患者开发工作持续推进，新患入组人数持续提升，业绩持续稳健高增长。百克生物实现收入 5.82 亿元（-2%），实现净利润 1.38 亿元（-19%）。二季度以来，全国逐步实施新冠疫苗大规模集中接种，各地疾控中心的库房和接种人员资源较为紧张，疫苗业务受到一定影响。华康药业实现收入 3.04 亿元（+15%），实现净利润 0.23 亿元（+10%）。公司强化精细化管理，确保了业绩平稳增长。高新地产实现收入 2.70 亿元（-47%），实现净利润 0.37 亿元（-64%）。公司推进前期项目全面清尾工作，积极开展海容广场销售和租赁工作。

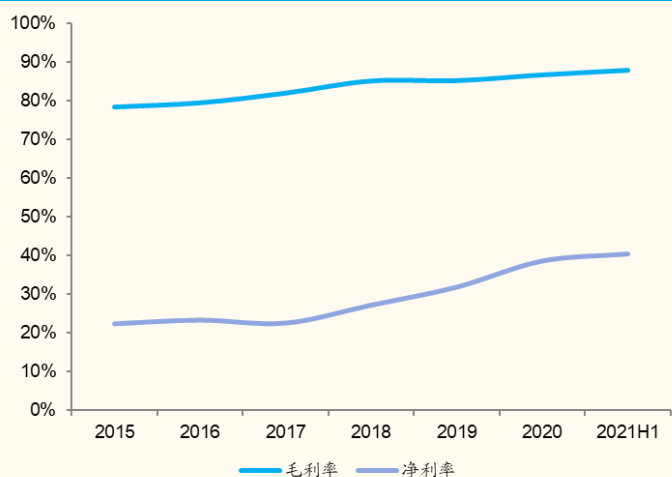
图表 1：2019H1-2021H1 金赛药业业绩增速



来源：公司公告，国金证券研究所

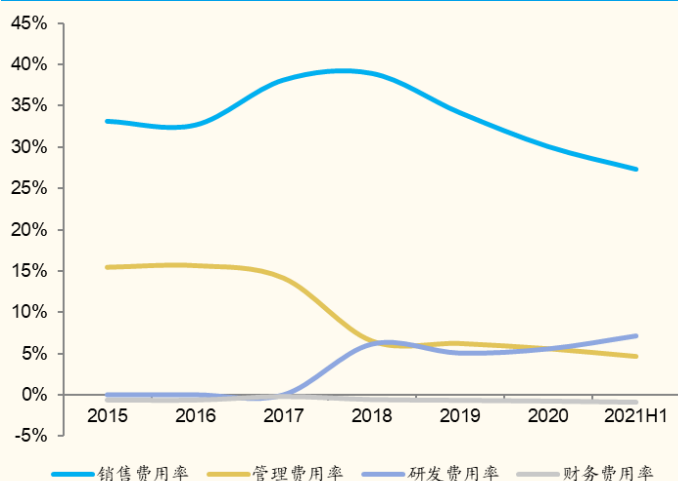
- **费用端管控良好，利润率稳中有进。**2021 年上半年，公司毛利率为 87.89%，较 2020 年提升 1.20%。净利率为 40.39%，较 2020 年提升 1.82%。公司盈利能力较为稳定，费用端管控良好带来利润率整体上行。
- **销售费用有所下降，研发费用上升较多。**2021 年上半年，公司销售费用为 13.58 亿元，同比增长 9.54%，销售费用率为 27.35%，较 2020 年减少 2.76%。预计主要为疫情影响。管理费用为 2.30 亿元，同比增长 4.56%，管理费用率为 4.64%，较 2020 年减少 0.94%，基本维持稳定。研发费用为 3.52 亿元，同比增长 87.75%，研发费用率为 7.09%，较 2020 年增长 1.56%。公司持续加大生长发育、儿童疾病治疗、儿童营养、肿瘤预防与治疗、女性健康及重点传染病预防等领域的投入，持续巩固竞争优势。财务费用率为-0.90%，占比仍较小。
- **2021 年上半年，公司应收账款周转天数为 50.32 天，较 2020 年增加 2.45 天；存货周转天数为 847 天，较 2020 年增加 85.56 天；应付账款周转天数为 122.54 天，较 2020 年增加 24.29 天。**

图表 2: 2015-2021H1 长春高新利润率情况



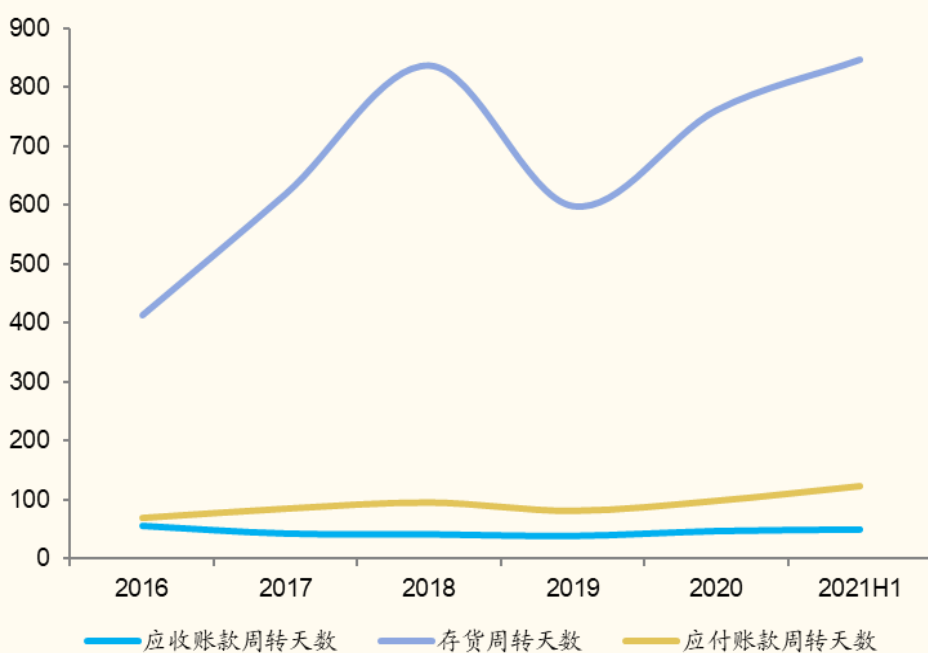
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 2015-2021H1 长春高新四项费用率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 2015-2021H1 长春高新资产周转情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,375	7,374	8,577	11,521	14,783	18,395
增长率		37.2%	16.3%	34.3%	28.3%	24.4%
主营业务成本	-801	-1,092	-1,142	-1,473	-1,744	-2,040
%销售收入	14.9%	14.8%	13.3%	12.8%	11.8%	11.1%
毛利	4,574	6,282	7,435	10,048	13,040	16,355
%销售收入	85.1%	85.2%	86.7%	87.2%	88.2%	88.9%
营业税金及附加	-99	-158	-117	-138	-177	-221
%销售收入	1.9%	2.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-2,095	-2,522	-2,582	-3,514	-4,524	-5,647
%销售收入	39.0%	34.2%	30.1%	30.5%	30.6%	30.7%
管理费用	-351	-458	-479	-576	-739	-920
%销售收入	6.5%	6.2%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-328	-370	-475	-691	-902	-1,140
%销售收入	6.1%	5.0%	5.5%	6.0%	6.1%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	1,701	2,773	3,783	5,129	6,698	8,427
%销售收入	31.6%	37.6%	44.1%	44.5%	45.3%	45.8%
财务费用	32	50	65	-26	-74	-57
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-0.8%	0.2%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-16	21	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	20	0	0	0
投资收益	65	49	-34	75	100	100
%税前利润	3.7%	1.7%	n.a	1.5%	1.5%	1.2%
营业利润	1,806	2,876	3,936	5,178	6,724	8,470
营业利润率	33.6%	39.0%	45.9%	44.9%	45.5%	46.0%
营业外收支	-73	-56	-23	-10	-10	-10
税前利润	1,733	2,820	3,913	5,168	6,714	8,460
利润率	32.2%	38.2%	45.6%	44.9%	45.4%	46.0%
所得税	-270	-471	-606	-775	-1,007	-1,269
所得税率	15.6%	16.7%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,463	2,349	3,308	4,393	5,707	7,191
少数股东损益	456	574	261	265	230	180
归属于母公司的净利润	1,006	1,775	3,047	4,128	5,477	7,011
净利率	18.7%	24.1%	35.5%	35.8%	37.0%	38.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,463	2,349	3,308	4,393	5,707	7,191
少数股东损益	456	574	261	265	230	180
非现金支出	123	125	175	235	273	418
非经营收益	-43	-58	-45	-16	-67	-67
营运资金变动	-658	-525	-2,337	-1,006	-699	-997
经营活动现金净流	884	1,891	1,100	3,605	5,214	6,544
资本开支	-658	-840	-970	-536	-770	-820
投资	-18	-385	-441	0	0	0
其他	423	416	233	75	100	100
投资活动现金净流	-254	-810	-1,177	-461	-670	-720
股权募资	0	975	188	-86	0	0
债权募资	194	191	407	-29	0	0
其他	-352	-462	-275	-469	-448	-448
筹资活动现金净流	-157	704	320	-585	-448	-448
现金净流量	473	1,785	243	2,560	4,096	5,377

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,868	3,733	3,965	6,524	10,620	15,997
应收款项	1,587	2,199	3,062	3,608	4,744	6,095
存货	1,833	1,750	3,013	3,227	3,344	3,633
其他流动资产	1,247	1,058	1,043	1,267	1,444	1,636
流动资产	6,536	8,741	11,082	14,627	20,152	27,361
%总资产	69.4%	68.7%	65.8%	70.7%	75.4%	79.7%
长期投资	314	711	1,098	1,098	1,098	1,098
固定资产	1,728	2,370	2,728	3,142	3,522	3,763
%总资产	18.4%	18.6%	16.2%	15.2%	13.2%	11.0%
无形资产	387	470	1,249	1,405	1,512	1,663
非流动资产	2,877	3,981	5,762	6,066	6,573	6,985
%总资产	30.6%	31.3%	34.2%	29.3%	24.6%	20.3%
资产总计	9,413	12,721	16,845	20,693	26,725	34,347
短期借款	255	515	660	0	0	0
应付款项	879	860	879	1,029	1,316	1,645
其他流动负债	1,780	1,842	1,928	1,758	2,200	2,707
流动负债	2,914	3,217	3,468	2,787	3,517	4,352
长期贷款	12	68	329	961	961	961
其他长期负债	161	629	724	720	720	720
负债	3,087	3,914	4,521	4,468	5,198	6,033
普通股股东权益	5,295	8,084	10,931	14,568	19,640	26,246
其中：股本	170	202	405	405	405	405
未分配利润	2,713	4,225	6,874	10,597	15,669	22,275
少数股东权益	1,031	723	1,392	1,657	1,887	2,067
负债股东权益合计	9,413	12,721	16,845	20,693	26,725	34,347

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	5.917	8.772	7.528	10.199	13.533	17.323
每股净资产	31.127	39.950	27.009	35.994	48.527	64.850
每股经营现金净流	5.197	9.345	2.719	8.908	12.883	16.170
每股股利	0.800	1.000	0.800	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	19.01%	21.96%	27.87%	28.33%	27.89%	26.71%
总资产收益率	10.69%	13.95%	18.09%	19.95%	20.49%	20.41%
投入资本收益率	21.77%	24.60%	23.06%	24.58%	24.71%	24.02%
增长率						
主营业务收入增长率	31.03%	37.19%	16.31%	34.33%	28.32%	24.43%
EBIT增长率	52.82%	63.08%	36.39%	35.59%	30.58%	25.81%
净利润增长率	52.05%	76.36%	71.64%	35.48%	32.69%	28.01%
总资产增长率	28.04%	35.15%	32.41%	22.85%	29.15%	28.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.6	39.9	47.9	47.0	43.0	40.0
存货周转天数	837.1	599.0	761.4	800.0	700.0	650.0
应付账款周转天数	95.4	81.5	98.2	100.0	110.0	120.0
固定资产周转天数	80.9	74.9	84.6	69.8	58.8	48.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.31%	-38.22%	-20.57%	-31.58%	-42.83%	-51.55%
EBIT利息保障倍数	-53.5	-55.7	-58.2	195.8	91.0	148.9
资产负债率	32.80%	30.77%	26.84%	21.59%	19.45%	17.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	16	25	93
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.06	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-01-06	买入	472.00	N/A
2	2020-03-27	买入	512.90	N/A
3	2020-04-22	买入	546.00	N/A
4	2020-08-20	买入	448.70	N/A
5	2020-10-26	买入	329.99	N/A
6	2021-01-06	买入	476.99	N/A
7	2021-03-15	买入	435.50	N/A
8	2021-04-25	买入	480.17	N/A

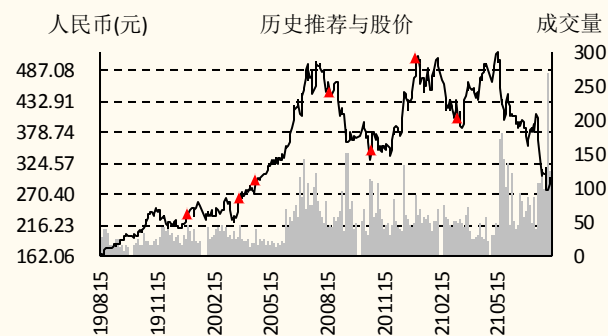
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402