

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

长春高新(000661)

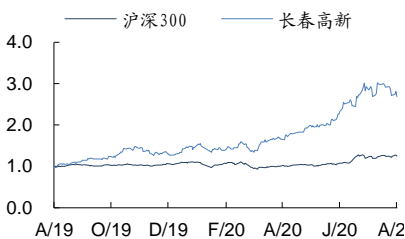
增持

2020年半年报点评

(维持评级)

2020年08月20日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	405/340
总市值/流通(百万元)	181,598/152,571
上证综指/深圳成指	3,408/13,481
12个月最高/最低(元)	683.78/319.05

相关研究报告:

《长春高新-000661-2019 年年报点评: 业绩略超预期, 金赛增长迅猛》——2020-03-29  
 《长春高新-000661-重大事件快评: 鼻喷流感疫苗获批, 疫苗板块弹性大》——2020-02-28  
 《长春高新-000661-重大事件快评: 业绩超预期, 金赛高增长》——2020-01-03  
 《长春高新-000661-2019 年中报点评: 疫苗行业冲击, 金赛气势如虹》——2019-08-13  
 《长春高新-000661-2018 年年报点评: 理顺股权结构, 夯实成长基础》——2019-03-09

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

联系人: 陈曦炳

电话: 0755-81982939  
 E-MAIL: chenxibing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

金赛持续高增长, 百克疫苗回暖

● Q2 强势反弹, 制药板块高增长

长春高新上半年实现营收 39.17 亿元 (+15.5%), 净利润 13.10 亿元 (+80.3%), 二季度营收 22.56 亿元 (+39.5%), 净利润 7.67 亿元 (+122.2%), 疫情过后迎来强势反弹(净利润高增长因并表金赛药业少数股权)。分业务看, 制药业收入 33.89 亿元 (+19.4%), 房地产收入 5.09 亿元 (-5.5%)。

● 金赛药业: 生长激素持续高增长

金赛药业上半年实现营收 25.35 亿元 (+18.5%), 净利润 11.29 亿元 (+37.1%); 生长激素的销售二季度实现了高速增长, 主要由于疫情过后新患入组的恢复性增长。同时, 公司对于费用端的控制和规模效应提升了净利率。

● 百克生物: 水痘疫苗快速恢复, 鼻喷流感疫苗贡献增量

百克生物上半年实现营收 5.92 亿元 (+45.4%), 净利润 1.71 亿元 (+78.5%), 增长主要由于疫情过后水痘疫苗的接种快速恢复, 上半年水痘疫苗批签发 455 万人份 (+113%)。重磅品种鼻喷流感疫苗各省招投标工作进展顺利, 将为百克生物的业绩带来很大的增量。

● 投资扩充研发管线

公司以 2830 万美元认购主要进行高端仿制药与儿童 505b2 改良药研发的美国 Brillian 公司 42.14% 股权, 丰富妇幼用药领域产品管线, 并与现有业务存在协同作用。另外, 公司投资 8.3 亿元建设创新药生产基地, 布局改良型化学新药。

● 风险提示: 生长激素集采价格下降, 流感疫苗销售不及预期

● 投资建议: 维持“增持”评级

核心子公司金赛药业增长动力十足, 重磅产品鼻喷流感疫苗上市后将为百克生物提供很大的业绩弹性。我们维持盈利预测, 预计 2020~2022 年净利润 28.5/36.1/44.7 亿元, 同比增长 60%/27%/24%, 对应当前股价的估值为 64/50/41x, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

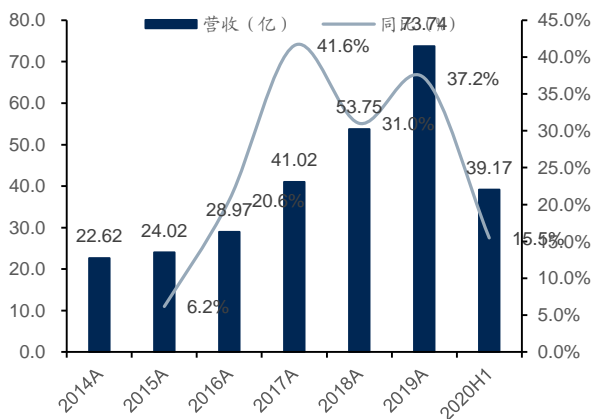
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,373.7	8,971.6	11,210.7	13,404.7
(+/-%)	37.2%	21.7%	25.0%	19.6%
净利润(百万元)	1775.0	2845.2	3612.2	4467.1
(+/-%)	76.4%	60.3%	27.0%	23.7%
摊薄每股收益(元)	4.4	7.0	8.9	11.0
EBIT Margin	42.6%	39.9%	41.3%	42.4%
净资产收益率(ROE)	22.0%	28.8%	29.8%	29.9%
市盈率(PE)	102.3	63.8	50.3	40.7
EV/EBITDA	56.4	49.2	38.1	31.1
市净率(PB)	22.5	18.4	15.0	12.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

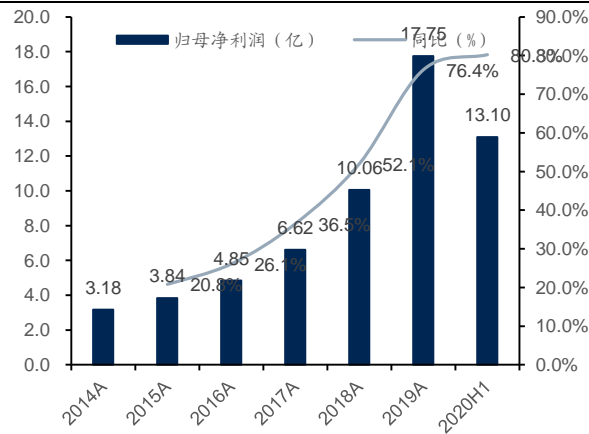
**Q2 强势反弹，制药板块高增长。** 长春高新上半年实现营收 39.17 亿元 (+15.5%)，净利润 13.10 亿元 (+80.3%)，二季度营收 22.56 亿元 (+39.5%)，净利润 7.67 亿元 (+122.2%)，疫情过后迎来强势反弹（净利润高增长因并表金赛药业少数股权）。

图 1：长春高新营收（亿元）



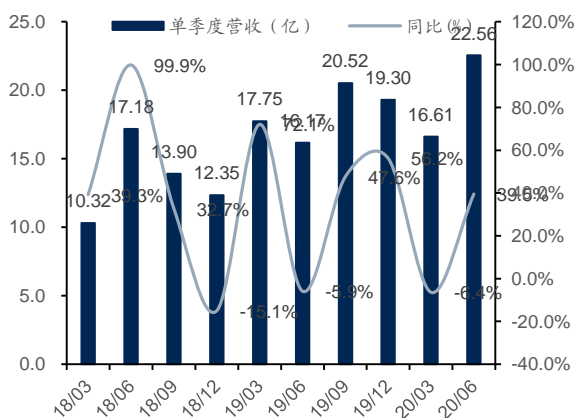
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：长春高新归母净利润（亿元）



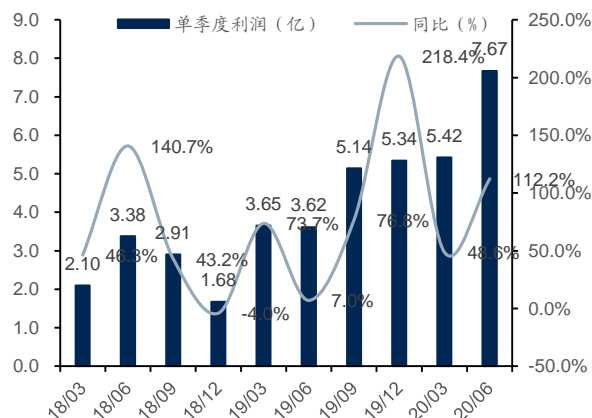
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：长春高新单季度营收（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

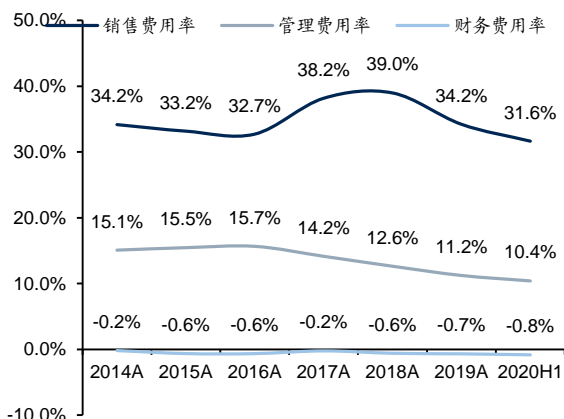
图 4：长春高新单季度归母净利润（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

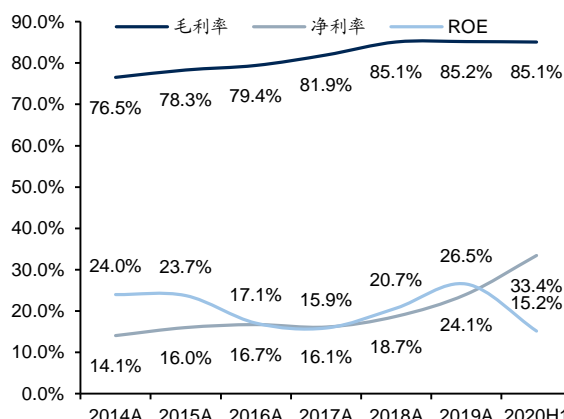
长春高新上半年销售费用率 31.6% (-3.0pp)，管理费用率 5.6% (+0.5pp)，研发费用率 4.8% (-1.0pp)，财务费用率-0.8% (-0.3pp)；费用率的降低提升了公司的净利率。

图 5: 长春高新期间费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 长春高新毛利率、净利率、ROE



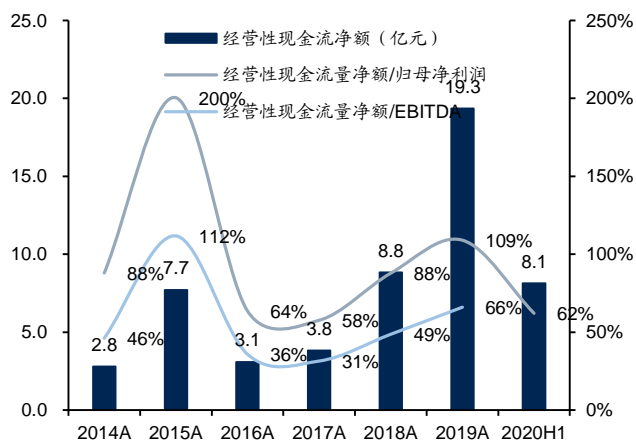
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 长春高新主要流动资产周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

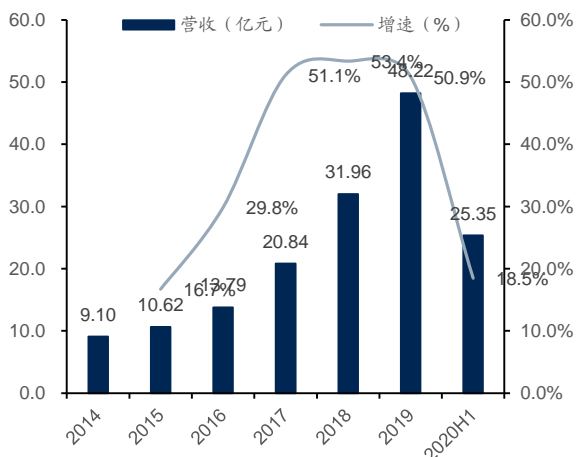
图 8: 长春高新经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

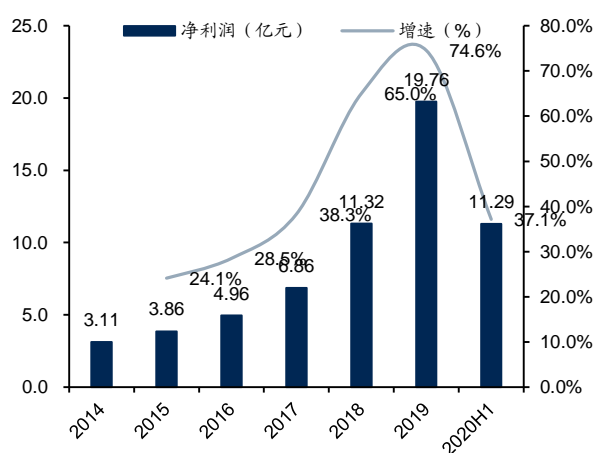
**金赛药业: 生长激素持续高增长。**金赛药业上半年实现营收 25.35 亿元 (+18.5%), 净利润 11.29 亿元 (+37.1%); 生长激素的销售二季度实现了高速增长, 主要由于疫情过后新患入组的恢复性增长。同时, 公司对于费用端的控制和规模效应提升了净利率。

图 9：金赛药业营收（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

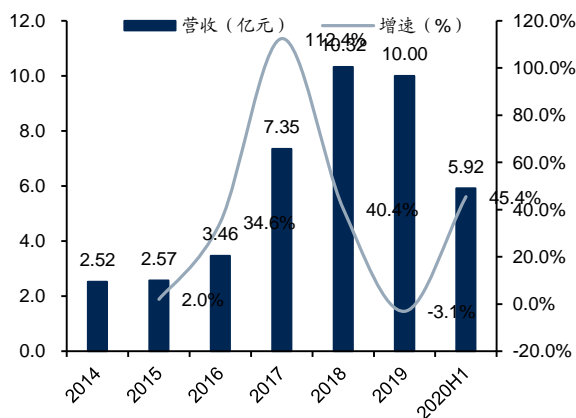
图 10：金赛药业净利润（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

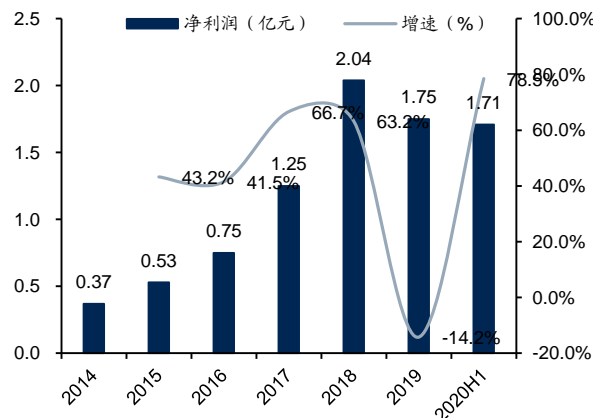
**百克生物：水痘疫苗快速恢复，鼻喷流感疫苗贡献增量。**百克生物上半年实现营收 5.92 亿元（+45.4%），净利润 1.71 亿元（+78.5%），增长主要由于疫情过后水痘疫苗的接种快速恢复，上半年水痘疫苗批签发 455 万人份（+113%）。重磅品种鼻喷流感疫苗各省招投标工作进展顺利，将为百克生物的业绩带来较大增量。

图 11：长春百克营收（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：长春百克净利润（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“增持”评级。**核心子公司金赛药业增长动力十足，重磅产品鼻喷流感疫苗上市后将为百克生物提供很大的业绩弹性。我们维持盈利预测，预计 2020~2022 年净利润 28.5/36.1/44.7 亿元，同比增长 60%/27%/24%，对应当前股价的估值为 64/50/41x，维持“增持”评级。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200324	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
000661	长春高新	448.70	1,816	4.39	7.03	8.92	11.04	102.3	63.8	50.3	40.7	26.5%	1.8	增持
600867	通化东宝	13.86	282	0.40	0.48	0.56	0.69	34.8	29.0	24.6	20.2	18.2%	1.5	买入
002773	康弘药业	43.13	378	0.82	0.91	1.15	1.46	52.6	47.6	37.4	29.5	14.8%	2.2	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3733	5712	7363	9734	营业收入	7374	8972	11211	13405
应收款项	2199	2407	3008	3597	营业成本	1092	1227	1410	1592
存货净额	1750	1697	1713	1747	营业税金及附加	158	192	229	282
其他流动资产	843	1025	1281	1532	销售费用	2522	2976	3700	4357
<b>流动资产合计</b>	<b>8741</b>	<b>11058</b>	<b>13581</b>	<b>16826</b>	管理费用	458	998	1244	1486
固定资产	2370	2952	3472	3939	财务费用	(50)	(92)	(142)	(199)
无形资产及其他	278	267	256	245	投资收益	49	49	(45)	(45)
投资性房地产	873	873	873	873	资产减值及公允价值变动	27	0	0	0
长期股权投资	460	457	457	457	其他收入	(393)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12721</b>	<b>15607</b>	<b>18638</b>	<b>22340</b>	营业利润	2876	3719	4725	5843
短期借款及交易性金融负债	515	500	300	200	营业外净收支	(56)	(2)	(5)	(6)
应付款项	301	324	363	412	<b>利润总额</b>	<b>2820</b>	<b>3717</b>	<b>4720</b>	<b>5837</b>
其他流动负债	2401	3331	4049	4744	所得税费用	471	612	777	960
<b>流动负债合计</b>	<b>3217</b>	<b>4154</b>	<b>4712</b>	<b>5356</b>	少数股东损益	574	261	331	409
长期借款及应付债券	68	68	68	68	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1775</b>	<b>2845</b>	<b>3612</b>	<b>4467</b>
其他长期负债	629	629	629	629					
<b>长期负债合计</b>	<b>697</b>	<b>697</b>	<b>697</b>	<b>697</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3914</b>	<b>4851</b>	<b>5409</b>	<b>6052</b>					
少数股东权益	723	887	1094	1351					
股东权益	8084	9869	12135	14937					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12721</b>	<b>15607</b>	<b>18638</b>	<b>22340</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1775	2845	3612	4467
资产减值准备	5	17	7	6
折旧摊销	143	212	285	337
公允价值变动损失	(27)	0	0	0
财务费用	(50)	(92)	(142)	(199)
营运资本变动	365	631	(108)	(124)
其它	420	147	201	250
<b>经营活动现金流</b>	<b>2680</b>	<b>3852</b>	<b>3997</b>	<b>4936</b>
资本开支	(793)	(800)	(800)	(800)
其它投资现金流	(216)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1400)</b>	<b>(797)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
权益性融资	975	0	0	0
负债净变化	56	0	0	0
支付股利、利息	(462)	(1060)	(1346)	(1665)
其它融资现金流	421	(15)	(200)	(100)
<b>融资活动现金流</b>	<b>584</b>	<b>(1076)</b>	<b>(1546)</b>	<b>(1765)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1865</b>	<b>1979</b>	<b>1651</b>	<b>2371</b>
货币资金的期初余额	1868	3733	5712	7363
货币资金的期末余额	3733	5712	7363	9734
企业自由现金流	2333	3033	3244	4165
权益自由现金流	2811	3094	3162	4231

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	4.39	7.03	8.93	11.04
每股红利	1.14	2.62	3.33	4.11
每股净资产	19.98	24.38	29.98	36.91
ROIC	35%	41%	62%	69%
ROE	22%	29%	30%	30%
毛利率	85%	86%	87%	88%
EBIT Margin	43%	40%	41%	42%
EBITDA Margin	45%	42%	44%	45%
收入增长	37%	22%	25%	20%
净利润增长率	76%	60%	27%	24%
资产负债率	36%	37%	35%	33%
息率	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%
P/E	102.3	63.8	50.3	40.7
P/B	22.5	18.4	15.0	12.2
EV/EBITDA	56.4	49.2	38.1	31.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032