长春高新 (000661.SZ) 买入（维持评级）

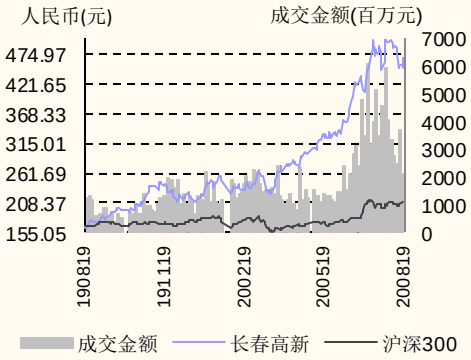
公司点评

市场价格（人民币）：448.70 元

生长激素恢复，水痘疫苗放量显著

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.05
已上市流通 A 股(亿股)	3.40
总市值(亿元)	1,815.98
年内股价最高最低(元)	503.22/447.22
沪深 300 指数	4741
深证成指	13481



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	5.917	8.772	6.855	8.839	11.412
每股净资产(元)	31.13	39.95	52.66	69.34	91.16
每股经营性现金流(元)	5.20	9.57	12.50	16.49	21.14
市盈率(倍)	29.58	50.96	65.45	50.77	39.32
净利润增长率(%)	52.05%	76.36%	56.31%	28.93%	29.12%
净资产收益率(%)	19.01%	21.96%	26.04%	25.49%	25.04%
总股本(百万股)	170.11	202.36	404.72	404.72	404.72

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 1H 公司实现营收 39.2 亿元，同比增长 15.5%；归母净利润 13.1 亿元，同比增长 80.3%；扣非后归母净利润 12.7 亿元，同比增长 76.3%。2020 Q2 实现营收 22.6 亿元，同比增长 39.5%；归母净利润 7.7 亿元，同比增长 112.2%；扣非后归母净利润 7.2 亿元，同比增长 100.8%，Q2 业绩超预期。

经营分析

- 上半年公司销售费用率 31.6%，低于往年水平；管理费用和研发费用水平整体稳定。**金赛生长激素快速恢复，百克水痘疫苗放量显著，公司业绩展现弹性。**本期金赛药业实现净利润 11.29 亿元，同比增长 37.1%，同时并表时间因素的存在进一步增厚业绩；百克生物实现净利润 1.71 亿元，同比增长 78.5%。华康药业收入整体稳定，高新地产略有下滑。
- **生长激素 Q2 加速恢复，预计金赛药业业绩将持续高增长。**Q1 疫情对生长激素销售和新患者拓展有一定影响，但公司积极创新推广营销模式叠加生长激素需求相对刚性，Q2 公司的纯销、新患、新客户等均有所增长，业绩恢复超预期。公司生长激素剂型丰富，拥有粉针、水针、长效三种剂型，品牌力和销售力优秀，考虑到生长激素行业空间大、需求相对刚性、竞争格局较好，我们预计公司生长激素渗透率有望进一步提升，持续贡献业绩弹性。
- **水痘疫苗上半年批签发大幅增加贡献销售弹性，鼻喷流感疫苗有望成为新业绩增长点。**上半年百克生物水痘疫苗实现批签发 454.8 万支（去年同期 213.4 万支），同比增长 113%，市占率约 39%（去年同期 28%）。此外，预计下半年国产首家鼻喷流感疫苗将实现销售并逐步贡献业绩。公司在研疫苗管线丰富，带状疱疹疫苗已进入 3 期临床试验，国产进度最快；吸附无细胞百白破（三组分）已进入临床。长期看，百克分拆上市有利于拓宽疫苗公司融资渠道，增强资金实力，为产品研发及巩固市场地位奠定坚实的基础。

盈利调整与投资建议

- 暂不考虑百克生物分拆上市对公司利润的摊薄，我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 27.74、35.77、46.19 亿元，分别同比增长 56%、29%、29%。维持“买入”评级。

风险提示

- 金赛药业业绩承诺风险；生长激素市场格局变化，竞争加剧；医保降价和控费风险；疫苗批签发进度不达预期；鼻喷流感疫苗销售进度不及预期；2020 年 12 月，公司有 5972 万股限售股解禁，约占总股本的 14.76%。

相关报告

1.《Q1 保持良好增长 未来收入增速有望继续提升-长春高新公司点评》，2020.4.22

2.《年报高增长符合预期，金赛重组有望增厚业绩-长春高新公司点评》，2020.3.27

3.《年报业绩预告超预期 完成重组提升确定性-长春高新公司点评》，2020.1.6

4.《三季报超出预期，预计生长激素保持高增长-长春高新公司点评》，2019.10.24

5.《重组方案修订，百克生物与俄罗斯企业签署技术互相许可-长春高新...》，2019.8.25

杨芳 联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
yuan_wei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,102**	**5,375**	**7,374**	**9,223**	**11,434**	**14,165**
增长率		31.0%	37.2%	25.1%	24.0%	23.9%
主营业务成本	-741	-801	-1,092	-1,388	-1,627	-1,911
%销售收入	18.1%	14.9%	14.8%	15.0%	14.2%	13.5%
毛利	3,362	4,574	6,282	7,835	9,807	12,254
%销售收入	81.9%	85.1%	85.2%	85.0%	85.8%	86.5%
营业税金及附加	-103	-99	-158	-184	-229	-283
%销售收入	2.5%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-1,565	-2,095	-2,522	-3,044	-3,705	-4,462
%销售收入	38.2%	39.0%	34.2%	33.0%	32.4%	31.5%
管理费用	-581	-351	-458	-553	-686	-850
%销售收入	14.2%	6.5%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	0	-328	-370	-553	-629	-779
%销售收入	0.0%	6.1%	5.0%	6.0%	5.5%	5.5%
息税前利润（EBIT）	1,113	1,701	2,773	3,500	4,558	5,880
%销售收入	27.1%	31.6%	37.6%	38.0%	39.9%	41.5%
财务费用	9	32	50	-8	-92	-110
%销售收入	-0.2%	-0.6%	-0.7%	0.1%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-46	-16	-23	-22	-23	-32
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	52	65	49	50	75	100
%税前利润	4.6%	3.7%	1.7%	1.4%	1.7%	1.7%
营业利润	1,138	1,806	2,876	3,521	4,519	5,838
营业利润率	27.8%	33.6%	39.0%	38.2%	39.5%	41.2%
营业外收支	-20	-73	-56	-50	-60	-100
税前利润	1,119	1,733	2,820	3,471	4,459	5,738
利润率	27.3%	32.2%	38.2%	37.6%	39.0%	40.5%
所得税	-191	-270	-471	-555	-713	-918
所得税率	17.1%	15.6%	16.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	928	1,463	2,349	2,915	3,745	4,820
少数股东损益	266	456	574	141	168	201
归属于母公司的净利润	**662**	**1,006**	**1,775**	**2,774**	**3,577**	**4,619**
净利率	16.1%	18.7%	24.1%	30.1%	31.3%	32.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	928	1,463	2,349	2,915	3,745	4,820
少数股东损益	266	456	574	141	168	201
非现金支出	133	123	170	180	213	261
非经营收益	42	-43	-58	24	-14	-5
营运资金变动	-722	-658	-525	-589	-606	-798
经营活动现金净流	**381**	**884**	**1,936**	**2,530**	**3,338**	**4,277**
资本开支	-229	-658	-840	-617	-720	-910
投资	-125	-18	-385	0	0	0
其他	578	423	416	50	75	100
投资活动现金净流	**224**	**-254**	**-810**	**-567**	**-645**	**-810**
股权募资	0	0	975	0	0	0
债权募资	5	194	191	-509	-182	0
其他	-337	-352	-462	-230	-213	-207
筹资活动现金净流	**-332**	**-157**	**704**	**-739**	**-395**	**-207**
现金净流量	**273**	**473**	**1,831**	**1,224**	**2,298**	**3,260**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,390	1,868	3,733	4,957	7,255	10,515
应收款项	700	1,587	2,199	2,641	3,299	4,154
存货	1,840	1,833	1,750	2,270	2,695	3,203
其他流动资产	1,327	1,247	1,058	1,168	1,297	1,471
流动资产	5,257	6,536	8,741	11,037	14,546	19,344
%总资产	71.5%	69.4%	68.7%	71.5%	74.9%	78.0%
长期投资	304	314	711	711	711	711
固定资产	1,281	1,728	2,370	2,728	3,109	3,508
%总资产	17.4%	18.4%	18.6%	17.7%	16.0%	14.1%
无形资产	320	387	470	571	660	843
非流动资产	2,094	2,877	3,981	4,390	4,870	5,462
%总资产	28.5%	30.6%	31.3%	28.5%	25.1%	22.0%
资产总计	**7,351**	**9,413**	**12,721**	**15,427**	**19,416**	**24,806**
短期借款	60	255	515	182	0	0
应付款项	1,258	1,950	1,683	2,242	2,726	3,319
其他流动负债	656	709	1,019	965	1,110	1,289
流动负债	1,974	2,914	3,217	3,389	3,835	4,608
长期贷款	12	12	68	68	68	68
其他长期负债	165	161	629	450	450	450
负债	**2,151**	**3,087**	**3,914**	**3,906**	**4,353**	**5,125**
普通股股东权益	**4,426**	**5,295**	**8,084**	**10,656**	**14,031**	**18,448**
其中：股本	170	170	202	202	202	202
未分配利润	1,945	2,713	4,225	6,797	10,172	14,589
少数股东权益	774	1,031	723	864	1,032	1,233
负债股东权益合计	**7,351**	**9,413**	**12,721**	**15,427**	**19,416**	**24,806**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	3.891	5.917	8.772	6.855	8.839	11.412
每股净资产	26.017	31.127	39.950	52.661	69.338	91.162
每股经营现金净流	2.242	5.197	9.568	12.502	16.494	21.136
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	14.96%	19.01%	21.96%	26.04%	25.49%	25.04%
总资产收益率	9.00%	10.69%	13.95%	17.98%	18.42%	18.62%
投入资本收益率	17.50%	21.77%	24.60%	24.98%	25.31%	25.01%
增长率						
主营业务收入增长率	41.58%	31.03%	37.19%	25.08%	23.97%	23.88%
EBIT增长率	39.49%	52.82%	63.08%	26.21%	30.23%	28.99%
净利润增长率	36.53%	52.05%	76.36%	56.31%	28.93%	29.12%
总资产增长率	18.50%	28.04%	35.15%	21.27%	25.86%	27.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.8	42.6	39.9	42.0	43.0	45.0
存货周转天数	620.0	837.1	599.0	600.0	610.0	620.0
应付账款周转天数	85.1	95.4	81.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	99.3	80.9	74.9	66.2	59.2	52.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.33%	-25.31%	-38.22%	-42.74%	-49.15%	-54.18%
EBIT利息保障倍数	-119.6	-53.5	-55.7	458.2	49.4	53.6
资产负债率	29.26%	32.80%	30.77%	25.32%	22.42%	20.66%

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	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-19	买入	309.51	N/A
2	2019-06-06	买入	292.88	N/A
3	2019-08-12	买入	344.15	N/A
4	2019-08-25	买入	346.30	N/A
5	2019-10-24	买入	407.28	N/A
6	2020-01-06	买入	472.00	N/A
7	2020-03-27	买入	512.90	N/A
8	2020-04-22	买入	546.00	N/A

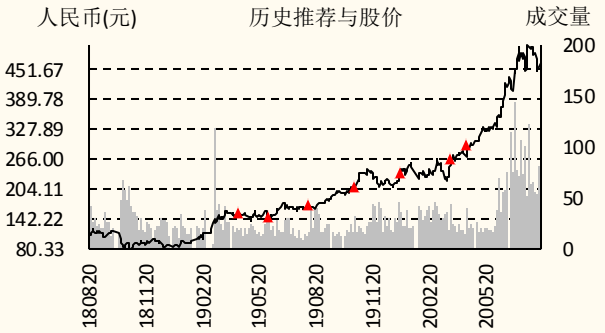
来源：国金证券研究所

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH