

2020年05月26日

拟拆分百克生物至科创板上市

长春高新(000661)

▶ 百克生物疫苗业务成长性好，拟拆分至科创板上市。

公司公告称拟拆分百克生物至科创板上市。长春高新对百克生物的持股比例为 46.15%。百克生物为公司疫苗业务平台，主要产品包括：1) 鼻喷流感疫苗：国内独家产品，定价 298 元/支。我国每年流感疫苗批签发量 4000-5000 万支，如鼻喷流感疫苗销量 200 万支即可贡献约 6 亿元收入，净利润接近 3 亿元。2) 水痘疫苗：2019 年受到长生事件影响，批签发量偏少仅 716 万支，市占率 34% 降到第二位，2019M1-4 批签发仅 72 万支，2020M1-4 批签发量 298 万支，市占率达到 47%，2020 年水痘疫苗有望快速增长。长期看两针法替代一针法接种程序，未来水痘疫苗峰值有望超 1000 万支。3) 狂犬疫苗：厂房搬迁中，预计 21 年复产扩量。2017-2019 年百克生物收入分别为 6.9/10.2/9.8 亿元，扣非后净利润分别为 0.88/1.34/2.13 亿元。鼻喷流感疫苗增量+水痘疫苗增长推动业绩增长。

▶ 生长激素长期成长空间大。

生长激素天花板高：我国有 500 万人矮小症患者，其中 60% 适用于生长激素治疗，按照 10% 治疗渗透率、人均 6 万元治疗费用测算，仅矮小症适应症峰值销售额不低于 180 亿元，2019 年全国市场仅 50 亿元左右，还有至少 2.5 倍成长空间。参照欧美成人+抗衰老市场的销售占比接近 50%，长期成长天花板更高。

多因素推动生长激素市场扩容：1) 生长激素诊断和治疗壁垒高，需要对医生进行持续教育，医生数量是决定市场天花板的重要瓶颈。之前处方医生以儿科内分泌科为主，正在逐步向大儿科、儿保科、中医儿科、成人内分泌科等科室拓展，持续开发新医生。2) 家长对矮小症和生长激素知晓率较低，通过公众教育有望持续提高知晓率和就诊率。3) 产品升级换代，水针替代粉针，长效占比提升，剂型升级换代，人均治疗费用提升。

投资建议

维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 28.41 亿元/35.97 亿元/43.72 亿元，对应 PE 分别为 46 倍/37 倍/30 倍，在医药白马龙头中估值偏低，具备长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

产品销售或不及预期；新产品或新适应症研发或不及预期。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：652

股票代码：000661
52 周最高价/最低价：664.9/292.65
总市值(亿)：1,319.39
自由流通市值(亿)：1,108.35
自由流通股数(百万)：169.99



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：周平

邮箱：zhouping1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520020003
联系电话：

研究助理：蔡承霖

邮箱：caicl@hx168.com.cn

相关研究

1. 生长激素恢复高增长，疫苗业务增量显著
2020.05.18
2. 生长激素收入增长，水痘疫苗批签发增加
2020.04.21
3. 生长激素放量推动业绩持续高增长
2020.03.27

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,375	7,374	8,835	10,926	13,081
YoY (%)	31.0%	37.2%	19.8%	23.7%	19.7%
归母净利润(百万元)	1,006	1,775	2,841	3,597	4,372
YoY (%)	52.1%	76.4%	60.0%	26.6%	21.5%
毛利率 (%)	85.1%	85.2%	86.8%	87.8%	88.4%
每股收益 (元)	4.97	8.77	14.04	17.78	21.60
ROE	19.0%	22.0%	25.3%	23.8%	22.0%
市盈率	131.09	74.33	46.44	36.68	30.18

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,374	8,835	10,926	13,081	净利润	2,349	3,022	3,827	4,651
YoY (%)	37.2%	19.8%	23.7%	19.7%	折旧和摊销	148	165	185	205
营业成本	1,092	1,162	1,336	1,516	营运资金变动	-525	-406	-507	-522
营业税金及附加	158	177	219	262	经营活动现金流	1,935	2,798	3,513	4,333
销售费用	2,522	3,004	3,715	4,447	资本开支	-840	-287	-270	-280
管理费用	458	530	656	785	投资	-385	0	0	0
财务费用	-50	-58	-73	-82	投资活动现金流	-810	-226	-194	-188
资产减值损失	-23	0	0	0	股权募资	975	0	0	0
投资收益	49	62	76	92	债务募资	406	-100	-100	-100
营业利润	2,876	3,658	4,626	5,617	筹资活动现金流	704	-119	-115	-111
营业外收支	-56	-60	-70	-80	现金净流量	1,829	2,453	3,205	4,034
利润总额	2,820	3,598	4,556	5,537	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	471	576	729	886	成长能力				
净利润	2,349	3,022	3,827	4,651	营业收入增长率	37.2%	19.8%	23.7%	19.7%
归属于母公司净利润	1,775	2,841	3,597	4,372	净利润增长率	76.4%	60.0%	26.6%	21.5%
YoY (%)	76.4%	60.0%	26.6%	21.5%	盈利能力				
每股收益	8.77	14.04	17.78	21.60	毛利率	85.2%	86.8%	87.8%	88.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	31.9%	34.2%	35.0%	35.6%
货币资金	3,733	6,187	9,392	13,426	总资产收益率 ROA	14.0%	17.4%	17.3%	16.7%
预付款项	558	639	735	834	净资产收益率 ROE	22.0%	25.3%	23.8%	22.0%
存货	1,750	2,229	2,563	2,907	偿债能力				
其他流动资产	2,699	2,897	3,464	4,048	流动比率	2.72	3.45	4.19	4.98
流动资产合计	8,741	11,952	16,153	21,214	速动比率	1.97	2.59	3.31	4.08
长期股权投资	460	460	460	460	现金比率	1.16	1.78	2.43	3.15
固定资产	1,514	1,771	2,047	2,344	资产负债率	30.8%	25.6%	21.9%	18.9%
无形资产	278	243	198	143	经营效率				
非流动资产合计	3,981	4,330	4,662	5,003	总资产周转率	0.58	0.54	0.52	0.50
资产合计	12,721	16,282	20,815	26,217	每股指标 (元)				
短期借款	515	415	315	215	每股收益	8.77	14.04	17.78	21.60
应付账款及票据	301	318	366	415	每股净资产	39.95	55.41	74.75	98.06
其他流动负债	2,401	2,735	3,177	3,633	每股经营现金流	9.56	13.82	17.36	21.41
流动负债合计	3,217	3,468	3,858	4,263	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	68	68	68	68	估值分析				
其他长期负债	629	629	629	629	PE	74.33	46.44	36.68	30.18
非流动负债合计	697	697	697	697	PB	11.19	9.85	7.30	5.57
负债合计	3,914	4,165	4,555	4,960					
股本	202	202	202	202					
少数股东权益	723	905	1,134	1,413					
股东权益合计	8,808	12,117	16,260	21,257					
负债和股东权益合计	12,721	16,282	20,815	26,217					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

周平：4年证券从业经验，曾就职于西南证券，2016-2017年所在团队分别获得新财富第五名、第四名。2020年2月加入华西证券，任医药行业分析师，北京协和医学院硕士、北京大学医学部学士。

蔡承霖：两年从业经验，南开大学经济学硕士，曾就职于新时代证券。2019年10月加入华西证券，主要研究血制品、疫苗行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。