

# 长春高新 (000661.SZ)

## 业绩超预期，生长激素延续高增长

### 核心观点:

- **公司发布 2019 年报:** 公司实现营业收入 73.74 亿元 (+37.19%)，归母净利润 17.75 亿元 (+76.36%)，扣非归母净利润 17.76 亿元 (+77.4%)，接近此前业绩预告上限超预期，其中第四季度实现营收 19.3 亿元 (+56.24%)、归母净利润 5.34 亿元 (+218.39%)、扣非归母净利润 5.44 亿元 (+197.17%)。公司经营活动产生的现金流量净额约 19.35 亿元 (+118.84%)，经营质量良好。此外，公司发布年度利润分配预案：拟每 10 股派现金红利 10 元 (含税) 并转增 10 股。
- **2019 年金赛药业净利润实现同比增长 75.08%，持续超预期。** 金赛药业实现收入 48.22 亿元 (+50.87%)、净利润 19.76 亿元 (+75.08%)，净利润率同比提升 5.6pp 至 40.98%，公司整体销售费用率有所下滑，经营效率得以进一步提升。根据公司此前审计公告披露，19 年 1-10 月金赛药业实现净利润约 16.15 亿元，因此估算 11 月与 12 月合计实现净利润约 3.61 亿元，核心产品生长激素延续了良好增长态势。
- **百克生物 19 年下半年销售环比提升明显，期待今年下半年鼻喷流感疫苗上市后贡献业绩。** 19 年百克生物实现收入 10 亿元 (-3.07%)，净利润 1.75 亿元 (-14.44%)，下半年水痘疫苗销售环比提升明显；此外冻干鼻喷流感减毒活疫苗已于 2020 年 2 月获得生产批件，带状疱疹减毒活疫苗进入 III 期临床阶段。华康药业实现收入 5.8 亿元 (+9.95%)、净利润 0.42 亿元 (+35.56%)，高新地产实现收入 9.42 亿元 (+59.03%)、净利润 2.35 亿元 (+215.98%)，地产业务实现高增长。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 28.32 亿元、37.48 亿元、48.04 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 37X/28X/22X。参考可比公司 2020 年平均 PE 约 42X，上调公司合理价值为 588 元/股，给予买入评级。
- **风险提示。** 生长激素市场拓展不达预期；在研产品进度不达预期；研发投入加大可能对公司业绩有所拖累。

### 盈利预测:

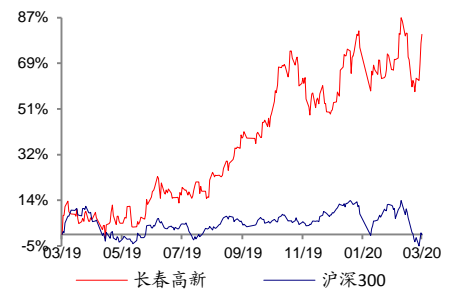
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,375	7,374	9,416	11,759	14,384
增长率 (%)	31.0	37.2	27.7	24.9	22.3
EBITDA (百万元)	1,808	2,921	3,519	4,900	6,274
归母净利润 (百万元)	1,006	1,775	2,832	3,748	4,804
增长率 (%)	52.1	76.4	59.6	32.3	28.2
EPS (元/股)	5.92	8.77	14.00	18.52	23.74
市盈率 (P/E)	29.58	50.96	36.64	27.69	21.61
市净率 (P/B)	5.62	11.19	9.73	7.37	5.62
EV/EBITDA	15.58	29.89	27.98	19.59	14.75

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	512.9 元
合理价值	588 元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-27

### 相对市场表现



### 分析师:



孔令岩



SAC 执证号: S0260519080001



021-60750612

konglingyan@gf.com.cn

### 分析师:



罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

请注意，孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

- 长春高新 (000661.SZ): 业绩超预期，金赛药业持续高增长 2020-01-03
- 长春高新 (000661.SZ): 业绩超预期，金赛药业与百克生物环比大幅增长 2019-10-24
- 长春高新 (000661.SZ): 金赛药业维持高增长，房地产结算收入大幅提升 2019-08-22

请务必阅读末页的免责声明

表1: 可比公司估值表

证券简称	收盘价	EPS (元/股)		PE (倍)		预测净利润增速 (%)		PEG
	(元)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020
安科生物	14.58	0.44	0.56	33	26	232.36	28.02	0.14
天坛生物	36.35	0.72	0.92	50	40	20.20	27.60	2.50

数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*最新收盘价日期为 2020 年 3 月 27 日, 天坛生物为广发预测、安科生物为 wind 一致预期

**风险提示。**生长激素市场拓展不达预期; 在研产品进度不达预期; 研发投入加大可能对公司业绩有所拖累。

## 资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>6,536</b>	<b>8,741</b>	<b>11,081</b>	<b>14,078</b>	<b>18,546</b>
货币资金	1,868	3,733	5,366	7,833	11,255
应收及预付	1,246	1,589	1,842	2,125	2,549
存货	1,833	1,750	2,290	2,201	2,533
其他流动资产	1,589	1,668	1,583	1,920	2,209
<b>非流动资产</b>	<b>2,877</b>	<b>3,981</b>	<b>4,996</b>	<b>6,084</b>	<b>7,052</b>
长期股权投资	69	460	465	470	475
固定资产	1,191	1,514	2,209	2,965	3,611
在建工程	537	856	1,167	1,490	1,809
无形资产	235	278	278	278	278
其他长期资产	845	873	877	880	879
<b>资产总计</b>	<b>9,413</b>	<b>12,721</b>	<b>16,077</b>	<b>20,162</b>	<b>25,598</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,914</b>	<b>3,217</b>	<b>3,869</b>	<b>4,312</b>	<b>5,069</b>
短期借款	255	515	0	0	0
应付及预收	1,258	1,124	2,059	2,504	3,040
其他流动负债	1,401	1,578	1,810	1,808	2,030
<b>非流动负债</b>	<b>173</b>	<b>697</b>	<b>641</b>	<b>629</b>	<b>629</b>
长期借款	12	68	12	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	161	629	629	629	629
<b>负债合计</b>	<b>3,087</b>	<b>3,914</b>	<b>4,510</b>	<b>4,941</b>	<b>5,699</b>
股本	170	202	202	202	202
资本公积	1,966	3,072	3,072	3,072	3,072
留存收益	3,159	4,816	7,388	10,806	15,200
归属母公司股东权益	5,295	8,084	10,663	14,081	18,475
少数股东权益	1,031	723	904	1,139	1,424
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,413</b>	<b>12,721</b>	<b>16,077</b>	<b>20,162</b>	<b>25,598</b>

## 利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5,375</b>	<b>7,374</b>	<b>9,416</b>	<b>11,759</b>	<b>14,384</b>
营业成本	801	1,092	1,232	1,232	1,399
营业税金及附加	99	158	169	212	259
销售费用	2,095	2,522	3,512	4,292	5,178
管理费用	351	458	612	706	791
研发费用	328	370	471	588	719
财务费用	-32	-50	-142	20	20
资产减值损失	16	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	5	5	5
投资净收益	65	49	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,806</b>	<b>2,876</b>	<b>3,566</b>	<b>4,715</b>	<b>6,022</b>
营业外收支	-73	-56	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,733</b>	<b>2,820</b>	<b>3,566</b>	<b>4,715</b>	<b>6,022</b>
所得税	270	471	553	731	933
<b>净利润</b>	<b>1,463</b>	<b>2,349</b>	<b>3,013</b>	<b>3,984</b>	<b>5,089</b>
少数股东损益	456	574	181	235	285
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,775</b>	<b>2,832</b>	<b>3,748</b>	<b>4,804</b>
EBITDA	1,808	2,921	3,519	4,900	6,274
EPS (元)	5.92	8.77	14.00	18.52	23.74

## 现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>884</b>	<b>1,935</b>	<b>3,567</b>	<b>4,082</b>	<b>5,053</b>
净利润	1,463	2,349	3,013	3,984	5,089
折旧摊销	107	148	99	170	237
营运资金变动	-658	-525	459	-87	-288
其它	-27	-37	-4	15	15
<b>投资活动现金流</b>	<b>-254</b>	<b>-810</b>	<b>-1,109</b>	<b>-1,253</b>	<b>-1,200</b>
资本支出	-658	-840	-1,096	-1,253	-1,200
投资变动	-18	-385	-18	-5	-5
其他	423	416	5	5	5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-159</b>	<b>704</b>	<b>-825</b>	<b>-362</b>	<b>-430</b>
银行借款	194	191	-571	-12	0
股权融资	0	975	0	0	0
其他	-353	-462	-254	-350	-430
<b>现金净增加额</b>	<b>472</b>	<b>1,829</b>	<b>1,633</b>	<b>2,467</b>	<b>3,423</b>
期初现金余额	1,390	1,863	3,733	5,366	7,833
期末现金余额	1,863	3,693	5,366	7,833	11,255

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	31.0%	37.2%	27.7%	24.9%	22.3%
营业利润增长	58.4%	59.2%	24.0%	32.2%	27.7%
归母净利润增长	52.1%	76.4%	59.6%	32.3%	28.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	85.1%	85.2%	86.9%	89.5%	90.3%
净利率	27.2%	31.9%	32.0%	33.9%	35.4%
ROE	19.0%	22.0%	26.6%	26.6%	26.0%
ROIC	31.5%	42.5%	48.2%	55.7%	60.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.8%	30.8%	28.1%	24.5%	22.3%
净负债比率	2.8%	4.6%	0.1%	0.0%	0.0%
流动比率	2.24	2.72	2.86	3.26	3.66
速动比率	1.46	2.00	2.11	2.61	3.02
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.67	0.65	0.65	0.63
应收账款周转率	7.58	8.03	7.87	7.92	7.90
存货周转率	0.44	0.61	0.54	0.56	0.55
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	5.92	8.77	14.00	18.52	23.74
每股经营现金流	5.20	9.56	17.63	20.17	24.97
每股净资产	31.13	39.95	52.69	69.59	91.30
<b>估值比率</b>					
P/E	29.58	50.96	36.64	27.69	21.61
P/B	5.62	11.19	9.73	7.37	5.62
EV/EBITDA	15.58	29.89	27.98	19.59	14.75

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。  
孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。  
马步云：高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。  
李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。  
李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。