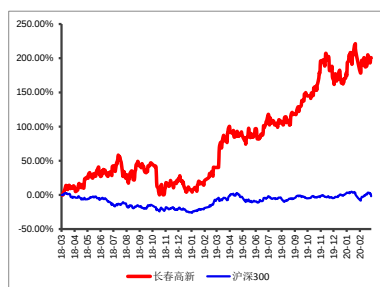


长春高新(000661)/生物制品
获批国产首个鼻喷流感疫苗，有望依靠便利性抢占市场
评级：买入(维持)
市场价格：486.00
分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn
分析师：赵磊
执业证书编号：S0740518070007
Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	202.36
流通股本(百万股)	170.01
市价(元)	486.00
市值(百万元)	98346.96
流通市值(百万元)	82624.86

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 长春高新(000661)-2019 年业绩预告点评：超出预期，预计金赛药业实现 60%以上增长-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20200102
- 2 长春高新(000661)-2019Q3 点评：优势显著，生长激素继续保持快速增长-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20191023
- 3 长春高新(000661)-2019H1 点评：金赛药业实现 47%利润增长，净利率水平达到 38%-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20190812

公司盈利预测及估值

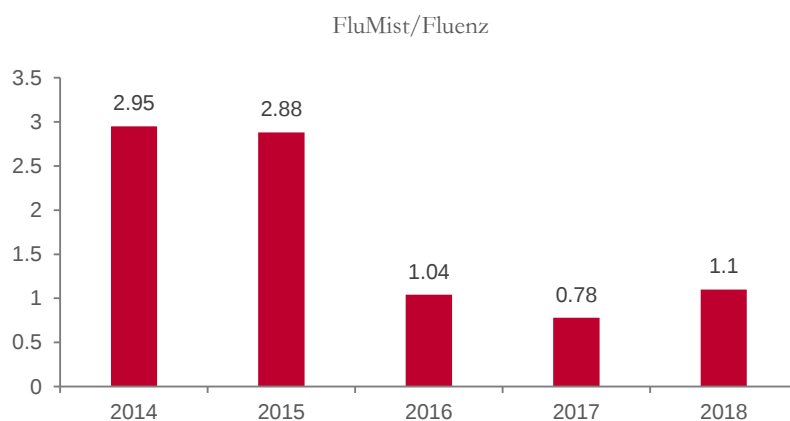
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4102.26	5374.99	7575.05	9974.50	12532.6
增长率 yoy%	41.58%	31.03%	40.93%	31.68%	25.65%
净利润	661.95	1006.50	1728.07	2689.67	3452.16
增长率 yoy%	36.53%	52.05%	71.69%	55.65%	28.35%
每股收益(元)	3.27	4.97	8.54	13.29	17.06
每股现金流量	1.88	4.37	8.27	10.66	13.97
净资产收益率	14.96%	19.01%	21.98%	26.28%	26.10%
P/E	148.57	97.71	56.91	36.56	28.49
PEG	4.07	1.88	0.79	0.66	1.00
P/B	22.22	18.57	12.51	9.61	7.43

备注：截止 2020.03.02

投资要点

- **事件：2020 年 3 月 2 日，公司公告控股子公司长春百克生物科技股份公司取得冻干鼻喷流感减毒活疫苗的药品注册批件，药品批准文号为国药准字 S20200002。**
- **获批国产首个鼻喷剂型流感疫苗，有望依靠便利性抢占市场。**近 3 年流感季中国流感疫情高发，流感样病例就诊比 (ILI%) 同期同比均有所提升，比如 2017-2018 年第一周达到 6% 左右，远超历年的 3% 左右水平。流感病毒疫苗是预防疫情的有效手段。过去中国流感疫苗接种率仅有 2%-2.5% 左右，远低于欧美地区 10% 以上的接种率。受益于近年来的流感疫情高发以及新冠病毒疫情对公众的教育，我们预计流感疫苗认知度有望不断提升，未来逐步成长为消费型大品种，渗透率提升至 5% 以上。百克生物获批鼻喷剂型三价流感疫苗，与普通注射剂型相比无需注射、具备局部粘膜免疫效应，在使用便利性上有较大优势。国际同类产品 FluMist 2018 年销售 1.1 亿美元左右，峰值销售 2014 年 2.95 亿美元左右。按照未来流感疫苗接种率 5%、公司市占率 10% 计算，假设价格约 200 元/针计算，我们预计该品种市场潜力可达 14 亿元。
- **展望 2020 年，我们预计金赛药业虽然受疫情影响 Q1 新患，但后续季度有望逐步追赶，全年仍有望实现稳健较好增长；百克生物流感疫苗有望在 2020 年下半年正式获得批签发贡献增量，带状疱疹病毒疫苗正式开展临床 III 期试验为长期发展提供增量动力。**此外，公司对外投资参与生物类似药、利多卡因透皮贴片、肺炎球菌疫苗、呼吸道合胞病毒疫苗等新型产品研发，布局长期发展方向。
- **盈利预测与投资建议：**假设鼻喷流感疫苗按照正常生产周期顺利生产、获得批签发，2020 年下半年开始贡献收入，我们小幅上调 2019-2021 年公司营业收入分别为 75.75、99.75、125.33 亿元，同比增长 40.93%、31.68%、25.65%；归母净利润分别为 17.28、26.90、34.52 亿元，同比增长 71.69%、55.65%、28.35%，对应 EPS 为 8.54、13.29、17.06 元。公司是生长激素行业龙头，受益于行业高景气、2020 年有望继续保持较快增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**生长激素竞争加剧的风险，鼻喷流感疫苗生产进度低于预期的风险，在研管线进度低于预期的风险，药品招标降价的风险。

图表 1: 国际同类产品 FluMist/Fluenz 销售情况 (单位: 亿美元, %)



来源: 医药魔方, 中泰证券研究所

图表2：长春高新财务模型预测（重组前）

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6536	9784	13004	16966	营业收入	5375	7575	9974	12533
现金	1868	4448	6468	9133	营业成本	801	930	1132	1351
应收账款	717	1031	1340	1689	营业税金及附加	99	178	220	275
其他应收款	781	694	962	1287	营业费用	2095	2954	3940	4888
预付账款	439	453	555	674	管理费用	351	568	748	940
存货	1833	2008	2554	3012	财务费用	-32	-114	-213	-309
其他流动资产	897	1149	1125	1170	资产减值损失	16	27	26	25
非流动资产	2877	2638	2604	2530	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	69	62	66	65	投资净收益	65	52	56	56
固定资产	1191	1387	1429	1396	营业利润	1806	2675	3599	4603
无形资产	235	248	264	285	营业外收入	8	10	9	9
其他非流动资产	1382	941	845	783	营业外支出	82	53	58	60
资产总计	9413	12422	15608	19496	利润总额	1733	2632	3549	4552
流动负债	2914	2883	3411	3943	所得税	270	430	575	735
短期借款	255	160	175	184	净利润	1463	2202	2974	3816
应付账款	187	235	290	339	少数股东损益	456	474	284	364
其他流动负债	2472	2488	2946	3420	归属母公司净利润	1006	1728	2690	3452
非流动负债	173	172	173	172	EBITDA	1881	2686	3531	4450
长期借款	12	10	10	10	EPS (元)	5.92	8.54	13.29	17.06
其他非流动负债	161	162	163	162	主要财务比率				
负债合计	3087	3055	3584	4115	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1031	1505	1789	2153	成长能力				
股本	170	202	202	202	营业收入	31.0%	40.9%	31.7%	25.6%
资本公积	1966	2909	2909	2909	营业利润	58.4%	48.1%	34.5%	27.9%
留存收益	3159	4751	7125	10117	归属于母公司净利润	52.1%	71.7%	55.6%	28.3%
归属母公司股东权益	5295	7862	10236	13228	获利能力				
负债和股东权益	9413	12422	15608	19496	毛利率(%)	85.1%	87.7%	88.7%	89.2%
现金流量表					净利率(%)	18.7%	22.8%	27.0%	27.5%
单位: 百万元					ROE(%)	19.0%	22.0%	26.3%	26.1%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC(%)	36.3%	45.7%	53.7%	60.3%
经营活动现金流	884	1673	2157	2828	偿债能力				
净利润	1463	2202	2974	3816	资产负债率(%)	32.8%	24.6%	23.0%	21.1%
折旧摊销	107	125	145	156	净负债比率(%)	8.65%	5.60%	5.18%	4.70%
财务费用	-32	-114	-213	-309	流动比率	2.24	3.39	3.81	4.30
投资损失	-65	-52	-56	-56	速动比率	1.61	2.69	3.06	3.54
营运资金变动	-658	-683	-698	-807	营运能力				
其他经营现金流	69	195	5	27	总资产周转率	0.64	0.69	0.71	0.71
投资活动现金流	-254	18	-32	-22	应收账款周转率	8	8	8	8
资本支出	686	33	37	40	应付账款周转率	3.83	4.41	4.31	4.29
长期投资	18	-26	11	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	450	26	15	17	每股收益(最新摊薄)	4.97	8.54	13.29	17.06
筹资活动现金流	-159	889	-105	-140	每股经营现金流(最新摊薄)	4.37	8.27	10.66	13.97
短期借款	195	-95	15	8	每股净资产(最新摊薄)	26.17	38.85	50.58	65.37
长期借款	-1	-1	-0	-1	估值比率				
普通股增加	0	32	0	0	P/E	97.71	56.91	36.56	28.49
资本公积增加	-1	943	0	0	P/B	18.57	12.51	9.61	7.43
其他筹资现金流	-352	10	-119	-148	EV/EBITDA	52	36	27	22
现金净增加额	473	2580	2020	2665					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。