

长春高新 (000661.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

一季报利空出尽，底部机会值得重点布局

业绩简评

2023年4月17日，公司发布2023年第一季度报告，公司实现营业收入27.78亿元(-7%)；实现归属于上市公司股东净利润8.57亿元(-25%)；其中核心子公司金赛药业实现收入23.53亿元(-11%)，实现净利润8.95亿元(-26%)。

经营分析

一次性影响因素消除，业绩增长节奏恢复。根据公司投资者关系文件，子公司金赛药业在22年3月为应对特殊情况，向全国紧急发货超6亿元以保障市场供应，同时因部分销售费用和研发费用当时无法正常支付，形成了去年一季度相关业绩数据较高的基数状态，叠加今年一季度销售及研发费用支出恢复正常的因素，导致23年一季度业绩同比下滑。目前相关因素对业绩的影响已经完全落地，开年以来公司经营活动逐渐恢复到正常状态，4月份新患入组继续保持较高增速，业绩增长节奏逐步恢复。

生长激素适应症布局持续完善，PEG自产实现降本增效。公司重组人生长激素注射液23年1月获批用于治疗慢性肾脏疾病(CKD)所引起的青春期前儿童生长障碍，生长激素产品获批适应症已增加到12项，行业领先地位持续巩固。此外随着PEG自用相关事项获批，公司将进一步加快长效剂型推广，根据公司测算，假设完全换成自产，预计2025年可节约1亿元左右的成本。

研发工作稳步推进，产品管线有望持续丰富。近年来公司研发费用稳健增长，品种储备涵盖肿瘤、痛风、减肥、医美、成人内分泌、麻醉等多个领域。公司长效生长激素即将在美国申报3期临床，预计25年完成，27年上市。金妥昔单抗预计两年后成为全球首个二线胃癌治疗药物，金纳单抗未来有望成为痛风性关节炎首选用药。减肥方面，胃占容等产品有望于今年上市。在医美领域，公司将以皮肤健康领域的新药开发为主，并补充具有独特竞争壁垒的玻尿酸、胶原蛋白、塑形、增肌减脂等产品。在成人内分泌方面将围绕增肌减脂等方向构建管线，与成人生长激素缺乏、抗衰老等形成互动。

盈利预测、估值与评级

公司生长激素龙头地位稳固，长期增长逻辑不变，我们维持盈利预期，预计公司2023-2025年分别实现归母净利润47.8(+15%)、55.1(+15%)、62.2亿元(+13%)，EPS分别为11.81、13.60、15.38元，对应当前P/E分别为14、12、11倍。维持“买入”评级。

风险提示

医保降价和控费风险；生长激素竞争加剧风险；疫苗销售不及预期；研发进展不达预期等。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：168.80 元

相关报告：

- 《长春高新公司点评：自产 PEG 获批，重组生长激素成本优化》，2023.4.14
- 《长春高新公司点评：生长激素持续放量，带状疱疹疫苗有望带动新增...》，2023.3.30
- 《长春高新公司点评：剥离地产业务轻装上阵，金赛、百克双翼齐飞》，2023.3.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,747	12,627	14,295	16,152	18,219
营业收入增长率	25.30%	17.50%	13.21%	12.99%	12.79%
归母净利润(百万元)	3,757	4,140	4,779	5,506	6,224
归母净利润增长率	23.33%	10.18%	15.43%	15.21%	13.04%
摊薄每股收益(元)	9.284	10.230	11.808	13.604	15.379
每股经营性现金流净额	8.23	6.98	12.72	14.11	15.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.78%	22.94%	22.85%	22.73%	22.26%
P/E	29.23	16.27	14.29	12.41	10.98
P/B	7.54	3.73	3.27	2.82	2.44

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	8,577	10,747	12,627	14,295	16,152	18,219	货币资金	3,965	5,749	5,579	8,198	9,793	11,605	
增长率		25.3%	17.5%	13.2%	13.0%	12.8%	应收款项	3,062	2,838	3,794	3,857	4,136	4,566	
主营业务成本	-1,142	-1,332	-1,515	-1,585	-1,701	-1,852	存货	3,013	4,360	4,654	4,809	5,251	5,916	
%销售收入	13.3%	12.4%	12.0%	11.1%	10.5%	10.2%	其他流动资产	1,043	1,094	1,272	1,278	1,376	1,509	
毛利	7,435	9,415	11,112	12,710	14,451	16,367	流动资产	11,082	14,041	15,299	18,142	20,557	23,596	
%销售收入	86.7%	87.6%	88.0%	88.9%	89.5%	89.8%	%总资产	65.8%	62.4%	58.8%	63.5%	63.7%	64.4%	
营业税金及附加	-117	-135	-106	-111	-123	-137	长期投资	1,098	1,203	1,238	1,238	1,238	1,238	
%销售收入	1.4%	1.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	2,728	4,266	5,526	6,527	7,545	8,571	
销售费用	-2,582	-3,064	-3,807	-4,288	-4,821	-5,429	%总资产	16.2%	18.9%	21.2%	22.9%	23.4%	23.4%	
%销售收入	30.1%	28.5%	30.1%	30.0%	29.9%	29.8%	无形资产	1,249	1,924	2,388	2,552	2,847	3,127	
管理费用	-479	-633	-824	-901	-977	-1,084	非流动资产	5,762	8,475	10,729	10,417	11,724	13,025	
%销售收入	5.6%	5.9%	6.5%	6.3%	6.1%	6.0%	%总资产	34.2%	37.6%	41.2%	36.5%	36.3%	35.6%	
研发费用	-475	-885	-1,358	-1,544	-1,761	-2,004	资产总计	16,845	22,516	26,027	28,559	32,282	36,621	
%销售收入	5.5%	8.2%	10.8%	10.8%	10.9%	11.0%	短期借款	660	332	319	230	200	170	
息税前利润 (EBIT)	3,783	4,699	5,017	5,865	6,769	7,713	应付款项	879	1,756	1,881	1,939	2,041	2,266	
%销售收入	44.1%	43.7%	39.7%	41.0%	41.9%	42.3%	其他流动负债	1,928	1,687	1,611	1,473	1,663	1,874	
财务费用	65	89	95	3	-88	-133	流动负债	3,468	3,775	3,811	3,642	3,905	4,309	
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	0.0%	0.5%	0.7%	长期贷款	329	712	635	635	635	635	
资产减值损失	-7	-125	-127	-98	-9	-14	其他长期负债	724	791	775	482	474	467	
公允价值变动收益	20	1	0	0	0	0	负债	4,521	5,279	5,221	4,760	5,013	5,411	
投资收益	-34	-35	-76	0	0	0	普通股股东权益	10,931	14,574	18,050	20,917	24,221	27,955	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	405	405	405	405	405	405	
营业利润	3,936	4,715	4,968	5,770	6,672	7,566	未分配利润	6,874	10,016	13,387	16,254	19,558	23,292	
营业利润率	45.9%	43.9%	39.3%	40.4%	41.3%	41.5%	少数股东权益	1,392	2,663	2,757	2,882	3,048	3,255	
营业外收支	-23	-99	-44	0	0	0	负债股东权益合计	16,845	22,516	26,027	28,559	32,282	36,621	
税前利润	3,913	4,617	4,924	5,770	6,672	7,566	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	45.6%	43.0%	39.0%	40.4%	41.3%	41.5%	每股指标							
所得税	-606	-719	-709	-865	-1,001	-1,135	每股收益	7.528	9.284	10.230	11.808	13.604	15.379	
所得税率	15.5%	15.6%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	27.009	36.009	44.598	51.684	59.847	69.074	
净利润	3,308	3,897	4,215	4,904	5,672	6,431	每股经营现金净流	2.745	8.229	6.984	12.720	14.114	15.599	
少数股东损益	261	140	75	125	166	207	每股股利	0.000	0.000	0.000	4.723	5.442	6.151	
归属于母公司的净利润	3,047	3,757	4,140	4,779	5,506	6,224	回报率							
净利率	35.5%	35.0%	32.8%	33.4%	34.1%	34.2%	净资产收益率	27.87%	25.78%	22.94%	22.85%	22.73%	22.26%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.09%	16.69%	15.91%	16.73%	17.06%	17.00%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	23.06%	21.01%	19.21%	19.85%	20.15%	20.19%	
净利润	3,308	3,897	4,215	4,904	5,672	6,431	增长率							
少数股东损益	261	140	75	125	166	207	主营业务收入增长率	16.31%	25.30%	17.50%	13.21%	12.99%	12.79%	
非现金支出	186	433	579	500	511	623	EBIT 增长率	36.39%	24.21%	6.78%	16.91%	15.42%	13.94%	
非经营收益	-45	24	44	145	66	66	净利润增长率	71.64%	23.33%	10.18%	15.43%	15.21%	13.04%	
营运资金变动	-2,337	-1,024	-2,012	-402	-537	-806	总资产增长率	32.41%	33.67%	15.60%	9.73%	13.04%	13.44%	
经营活动现金净流	1,111	3,331	2,826	5,148	5,712	6,313	资产管理能力							
资本开支	-970	-2,225	-2,088	-311	-1,810	-1,910	应收账款周转天数	47.9	47.1	52.3	55.0	51.0	50.0	
投资	-441	-213	-169	0	0	0	存货周转天数	761.4	1,010.2	1,086.0	1,130.0	1,150.0	1,190.0	
其他	233	12	2	0	0	0	应付账款周转天数	98.2	128.5	150.9	140.0	140.0	140.0	
投资活动现金净流	-1,177	-2,426	-2,255	-311	-1,810	-1,910	固定资产周转天数	84.6	75.5	93.3	100.3	105.0	107.6	
股权募资	188	1,413	3	0	0	0	偿债能力							
债权募资	407	15	-107	-224	-30	-30	净负债/股东权益	-20.57%	-24.68%	-20.07%	-28.92%	-31.20%	-33.16%	
其他	-274	-621	-672	-1,982	-2,269	-2,555	EBIT 利息保障倍数	-58.2	-52.6	-52.5	-2,147.8	76.9	57.9	
筹资活动现金净流	321	807	-776	-2,205	-2,299	-2,585	资产负债率	26.84%	23.45%	20.06%	16.67%	15.53%	14.78%	
现金净流量	254	1,708	-197	2,632	1,604	1,818								

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-28	买入	147.28	N/A
2	2022-07-10	买入	222.91	N/A
3	2022-07-26	买入	206.05	N/A
4	2022-08-26	买入	185.89	N/A
5	2022-10-28	买入	178.20	N/A
6	2023-03-21	买入	157.65	N/A
7	2023-03-30	买入	165.09	N/A
8	2023-04-14	买入	167.66	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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402