

公司研究

激励计划彰显管理层信心，生长激素再添适应症

——长春高新（000661.SZ）公告点评

买入（维持）

当前价：222.91元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.05
总市值(亿元):	902.16
一年最低/最高(元):	131.06/412.09
近3月换手率:	112.70%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.54	34.73	-28.47
绝对	27.01	43.40	-41.92

资料来源：Wind

相关研报

生长激素维持高景气度，创新药梯队逐渐丰富——长春高新（000661.SZ）2022年一季报点评（2022-04-28）

生长激素维持高速增长，新冠疫情影响疫苗接种——长春高新（000661.SZ）2021年报点评（2022-03-20）

要点

事件：

- 1) 公司发布《2022年限制性股票与股票期权激励计划（草案）》，包括限制性股票激励计划和股票期权激励计划两部分。股票来源为公司从二级市场回购的本公司A股普通股和公司向激励对象定向发行的A股普通股。拟向激励对象授予权益总计404万股，涉及的标的股票种类为人民币A股普通股，约占本激励计划公告日公司股本总额40,472.029万股的1.00%。拟首次授予的激励对象不超过380人，均为在本公司控股子公司长春金赛药业有限责任公司任职的核心管理、技术和业务骨干，限制性股票授予价格为112.55元/股（含预留部分），授予的股票期权的行权价格为225.09元/份（含预留部分）。
- 2) 重组人生长激素注射液增加适应症获得《药品注册证书》，用于因Prader-Willi综合征（PWS）所引起的儿童生长障碍。

点评：

激励计划彰显管理层信心，绑定员工利益利好长期发展：控股子公司金赛药业主要从事生长激素系列产品及辅助生殖、妇女健康、医疗器械、儿童营养品、创面愈合等领域产品，2021年实现归母净利润36.84亿元，占长春高新归母净利润的98.03%。本次推出对金赛药业的激励计划，有利于健全公司的长效激励机制，吸引和留住优秀人才，调动核心管理、技术、业务骨干的工作积极性，绑定股东、公司和经营者的利益，持续增强公司的竞争力。本计划设计激励对象380人，占金赛药业在职员工总人数6,487人（2022年6月30日）的5.86%，激励对象具体范围为：金赛药业核心管理、技术和业务骨干，不包括长春高新董事、监事、高级管理人员，不包括长春高新总部及其他控股、全资子公司人员，不包括单独或合计持有公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。

激励计划的业绩考核条件为：（1）以金赛药业2019-2021年扣非归母净利润平均数为基数，2022~2024年净利润增长率不低于52.50%/75.50%/102%；（2）2022~2024年金赛药业净资产收益率不低于40%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；（3）2022~2024年金赛药业资产负债率不高于30%。

假设限制性股票授予日在2022年7月底，拟首次授予的228.67万股限制性股票应确认的总成本约为25,236.02万元，预计将对2022~2026年各期会计成本产生一定影响，但管理团队激发积极性提升经营效率，降低代理人成本，有望为公司带来的业绩提升高于费用增加。

生长激素再添适应症，产品矩阵持续完善：随着此次PWS引起儿童生长障碍适应症的获批，公司的生长激素适应症布局进一步完善，行业领先地位持续巩固，将为公司业绩持续高速增长奠定坚实的基础。除生长激素之外，金赛药业也持续拓宽其他产品的布局，金纳单抗联合替雷利珠单抗治疗晚期恶性实体瘤的I期临床于2022年5月公示方案，金妥昔单抗联合紫杉醇治疗晚期胃或食管结合部腺癌的III期临床于2022年5月入组首例受试者，亮丙瑞林注射剂治疗晚期前列腺癌的III期临床于2022年4月公示方案。未来金赛药业将持续拓展生长激素在各个领域的广泛应用，并将其他创新药产品陆续推进上市，为公司远期增长带来新的动力。

盈利预测、估值与评级: 维持预测公司 2022~2024 年 EPS 为 11.76/14.68/18.32 元, 同比增长 26.67%/24.82%/24.77%, 现价对应 PE 分别为 19/15/12 倍, 维持“买入”评级。

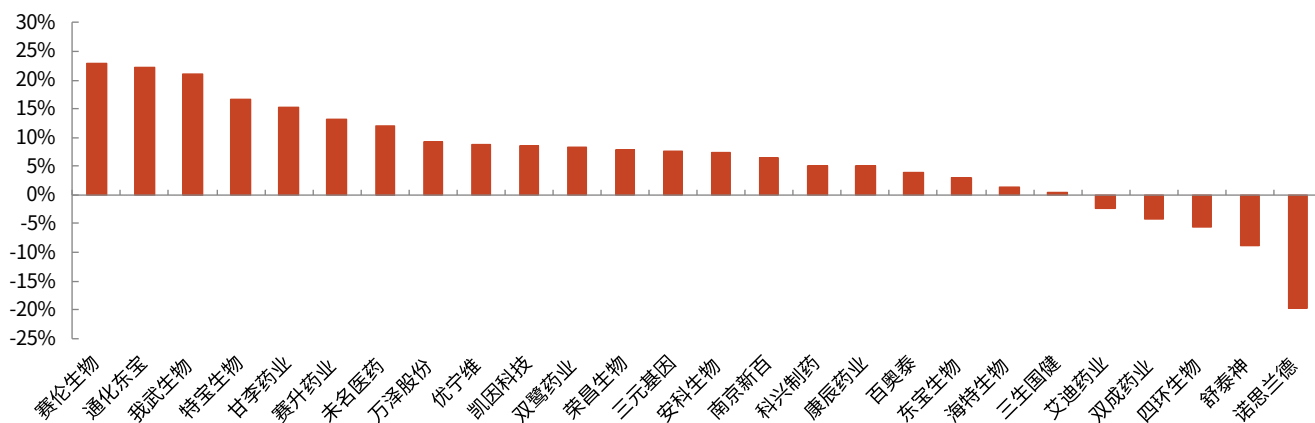
风险提示: 新产品研发及推广不达预期, 生长激素竞争加剧。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,577	10,747	13,581	16,413	19,450
营业收入增长率	16.31%	25.30%	26.37%	20.86%	18.50%
净利润 (百万元)	3,047	3,757	4,760	5,941	7,413
净利润增长率	71.64%	23.33%	26.67%	24.82%	24.77%
EPS (元)	7.53	9.28	11.76	14.68	18.32
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.87%	25.78%	25.04%	24.25%	23.64%
P/E	30	24	19	15	12
P/B	8.3	6.2	4.7	3.7	2.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-07-08

图 1: 解除限售考核对标企业 2021 年的净资产收益率



资料来源: 公司公告、同花顺 iFinD、光大证券研究所

表 1: 股份支付费用对各期会计成本的影响

首次授予限制性股票数量 (万股)	股份支付费用 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)	2026 年 (万元)
228.67	25236.02	3943.13	9463.51	7360.51	3364.8	1104.08

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 2: 授予的限制性股票的分配情况

授予人员	获授的权益数量(万股)	占授予总量的比例	占本计划公告日股本总额比例
金赛药业核心管理、技术和业务骨干 (合计 281 人)	228.67	92.46%	0.57%
预留	18.65	7.54%	0.05%
合计 (281 人)	247.32	100.00%	0.61%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 3: 授予的股票期权的分配情况

授予人员	股票期权拟授予额度 (万份)	占本次授予股票期权总量的比例	占本计划公告日股本总额比例
金赛药业核心管理、技术和业务骨干 (合计 380 人)	109.86	70.12%	0.27%
预留	46.82	29.88%	0.12%
合计 (380 人)	156.68	100.00%	0.39%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,577	10,747	13,581	16,413	19,450
营业成本	1,142	1,332	1,613	1,839	2,083
折旧和摊销	174	275	260	319	379
税金及附加	117	135	170	206	244
销售费用	2,582	3,064	3,877	4,279	4,612
管理费用	479	633	754	821	894
研发费用	475	885	1,311	1,875	2,414
财务费用	-65	-89	-72	-93	-139
投资收益	-34	-35	-7	-7	-7
营业利润	3,936	4,715	6,077	7,591	9,463
利润总额	3,913	4,617	5,978	7,492	9,365
所得税	606	719	952	1,193	1,491
净利润	3,308	3,897	5,027	6,300	7,874
少数股东损益	261	140	267	359	462
归属母公司净利润	3,047	3,757	4,760	5,941	7,413
EPS (元)	7.53	9.28	11.76	14.68	18.32

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,111	3,331	3,663	5,354	6,840
净利润	3,047	3,757	4,760	5,941	7,413
折旧摊销	174	275	260	319	379
净营运资金增加	2,905	1,638	2,910	2,619	2,798
其他	-5,015	-2,341	-4,267	-3,526	-3,750
投资活动产生现金流	-1,177	-2,426	-1,464	-1,176	-1,156
净资本支出	-970	-2,225	-1,092	-1,096	-1,100
长期投资变化	828	977	0	0	0
其他资产变化	-1,036	-1,178	-373	-81	-56
融资活动现金流	321	807	-258	-85	-133
股本变化	202	0	0	0	0
债务净变化	857	55	-148	128	137
无息负债变化	-249	703	-236	615	649
净现金流	254	1,708	1,941	4,093	5,551

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	86.7%	87.6%	88.1%	88.8%	89.3%
EBITDA 率	47.0%	48.2%	45.1%	47.7%	50.0%
EBIT 率	44.9%	45.6%	43.2%	45.8%	48.0%
税前净利润率	45.6%	43.0%	44.0%	45.6%	48.1%
归母净利润率	35.5%	35.0%	35.0%	36.2%	38.1%
ROA	19.6%	17.3%	18.7%	18.8%	19.0%
ROE (摊薄)	27.9%	25.8%	25.0%	24.2%	23.6%
经营性 ROIC	25.1%	24.1%	23.3%	25.8%	28.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	27%	23%	18%	17%	15%
流动比率	3.20	3.72	5.34	6.21	7.16
速动比率	2.33	2.56	4.08	4.96	5.92
归母权益/有息债务	7.59	9.75	14.12	16.62	19.45
有形资产/有息债务	10.76	13.68	18.34	21.18	24.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	16,845	22,516	26,835	33,430	41,530
货币资金	3,965	5,749	7,690	11,783	17,334
交易性金融资产	10	0	0	0	0
应收账款	1,355	1,421	1,862	2,251	2,667
应收票据	157	148	229	277	328
其他应收款 (合计)	1,550	1,269	2,071	2,502	2,965
存货	3,013	4,360	4,051	4,624	5,243
其他流动资产	176	127	184	240	301
流动资产合计	11,082	14,041	17,155	22,895	30,217
其他权益工具	174	133	133	133	133
长期股权投资	828	977	977	977	977
固定资产	1,988	2,223	2,889	3,491	4,040
在建工程	740	2,043	2,057	2,068	2,076
无形资产	1,007	1,407	1,434	1,455	1,475
商誉	11	65	65	65	65
其他非流动资产	580	934	1,251	1,251	1,251
非流动资产合计	5,762	8,475	9,680	10,536	11,313
总负债	4,521	5,279	4,895	5,639	6,425
短期借款	660	80	0	0	0
应付账款	314	624	548	625	707
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	5	3	509	615	729
其他流动负债	551	320	366	412	462
流动负债合计	3,468	3,775	3,212	3,686	4,219
长期借款	329	712	812	912	1,012
应付债券	450	450	450	450	450
其他非流动负债	171	196	338	479	631
非流动负债合计	1,054	1,504	1,684	1,952	2,207
股东权益	12,323	17,237	21,940	27,792	35,105
股本	405	405	405	405	405
公积金	3,656	4,427	4,427	4,427	4,427
未分配利润	6,874	10,016	14,452	19,945	26,797
归属母公司权益	10,931	14,574	19,010	24,503	31,354
少数股东权益	1,392	2,663	2,930	3,289	3,750

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	30.11%	28.51%	28.55%	26.07%	23.71%
管理费用率	5.58%	5.89%	5.55%	5.00%	4.60%
财务费用率	-0.76%	-0.83%	-0.53%	-0.57%	-0.71%
研发费用率	5.53%	8.23%	9.65%	11.42%	12.41%
所得税率	15%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.80	0.80	1.11	1.39	1.73
每股经营现金流	2.75	8.23	9.05	13.23	16.90
每股净资产	27.01	36.01	46.97	60.54	77.47
每股销售收入	21.19	26.55	33.56	40.55	48.06

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	30	24	19	15	12
PB	8.3	6.2	4.7	3.7	2.9
EV/EBITDA	23.3	18.5	15.6	11.9	9.3
股息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE