

# 长江健康（002435）

## “医药+医疗”双轮驱动大健康产业启航

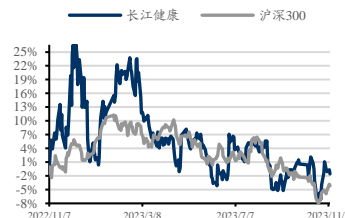
增持（首次）

2023年11月08日

证券分析师 朱国广  
执业证书：S0600520070004  
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	3,470	3,443	3,563	3,749
同比	-21%	-1%	3%	5%
归属母公司净利润（百万元）	65	57	74	104
同比	116%	-13%	30%	41%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.05	0.05	0.06	0.08
P/E（现价&最新股本摊薄）	86.27	98.92	76.38	54.05

### 股价走势



关键词：#一体化

### 投资要点

- **电梯导轨领域龙头，从传统制造向涵盖医药制造与医疗服务的大健康产业转型：**长江健康是国内电梯导轨的龙头品牌，深耕行业二十余年，2010年在深圳上市。自2015年起，公司进行业务调整，产品结构不断优化，至2019年业务布局平稳，从最初的实心导轨、空心导轨等电梯导轨系统部件拓展至冻干粉针、粉针剂、妇产专科医疗服务等，收入规模由2015年的10.6亿元提升至2022年的34.7亿元，年均复合增长率达18.5%。公司医药业务毛利率高，2022年贡献95.7%毛利。2016-2021年冻干粉针、粉针剂和实心导轨三类产品支撑公司营收，每年合计占营收比重均超过70%。
- **医药板块：抗感染药物份额逐年提升，集采影响逐步边际减缓。**海灵药业抗感染药物竞争力强，根据CFDA南方所米内网最新数据显示，2021年，海灵药业位列国内公立医院全身抗菌药物市场第2位，核心产品“注射用头孢他啶”“注射用拉氧头孢钠”在国内公立医院抗菌药物市场分别位列第4位及第5位，具有较强的市场竞争力。公司多个产品成功中标集采，粉针剂在集采背景下承压，冻干粉针占公司总收入的份额逐步提升。2023年H1，冻干粉针实现收入6.58亿元，同比增长20.06%，占总收入的37.65%。在适应国家集采的背景下，公司产品有望逐步实现以价换量。例如，第八批国家集采公司中标的注射用头孢噻肟钠和注射用伏立康唑均为过十亿元的大品种，此前公司市场份额较低，“光脚”品种中标后有望借助集采更快速的放量。此外，华信制药胶剂滋补系列产品齐全，2022年重新调整市场战略及销售团队后，产品销售额有望逐步增长。
- **顺应产业风口，公司的转型步伐不断加快。**2018年，公司收购以妇产专科为代表的郑州圣玛妇产医院、郑州东方女子医院等5家优质专科医院，并投资建设无锡怡和妇产医院。郑州圣玛妇产医院、南阳圣玛妇产医院、安阳圣玛妇产医院和开封圣玛妇产医院合计拥有床位400余张，成为河南省妇幼健康产业领军企业之一。而无锡怡和医院按照三级专科医院标准建设，包含妇产医院、康复医院、颐养院等，努力建设成为国内领先的专科特色医院。2022年，公司妇产专科医疗服务业务贡献收入1.8亿元，占公司总收入的5.18%，2023年上半年实现收入0.64亿元，未来有望进一步增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润为0.57/0.74/1.04亿元，对应当前市值的PE为99/76/54X。公司逐步向涵盖医药制造与医疗服务的大健康产业转型，产业布局多样，短期内，公司业绩有所承压，估值水平偏高，但未来逐步进入收获期，估值有望逐步消化。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变化风险，成本上涨的风险，药品招投标及价格下降风险，子公司管理的风险等。

### 市场数据

收盘价(元)	4.55
一年最低/最高价	4.21/6.25
市净率(倍)	1.23
流通A股市值(百万元)	5,471.62
总市值(百万元)	5,623.72

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.69
资产负债率(%，LF)	42.27
总股本(百万股)	1,235.98
流通A股(百万股)	1,202.55

### 相关研究

《长江健康(002435)：投资深圳迈兰德，间接参股摩根大通期货，迈开转型第一步——长江润发(002435)点评》

2015-06-19

## 内容目录

<b>1. 长江健康：步步为营，逐步向大健康产业转型</b> .....	<b>4</b>
1.1. 电梯导轨业务起家，从传统制造业向大健康产业转型.....	4
1.2. 长江润发集团为公司第一大股东，管理团队背景多元、履历丰富.....	5
1.3. 医药板块业务支撑毛利，产品呈现多元化发展.....	6
<b>2. “医药+医疗”双轮驱动大健康产业启航</b> .....	<b>8</b>
2.1. 医药板块：抗感染药物份额逐年提升，集采影响逐步边际减缓.....	9
2.1.1. 海灵药业：抗感染药物竞争力强，集采负面影响见底.....	9
2.1.2. 华信制药重整旗鼓，步入发展新周期.....	11
2.2. 医疗板块：转型加快，“医药+医疗”的大健康产业版图铺展开 .....	11
<b>3. 盈利预测与估值</b> .....	<b>12</b>
3.1. 关键假设.....	12
3.2. 估值与评级.....	13
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

图 1:	公司成立以后三大主要发展阶段.....	4
图 2:	公司股权结构 (截止 2023 年 Q3) .....	5
图 3:	公司营业收入及增长率.....	6
图 4:	公司归母净利润和扣非净利润.....	6
图 5:	公司各项费用率.....	7
图 6:	2016-2023H1 年公司分行业收入结构 .....	7
图 7:	2016-2023H1 年公司分行业毛利结构 .....	7
图 8:	2010 年公司分产品收入结构.....	8
图 9:	2022 年公司分产品收入结构.....	8
图 10:	公司战略规划.....	8
图 11:	等级医院抗感染药物竞争格局 (2022 年) .....	9
图 12:	公司冻干粉针、粉针剂营收 (亿元) 及增长情况.....	10
图 13:	等级医院注射用头孢噻肟钠及注射用伏立康市场规模 (亿元) .....	10
图 14:	华信制药产品集群.....	11
图 15:	公司医疗板块布局.....	12
表 1:	公司 2022 年三大业务收入情况及主要产品线.....	5
表 2:	公司主要执行董事和管理层简介.....	6
表 3:	海灵药业产品线.....	9
表 4:	公司收入拆分及盈利预测 (百万元) .....	12
表 5:	可比公司估值 (收盘日期为 2023 年 11 月 7 日) .....	13

## 1. 长江健康：步步为营，逐步向大健康产业转型

### 1.1. 电梯导轨业务起家，从传统制造业向大健康产业转型

长江健康（全称：长江润发健康产业股份有限公司）是国内涵盖电梯导轨、医药制造和医疗服务领域的著名集团型企业。其起源于长江润发集团在 1999 年设立的张家港润发机械有限公司，并于 2010 年在深交所上市（曾用名：长江润发）。自成立以来，公司业务结构实现从电梯导轨到“医药+机械”再到“医药+医疗”为主的扩张与优化，逐步从传统制造业向大健康产业转型。

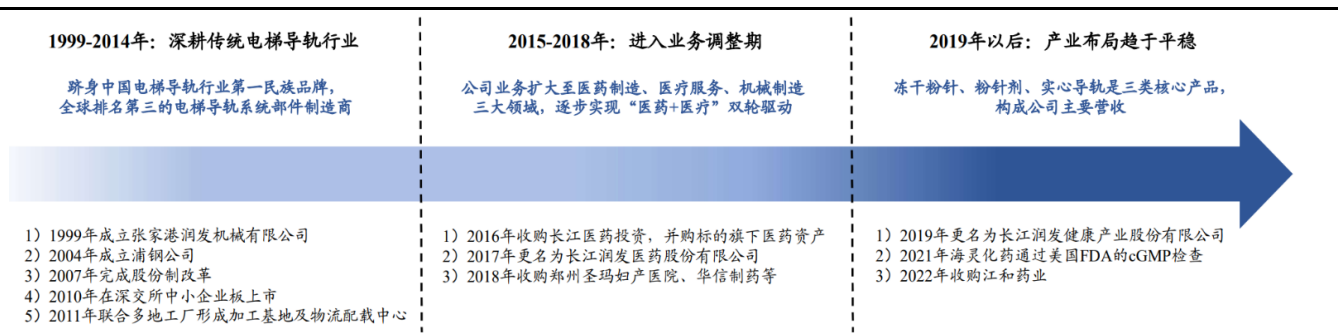
根据业务情况，我们将公司成立以来的发展历程分为三个阶段：

**1) 1999-2014 年：深耕电梯导轨行业，跻身国内龙头品牌。**以实心导轨及导轨毛坯、空心导轨、扶梯导轨等电梯导轨系统部件为核心产品，2008 年在国内市场占有率 19.57%，在全球市场占有率约为 10.75%。2009 年底电梯导轨年生产能力达到 10.50 万吨。截至 2010 年上市，公司拥有各类电梯导轨及配件共计 180 余种，成为中国电梯导轨行业第一民族品牌，全球排名第三的电梯导轨系统部件制造商。2011 年，公司形成加工基地及物流配送中心，传统生产工艺逐步转型自动流水线。

**2) 2015-2018 年：开展业务调整，医药制造与医疗服务快速发展。**公司于 2016 年收购海灵化药、新合赛等优秀医药资产，2017 年 5 月更名为“长江润发医药股份有限公司”，2015-2017 年整体收入与净利润规模快速增长，达成“医药+机械”共同发展；2018 年收购华信制药、三清药业等药企，以及郑州圣玛等五家优质妇产医院，并投资建设无锡怡和妇产专科医院，提供妇产科专科医疗服务，实现“医药+医疗”双轮驱动。

**3) 2019 年以后：产业布局进入平稳期，冻干粉针、粉针剂、实心导轨支撑公司营收。**2019 年 10 月，公司更名为“长江润发健康产业股份有限公司”（证券简称：长江健康）。近几年公司始终从事医药产品研发、生产和销售，提供妇产科专科医疗服务，以及电梯导轨等机械产品的销售。其中，冻干粉针、粉针剂、实心导轨作为三类核心产品，2016-2021 每年合计占营业收入比重均超过 70%，2022 年占比 69.75%。

图1：公司成立以后三大主要发展阶段



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司深耕电梯导轨行业二十余年，从最初的电梯导轨制造商，扩大至目前的医药制

造、医疗服务、机械制造三大领域，旗下子公司涵盖抗感染药物、原料药、中药及保健品、妇产专科医疗服务、电梯导轨系统部件等多条产品线，通过持续的业务拓展与产品开发，为国内正处于转型期的传统制造型企业做出了成功榜样。

表1: 公司 2022 年三大业务收入情况及主要产品线

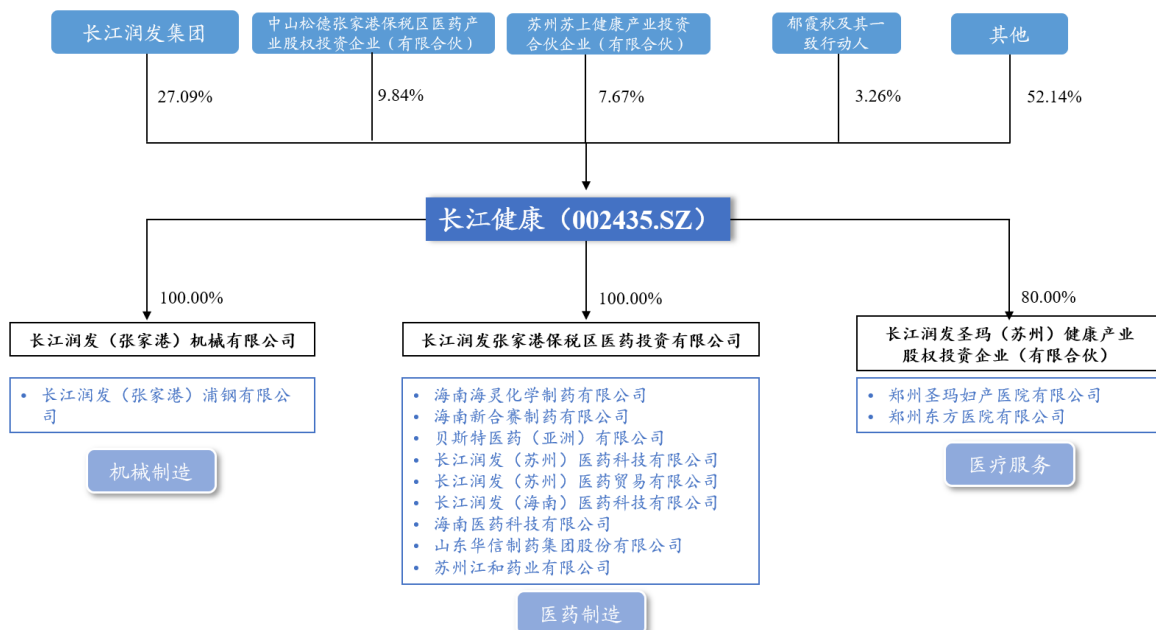
业务领域	2022 年收入 (亿元)	产品领域	所属子公司	主要产品 (服务)
医药制造	14.7	抗感染药物	海灵化药	注射用拉氧头孢钠、注射用头孢他啶、注射用醋酸卡泊芬净、卢立康唑乳膏等
		原料药	新合赛制药	拉氧头孢钠原料等
		中药及保健品	华信制药	阿胶、鹿角胶、龟甲胶等
医疗服务	1.8	妇产专科医疗服务	郑州圣玛	妇科微创手术、无痛分娩手术、新生儿急救和照护、月子及产康服务等
机械制造	18.2	电梯导轨系统部件	润发机械	实心导轨、空心导轨、扶梯导轨、电扶梯部件等

数据来源: 公司年报, 子公司官网, 东吴证券研究所

### 1.2. 长江润发集团为公司第一大股东, 管理团队背景多元、履历丰富

长江润发集团是公司第一大股东, 截止 2023 年 Q3, 长江润发集持有公司 27.09% 股权。公司管理层背景多元、履历丰富。董事长郁霞秋女士曾在无锡从事 15 年妇产工作, 具有副主任医师、高级经济师职称, 为公司 2015 年以后致力于大健康产业谋篇布局, 加快实施转型升级指引了方向。

图2: 公司股权结构 (截止 2023 年 Q3)



数据来源: wind, 公司官网, 东吴证券研究所

表2: 公司主要执行董事和管理层简介

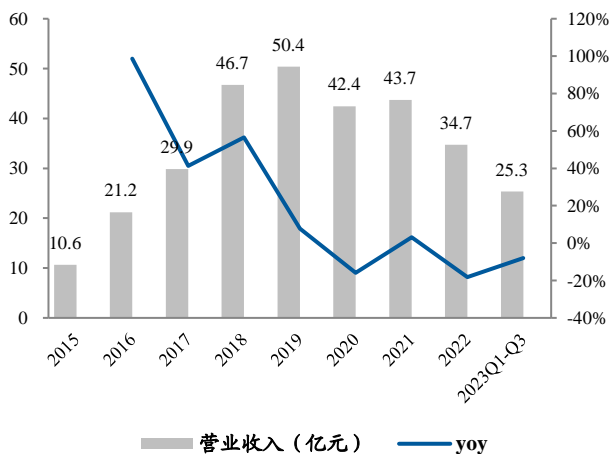
姓名	年龄	职位	简介
郁霞秋	60岁	董事长, 执行董事	1986年毕业于苏州医学院, 1999年南京医科大学临床医学专业研究生班结业, 清华大学高级工商管理硕士, 金融博士(在读)。副主任医师、高级经济师。曾任无锡市妇幼保健医院肿瘤科主任。2007年起任公司董事长。
黄忠和	51岁	副董事长, 执行董事	2001年南京大学企业管理现代财务与会计专业研究生班结业。曾任长江润发集团副总裁, 长江润发(江苏)薄板镀层有限公司总经理。2021年起任公司副董事长。
陆一峰	49岁	总经理	清华大学工程学士, 美国伊利诺大学MBA。曾任北京光电技术研究所工程师, 美国Nalco公司全球高级产品经理、解决方案经理, 美国Danaher集团全球市场总监以及美国VMR公司副总裁。2019年加入长江健康, 担任公司总经理。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.3. 医药板块业务支撑毛利, 产品呈现多元化发展

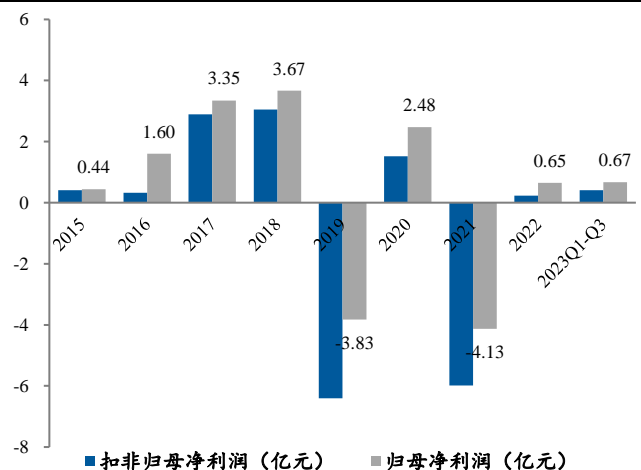
2023Q1-Q3 公司实现收入 25.3 亿元, 归母净利润和扣非净利润分别为 0.67 亿元和 0.40 亿元。2015-2022 年营业收入年均复合增长率为 18.5%, 2015-2018 年归母净利润和扣非净利润年均复合增长率分别为 102.8%和 95.2%。2019 年子公司华信制药、长江圣玛经营业绩未达预期, 对其计提商誉减值, 公司年度净利润首次为负, 2020 年扭亏为盈。2021 年公司归母净利润亏损 4.13 亿元, 主要系子公司海灵化药商誉减值, 2022 年公司再度扭亏为盈。

图3: 公司营业收入及增长率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 公司归母净利润和扣非净利润

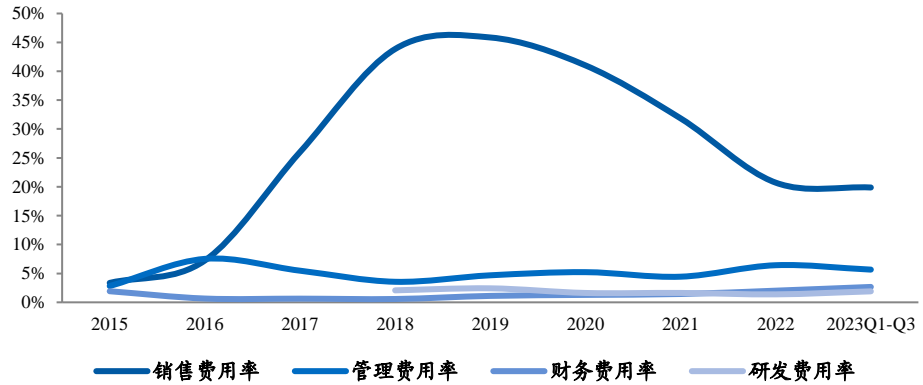


数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司管理费用率、财务费用率与研发费用率始终保持平稳, 销售费用率集采影响下下滑。2015-2019 年, 随着学术推广活动的增加, 公司市场推广费用不断提升, 2019 年

公司的市场推广费达 18.6 亿元，占营业收入比重约 37%。而药品集采后，中间环节的销售费用大幅下降，销售费用率逐步下滑。

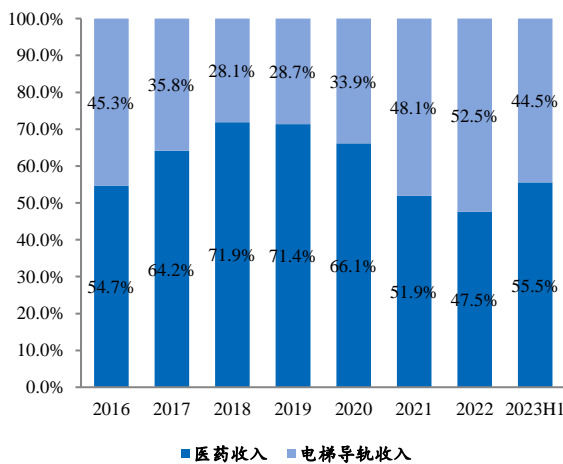
图5: 公司各项费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

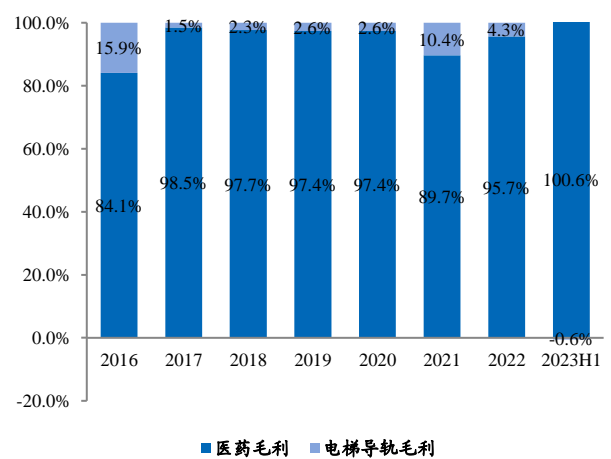
分行业看, 2015 年公司开始进行业务调整, 2016-2023H1 年公司收入由电梯导轨和医药 (包括医药制造、医疗服务) 两大行业构成。从营收角度看, 医药收入占比呈现先上升后下降的趋势, 主要系疫情等因素的影响。我们预计后续医药收入占比有望逐步回升。从毛利角度看, 2016-2022 年公司医药行业平均毛利率高达 73.5%, 电梯导轨行业仅有 5.8%, 医药板块贡献大部分毛利。

图6: 2016-2023H1 年公司分行业收入结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图7: 2016-2023H1 年公司分行业毛利结构

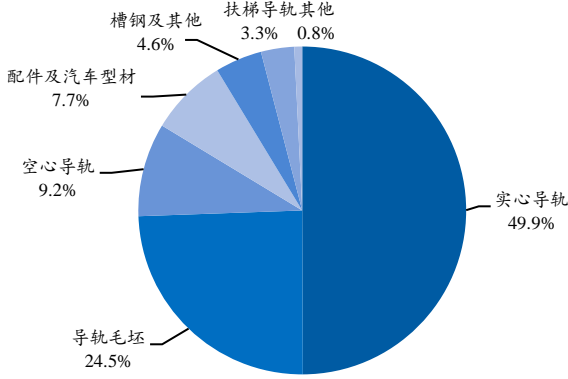


数据来源: wind, 东吴证券研究所

分产品类别看, 公司收入结构从 2010 年上市初的几类电梯导轨系统部件, 拓展至目前电梯导轨系统部件、医药制品与医疗服务的组合。2022 年, 以实心导轨、导轨毛坯和空心导轨为主的电梯导轨系统部件收入占比约 41.5%, 医药行业中的冻干粉针、粉针

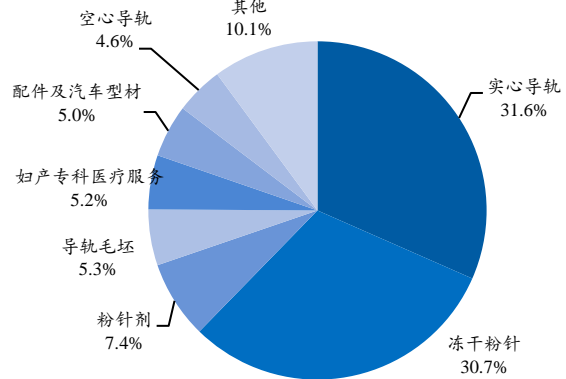
剂收入占比分别为 30.7%和 7.4%。2018 年收购郑州圣玛等妇产医院后，公司丰富了妇产专科医疗服务，2022 年其收入占比达到 5.2%。公司持续进行产品结构优化，冻干粉针、粉针剂两类高毛利产品的营收占比亦位居前列。

图8：2010 年公司分产品收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图9：2022 年公司分产品收入结构

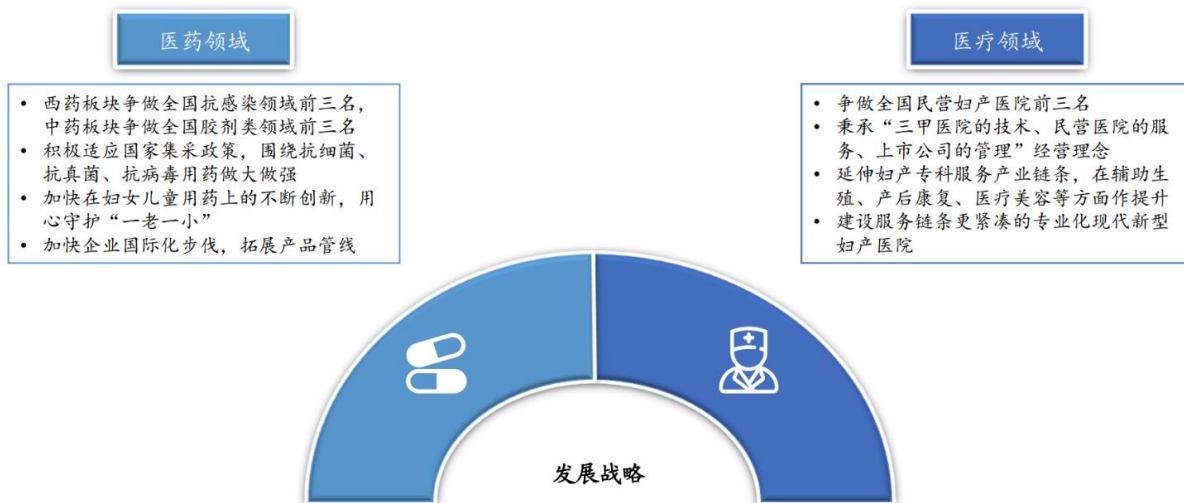


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. “医药+医疗”双轮驱动大健康产业启航

公司的战略格局是“医药+医疗”双轮驱动、健康发展，积极对接“健康中国”战略，加快转型步伐。**医药领域**，公司将积极适应国家集采政策，围绕抗细菌、抗真菌、抗病毒用药做大做强，加快在妇女儿童用药上的不断创新，并加快企业国际化步伐，形成“线上+线下”“院内+院外”“国内+国际”的发展格局。**医疗领域**，公司将秉承“三甲医院的技术、民营医院的服务、上市公司的管理”理念，回归医疗相关领域，延伸产业链条，在做好妇产服务的基础上，在辅助生殖、医疗美容等方面作提升，为社会提供全方位、更优质的健康服务。

图10：公司战略规划



数据来源：证券时报，东吴证券研究所



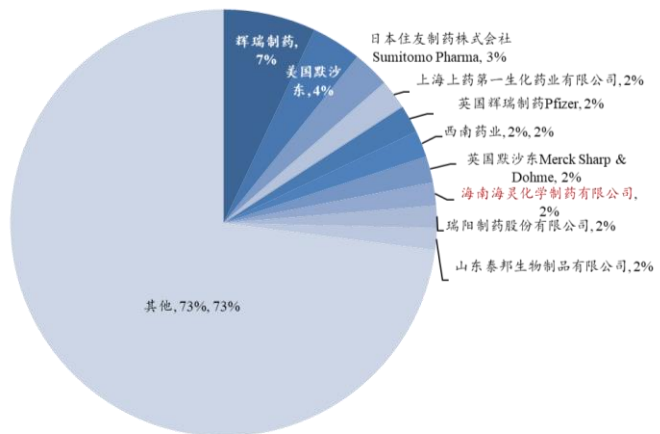
## 2.1. 医药板块：抗感染药物份额逐年提升，集采影响逐步边际减缓

### 2.1.1. 海灵药业：抗感染药物竞争力强，集采负面影响见底

2016年，公司通过发行股份和现金支付等方式收购长江医药投资，并购标的旗下资产主要包括海灵化药、贝斯特、海南新合赛和上海益威。海南海灵化学制药有限公司创建于2004年，是一家集医药研发、生产、销售为一体的高新技术企业。海南新合赛和上海益威是海灵化学核心产品注射用拉氧头孢钠的原料药，贝斯特为关键原料药进口贸易平台，为卢立康唑提供原料。形成了协同创新的产业闭环，共同支撑起了公司在抗感染医药领域的完善产业链。

海灵药业主要以抗感染药物为特色，抗感染药物市场份额逐年上升，根据CFDA南方所米内网最新数据显示，2021年，海灵药业位列国内公立医院全身抗细菌药物市场第2位，海灵药业核心产品“注射用头孢他啶”“注射用拉氧头孢钠”在国内公立医院抗细菌药物市场分别位列第4位及第5位，根据中康开思数据，等级医院系统用抗感染药物中，海灵药业2022年销售额份额位居行业第9，具有较强的行业竞争力。

图11：等级医院抗感染药物竞争格局（2022年）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

表3：海灵药业产品线

治疗领域	相关药品
皮肤用药	卢立康唑乳膏（路利特）
抗感染用药	注射用头孢他啶（医保乙类、基药）、法罗培南钠片（医保乙类）、头孢泊肟酯片、注射用头孢米诺钠（医保乙类）、注射用硫酸头孢匹罗（医保乙类）、注射用阿莫西林钠克拉维酸钾（医保乙类）、注射用美洛西林钠（医保乙类）、注射用磺苄西林钠（医保乙类）、注射用头孢替唑钠（医保乙类）、盐酸左氧氟沙星胶囊（医保甲类）、阿莫西林胶囊（医保甲类、基药）、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠（医保乙类）、注射用头孢曲松钠（医保甲类、基药）、注射用乳糖酸阿奇霉素（医保乙类）、注射用甲磺酸帕珠沙星、注射用盐酸

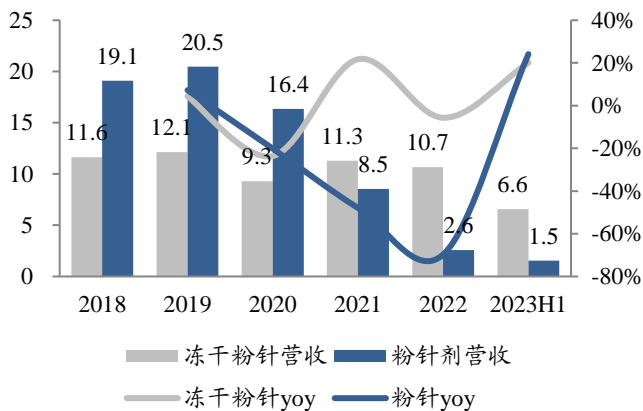
	头孢吡肟（医保乙类）、注射用拉氧头孢钠（噻吗灵）、注射用头孢噻肟钠（医保甲类）、注射用伏立康唑
消化系统用药	奥美拉唑肠溶胶囊（医保甲类、基药）
心血管用药	辛伐他汀片（医保甲类、基药）
糖尿病用药	那格列奈胶囊（医保乙类）
神经系统用药	注射用盐酸赖氨酸（医保乙类）

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

注：表中产品均被集采，部分为国家集采，部分为地方及联盟集采等

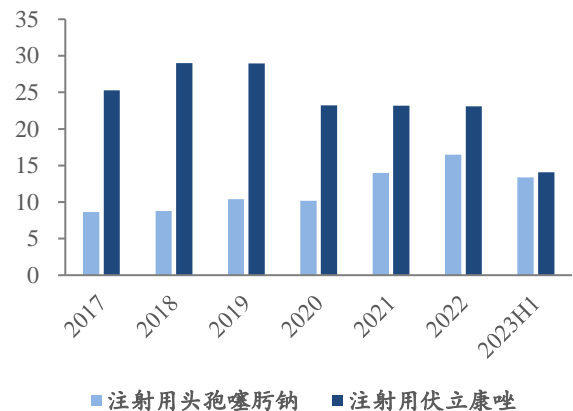
海灵药业现有 3 个生产基地，9 条通过新版 GMP 认证的生产线，有 130 多个品规，主要产品包括注射用拉氧头孢钠、注射用头孢他啶、注射用醋酸卡，泊芬净、奥美拉唑肠溶胶囊、注射用阿奇霉素及卢立康唑乳膏等，涵盖抗感染、消化系统、皮肤系统等多个领域。公司多个品种通过了一致性评价，且多个产品成功中标集采，粉针剂在集采和疫情背景下承压，冻干粉针占总收入的份额逐步提升。在适应国家集采的背景下，公司产品有望逐步实现以价换量。例如，第八批国家集采公司中标的注射用头孢噻肟钠和注射用伏立康唑均为过十亿元的大品种，此前公司市场份额较低，注射用伏立康于 2023 年 3 月收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》，“光脚”品种中标后有望借助集采更快速的放量。

图12：公司冻干粉针、粉针剂营收（亿元）及增长情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图13：等级医院注射用头孢噻肟钠及注射用伏立康市场规模（亿元）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

创新研发方面，海灵药业建立了抗生素技术、抗病毒药物、抗肿瘤药物、抗真菌药物、靶点药物、缓控释药物六大技术研发平台，具备化学品、原料药及冻干注射剂、口服固体制剂、乳膏剂等多种剂型药品的研发能力。公司与国内外多家新药研究单位、临床单位、科研院所以及生产单位建立了合作关系，大大缩短新药研发周期，提升企业规模化新药研究能力和国际竞争力，同时根据市场需求、以及未来发展趋势，开发具有高附加值和自主知识产权的创新性产品。

### 2.1.2. 华信制药重整旗鼓，步入发展新周期

华信制药主要从事胶剂类、化药类及中药类药品的研发、生产和销售业务，产品涵盖药品、中药饮片、保健食品和食品，品类多样。公司胶剂滋补系列产品齐全，拥有阿胶、鹿角胶、龟甲胶等主打产品，拥有独家活驴进口和检验检疫资质，可批量鲜驴皮熬制，产品透明度好、口感好、气味好。2021年华信阿谷阿胶产品在中国非处方药产品中成药·补气补血类综合统计排名第二，获评山东省“品质鲁药”建设优秀产品。此外，公司新药产品拥有全国独家产品——龙香平喘胶囊（中药二级保护产品），全国两家产品——益中生血胶囊（独家规格）、紫丹活血胶囊（独家规格），全国三家产品——美愈伪麻口服溶液、伪麻那敏胶囊等。

图14：华信制药产品集群



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

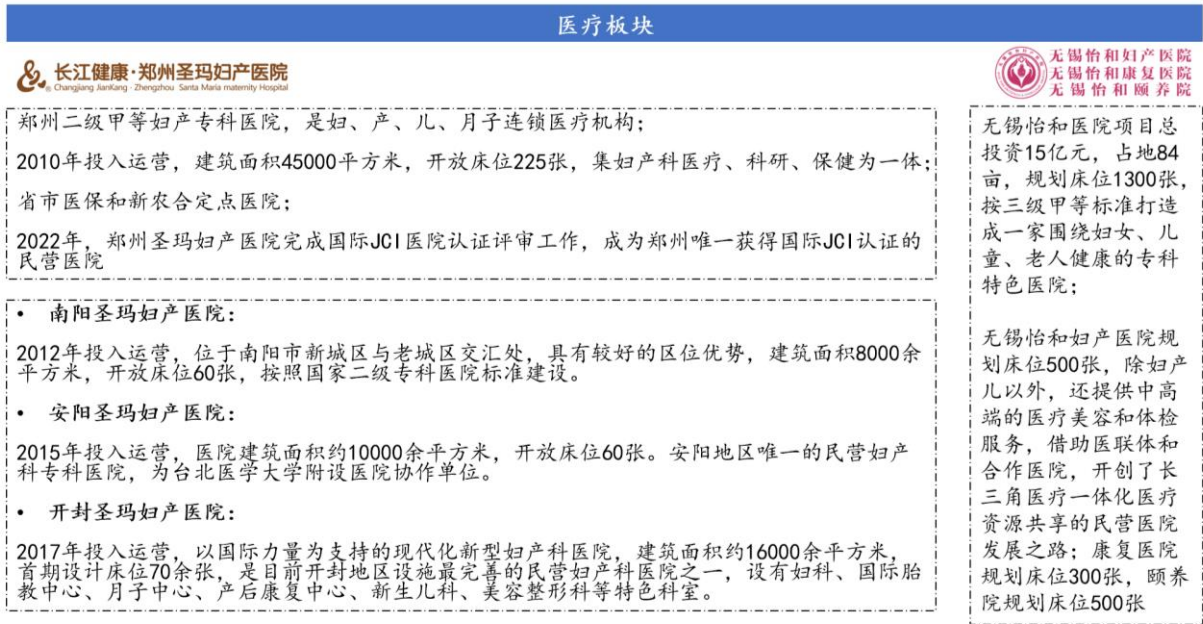
2021年，山东华信以企业整合为抓手，积极妥善处理遗留问题，完善公司治理结构，由董事会派驻的管理层主导华信制药的日常运营，并形成有效掌控；生产经营恢复正常，并于2021年12月31日重新将其纳入公司合并报表范围，步入发展新周期。2022年重新调整市场战略及销售团队，布局重点产品市场，实现线上线下同步推广销售；加强生产管理、满足市场供需，提升产品质量的同时改进工艺、抓好研发，用心打造品牌知名度，力求提升公司盈利。2023年上半年，胶类实现收入1715万元，同比增长0.51%。

## 2.2. 医疗板块：转型加快，“医药+医疗”的大健康产业版图铺展开

顺应产业风口，公司的转型步伐不断加快。2018年，长江润发加紧布局更加广泛的消费终端市场，收购以妇产专科务为代表的郑州圣玛妇产医院、郑州东方女子医院等5家优质专科医院，并投资建设无锡怡和妇产医院。公司旗下圣玛妇产医院为现代化新型妇产专科医院，郑州圣玛妇产医院创办于2010年，并先后建成南阳圣玛妇产医院、安阳圣玛妇产医院和开封圣玛妇产医院，拥有床位400余张，成为河南省妇幼健康产业领军企业之一。而无锡怡和医院按照三级专科医院标准建设，包含妇产医院、康复医院、颐

养院等，努力建设成为国内领先的专科特色医院。

图15: 公司医疗板块布局



数据来源：wind，公司公告，公司官网，东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1. 关键假设

- (1) 医药制造板块，考虑到公司在抗感染领域竞争力较强，我们预计 2023-2025 年粉针剂收入同比增速为 20%/18%/15%，冻干粉针收入同比增速为 18%/20%/18%；公司重新调整华信制药的市场战略及销售团队后，我们预计 2023-2025 年公司胶剂产品的收入同比增速为 1%/25%/20%。
- (2) 医疗服务板块：我们预计 2023-2025 年医疗服务板块的收入同比增速为-20%/8%/14%。
- (3) 电梯导轨板块：由于行业竞争加剧，行业景气度下行，我们预计公司电梯导轨业务承压，2023-2025 年收入同比增速为-14%/-15%/-15%；

综合来看，公司 2023 年业绩仍然承压，我们预计 2023-2025 年公司营收为 34.43/35.63/37.49 亿元，同比增长-0.75%/3.47%/5.22%。

表4: 公司收入拆分及盈利预测 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,469.56	3,443.45	3,562.92	3,749.03

	YoY	-21%	-0.75%	3.47%	5.22%
	毛利率	33.42%	33.20%	34.88%	35.88%
粉针剂		258.34	310.01	365.81	420.68
	YoY	-70%	20%	18%	15%
冻干粉针		1,065.67	1,257.49	1,508.99	1,780.61
	YoY	-6%	18%	20%	18%
胶剂		41.68	42.09	52.62	63.14
	YoY		1%	25%	20%
医疗服务		179.85	143.88	155.39	177.15
	YoY	-11%	-20%	8%	14%
电梯导轨板块		1,820.14	1,565.32	1,330.52	1,130.94
	YoY	-13%	-14%	-15%	-15%
其他主营业务		103.88	124.66	149.59	176.51

数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3.2. 估值与评级

公司业务板块较多，故分别选择与分业务接近的公司作为可比公司。其中，选择科伦药业作为粉针剂/冻干粉针业务的可比公司；选择东阿阿胶作为胶剂业务的可比公司；选择国际医学作为医疗服务业务的可比公司。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 0.57/0.74/1.04 亿元，对应当前市值的 PE 为 99/76/54X。我们认为，公司逐步从传统制造向涵盖医药制造与医疗服务的大健康产业转型，相较于可比公司，公司“医药+医疗”双轮驱动，产业布局多样，业绩成长空间大。短期内，公司业绩有所承压，估值水平偏高，但未来逐步进入收获期，估值有望逐步消化。首次覆盖，给予“增持”评级。

表5：可比公司估值（收盘日期为 2023 年 11 月 7 日）

公司	代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				P/E（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
科伦药业	002422.SZ	412.57	17.09	23.37	26.71	31.11	24.15	17.65	15.44	13.26
东阿阿胶	000423.SZ	301.38	7.80	10.58	12.90	15.79	38.64	28.48	23.37	19.09
国际医学	000516.SZ	209.35	-11.77	-1.60	2.28	5.19	/	/	91.95	40.33
平均值		307.77	4.37	10.80	13.96	17.37	31.39	23.05	43.59	24.22
长江健康	002435.SZ	56.24	0.65	0.57	0.74	1.04	86.27	98.92	76.38	54.05

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：长江健康数据为东吴证券研究所预测，其余均来自 wind 一致预测。

## 4. 风险提示

- （1）行业政策变化风险：医药相关政策的出台有可能不同程度地对公司生产、销售和流通产生影响；

- (2) 成本上涨的风险: 随着原辅材料、人力资源、物流成本等生产要素成本的增长, 公司生产和运行成本存在提高的风险;
- (3) 药品招投标及价格下降风险: 集中带量采购政策在全国的推广实施, 公司面临药品在招投标中落标或者价格大幅下降的风险, 进而压缩公司的盈利空间;
- (4) 子公司管理的风险: 公司根据业务板块规划设立了多个子公司从事相关业务。如果相关子公司在业务经营、对外投资、担保等方面出现差错或失误, 可能给本公司造成经营风险和经济损失。

## 长江健康三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,717</b>	<b>4,229</b>	<b>4,641</b>	<b>5,261</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,470</b>	<b>3,443</b>	<b>3,563</b>	<b>3,749</b>
货币资金及交易性金融资产	2,518	2,636	3,473	3,667	营业成本(含金融类)	2,310	2,300	2,320	2,404
经营性应收款项	553	559	543	567	税金及附加	29	29	30	31
存货	611	858	585	884	销售费用	719	706	730	769
合同资产	0	0	0	0	管理费用	223	214	221	232
其他流动资产	35	176	40	143	研发费用	48	52	71	75
<b>非流动资产</b>	<b>3,655</b>	<b>3,654</b>	<b>3,632</b>	<b>3,619</b>	财务费用	70	67	90	90
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	47	34	36	37
固定资产及使用权资产	1,175	1,129	1,063	985	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	259	275	289	303	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	376	406	436	486	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	1,207	1,207	1,207	1,207	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	40	40	40	40	<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>110</b>	<b>137</b>	<b>185</b>
其他非流动资产	579	579	579	579	营业外净收支	(19)	(20)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>7,372</b>	<b>7,884</b>	<b>8,273</b>	<b>8,880</b>	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>90</b>	<b>117</b>	<b>165</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,252</b>	<b>2,707</b>	<b>3,022</b>	<b>3,525</b>	减:所得税	25	33	43	61
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,551	1,951	2,351	2,751	<b>净利润</b>	<b>41</b>	<b>57</b>	<b>74</b>	<b>104</b>
经营性应付款项	503	571	486	583	减:少数股东损益	(24)	0	0	0
合同负债	54	46	46	48	<b>归属母公司净利润</b>	<b>65</b>	<b>57</b>	<b>74</b>	<b>104</b>
其他流动负债	144	139	139	144	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.05	0.06	0.08
非流动负债	470	470	470	470	EBIT	154	177	226	276
长期借款	168	168	168	168	EBITDA	309	308	358	389
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.42	33.20	34.88	35.88
租赁负债	142	142	142	142	归母净利率(%)	1.88	1.65	2.07	2.78
其他非流动负债	161	161	161	161	收入增长率(%)	(20.60)	(0.75)	3.47	5.22
<b>负债合计</b>	<b>2,722</b>	<b>3,177</b>	<b>3,493</b>	<b>3,995</b>	归母净利润增长率(%)	115.79	(12.79)	29.51	41.32
归属母公司股东权益	4,566	4,623	4,697	4,801					
少数股东权益	84	84	84	84					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,650</b>	<b>4,707</b>	<b>4,780</b>	<b>4,884</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,372</b>	<b>7,884</b>	<b>8,273</b>	<b>8,880</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	523	(14)	710	84	每股净资产(元)	3.69	3.74	3.80	3.88
投资活动现金流	(1,115)	(150)	(130)	(120)	最新发行在外股份(百万股)	1,236	1,236	1,236	1,236
筹资活动现金流	488	283	257	231	ROIC(%)	1.53	1.66	1.98	2.26
现金净增加额	(101)	118	837	194	ROE-摊薄(%)	1.43	1.23	1.57	2.17
折旧和摊销	155	131	132	113	资产负债率(%)	36.92	40.30	42.22	44.99
资本开支	(174)	(150)	(130)	(120)	P/E(现价&最新股本摊薄)	86.27	98.92	76.38	54.05
营运资本变动	212	(339)	341	(323)	P/B(现价)	1.23	1.22	1.20	1.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码：215021  
 传真：（0512）62938527  
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>