

# 2Q 拐点可期，新产品群构筑新蓝图

华泰研究

2023 年 4 月 17 日 | 中国内地

季报点评

生物医药

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

233.51

研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915	+(86) 21 2897 2078
研究员	沈卢庆
SAC No. S0570519060001	shenluqing@htsc.com
SFC No. BNL372	+(86) 21 2897 2228
联系人	孙茗馨
SAC No. S0570122020005	sunmingxin019077@htsc.com
SFC No. BSZ633	+(86) 21 2897 2228

## 2Q23 拐点将至，新产品群构筑进行中；维持“买入”

长春高新 1Q23 实现收入 27.8 亿元 (-6.6%yoy)，下滑主因生长激素销售受疫情及 1Q22 高基数备货影响，叠加房地产业务拖累；归母净利润 8.6 亿元 (-24.7%yoy)，利润下滑幅度更大主因：1) 毛利率层面，粉针联盟区域以价换量及长效占比提升驱动生长激素产品结构调整；2) 研发费用随着新品投入走高 (+43%yoy)。展望 2023 年，我们看好生长激素 2Q 以后新患复苏，百克获得带状疱疹新增量。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 12.29/14.68/17.38 元，并给予公司 23 年 19 倍 PE (因生长激素潜在集采风险，较可比公司 23 年 Wind 一致预期 33 倍 PE 给予折价)，得目标价 233.51 元，维持“买入”评级。

## 金赛：新患 2Q 逐步复苏，妇科/儿科/癌症/医美产品群构建第二曲线

金赛 1Q23 收入 23.5 亿元 (-11.2%yoy)，归母净利润 8.95 亿元 (-25.7%yoy)，收入利润下滑主因：1) 1 月诊疗量仍受影响；及 2) 1Q22 紧急备货从而推高基数 (如刨除超额发货影响 1Q23 金赛收入增速达 10%)。我们看好金赛 23 年收入增速冲击 20%，主因：1) 2Q 新患入组恢复 (4 月至今新患增速超 40%)，看好年内新患增速维持高位；2) 粉针中标起量，水针规格完备+适应症拓展 (1Q23 占生长激素收入比重 60%)；3) 长效受益注射方式改善+PEG 自产，我们预计 23 年销售/利润发力，并看好后续海外布局 (即将申报 FDA III 期临床) 及二代产品上市。此外，公司布局妇科、儿科 (减重/呼吸)、癌症 (胃癌、前列腺癌等)、医美，今年产品或陆续登陆，明年或贡献可观销售。

## 百克：痘苗稳步恢复，看好带状疱疹疫苗年内上量

百克受益于低基数及痘苗恢复，1Q23 实现销售收入 1.8 亿元 (+30.2%yoy)，归母净利润 0.18 亿元 (+6.5%yoy)，我们看好公司收入端呈现可观反弹：1) 痘苗及鼻喷苗批签发恢复正常；2) 新品带状疱疹疫苗 1 月底获批，看好陆续批签发 (目前福建招标定价 1368 元/支)，上市首年销售额可观。此外其他新品望陆续登陆：1) 我们估测鼻喷流感减毒活疫苗水针 (II 期完成) 等或于 23-24 年上市；2) 我们估测百白破 (I 期完成) 或于 25 年受理上市。

## 华康聚焦中药创新，房地产业务后续剥离

华康 1Q23 收入 1.65 亿元 (-2.4%yoy)，归母净利润 900 万元基本持平。我们预计 23 年公司发掘现有品种价值及后续中药创新药研发补充管线，收入利润或恢复稳健增长。房地产 1Q23 实现收入 7100 万，利润 100 万，明显下滑主因年内房地产下行 (但 4 月已呈现回暖)，我们预计后续收入利润稳定，并看好该业务 2-3Q23 剥离完成后，高新将完全聚焦医药业务。

风险提示：集采风险，疫苗销售不达预期，新品研发失败风险。

## 经营预测指标与估值

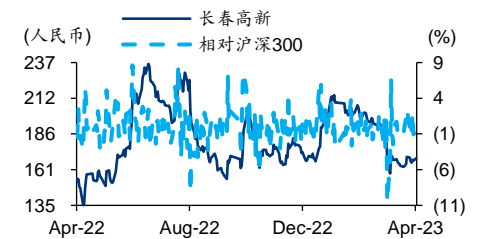
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	10,747	12,627	15,134	17,924	20,919
+/-%	25.30	17.50	19.85	18.44	16.71
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,757	4,140	4,974	5,940	7,032
+/-%	23.33	10.18	20.14	19.43	18.38
EPS (人民币，最新摊薄)	9.28	10.23	12.29	14.68	17.38
ROE (%)	22.61	20.26	19.94	19.23	18.54
PE (倍)	18.18	16.50	13.73	11.50	9.72
PB (倍)	4.69	3.78	2.97	2.36	1.90
EV EBITDA (倍)	13.90	12.80	10.11	7.98	6.27

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (人民币)	233.51
收盘价 (人民币 截至 4 月 17 日)	168.80
市值 (人民币百万)	68,315
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,029
52 周价格范围 (人民币)	135.16-236.10
BVPS (人民币)	46.78

## 股价走势图



资料来源：Wind

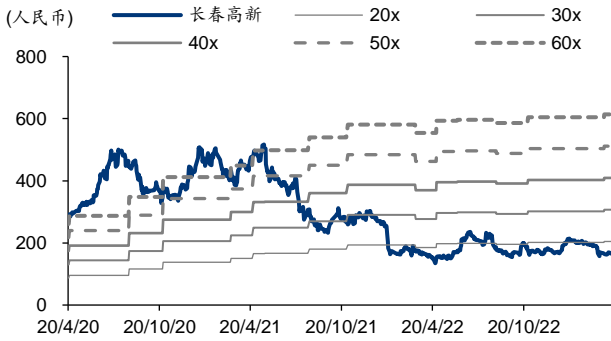
## 可比公司估值表

图表1: 长春高新: 可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
安科生物	300009 CH	12.09	202.30	0.42	0.54	0.68	29	22	18
华兰生物	002007 CH	24.70	450.62	0.59	0.78	0.94	42	32	26
天坛生物	600161 CH	27.71	456.61	0.53	0.61	0.74	52	45	37
<b>平均值</b>							<b>41</b>	<b>33</b>	<b>27</b>

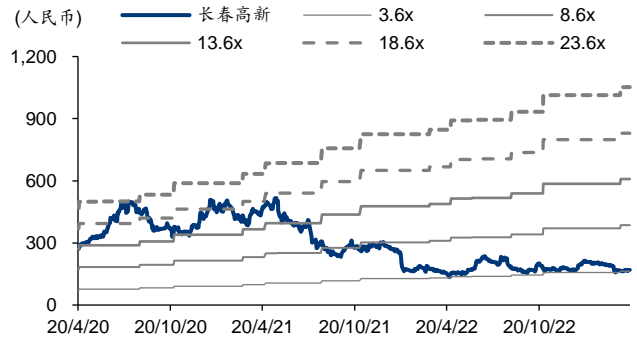
注: 数据截至 2023 年 4 月 17 日, 以上预测数据均为 Wind 一致预测数据  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 长春高新 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 长春高新 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14,041	15,299	20,185	25,286	32,477
现金	5,749	5,579	8,327	11,652	16,417
应收账款	1,421	2,197	2,139	2,996	2,998
其他应收账款	1,269	1,355	1,790	1,935	2,412
预付账款	967.12	1,097	1,377	1,553	1,866
存货	4,360	4,654	6,152	6,646	8,291
其他流动资产	274.41	417.52	400.02	503.72	492.57
<b>非流动资产</b>	8,475	10,729	11,829	12,941	14,066
长期投资	977.18	1,060	1,308	1,520	1,693
固定投资	2,223	3,227	4,078	4,898	5,694
无形资产	1,407	1,544	1,694	1,864	2,070
其他非流动资产	3,868	4,897	4,749	4,659	4,609
<b>资产总计</b>	22,516	26,027	32,014	38,228	46,543
<b>流动负债</b>	3,775	3,811	4,700	4,809	5,886
短期借款	80.00	89.00	89.00	89.00	89.00
应付账款	623.75	628.52	872.70	905.29	1,170
其他流动负债	3,072	3,093	3,738	3,815	4,627
<b>非流动负债</b>	1,504	1,410	1,327	1,243	1,157
长期借款	712.40	634.99	551.42	467.94	381.87
其他非流动负债	791.22	775.27	775.27	775.27	775.27
<b>负债合计</b>	5,279	5,221	6,027	6,052	7,043
少数股东权益	2,663	2,757	2,964	3,211	3,504
股本	404.72	404.72	404.71	404.71	404.71
资本公积	3,361	3,405	3,405	3,405	3,405
留存公积	11,081	14,900	18,576	22,967	28,165
归属母公司股东权益	14,574	18,050	23,024	28,964	35,996
<b>负债和股东权益</b>	22,516	26,027	32,014	38,228	46,543

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	3,331	2,826	4,333	4,860	6,330
净利润	3,897	4,215	5,181	6,188	7,325
折旧摊销	283.90	401.21	425.58	532.94	640.06
财务费用	(89.25)	(95.48)	(118.77)	(181.80)	(270.98)
投资损失	34.78	75.71	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,024)	(2,012)	(1,178)	(1,702)	(1,388)
其他经营现金	227.72	241.66	22.25	22.72	23.85
<b>投资活动现金</b>	(2,426)	(2,255)	(1,528)	(1,646)	(1,766)
资本支出	(2,230)	(2,091)	(1,261)	(1,411)	(1,566)
长期投资	(193.62)	(160.21)	(247.80)	(212.05)	(173.01)
其他投资现金	(2.76)	(3.77)	(19.34)	(22.92)	(27.21)
<b>筹资活动现金</b>	806.81	(776.19)	(56.48)	111.92	201.26
短期借款	(580.00)	9.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	382.97	(77.41)	(83.57)	(83.48)	(86.06)
普通股增加	0.00	0.00	(0.01)	0.00	0.00
资本公积增加	491.38	43.27	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	512.46	(751.05)	27.10	195.40	287.33
现金净增加额	1,708	(197.01)	2,749	3,325	4,765

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10,747	12,627	15,134	17,924	20,919
营业成本	1,332	1,515	1,816	2,151	2,510
营业税金及附加	134.71	106.36	127.47	150.97	176.20
营业费用	3,064	3,807	4,525	5,270	6,088
管理费用	632.96	823.71	1,029	1,165	1,318
财务费用	(89.25)	(95.48)	(118.77)	(181.80)	(270.98)
资产减值损失	(114.34)	(109.90)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
公允价值变动收益	1.10	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(34.78)	(75.71)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	4,715	4,968	6,097	7,362	8,707
营业外收入	7.81	17.09	17.09	17.09	17.09
营业外支出	106.56	60.80	60.80	60.80	60.80
<b>利润总额</b>	4,617	4,924	6,053	7,319	8,663
所得税	719.23	709.24	871.85	1,131	1,338
<b>净利润</b>	3,897	4,215	5,181	6,188	7,325
少数股东损益	139.99	74.80	207.25	247.51	292.99
归属母公司净利润	3,757	4,140	4,974	5,940	7,032
EBITDA	4,810	5,235	6,360	7,670	9,032
EPS (人民币, 基本)	9.28	10.29	12.29	14.68	17.38

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.30	17.50	19.85	18.44	16.71
营业利润	19.80	5.35	22.72	20.76	18.27
归属母公司净利润	23.33	10.18	20.14	19.43	18.38
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	87.61	88.00	88.00	88.00	88.00
净利率	36.27	33.38	34.24	34.52	35.01
ROE	22.61	20.26	19.94	19.23	18.54
ROIC	46.92	37.94	39.97	40.11	41.58
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	23.45	20.06	18.82	15.83	15.13
净负债比率 (%)	(23.80)	(19.42)	(26.80)	(32.19)	(38.46)
流动比率	3.72	4.01	4.29	5.26	5.52
速动比率	2.27	2.46	2.66	3.52	3.76
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.52	0.52	0.51	0.49
应收账款周转率	7.74	6.98	6.98	6.98	6.98
应付账款周转率	2.84	2.42	2.42	2.42	2.42
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	9.28	10.23	12.29	14.68	17.38
每股经营现金流(最新摊薄)	8.23	6.98	10.71	12.01	15.64
每股净资产(最新摊薄)	36.01	44.60	56.89	71.57	88.94
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	18.18	16.50	13.73	11.50	9.72
PB (倍)	4.69	3.78	2.97	2.36	1.90
EV EBITDA (倍)	13.90	12.80	10.11	7.98	6.27

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、沈卢庆，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 长春高新（000661 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯、沈卢庆本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 长春高新（000661 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

#### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司