

长春高新 (000661.SZ) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年04月18日

评级：买入（维持）
市场价格：168.53
分析师：祝嘉琦
执业证书编号：S0740519040001
电话：021-20315150
Email: zhujq@r.qlzq.com.cn
联系人：张楠
Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10746.72	12627.19	14882.34	17558.86	20465.86
增长率 yoy%	25.30%	17.50%	17.86%	17.98%	16.56%
净利润(百万元)	3757.47	4140.11	4787.74	5537.55	6381.38
增长率 yoy%	23.33%	10.18%	15.64%	15.66%	15.24%
每股收益(元)	9.28	10.23	11.83	13.68	15.77
每股现金流量	14.21	13.78	23.34	30.14	40.79
净资产收益率	22%	20%	18%	17%	16%
P/E	18.15	16.47	14.25	12.32	10.69
PEG	0.78	1.62	0.91	0.79	0.70
P/B	4.68	3.78	3.00	2.42	1.99

备注：数据截止 2023.04.18

投资要点

- **事件：2023年4月17日，公司发布2023年一季报。2023Q1实现营业总收入27.78亿元，同比下滑6.63%；归母净利润8.57亿元，同比下滑24.71%；扣非归母净利润8.54亿元，同比下滑23.93%。**
- **金赛药业生长激素短期承压，有望逐步恢复，保持稳健增长。**核心子公司金赛药业23Q1实现收入23.53亿(-11.14%)，净利润8.95亿(-25.73%)，净利率38.04%(-2.47pp)，疫情管控放开造成的人员流动限制在1月上旬仍然明显，公司在春节后才开始恢复生长激素终端销售，叠加去年发货高基数导致收入短期承压。随着复苏向好、销售模式逐步适应，新患逐步恢复，全年来看生长激素有望继续保持高速增长；未来随着大儿科、妇产科、肿瘤等领域的开发，金赛药业有望长期保持稳健增长。
- **百克水痘疫苗恢复明显。**23Q1子公司百克生物实现收入1.79亿(+29.71%)，净利润0.18亿(+5.88%)，净利率10.06%(-2.26pp)，受益于疫情管控放开和人员流动，23Q1公司水痘疫苗销量增加明显，收入实现较好增长。由于水痘疫苗出口海外价格较低，海外销售增加导致水痘疫苗毛利率下滑，利润增速慢于收入增速。子公司华康药业实现收入1.65亿(-2.94%)、净利润0.09亿(0%)。子公司高新地产实现收入0.71亿(-58.48%)、净利润0.01亿(-95.24%)。公司拟向公司控股股东超达集团转让所持有的高新地产100%股权，将持续发展主营业务，进一步聚焦生物药重心。
- **费用率保持稳定，研发投入持续高增。**23Q1公司销售费用8.41亿元(-11.12%)，销售费率30.28%(-1.53pp)；管理费用1.87亿元(+8.10%)，管理费率6.73%(+0.92pp)；财务费率-1.30%(-0.78pp)。另外，研发费用3.35亿元(+42.81%)，研发费率12.06%(+4.17pp)，研发投入持续保持高增长。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司短期业绩承压，参照股权激励，我们调整2023-2025年公司营业收入分别为149、176、205亿元（调整前值为157、191、232亿元），同比增长17.86%、17.98%、16.56%；归母净利润分别为47.88、55.38、63.81元（调整前值为52.86、65.81、81.12亿元），同比增长15.64%、15.66%、15.24%。公司是生长激素行业龙头，在广东联盟集采落地背景下，仍受益于行业高景气，2023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，在研管线进度低于预期的风险，药品招标降价的风险。

基本状况

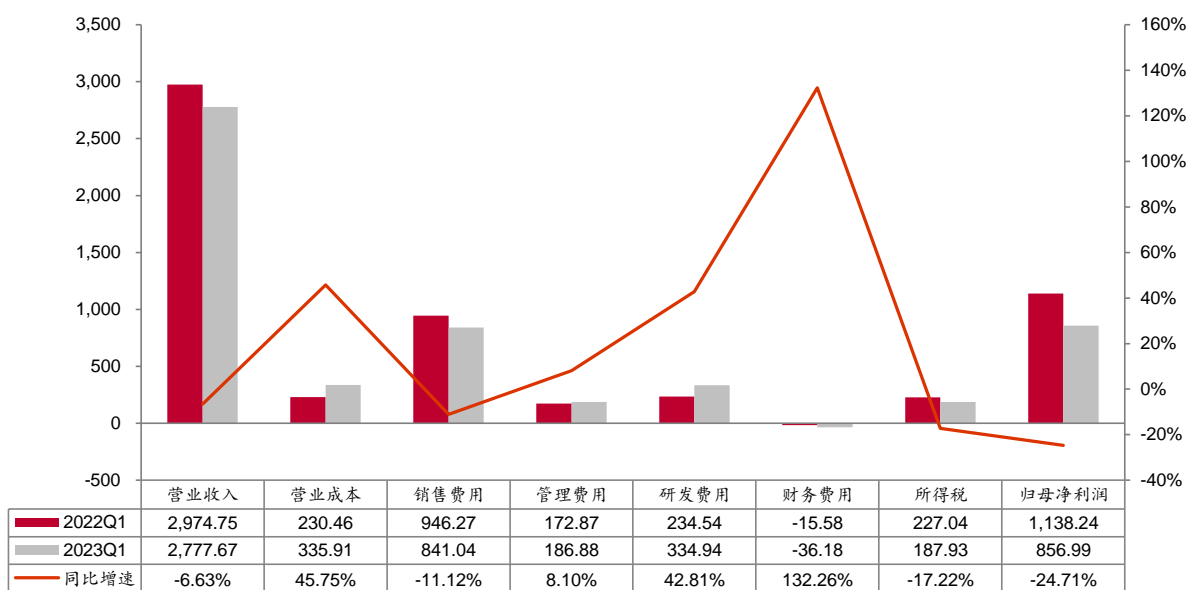
总股本(百万股)	405
流通股本(百万股)	291
市价(元)	168.53
市值(百万元)	68,206
流通市值(百万元)	49,062

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 长春高新(000661)-2022 年报点评：业绩符合预期，看好23年新患恢复-买入-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20230402

图表 1: 长春高新主要财务指标变化 (单位: 百万元, %)



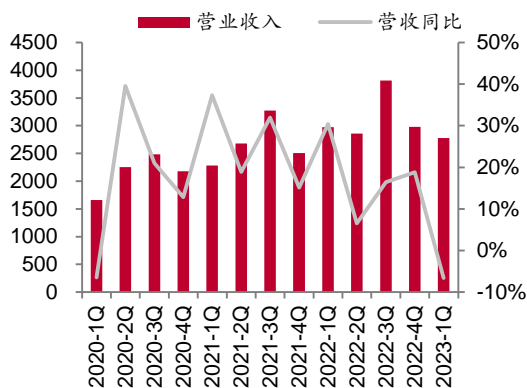
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 长春高新分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	1660.94	2255.7	2482.09	2177.87	2281.31	2681.56	3275.66	2508.19	2974.75	2856.59	3814.89	2980.96	2777.67
营收同比	-6.43%	39.54%	20.96%	12.84%	37.35%	18.88%	31.97%	15.17%	30.40%	6.53%	16.46%	18.85%	-6.63%
营收环比	-13.94%	35.81%	10.04%	-12.26%	4.75%	17.54%	22.16%	-23.43%	18.60%	-3.97%	33.55%	-21.86%	-6.82%
营业成本	184.39	399.86	286.7	270.59	226.66	374.35	494.12	236.85	230.46	302.53	545.93	435.95	335.91
毛利率	88.90%	82.27%	88.45%	87.58%	90.06%	86.04%	84.92%	90.56%	92.25%	89.41%	85.69%	85.38%	87.91%
销售费用	621.26	618.08	707.41	635.64	702.24	655.32	148.69	1557.79	946.27	816.35	987.36	1056.99	841.04
管理费用	98.8	121.4	111.14	147.31	120.25	109.99	216.53	186.19	172.87	177.26	217.11	256.47	186.88
研发费用	48.77	138.54	127.55	159.74	136.43	215.24	216.53	316.30	234.54	365.89	331.68	426.22	334.94
财务费用	(14.04)	(18.31)	(12.41)	(20.29)	(20.41)	(24.13)	-21.26	950.30	-15.58	-33.77	-17.04	-29.09	-36.18
营业利润	700.9	1011.8	1244.47	978.78	1071.13	1307.60	1550.20	-4018.19	1393.47	1183.51	1716.50	674.38	1062.32
利润总额	685.96	1010.87	1240.39	976.08	1055.20	1290.83	1514.49	756.18	1372.31	1172.64	1722.99	656.21	1047.13
所得税	113.12	156.2	191.59	144.74	150.87	190.46	230.95	146.95	227.04	165.02	303.18	14.00	187.93
归母净利润	542.48	767.38	950.27	786.46	874.50	1048.98	1223.71	610.28	1138.24	981.61	1344.76	675.50	856.99
归母净利润同比	48.60%	112.25%	84.91%	47.15%	61.20%	36.70%	28.77%	-22.40%	30.16%	-6.42%	9.89%	10.69%	-24.71%
净利率	32.7%	34.0%	38.3%	36.1%	38.33%	39.12%	37.36%	24.33%	38.26%	34.36%	35.25%	22.66%	30.85%

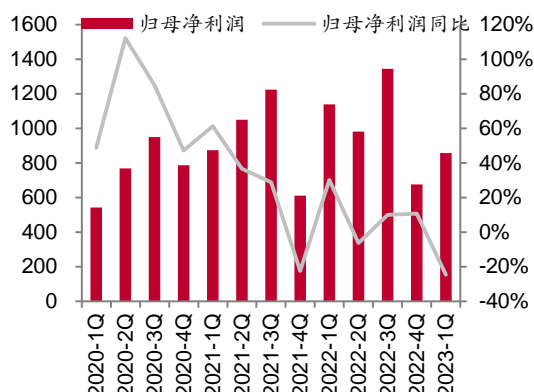
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 长春高新分季度收入 (单位: 百万元, %)

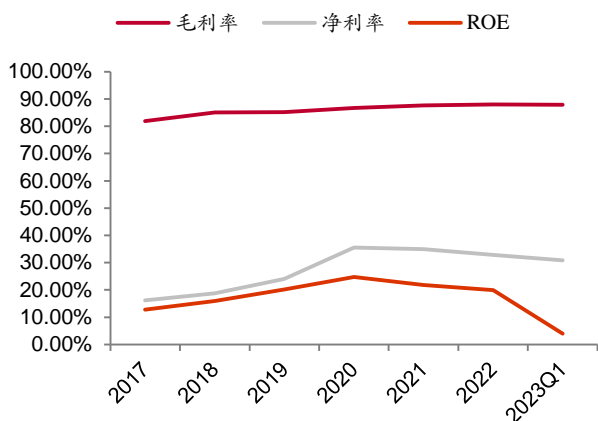


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

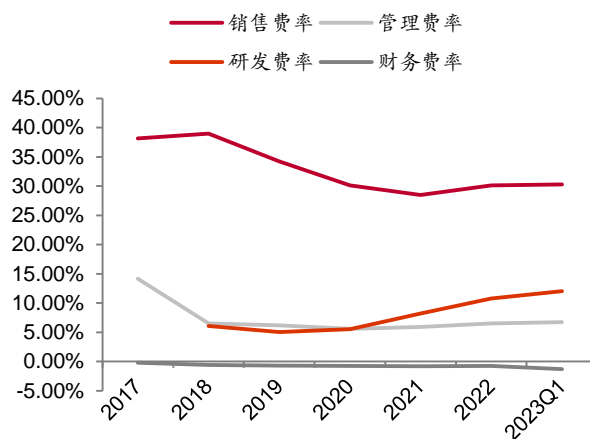
图表 4: 长春高新分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)



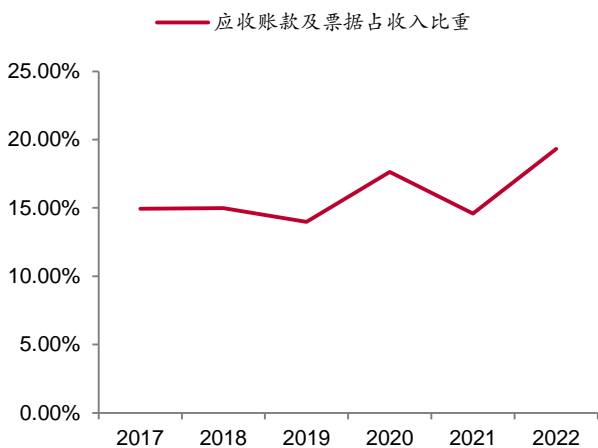
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 长春高新盈利水平 (单位: %)


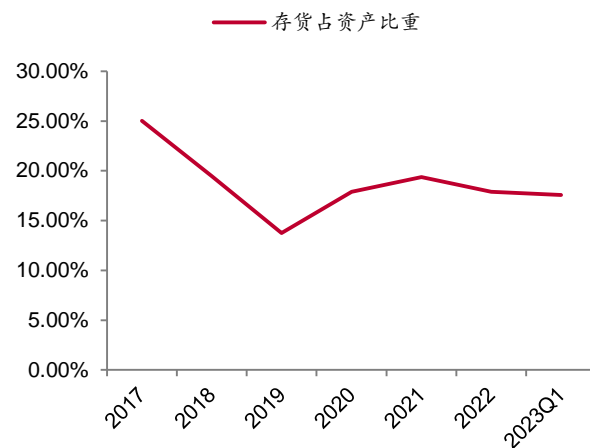
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 长春高新费用率变化情况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 长春高新存货变化情况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 长春高新应收账款及票据变化情况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 长春高新财务模型预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,579	9,447	12,200	16,510	营业收入	12,627	14,882	17,559	20,466
应收票据	243	260	301	346	营业成本	1,515	1,685	1,905	2,142
应收账款	2,197	2,194	2,703	3,131	税金及附加	106	179	211	246
预付账款	1,097	1,141	1,370	1,524	销售费用	3,807	4,614	5,707	6,754
存货	4,654	4,457	5,539	6,370	管理费用	824	893	1,089	1,269
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,358	1,488	1,756	2,149
其他流动资产	1,529	2,331	2,643	2,866	财务费用	-95	-27	-14	-16
流动资产合计	15,299	19,830	24,756	30,747	信用减值损失	-17	-10	-13	-13
其他长期投资	93	93	93	93	资产减值损失	-110	-76	-100	-95
长期股权投资	1,060	1,060	1,060	1,060	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,227	3,704	4,206	4,642	投资收益	-76	-48	-53	-59
在建工程	2,298	2,778	3,448	4,062	其他收益	59	59	59	59
无形资产	1,544	1,914	2,163	2,370	营业利润	4,968	5,974	6,798	7,813
其他非流动资产	2,506	2,487	2,510	2,539	营业外收入	17	18	17	17
非流动资产合计	10,728	12,036	13,480	14,766	营业外支出	61	61	61	61
资产合计	26,027	31,866	38,236	45,513	利润总额	4,924	5,931	6,754	7,769
短期借款	89	98	107	116	所得税	709	922	1,030	1,180
应付票据	0	0	0	0	净利润	4,215	5,009	5,724	6,589
应付账款	629	604	722	868	少数股东损益	75	221	187	208
预收款项	3	0	0	0	归属母公司净利润	4,140	4,788	5,537	6,381
合同负债	545	794	847	1,040	NOPLAT	4,133	4,987	5,713	6,576
其他应付款	1,252	1,252	1,252	1,252	EPS (摊薄)	10.23	11.83	13.68	15.77
一年内到期的非流动负债	230	230	230	230					
其他流动负债	1,062	1,252	1,438	1,668	主要财务比率				
流动负债合计	3,810	4,230	4,596	5,174	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	635	558	480	403	成长能力				
应付债券	450	450	450	450	营业收入增长率	17.5%	17.9%	18.0%	16.6%
其他非流动负债	325	392	334	348	EBIT增长率	6.7%	22.3%	14.2%	15.0%
非流动负债合计	1,410	1,400	1,264	1,201	归母公司净利润增长率	10.2%	15.6%	15.7%	15.2%
负债合计	5,220	5,630	5,860	6,375	获利能力				
归属母公司所有者权益	18,050	22,739	28,136	34,325	毛利率	88.0%	88.7%	89.2%	89.5%
少数股东权益	2,757	3,497	4,240	4,813	净利率	33.4%	33.7%	32.6%	32.2%
所有者权益合计	20,807	26,236	32,376	39,138	ROE	19.9%	18.2%	17.1%	16.3%
负债和股东权益	26,027	31,866	38,236	45,513	ROIC	23.2%	22.3%	20.7%	19.6%
					偿债能力				
					资产负债率	20.1%	17.7%	15.3%	14.0%
现金流量表	单位:百万元				债务权益比	8.3%	6.6%	4.9%	4.0%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	4.0	4.7	5.4	5.9
经营活动现金流	2,861	5,082	4,305	5,892	速动比率	2.8	3.6	4.2	4.7
现金收益	4,521	5,410	6,224	7,153	营运能力				
存货影响	-294	197	-1,082	-831	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营性应收影响	-891	18	-680	-531	应收账款周转天数	52	53	50	51
经营性应付影响	254	-28	119	145	应付账款周转天数	149	132	125	134
其他影响	-729	-515	-276	-44	存货周转天数	1,071	973	944	1,001
投资活动现金流	-2,255	-1,327	-1,405	-1,518	每股指标 (元)				
资本支出	-1,798	-1,755	-1,935	-1,835	每股收益	10.23	11.83	13.68	15.77
股权投资	-83	0	0	0	每股经营现金流	7.07	12.56	10.64	14.56
其他长期资产变化	-374	428	530	317	每股净资产	44.60	56.19	69.52	84.81
融资活动现金流	-776	113	-147	-64	估值比率				
借款增加	-91	-68	-68	-68	P/E	16	14	12	11
股利及利息支付	-529	-158	-202	-243	P/B	4	3	2	2
股东融资	3	3	3	3	EV/EBITDA	2	1	1	1
其他影响	-159	336	120	244					

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。