

长春高新 (000661.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

剥离地产业务轻装上阵，金赛、百克双翼齐飞

事件简报

3月20日，公司发布公告，根据公司未来发展战略，为聚焦生物医药核心业务板块，优化产业布局与资源配置，突出主业核心优势，改善资产负债结构，提高公司现金流水平，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。本次交易完成后，高新地产将不再被纳入公司财务报表合并范围。

事件点评

剥离地产子公司高新地产，轻装上阵聚焦医药。高新地产在长春市先后开发了高新·怡众名城、高新·和园、高新·慧园、高新·君园、高新·海容广场、高新·容园等项目。公司公告显示，截至2022年6月30日，高新地产未经审计的总资产为65.64亿元、净资产为16.32亿元。公司拟出售高新地产全部股权，进一步聚焦生物医药核心主业发展，有利于进一步优化资产负债结构，增强公司可持续发展能力，提升公司盈利能力和核心竞争力。

金赛药业生长激素龙头地位稳固，业绩增长动力强劲。当前生长激素行业国内用药市场远未饱和，集采落地对公司院外销售影响有限，未来公司将持续推进生长激素长效剂型升级、成人适应症拓展以及渠道下沉。疫情防控政策调整以来，新患入组恢复趋势明显，未来业绩增长的动力依然强劲。

百克生物鼻喷流感疫苗、水痘疫苗、带状疱疹疫苗持续贡献业绩。公司为水痘疫苗龙头，持续稳定增长。新品种鼻喷流感疫苗革新剂型，便于推广解决流感疫苗接种低渗透瓶颈，有望成长为大品种。公司带状疱疹疫苗为国产首家获批企业，可用于40岁及以上成人，较GSK竞品适用人群更加广泛，未来随着国内老龄化程度持续深化、健康观念提升和消费升级带动，产品销量有望持续提升。

盈利预测、估值与评级

公司生长激素龙头地位稳固，二线品种逐步放量有望开启第二成长曲线。我们维持盈利预期，预计公司2022-2024年分别实现归母净利润47.8 (+27%)、61.9 (+29%)、77.2亿元 (+25%)，对应当前EPS分别为11.82元、15.30元、19.07元，对应当前P/E分别为14、11、9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。

医疗组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：157.65元

相关报告：

1. 《业绩稳健增长，研发投入持续加码-长春高新三季报点评》，2022.10.28
2. 《业绩稳健增长，业务布局纵深推进-长春高新中报点评》，2022.8.26
3. 《完成股权激励首次授予，增长确定性再提升-长春高新事件点评》，2022.7.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,577	10,747	13,770	17,226	21,339
营业收入增长率	16.31%	25.30%	28.13%	25.10%	23.88%
归母净利润(百万元)	3,047	3,757	4,782	6,192	7,719
归母净利润增长率	71.64%	23.33%	27.28%	29.47%	24.67%
摊薄每股收益(元)	7.528	9.284	11.817	15.298	19.072
每股经营性现金流净额	2.75	8.23	8.80	14.27	17.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.87%	25.78%	27.62%	29.44%	30.08%
P/E	59.63	29.23	14.09	10.88	8.73
P/B	16.62	7.54	3.89	3.20	2.62

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,374	8,577	10,747	13,770	17,226	21,339
增长率		16.3%	25.3%	28.1%	25.1%	23.9%
主营业务成本	-1,092	-1,142	-1,332	-1,694	-1,964	-2,454
%销售收入	14.8%	13.3%	12.4%	12.3%	11.4%	11.5%
毛利	6,282	7,435	9,415	12,076	15,262	18,885
%销售收入	85.2%	86.7%	87.6%	87.7%	88.6%	88.5%
营业税金及附加	-158	-117	-135	-165	-207	-256
%销售收入	2.1%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-2,522	-2,582	-3,064	-4,041	-4,909	-6,082
%销售收入	34.2%	30.1%	28.5%	29.4%	28.5%	28.5%
管理费用	-458	-479	-633	-895	-1,051	-1,238
%销售收入	6.2%	5.6%	5.9%	6.5%	6.1%	5.8%
研发费用	-370	-475	-885	-1,349	-1,723	-2,134
%销售收入	5.0%	5.5%	8.2%	9.8%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	2,773	3,783	4,699	5,625	7,373	9,176
%销售收入	37.6%	44.1%	43.7%	40.9%	42.8%	43.0%
财务费用	50	65	89	-54	-168	-175
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.8%	0.4%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-21	-7	-125	0	0	0
公允价值变动收益	5	20	1	0	0	0
投资收益	49	-34	-35	75	100	100
%税前利润	1.7%	n.a	n.a	1.3%	1.4%	1.1%
营业利润	2,876	3,936	4,715	5,646	7,304	9,101
营业利润率	39.0%	45.9%	43.9%	41.0%	42.4%	42.6%
营业外收支	-56	-23	-99	-20	-20	-20
税前利润	2,820	3,913	4,617	5,626	7,284	9,081
利润率	38.2%	45.6%	43.0%	40.9%	42.3%	42.6%
所得税	-471	-606	-719	-844	-1,093	-1,362
所得税率	16.7%	15.5%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,349	3,308	3,897	4,782	6,192	7,719
少数股东损益	574	261	140	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,775	3,047	3,757	4,782	6,192	7,719
净利率	24.1%	35.5%	35.0%	34.7%	35.9%	36.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,349	3,308	3,897	4,782	6,192	7,719
少数股东损益	574	261	140	0	0	0
非现金支出	169	186	433	296	350	508
非经营收益	-58	-45	24	63	40	15
营运资金变动	-525	-2,337	-1,024	-1,582	-806	-1,304
经营活动现金净流	1,935	1,111	3,331	3,560	5,776	6,938
资本开支	-840	-970	-2,225	-1,171	-780	-830
投资	-385	-441	-213	0	0	0
其他	416	233	12	75	100	100
投资活动现金净流	-810	-1,177	-2,426	-1,096	-680	-730
股权募资	975	188	1,413	-125	0	0
债权募资	191	407	15	910	-969	220
其他	-462	-274	-621	-2,028	-2,597	-3,183
筹资活动现金净流	704	321	807	-1,243	-3,565	-2,963
现金净流量	1,829	254	1,708	1,221	1,531	3,246

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,733	3,965	5,749	6,958	8,480	11,719
应收款项	2,199	3,062	2,838	4,312	5,528	7,071
存货	1,750	3,013	4,360	4,176	4,304	4,706
其他流动资产	1,058	1,043	1,094	1,101	1,276	1,595
流动资产	8,741	11,082	14,041	16,547	19,588	25,092
%总资产	68.7%	65.8%	62.4%	64.3%	67.1%	71.7%
长期投资	711	1,098	1,203	1,203	1,203	1,203
固定资产	2,370	2,728	4,266	5,451	5,794	5,984
%总资产	18.6%	16.2%	18.9%	21.2%	19.9%	17.1%
无形资产	470	1,249	1,924	2,438	2,510	2,626
非流动资产	3,981	5,762	8,475	9,181	9,591	9,893
%总资产	31.3%	34.2%	37.6%	35.7%	32.9%	28.3%
资产总计	12,721	16,845	22,516	25,728	29,179	34,985
短期借款	515	660	332	1,224	255	475
应付款项	860	879	1,756	1,401	1,691	2,132
其他流动负债	1,842	1,928	1,687	1,758	2,181	2,701
流动负债	3,217	3,468	3,775	4,383	4,128	5,308
长期贷款	68	329	712	712	712	712
其他长期负债	629	724	791	652	643	637
负债	3,914	4,521	5,279	5,747	5,483	6,658
普通股股东权益	8,084	10,931	14,574	17,318	21,033	25,664
其中：股本	202	405	405	405	405	405
未分配利润	4,225	6,874	10,016	12,886	16,601	21,232
少数股东权益	723	1,392	2,663	2,663	2,663	2,663
负债股东权益合计	12,721	16,845	22,516	25,728	29,179	34,985

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	8.772	7.528	9.284	11.817	15.298	19.072
每股净资产	39.950	27.009	36.009	42.790	51.969	63.412
每股经营现金净流	9.561	2.745	8.229	8.795	14.272	17.144
每股股利	0.000	0.000	0.000	4.727	6.119	7.629
回报率						
净资产收益率	21.96%	27.87%	25.78%	27.62%	29.44%	30.08%
总资产收益率	13.95%	18.09%	16.69%	18.59%	21.22%	22.06%
投入资本收益率	24.60%	23.06%	21.01%	21.38%	24.95%	26.03%
增长率						
主营业务收入增长率	37.19%	16.31%	25.30%	28.13%	25.10%	23.88%
EBIT 增长率	63.08%	36.39%	24.21%	19.72%	31.07%	24.46%
净利润增长率	76.36%	71.64%	23.33%	27.28%	29.47%	24.67%
总资产增长率	35.15%	32.41%	33.67%	14.27%	13.41%	19.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.9	47.9	47.1	47.0	43.0	40.0
存货周转天数	599.0	761.4	1,010.2	900.0	800.0	700.0
应付账款周转天数	81.5	98.2	128.5	130.0	135.0	140.0
固定资产周转天数	74.9	84.6	75.5	69.2	58.3	46.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.22%	-20.57%	-24.68%	-22.88%	-29.80%	-35.59%
EBIT 利息保障倍数	-55.7	-58.2	-52.6	105.0	43.8	52.4
资产负债率	30.77%	26.84%	23.45%	22.34%	18.79%	19.03%

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	2021-11-24	买入	292.00	N/A
2	2022-03-17	买入	175.99	N/A
3	2022-04-07	买入	164.10	N/A
4	2022-04-28	买入	147.28	N/A
5	2022-07-10	买入	222.91	N/A
6	2022-07-26	买入	206.05	N/A
7	2022-08-26	买入	185.89	N/A
8	2022-10-28	买入	178.20	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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