

长春高新 (000661)

证券研究报告

2021年11月24日

拟回购股份用于核心团队股权激励，彰显发展信心

事件：

11月24日，公司发布关于回购公司股份方案的公告，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分公司已在境内发行的人民币普通股（A股）股票，全部用于后期实施公司及子公司核心团队股权激励。拟用于回购的资金总额为人民币6亿元，回购价格不超过人民币400元/股。

点评：

回购股份用于核心团队股权激励，有助于完善长效激励，彰显发展信心

公司拟以集中竞价方式回购公司股份，回购股份价格不超过人民币400元/股，用于实施公司及子公司核心团队股权激励，有助于建立完善公司长效激励机制，充分调动公司及子公司员工的积极性。截至2021年9月30日，公司货币资金为50.76亿元，股份回购不会对公司经营、盈利能力、财务、研发、债务履行能力、未来发展产生重大影响。

广东生长激素集采规则较为温和，公司竞争优势有望持续提升

近日广东联盟发布集采征求意见稿，其中生长激素整体中选规则较为温和，预计对竞争格局及市场价格影响不大。生长激素共粉针和水针2个剂型，均属于非独家药品，分别进行采购竞价。我们认为，广东方案好于市场预期，对长春高新影响有限，集采方案落地有望巩固公司市场份额和采购量。

生长激素应用及成长空间广阔，现有产品学术推广进一步奠定行业地位

根据Frost&Sullivan的报告，目前预计只有5.7%的中国儿童生长激素缺乏症（PGHD）患者接受生长激素治疗，临床需求很大程度上尚未得到满足；中国PGHD市场预计到2030年将增长至358亿元人民币，2018-2030年CAGR约19.8%。截止目前，获得重组人生长激素中国上市许可的企业有7家，其中长效生长激素制剂仅有金赛药业的聚乙二醇重组人生长激素注射液产品获批，公司积极进行学术推广，巩固产品影响力。

公司生长激素适应症拓展稳步推进，市场潜力较大

子公司金赛药业生长激素产品在成人适应症相关推广销售工作上稳步推进。公司积极拓展医疗机构和专家覆盖，增强专家和患者认知，加强在医疗机构内分泌科、脑外科及神经内科、康复科、男科、妇科等科室的覆盖，提升产品在精神健康、改善代谢、提升性功能等方面应用。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2021-2023年营业收入分别为119.53/153.16/190.14亿元，归母净利润分别为41.26/52.50/64.31亿元。维持“买入”评级。

风险提示：医药行业政策变化、产品降价风险、新品推广不达预期等

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 7,373.70 | 8,576.60 | 11,953.47 | 15,316.27 | 19,014.40 |
| 增长率(%) | 37.19 | 16.31 | 39.37 | 28.13 | 24.15 |
| EBITDA(百万元) | 3,362.42 | 4,420.52 | 5,381.60 | 6,669.32 | 8,040.38 |
| 净利润(百万元) | 1,775.01 | 3,046.59 | 4,126.14 | 5,250.29 | 6,431.30 |
| 增长率(%) | 76.36 | 71.64 | 35.43 | 27.24 | 22.49 |
| EPS(元/股) | 4.39 | 7.53 | 10.20 | 12.97 | 15.89 |
| 市盈率(P/E) | 66.58 | 38.79 | 28.64 | 22.51 | 18.38 |
| 市净率(P/B) | 14.62 | 10.81 | 7.85 | 5.84 | 4.47 |
| 市销率(P/S) | 16.03 | 13.78 | 9.89 | 7.72 | 6.22 |
| EV/EBITDA | 25.91 | 40.62 | 20.20 | 16.30 | 12.38 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 医药生物/生物制品 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 292元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|---------------|
| A股总股本(百万股) | 404.72 |
| 流通A股股本(百万股) | 370.29 |
| A股总市值(百万元) | 118,178.32 |
| 流通A股市值(百万元) | 108,125.27 |
| 每股净资产(元) | 35.13 |
| 资产负债率(%) | 22.90 |
| 一年内最高/最低(元) | 523.00/230.68 |

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《长春高新-季报点评:业绩表现亮眼，持续保持生产激素行业龙头地位》 2021-11-05
- 《长春高新-半年报点评:生长激素持续高速增长，新适应症提高产品天花板》 2021-09-04
- 《长春高新-公司点评:消费升级助力生长激素持续高速增长》 2021-05-25

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 3,733.33 | 3,964.67 | 10,562.84 | 10,932.44 | 20,746.13 |
| 应收票据及应收账款 | 1,031.36 | 1,511.74 | 1,808.67 | 573.86 | 2,383.93 |
| 预付账款 | 558.01 | 854.71 | 482.65 | 1,458.37 | 1,164.60 |
| 存货 | 1,750.27 | 3,012.58 | 2,265.10 | 4,760.92 | 4,688.27 |
| 其他 | 1,667.55 | 1,738.63 | 1,907.79 | 3,217.58 | 2,867.33 |
| 流动资产合计 | 8,740.53 | 11,082.32 | 17,027.05 | 20,943.19 | 31,850.27 |
| 长期股权投资 | 459.88 | 828.10 | 828.10 | 828.10 | 828.10 |
| 固定资产 | 1,513.88 | 1,988.39 | 2,216.57 | 2,337.61 | 2,381.36 |
| 在建工程 | 855.83 | 739.68 | 479.81 | 335.88 | 231.53 |
| 无形资产 | 450.96 | 1,221.58 | 1,156.31 | 1,091.04 | 1,025.77 |
| 其他 | 700.27 | 984.56 | 755.93 | 814.17 | 842.40 |
| 非流动资产合计 | 3,980.82 | 5,762.30 | 5,436.72 | 5,406.80 | 5,309.16 |
| 资产总计 | 12,721.35 | 16,844.62 | 22,463.77 | 26,349.99 | 37,159.43 |
| 短期借款 | 515.00 | 660.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 300.63 | 313.92 | 346.70 | 564.45 | 652.88 |
| 其他 | 2,401.28 | 2,493.59 | 4,802.87 | 2,749.52 | 6,715.29 |
| 流动负债合计 | 3,216.91 | 3,467.52 | 5,149.58 | 3,313.97 | 7,368.16 |
| 长期借款 | 67.60 | 329.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 450.00 | 150.00 | 200.00 | 266.67 |
| 其他 | 629.27 | 274.45 | 355.06 | 419.59 | 349.70 |
| 非流动负债合计 | 696.86 | 1,053.87 | 505.06 | 619.59 | 616.37 |
| 负债合计 | 3,913.77 | 4,521.39 | 5,654.64 | 3,933.56 | 7,984.53 |
| 少数股东权益 | 723.23 | 1,392.23 | 1,745.81 | 2,195.71 | 2,746.82 |
| 股本 | 202.36 | 404.72 | 404.72 | 404.72 | 404.72 |
| 资本公积 | 3,072.47 | 2,870.11 | 3,361.49 | 3,861.49 | 4,361.49 |
| 留存收益 | 7,888.18 | 10,530.02 | 14,658.61 | 19,816.00 | 26,023.35 |
| 其他 | (3,078.66) | (2,873.84) | (3,361.49) | (3,861.49) | (4,361.49) |
| 股东权益合计 | 8,807.57 | 12,323.23 | 16,809.13 | 22,416.43 | 29,174.89 |
| 负债和股东权益总计 | 12,721.35 | 16,844.62 | 22,463.77 | 26,349.99 | 37,159.43 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 2,349.18 | 3,307.65 | 4,126.14 | 5,250.29 | 6,431.30 |
| 折旧摊销 | 147.75 | 179.16 | 156.96 | 168.15 | 175.87 |
| 财务费用 | 4.61 | (15.02) | (168.37) | (280.78) | (413.80) |
| 投资损失 | (46.51) | 34.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 622.73 | (1,939.87) | 3,369.87 | (5,350.73) | 2,824.23 |
| 其它 | (1,143.10) | (455.29) | 418.67 | 475.03 | 512.66 |
| 经营活动现金流 | 1,934.67 | 1,110.99 | 7,903.28 | 261.96 | 9,530.26 |
| 资本支出 | 777.90 | 2,037.03 | (20.62) | 15.47 | 119.89 |
| 长期投资 | 390.77 | 368.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,978.37) | (3,582.74) | (169.58) | (145.72) | (92.99) |
| 投资活动现金流 | (809.71) | (1,177.48) | (190.20) | (130.25) | 26.90 |
| 债权融资 | 582.96 | 1,439.82 | 150.37 | 200.38 | 267.05 |
| 股权融资 | 1,182.45 | 67.56 | 663.54 | 780.85 | 913.87 |
| 其他 | (1,061.39) | (1,186.31) | (1,928.82) | (743.33) | (924.38) |
| 筹资活动现金流 | 704.02 | 321.08 | (1,114.91) | 237.90 | 256.53 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,828.98 | 254.59 | 6,598.18 | 369.60 | 9,813.69 |

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 7,373.70 | 8,576.60 | 11,953.47 | 15,316.27 | 19,014.40 |
| 营业成本 | 1,091.71 | 1,141.55 | 1,314.88 | 1,837.95 | 2,376.80 |
| 营业税金及附加 | 157.58 | 116.74 | 255.44 | 327.31 | 406.34 |
| 营业费用 | 2,522.44 | 2,582.39 | 3,887.09 | 4,977.79 | 6,236.72 |
| 管理费用 | 458.03 | 478.65 | 667.11 | 854.79 | 1,045.79 |
| 研发费用 | 370.44 | 474.61 | 669.39 | 842.39 | 1,045.79 |
| 财务费用 | (49.77) | (65.04) | (168.37) | (280.78) | (413.80) |
| 资产减值损失 | (22.57) | (3.88) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 4.51 | 19.52 | 65.10 | 25.13 | (38.45) |
| 投资净收益 | 48.74 | (34.36) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (83.60) | (69.54) | (130.20) | (50.25) | 76.90 |
| 营业利润 | 2,876.18 | 3,935.96 | 5,393.01 | 6,781.95 | 8,278.31 |
| 营业外收入 | 3.11 | 10.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 59.25 | 33.65 | 58.17 | 50.36 | 47.39 |
| 利润总额 | 2,820.04 | 3,913.30 | 5,334.84 | 6,731.59 | 8,230.92 |
| 所得税 | 470.86 | 605.64 | 855.12 | 1,031.40 | 1,248.51 |
| 净利润 | 2,349.18 | 3,307.65 | 4,479.72 | 5,700.20 | 6,982.41 |
| 少数股东损益 | 574.17 | 261.07 | 353.58 | 449.91 | 551.11 |
| 归属于母公司净利润 | 1,775.01 | 3,046.59 | 4,126.14 | 5,250.29 | 6,431.30 |
| 每股收益 (元) | 4.39 | 7.53 | 10.20 | 12.97 | 15.89 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 37.19% | 16.31% | 39.37% | 28.13% | 24.15% |
| 营业利润 | 59.22% | 36.85% | 37.02% | 25.75% | 22.06% |
| 归属于母公司净利润 | 76.36% | 71.64% | 35.43% | 27.24% | 22.49% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 85.19% | 86.69% | 89.00% | 88.00% | 87.50% |
| 净利率 | 24.07% | 35.52% | 34.52% | 34.28% | 33.82% |
| ROE | 21.96% | 27.87% | 27.39% | 25.96% | 24.34% |
| ROIC | 58.49% | 69.01% | 49.77% | 98.73% | 61.89% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.77% | 26.84% | 25.17% | 14.93% | 21.49% |
| 净负债率 | -35.77% | -20.49% | -61.95% | -47.88% | -70.19% |
| 流动比率 | 2.72 | 3.20 | 3.31 | 6.32 | 4.32 |
| 速动比率 | 2.17 | 2.33 | 2.87 | 4.88 | 3.69 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 8.03 | 6.74 | 7.20 | 12.86 | 12.86 |
| 存货周转率 | 4.12 | 3.60 | 4.53 | 4.36 | 4.02 |
| 总资产周转率 | 0.67 | 0.58 | 0.61 | 0.63 | 0.60 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 4.39 | 7.53 | 10.20 | 12.97 | 15.89 |
| 每股经营现金流 | 4.78 | 2.75 | 19.53 | 0.65 | 23.55 |
| 每股净资产 | 19.98 | 27.01 | 37.22 | 49.96 | 65.30 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 66.58 | 38.79 | 28.64 | 22.51 | 18.38 |
| 市净率 | 14.62 | 10.81 | 7.85 | 5.84 | 4.47 |
| EV/EBITDA | 25.91 | 40.62 | 20.20 | 16.30 | 12.38 |
| EV/EBIT | 27.06 | 42.29 | 20.80 | 16.73 | 12.66 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |