

长春高新（000661.SZ）

公司点评

证券研究报告

促卵泡注射液获批上市，辅助生殖管线持续丰富业绩简评

2024年1月9日，公司发布公告，控股子公司长春金赛药业有限责任公司收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》，金赛药业重组人促卵泡激素注射液 22 μg(300IU)、33 μg(450IU)、44 μg(600IU)符合药品注册的有关要求，批准注册，发给药品注册证书。

经营分析

促卵泡水针依从性优势显著，公司辅助生殖领域管线持续丰富。根据中华医学会生殖医学分会发布的《辅助生殖促排卵药物治疗专家共识》，辅助生殖技术(ART)的重要内容之一是促排卵治疗，其应用改善了临床妊娠率，促性腺激素(Gn)类药物为促排卵最常用药物之一，包括促性腺激素(hMG)、人卵泡刺激素(FSH)、人绒毛膜促性腺激素(hCG)，其中人卵泡刺激素(FSH)包括尿源性人卵泡刺激素(uFSH)和重组FSH(rFSH)。根据专家共识，重组促卵泡素有粉针剂和水针剂2种剂型，其中重组促卵泡素水针剂的不良反应轻微，可以在更短的时间有更高效率的刺激排卵效能。公司重组促卵泡素金赛恒于2015年获批上市，为首个国产化的重组促卵泡素，本次获批的重组人促卵泡素注射液为首个国产重组促卵泡素水针剂，公司辅助生殖领域管线得到进一步丰富。

以科技创新为源动力，研发管线有望接续落地。近年来公司大幅提升研发投入水平，持续聚焦创新能力、打造多元化经营能力，稳步推进儿科内分泌、儿科综合、成人内分泌、女性健康、肿瘤、皮肤科医美等业务板块战略布局、人才引进、架构调整等工作持续完善。目前公司持续推进多领域管线布局，打造了蛋白药物长效控释等一系列研发创新技术平台，努力推进打造领先及有差异化优势的产品。未来公司研发管线有望接续落地，为业绩长期增长奠定坚实基础。

盈利预测、估值与评级

公司生长激素龙头地位稳固，长期增长逻辑不变，我们维持盈利预期，预计公司2023-2025年分别实现归母净利润47.8(+15%)、55.1(+15%)、62.2亿元(+13%)，EPS分别为11.81、13.60、15.38元，对应当前P/E分别为12、10、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。

医药组

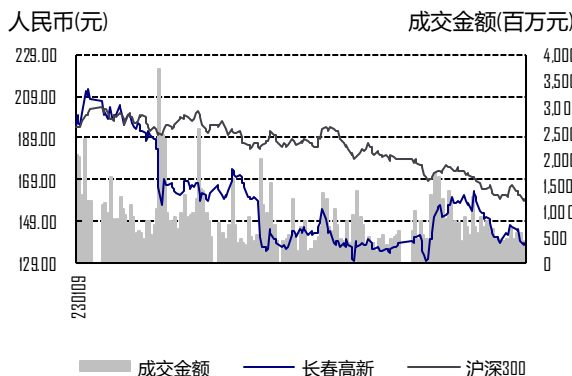
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：138.29元

相关报告：

- 《长春高新公司点评：三季度业绩增速企稳，疫苗子公司维持高增长》，2023.10.24
- 《长春高新公司点评：二季度业绩超预期，疫苗子公司增速亮眼》，2023.8.24
- 《长春高新公司点评：一季报利空出尽，底部机会值得重点布局》，2023.4.18



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,747	12,627	14,295	16,152	18,219
营业收入增长率	25.30%	17.50%	13.21%	12.99%	12.79%
归母净利润(百万元)	3,757	4,140	4,779	5,506	6,224
归母净利润增长率	23.33%	10.18%	15.43%	15.21%	13.04%
摊薄每股收益(元)	9.284	10.230	11.808	13.604	15.379
每股经营性现金流净额	8.23	6.98	12.72	14.11	15.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.78%	22.94%	22.85%	22.73%	22.26%
P/E	29.23	16.27	11.71	10.17	8.99
P/B	7.54	3.73	2.68	2.31	2.00

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	8,577	10,747	12,627	14,295	16,152	18,219	货币资金	3,965	5,749	5,579	8,198	9,793	11,605	
增长率	25.3%	17.5%	17.5%	13.2%	13.0%	12.8%	应收款项	3,062	2,838	3,794	3,857	4,136	4,566	
主营业务成本	-1,142	-1,332	-1,515	-1,585	-1,701	-1,852	存货	3,013	4,360	4,654	4,809	5,251	5,916	
%销售收入	13.3%	12.4%	12.0%	11.1%	10.5%	10.2%	其他流动资产	1,043	1,094	1,272	1,278	1,376	1,509	
毛利	7,435	9,415	11,112	12,710	14,451	16,367	流动资产	11,082	14,041	15,299	18,142	20,557	23,596	
%销售收入	86.7%	87.6%	88.0%	88.9%	89.5%	89.8%	%总资产	65.8%	62.4%	58.8%	63.5%	63.7%	64.4%	
营业税金及附加	-117	-135	-106	-111	-123	-137	长期投资	1,098	1,203	1,238	1,238	1,238	1,238	
%销售收入	1.4%	1.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	2,728	4,266	5,526	6,527	7,545	8,571	
销售费用	-2,582	-3,064	-3,807	-4,288	-4,821	-5,429	%总资产	16.2%	18.9%	21.2%	22.9%	23.4%	23.4%	
%销售收入	30.1%	28.5%	30.1%	30.0%	29.9%	29.8%	无形资产	1,249	1,924	2,388	2,552	2,847	3,127	
管理费用	-479	-633	-824	-901	-977	-1,084	非流动资产	5,762	8,475	10,729	10,417	11,724	13,025	
%销售收入	5.6%	5.9%	6.5%	6.3%	6.1%	6.0%	%总资产	34.2%	37.6%	41.2%	36.5%	36.3%	35.6%	
研发费用	-475	-885	-1,358	-1,544	-1,761	-2,004	资产总计	16,845	22,516	26,027	28,559	32,282	36,621	
%销售收入	5.5%	8.2%	10.8%	10.8%	10.9%	11.0%	短期借款	660	332	319	230	200	170	
息税前利润 (EBIT)	3,783	4,699	5,017	5,865	6,769	7,713	应付款项	879	1,756	1,881	1,939	2,041	2,266	
%销售收入	44.1%	43.7%	39.7%	41.0%	41.9%	42.3%	其他流动负债	1,928	1,687	1,611	1,473	1,663	1,874	
财务费用	65	89	95	3	-88	-133	流动负债	3,468	3,775	3,811	3,642	3,905	4,309	
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	0.0%	0.5%	0.7%	长期贷款	329	712	635	635	635	635	
资产减值损失	-7	-125	-127	-98	-9	-14	其他长期负债	724	791	775	482	474	467	
公允价值变动收益	20	1	0	0	0	0	负债	4,521	5,279	5,221	4,760	5,013	5,411	
投资收益	-34	-35	-76	0	0	0	普通股股东权益	10,931	14,574	18,050	20,917	24,221	27,955	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	405	405	405	405	405	405	
营业利润	3,936	4,715	4,968	5,770	6,672	7,566	未分配利润	6,874	10,016	13,387	16,254	19,558	23,292	
营业利润率	45.9%	43.9%	39.3%	40.4%	41.3%	41.5%	少数股东权益	1,392	2,663	2,757	2,882	3,048	3,255	
营业外收支	-23	-99	-44	0	0	0	负债股东权益合计	16,845	22,516	26,027	28,559	32,282	36,621	
税前利润	3,913	4,617	4,924	5,770	6,672	7,566	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	45.6%	43.0%	39.0%	40.4%	41.3%	41.5%	每股指标							
所得税	-606	-719	-709	-865	-1,001	-1,135	每股收益	7.528	9.284	10.230	11.808	13.604	15.379	
所得税率	15.5%	15.6%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	27.009	36.009	44.598	51.684	59.847	69.074	
净利润	3,308	3,897	4,215	4,904	5,672	6,431	每股经营现金净流	2.745	8.229	6.984	12.720	14.114	15.599	
少数股东损益	261	140	75	125	166	207	每股股利	0.000	0.000	0.000	4.723	5.442	6.151	
归属于母公司的净利润	3,047	3,757	4,140	4,779	5,506	6,224	回报率							
净利率	35.5%	35.0%	32.8%	33.4%	34.1%	34.2%	净资产收益率	27.87%	25.78%	22.94%	22.85%	22.73%	22.26%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.09%	16.69%	15.91%	16.73%	17.06%	17.00%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	23.06%	21.01%	19.21%	19.85%	20.15%	20.19%	
净利润	3,308	3,897	4,215	4,904	5,672	6,431	增长率							
少数股东损益	261	140	75	125	166	207	主营业务收入增长率	16.31%	25.30%	17.50%	13.21%	12.99%	12.79%	
非现金支出	186	433	579	500	511	623	EBIT 增长率	36.39%	24.21%	6.78%	16.91%	15.42%	13.94%	
非经营收益	-45	24	44	145	66	66	净利润增长率	71.64%	23.33%	10.18%	15.43%	15.21%	13.04%	
营运资金变动	-2,337	-1,024	-2,012	-402	-537	-806	总资产增长率	32.41%	33.67%	15.60%	9.73%	13.04%	13.44%	
经营活动现金净流	1,111	3,331	2,826	5,148	5,712	6,313	资产管理能力							
资本开支	-970	-2,225	-2,088	-311	-1,810	-1,910	应收账款周转天数	47.9	47.1	52.3	55.0	51.0	50.0	
投资	-441	-213	-169	0	0	0	存货周转天数	761.4	1,010.2	1,086.0	1,130.0	1,150.0	1,190.0	
其他	233	12	2	0	0	0	应付账款周转天数	98.2	128.5	150.9	140.0	140.0	140.0	
投资活动现金净流	-1,177	-2,426	-2,255	-311	-1,810	-1,910	固定资产周转天数	84.6	75.5	93.3	100.3	105.0	107.6	
股权募资	188	1,413	3	0	0	0	偿债能力							
债权募资	407	15	-107	-224	-30	-30	净负债/股东权益	-20.57%	-24.68%	-20.07%	-28.92%	-31.20%	-33.16%	
其他	-274	-621	-672	-1,982	-2,269	-2,555	EBIT 利息保障倍数	-58.2	-52.6	-52.5	-2,147.8	76.9	57.9	
筹资活动现金净流	321	807	-776	-2,205	-2,299	-2,585	资产负债率	26.84%	23.45%	20.06%	16.67%	15.53%	14.78%	
现金净流量	254	1,708	-197	2,632	1,604	1,818								

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	2022-08-26	买入	185.89	N/A
2	2022-10-28	买入	178.20	N/A
3	2023-03-21	买入	157.65	N/A
4	2023-03-30	买入	165.09	N/A
5	2023-04-14	买入	167.66	N/A
6	2023-04-18	买入	168.80	N/A
7	2023-08-24	买入	129.74	N/A
8	2023-10-24	买入	130.63	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。

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806