

长春高新 (000661.SZ) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2024年5月14日

**评级：买入（维持）**

市场价格：117.47

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：张楠

执业证书编号：S0740523070005

Email: zhangnan03@zts.com.cn

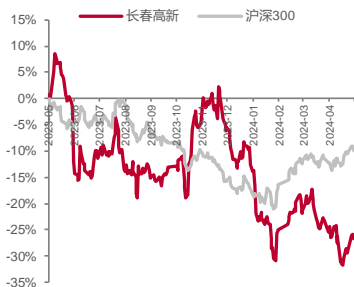
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12627.19	14566.04	16125.73	17965.85	19956.57
增长率 yoy%	17.50%	15.35%	10.71%	11.41%	11.08%
净利润 (百万元)	4140.11	4532.48	5023.91	5615.41	6240.95
增长率 yoy%	10.18%	9.48%	10.84%	11.77%	11.14%
每股收益 (元)	10.23	11.20	12.42	13.88	15.42
每股现金流量	6.98	12.61	12.04	13.98	15.77
净资产收益率	20%	18%	16%	15%	15%
P/E	11.48	10.49	9.46	8.47	7.62
PEG	1.13	1.11	0.87	0.72	0.68
P/B	2.63	2.15	1.76	1.46	1.24

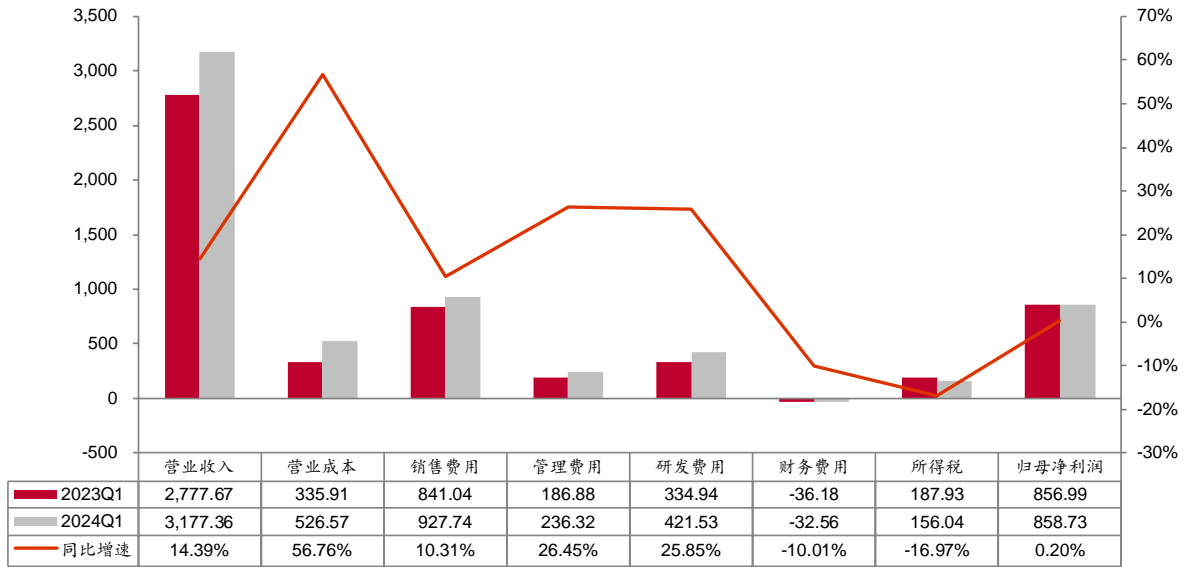
备注：数据截止 2024.5.14

**基本状况**

总股本(百万股)	404
流通股本(百万股)	291
市价(元)	117.47
市值(百万元)	47,508
流通市值(百万元)	34,188

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 事件：公司发布 2024 年一季报，2024 年一季度公司实现营业总收入 31.77 亿元，同比增长 14.39%；归母净利润 8.59 亿元，同比增长 0.20%；扣非归母净利润 8.47 亿元，同比下滑 0.86%。**
- 金赛药业：生长激素保持韧性。**2024Q1 金赛药业实现收入 24.70 亿元，同比增长 4.97%；实现净利润 8.68 亿元，同比下滑 3.02%；净利率达到 35.14%，仍位于高水平。金赛药业坚持合规化发展，通过推广模式创新、新客户开发速度显著提升，加大对长效水针的推广力度，积极实现纯销、新患、新客户等增长。
- 其他板块：百克生物带状疱疹带来新增量。**2024Q1 百克生物实现收入 2.70 亿元，同比增长 50.84%；实现净利润 0.61 亿元，同比增长 238.89%。华康药业实现收入 1.91 亿元，同比增长 15.76%；实现净利润 0.11 亿元，同比增长 22.22%。高新地产实现收入 2.36 亿元，同比增长 232.39%；实现净利润 0.06 亿元，同比增长 500%。
- 销售费率有所下滑，研发费用增加明显。**2024Q1 公司销售费用 9.28 亿元(+10.31%)，销售费率 29.20% (-1.08pp)，公司仍在积极推广生长激素尤其是长效水针。管理费用 2.36 亿(+26.45%)、管理费率 7.44%(+0.71pp)。研发费用 4.22 亿元(+25.85%)，研发费率 13.27%(+1.21pp)，公司积极开展生长激素适应症拓展、疫苗研发等。2024Q1 存货余额 47.73 亿元、占资产比重 15.57% (-1.98pp)。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 161.26、179.66、199.57 亿元，同比增长 10.71%、11.41%、11.08%；归母净利润分别为 50.24、56.15、62.41 元，同比增长 10.84%、11.77%、11.14%。公司是生长激素行业龙头，仍占据大部分市场份额，同时高比例分红回馈股东，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。

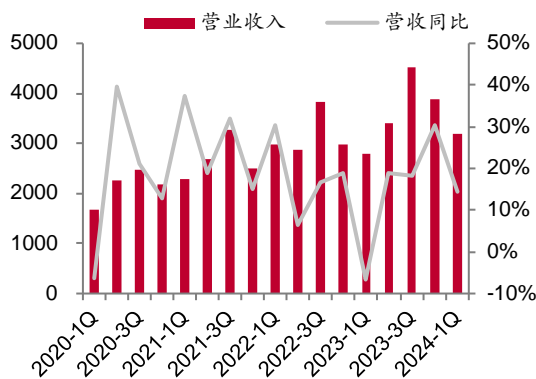
**图表 1：长春高新主要财务指标变化（单位：百万元，%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

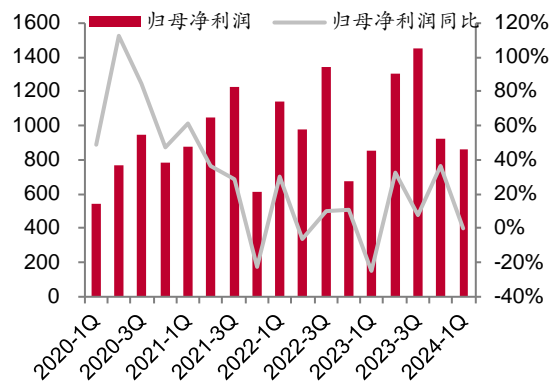
**图表 2：长春高新分季度财务指标变化（单位：百万元，%）**

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	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
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	3390.39	4513.65	3884.33	3177.36
营收同比	-6.43%	39.54%	20.96%	12.84%	37.35%	18.88%	31.97%	15.17%	16.46%	6.53%	16.46%	18.85%	-6.63%	18.69%	18.32%	30.30%	14.39%
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%	22.06%	33.13%	-13.94%	-18.20%
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	357.95	918.13	431.96	526.57
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%	89.44%	79.66%	88.88%	83.43%
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	926.10	1047.93	1155.12	927.74
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	171.90	206.59	391.49	236.32
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	368.20	463.50	556.37	421.53
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)	(26.04)	(18.31)	(33.56)	(32.56)
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	1525.56	1803.60	1196.57	1050.78
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	1508.90	1790.85	1163.39	1047.75
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	160.37	214.89	171.26	156.04
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	1303.36	1452.08	920.06	858.73
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%	32.78%	7.98%	36.20%	0.20%
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%	38.44%	32.17%	23.69%	27.03%

来源：公司公告，中泰证券研究所

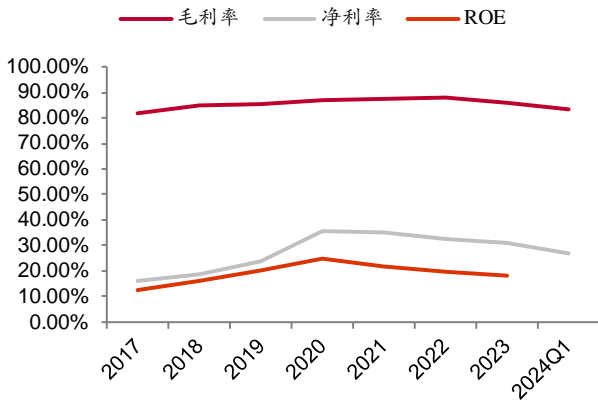
**图表 3：长春高新分季度收入（单位：百万元，%）**


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，%）**


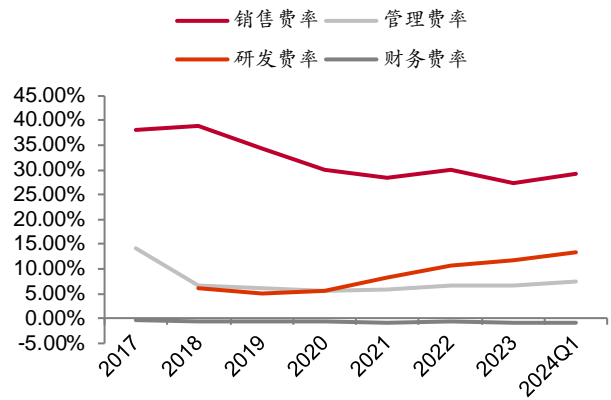
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5: 长春高新盈利水平 (单位: %)



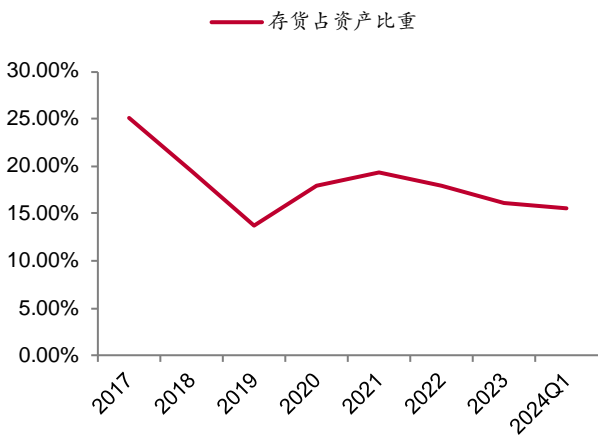
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 长春高新期间费用率情况 (单位: %)



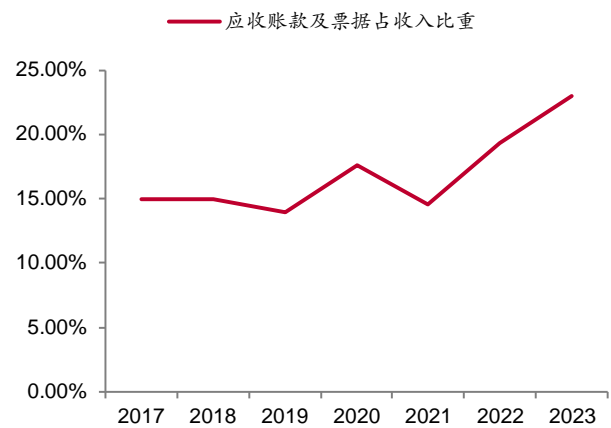
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,584	11,013	14,811	19,094	营业收入	14,566	16,126	17,966	19,957
应收票据	136	244	258	290	营业成本	2,044	1,832	1,951	2,056
应收账款	3,214	2,771	3,151	3,717	税金及附加	106	194	216	239
预付账款	620	1,146	1,160	1,155	销售费用	3,970	5,160	5,839	6,586
存货	4,956	5,225	5,669	5,784	管理费用	957	968	1,078	1,197
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,723	1,613	1,797	1,996
其他流动资产	1,655	2,256	2,275	2,497	财务费用	-114	-6	-6	-6
流动资产合计	18,165	22,655	27,324	32,537	信用减值损失	-47	-25	-29	-34
其他长期投资	90	90	90	90	资产减值损失	-166	-130	-135	-144
长期股权投资	962	962	962	962	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,802	4,223	4,569	4,852	投资收益	-127	-79	-94	-100
在建工程	2,846	3,642	4,425	5,238	其他收益	48	48	48	48
无形资产	1,724	1,945	2,109	2,276	营业利润	5,588	6,180	6,881	7,658
其他非流动资产	3,155	3,020	3,075	3,135	营业外收入	15	15	15	16
非流动资产合计	12,579	13,882	15,230	16,553	营业外支出	93	93	93	93
资产合计	30,744	36,537	42,554	49,090	利润总额	5,510	6,102	6,803	7,581
短期借款	144	200	255	311	所得税	734	897	987	1,079
应付票据	0	0	0	0	净利润	4,776	5,205	5,816	6,502
应付账款	791	708	808	823	少数股东损益	243	182	201	261
预收款项	3	0	0	0	归属母公司净利润	4,533	5,023	5,615	6,241
合同负债	372	554	538	641	NOPLAT	4,677	5,200	5,811	6,497
其他应付款	1,458	1,458	1,458	1,458	EPS (摊薄)	11.20	12.42	13.88	15.42
一年内到期的非流动负债	642	642	642	642					
其他流动负债	1,390	1,521	1,641	1,572	主要财务比率				
流动负债合计	4,800	5,083	5,342	5,447	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	177	177	177	177	成长能力				
应付债券	450	450	450	450	营业收入增长率	15.4%	10.7%	11.4%	11.1%
其他非流动负债	285	306	314	308	EBIT增长率	11.8%	13.0%	11.5%	11.4%
非流动负债合计	912	933	941	935	归母公司净利润增	9.5%	10.8%	11.8%	11.1%
负债合计	5,712	6,016	6,283	6,382	获利能力				
归属母公司所有者权益	22,075	27,013	32,447	38,476	毛利率	86.0%	88.6%	89.1%	89.7%
少数股东权益	2,957	3,508	3,824	4,232	净利率	32.8%	32.3%	32.4%	32.6%
所有者权益合计	25,032	30,521	36,271	42,708	ROE	18.1%	16.5%	15.5%	14.6%
负债和股东权益	30,744	36,537	42,554	49,090	ROIC	21.6%	19.7%	18.5%	17.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	18.6%	15.8%	14.4%	13.0%
					债务权益比	6.8%	5.8%	5.1%	4.4%
					流动比率	3.8	4.5	5.1	6.0
					速动比率	2.8	3.4	4.1	4.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	67	67	59	62
					应付账款周转天数	125	147	140	143
					存货周转天数	846	1,000	1,005	1,003
					每股指标(元)				
					每股收益	11.20	12.42	13.88	15.42
					每股经营现金流	12.61	12.04	13.98	15.77
					每股净资产	54.58	66.79	80.23	95.14
					估值比率				
					P/E	10	9	8	8
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	4	4	4	3

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。