

创新转型投入期，静待成果兑现

相关研究：

- 《伏欣奇拜单抗获批上市，创新转型逐步兑现》 2025.7.3
- 《长春高新首次覆盖：创新为核，培育多元增长新动能》 2025.4.22

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-11.0	-16.2	-4.3
绝对收益	-2.7	0.9	32.5

注：相对收益与沪深300相比

分析师：张德燕

证书编号：S0500521120003

Tel: (8621) 50295326

Email: zhangdy@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

事件：

2025年8月30日，公司发布2025半年报。根据公司2025年半年报及Wind数据，2025年上半年公司实现营业收入66.03亿元，同比下降0.54%；归母净利润9.83亿元，同比下降42.85%；扣非归母净利润10.33亿元，同比下降40.55%。第二季度实现营业收入36.05亿元，同比增长4.16%；归母净利润5.1亿元，同比下降40.75%；扣非归母净利润5.41亿元，同比下降39.3%。收入基本符合预期，利润受费用投入影响略低于预期。

核心要点：

□ 生长激素保持稳健增长，疫苗业务有所承压

2025年上半年公司金赛药业实现营业收入54.69亿元，同比增长6.17%；归母净利润11.08亿元，同比下降37.35%。百克生物实现营业收入2.85亿元，同比下降53.93%；归母净利润-0.74亿元。华康药业实现营业收入3.78亿元，同比3.40%；归母净利润0.25亿元，同比增长4.12%。高新城地实现营业收入4.60亿元，同比增长0.76%；归母净利润0.10亿元，同比下降70.34%。

□ 提升研发及销售费用投入，加速创新转型

2025年上半年研发投入13.35亿元，同比增长17.32%，用于人才建设和创新管线布局。销售费用23.86亿元，同比增长23.43%，公司持续完善销售人才队伍及合规建设，进一步加快推进重点新产品销售推广工作。伏欣奇拜单抗及创新中药小儿黄金止咳颗粒步入商业化阶段。肿瘤领域，国内唯一一纳米晶体甲地孕酮美适亚被CSCO《肿瘤厌食-恶病质综合征诊疗指南》I级推荐，成功填补了国内巨大的市场空白。创新剂型产品方面，注射用醋酸曲普瑞林微球、亮丙瑞林注射乳剂、重组人促卵泡激素CTP融合蛋白注射液处于注册申请阶段。

创新药在研管线不断丰富，覆盖内分泌代谢、免疫、肿瘤等关键领域，聚焦实体瘤、自身免疫病等未被满足的临床需求。肿瘤领域自主研发的双靶点ADC药物GenSci143/GenSci139预计2025年8月提交IND申请；自免领域PD-1激动剂GenSci120已获4项适应症临床批件，同时布局系统性红斑狼疮APRIL/BAFF双靶点拮抗剂GenSci136，IL-1 α / β 双抗GenSciB005覆盖类风湿关节炎等广谱炎症通路；女性健康领域布局NK3R拮抗剂GenSci074和GenSci146；代谢领域双功能分子GenSciP133以全新机制突破骨质疏松治疗瓶颈；罕见病领域SLC6A19抑制剂GenSciP144对苯丙酮尿症发起挑战；眼病领域TSHR拮抗型单克隆抗体GenSci098注射液已进入临床阶段，双功能融合蛋白GenSciP148则为湿性黄斑变性等眼底疾病提供更优治疗方案。

□ 投资建议

作为儿童成长领域龙头企业，公司通过构建优势产品管线，依托商业团队深耕细作，持续推动生长激素市场规模快速扩容，成功打造了行业领先的品牌影响力。受到公司加大研发投入及销售团队建设，短期业绩有所波动，

从中长期维度来看，公司生长激素领域品牌优势以及创新管线持续丰富，保障公司更加稳健和可持续发展。因疫苗业务低于预期，小幅下调营业收入，预计 2025-2027 年营业收入同比增速分别为-0.58%/3.62%/4.44%（营业收入同比增速原值为 0.6%/5.6%/5.8%），创新转型期，研发及销售投入略高于预期，下调 2025-2027 归母净利润至 19.71/19.75/20.38 亿元（原值为 23.4/25.3/28.0 亿元），同比增速分别为-23.69%/0.22%/3.19%，EPS 分别为 4.83/4.84/5.0 元，2025 年 8 月 29 日股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 21.33/21.28/20.63，维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

创新药管线研发推进、临床数据及商业化低于预期风险；

集采政策收紧风险；

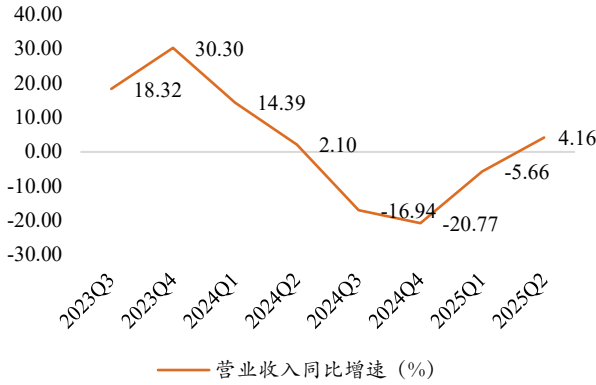
消费市场恢复不及预期风险；

竞争格局加剧导致产品价格降幅过大风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134.66	133.88	138.73	144.88
同比(%)	-7.55%	-0.58%	3.62%	4.44%
归母净利润	25.83	19.71	19.75	20.38
同比(%)	-43.01%	-23.69%	0.22%	3.19%
毛利率	85.72%	85.11%	85.21%	85.41%
ROE	11.23%	8.09%	7.67%	7.50%
每股收益(元)	6.33	4.83	4.84	5.00
P/E (倍)	16.28	21.33	21.28	20.63
P/B (倍)	1.83	1.72	1.63	1.55

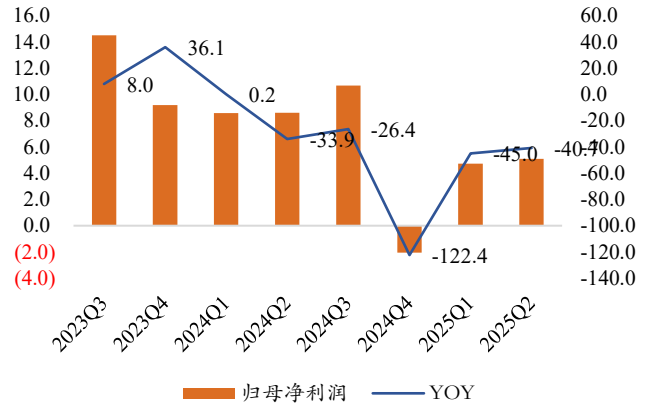
资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所；单位：亿元

图 1 2023-2025 长春高新单季度营业收入同比增速



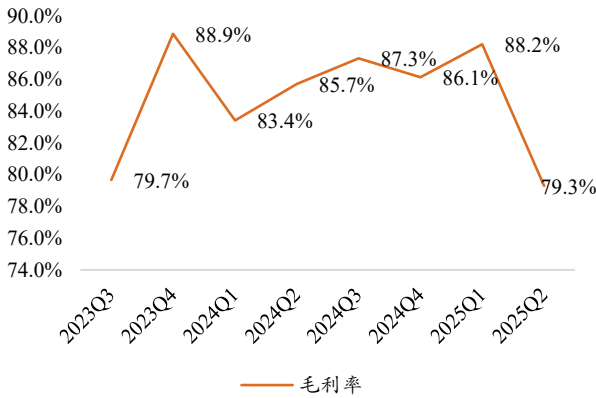
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2023-2025 长春高新单季度归母净利润及同比增速



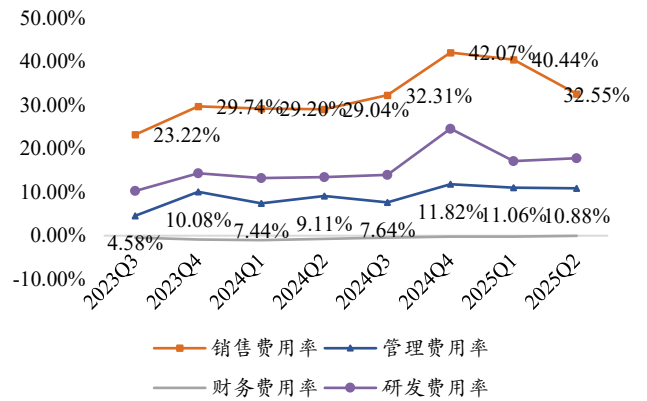
资料来源：Wind、湘财证券研究所；单位：亿元，%；右轴为同比增速

图 3 2023-2025 长春高新单季度毛利率



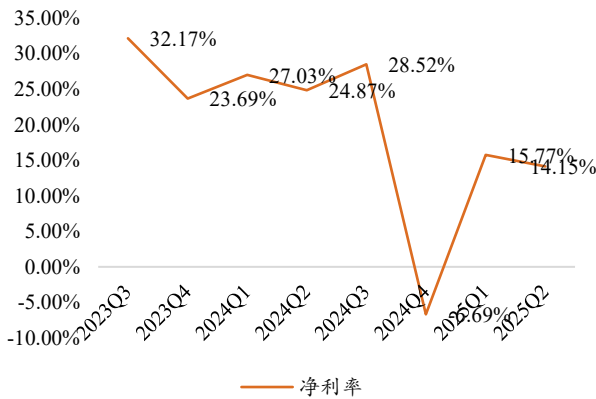
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2023-2025 长春高新单季度费用率



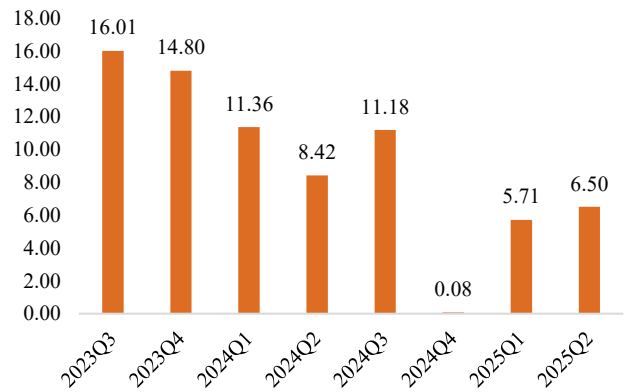
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2023-2025 长春高新单季度净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 2023-2025 长春高新单季度经营性现金流净额



资料来源：Wind、湘财证券研究所；单位：亿元

图 7 长春高新子公司金赛药业部分药品研发管线

【肿瘤】		【免疫和呼吸】		【内分泌代谢】		【女性健康】	
前哨腺癌管线	肾癌管线	呼吸疾病管线	生长发育、骨代谢和罕见病管线	辅助生殖、潮热、阴道炎、子宫内腺异位症	辅助生殖、潮热、阴道炎、子宫内腺异位症	辅助生殖、潮热、阴道炎、子宫内腺异位症	辅助生殖、潮热、阴道炎、子宫内腺异位症
亮丙瑞林注射剂 GnRH	GenSci136 IgA肾病 APRIL X BAFF	伏欣奇拜单抗 GenSci048 结缔组织病相关间质性肺病 IL-1β	GenSci093 儿童中性性早熟 GnRHR	重组人促卵泡激素-CTP融合蛋白注射液 GenSci094	GenSci094 青少年特发性低促性腺激素性性功能减退症 FSHR	GenSci094 青少年特发性低促性腺激素性性功能减退症 FSHR	GenSci094 青少年特发性低促性腺激素性性功能减退症 FSHR
GenSci143 前列腺癌 B7H3 x PSMA	痛风, 风湿和皮肤疾病管线	GenSci111 特发性肺纤维化 CTGF	GenSci134 生长激素缺乏症	GenSci098 格雷夫斯病 TSHR	GenSci074 绝经期血管舒缩症 NK3R	GenSci098 格雷夫斯病 TSHR	GenSci074 绝经期血管舒缩症 NK3R
GenSciP153 前列腺癌	伏欣奇拜单抗 GenSci048 全身型幼年特发性关节炎 IL-1β	GenSciP117 特发性肺纤维化 MMP-7	GenSci134 生长激素缺乏症	GS3-007a GenSci073 儿童生长激素缺乏症; 成人生长激素缺乏症诊断 GHSR1a	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci134 生长激素缺乏症	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GS24-B039 前列腺癌 CYP17	伏欣奇拜单抗 GenSci048 预防痛风发作 IL-1β	GenSciP118 慢性阻塞性肺疾病 RAGE	GenSci098 格雷夫斯病 TSHR	GenSci142 细菌性阴道炎 加德纳菌	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci098 格雷夫斯病 TSHR	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
结直肠癌管线	GenSci120 类风湿关节炎, 红斑狼疮 PD-1	GS24-B044 慢性阻塞性肺疾病	GS3-007a GenSci073 儿童生长激素缺乏症; 成人生长激素缺乏症诊断 GHSR1a	GenSci161 子宫内腺异位症	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GS3-007a GenSci073 儿童生长激素缺乏症; 成人生长激素缺乏症诊断 GHSR1a	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci139 结直肠癌 EGFR x HER2	GenSci161 化脓性汗腺炎	GS24-B063 COPD, 哮喘 TSLP x x x x	GenSci144 苯丙酮尿症 SLC6A19	GenSci167 子病前期	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci144 苯丙酮尿症 SLC6A19	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
肺癌管线	GenSci136 红斑狼疮, 慢性干燥综合征 APRIL X BAFF	GenSciP163 肺部耐药菌感染	GenSci155 支气管发育不良 IGF-1		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci155 支气管发育不良 IGF-1	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci128 TP53 Y220C突变实体瘤 TP53 Y220C	GS25-B001 特应性皮炎 IL-13 x x x x	神经疾病管线	GenSci164 甲状旁腺功能减退 PTH		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci164 甲状旁腺功能减退 PTH	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci139 肺癌 EGFR x HER2	GS24-B040 系统性红斑狼疮	GenSci155 绝经中 IGF-1	GenSciP133 骨质疏松 PTH-RANKL		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci155 绝经中 IGF-1	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
卵巢癌、乳腺癌管线	IBD管线	GenSci136 重症肌无力 APRIL x BAFF	减重管线		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci136 重症肌无力 APRIL x BAFF	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci093 绝经前乳腺癌 GnRH	GenSci120 炎症性肠病 PD-1	GS24-B037 阿尔茨海默病	GenSciP156 肥胖症 ACTRII/GIPR		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GS24-B037 阿尔茨海默病	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci122 卵巢癌 KIF18A	GS25-B005 炎症性肠病	眼科疾病管线	GS24-B053 肥胖症		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci156 绝经中 IGF-1	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci139 乳腺癌 EGFR x HER2	GS24-B010 炎症性肠病 IL-23 x x x x	GenSci098 甲状腺相关眼病 TSHR	GS24-B043 肥胖症		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci156 绝经中 IGF-1	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci140 ≥2线耐药卵巢癌 FRα x FRα	GS24-B062 炎症性肠病 TL1A x x x x	GenSci148 慢性年龄相关性黄斑变性 VEGF-A/C/D x ANG2			GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β	GenSci148 慢性年龄相关性黄斑变性 VEGF-A/C/D x ANG2	GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci145 乳腺癌 PI3Ka					GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
其它					GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β
GenSci139 尿路上皮癌, 胃癌 EGFR x HER2					GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β		GenSci048 伏欣奇拜单抗 IL-1β

资料来源：长春高新 2025 半年报、湘财证券研究所

附表 公司财务报表以及相应指标

资产负债表

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	60.97	76.46	91.77	106.93
应收票据及账款	29.70	28.73	29.77	31.09
预付账款	7.37	8.22	8.52	8.89
其他应收款	13.93	13.83	14.33	14.97
存货	47.55	52.95	54.53	56.15
其他流动资产	3.18	2.45	2.53	2.63
流动资产总计	162.70	182.65	201.45	220.67
长期股权投资	2.91	1.74	0.57	-0.60
固定资产	61.46	71.06	74.28	77.13
在建工程	29.88	24.90	19.92	14.94
无形资产	19.58	20.33	20.96	21.47
长期待摊费用	1.51	0.75	0.00	0.00
其他非流动资产	32.48	29.77	27.07	24.37
非流动资产合计	147.81	148.55	142.80	137.31
资产总计	310.51	331.20	344.25	357.98
短期借款	2.42	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	7.72	8.00	8.23	8.48
其他流动负债	24.05	34.69	35.87	37.15
流动负债合计	34.19	42.69	44.10	45.63
长期借款	12.74	10.35	7.38	4.52
其他非流动负债	2.56	2.56	2.56	2.56
非流动负债合计	15.30	12.91	9.95	7.08
负债合计	49.49	55.60	54.05	52.71
股本	4.08	4.08	4.08	4.08
资本公积	35.00	35.00	35.00	35.00
留存收益	190.92	204.70	218.52	232.78
归属母公司权益	230.00	243.78	257.60	271.86
少数股东权益	31.03	31.81	32.60	33.41
股东权益合计	261.02	275.60	290.20	305.27
负债和股东权益合计	310.51	331.20	344.25	357.98

现金流量表

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	27.08	21.90	21.94	22.60
折旧与摊销	6.66	7.09	7.58	7.32
财务费用	-0.81	0.37	0.14	-0.06
投资损失	1.31	1.11	1.11	1.11
营运资金变动	-7.15	6.47	-2.07	-2.53
其他经营现金流	3.96	-1.62	-1.62	-1.62
经营性现金净流量	31.04	35.31	27.07	26.81
资本支出	21.68	9.00	3.00	3.00
长期投资	-2.38	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.04	0.28	0.28	0.28
投资性现金净流量	-24.01	-8.72	-2.72	-2.72
短期借款	0.98	-2.42	0.00	0.00
长期借款	6.04	-2.38	-2.97	-2.87
普通股增加	0.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-29.21	-6.29	-6.07	-6.07
筹资性现金净流量	-22.13	-11.10	-9.04	-8.93
现金流量净额	-15.09	15.49	15.31	15.16

利润表

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	134.66	133.88	138.73	144.88
营业成本	19.23	19.93	20.52	21.14
税金及附加	0.62	0.91	0.94	0.98
销售费用	44.39	46.86	48.42	49.98
管理费用	12.02	14.73	15.95	17.39
研发费用	21.67	23.43	24.97	26.80
财务费用	-0.81	0.37	0.14	-0.06
资产减值损失	-3.37	-2.01	-2.09	-2.18
信用减值损失	-0.08	-0.23	-0.24	-0.25
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	-1.31	-1.11	-1.11	-1.11
公允价值变动损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.00	-0.01	-0.01	-0.01
其他收益	0.17	0.42	0.42	0.42
营业利润	32.96	24.71	24.76	25.52
营业外收入	0.09	0.14	0.14	0.14
营业外支出	1.66	1.06	1.06	1.06
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.39	23.78	23.83	24.59
所得税	4.32	3.29	3.30	3.40
净利润	27.08	20.49	20.54	21.19
少数股东损益	1.24	0.78	0.79	0.81
归属母公司股东净利润	25.83	19.71	19.75	20.38
EBITDA	37.24	31.24	31.55	31.85
NOPLAT	28.85	21.75	21.59	22.08
EPS(元)	6.33	4.83	4.84	5.00

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-7.55%	-0.58%	3.62%	4.44%
营业利润增长率	-41.02%	-25.03%	0.21%	3.07%
EBIT 增长率	-43.33%	-21.02%	-0.77%	2.36%
EBITDA 增长率	-37.66%	-16.11%	0.98%	0.96%
归母净利润增长率	-43.01%	-23.69%	0.22%	3.19%
经营现金流增长率	-39.18%	13.76%	-23.33%	-0.96%
盈利能力				
毛利率	85.72%	85.11%	85.21%	85.41%
净利率	20.11%	15.31%	14.80%	14.63%
营业利润率	24.48%	18.46%	17.85%	17.62%
ROE	11.23%	8.09%	7.67%	7.50%
ROA	8.32%	5.95%	5.74%	5.69%
ROIC	14.80%	9.66%	9.84%	10.21%
估值倍数				
P/E	16.28	21.33	21.28	20.63
P/S	3.12	3.14	3.03	2.90
P/B	1.83	1.72	1.63	1.55
股息率	2.48%	1.41%	1.41%	1.46%
EV/EBIT	13.11	16.40	15.81	14.77
EV/EBITDA	10.77	12.68	12.01	11.38

资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所；单位：亿元

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。