

长春高新 (000661.SZ)

买入 (维持评级)

收入端整体稳健，研发转型费用端承压

业绩简评

2025年8月29日，公司发布2025年半年度报告，上半年公司实现营业收入66.03亿元，同比减少0.54%，实现归母净利润9.83亿元，同比减少42.85%，实现扣非归母净利润10.33亿元，同比减少40.55%。分季度看，公司2025年第二季度实现收入36.05亿元，同比增长4.16%，实现归母净利润5.10亿元，同比减少40.75%，实现扣非归母净利润5.41亿元，同比减少39.30%。

经营分析

金赛药业收入端基本稳定，转型期费用端承压。上半年核心子公司金赛药业实现收入54.69亿元，较上年同期增长6.17%；实现归属于母公司所有者的净利润11.08亿元，较上年同期降低37.35%。上半年公司研发投入13.35亿元，较上年同期增加17.32%，研发投入占营业收入比例提升至20.21%；其中研发费用11.55亿元，较上年同期增加30.22%。研发投入及费用的增加，主要是子公司金赛药业加快推进新产品研发工作，持续加强高端人才引进力度，并持续优化提升人员效率，从而使得人员人工及研究开发投入增加所致。

持续加大研发投入力度，深耕前沿创新。在免疫和呼吸领域，金赛药业积极聚焦痛风、呼吸、风湿、免疫、IBD、皮肤、眼科、神经疾病等，IL-1 β 单克隆抗体伏欣奇拜单抗已获批上市，填补了我国痛风抗炎领域长效精准靶向治疗的空白；1类新药GenSci120注射液已在获批开展用于SLE、IBD、RA等临床试验。在肿瘤领域，公司以ADC为核心技术，通过GenSci139/140/143等多款双抗ADC积极布局前列腺癌、乳腺癌、肺癌、消化道肿瘤等实体肿瘤领域。在女性健康领域，公司以辅助生殖为基石，覆盖妇科感染、妇科肿瘤、子宫内膜异位症和更年期综合征等女性全生命周期的健康需求，公司自主研发的NK3R小分子拮抗剂为绝经期血管舒缩症的非激素口服疗法，在中国已完成II期临床试验，并达成II期临床研究的所有首要终点。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司研发费用投放节奏、市场环境变化等原因，我们下调盈利预期，预计公司2025-2027年分别实现归母净利润22.3（-14%）、24.7（+11%）、27.7亿元（+12%），EPS分别为5.46、6.06、6.78元，对应当前P/E分别为21、19、17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；产品销售不及预期；研发进展不达预期等。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：马居东 (执业S1130525070004)

majudong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：113.37元

相关报告：

1.《长春高新公司点评：发布拟回购股份公告，彰显长期发展信心》，2024.11.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,566	13,466	12,364	13,069	13,971
营业收入增长率	15.35%	-7.55%	-8.18%	5.70%	6.90%
归母净利润(百万元)	4,532	2,583	2,225	2,471	2,766
归母净利润增长率	9.48%	-43.01%	-13.85%	11.02%	11.94%
摊薄每股收益(元)	11.201	6.331	5.455	6.056	6.779
每股经营性现金流净额	12.61	7.61	7.65	7.45	8.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.53%	11.23%	9.27%	9.83%	10.41%
P/E	13.02	15.71	20.78	18.72	16.72
P/B	2.67	1.76	1.93	1.84	1.74

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,627	14,566	13,466	12,364	13,069	13,971
增长率		15.4%	-7.6%	-8.2%	5.7%	6.9%
主营业务成本	-1,515	-2,044	-1,923	-1,883	-2,095	-2,340
%销售收入	12.0%	14.0%	14.3%	15.2%	16.0%	16.8%
毛利	11,112	12,522	11,543	10,481	10,974	11,630
%销售收入	88.0%	86.0%	85.7%	84.8%	84.0%	83.2%
营业税金及附加	-106	-106	-62	-62	-65	-70
%销售收入	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-3,807	-3,970	-4,439	-4,204	-4,182	-4,191
%销售收入	30.1%	27.3%	33.0%	34.0%	32.0%	30.0%
管理费用	-824	-957	-1,202	-1,051	-1,085	-1,132
%销售收入	6.5%	6.6%	8.9%	8.5%	8.3%	8.1%
研发费用	-1,358	-1,723	-2,167	-2,226	-2,326	-2,445
%销售收入	10.8%	11.8%	16.1%	18.0%	17.8%	17.5%
息税前利润 (EBIT)	5,017	5,766	3,674	2,939	3,315	3,793
%销售收入	39.7%	39.6%	27.3%	23.8%	25.4%	27.1%
财务费用	95	114	81	-70	-208	-289
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.6%	0.6%	1.6%	2.1%
资产减值损失	-127	-213	-345	-103	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-76	-127	-131	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,968	5,588	3,296	2,766	3,102	3,498
营业利润率	39.3%	38.4%	24.5%	22.4%	23.7%	25.0%
营业外收支	-44	-78	-157	0	0	0
税前利润	4,924	5,510	3,139	2,766	3,102	3,498
利润率	39.0%	37.8%	23.3%	22.4%	23.7%	25.0%
所得税	-709	-734	-432	-415	-465	-525
所得税率	14.4%	13.3%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,215	4,776	2,708	2,351	2,636	2,973
少数股东损益	75	243	124	125	166	207
归属于母公司的净利润	4,140	4,532	2,583	2,225	2,471	2,766
净利率	32.8%	31.1%	19.2%	18.0%	18.9%	19.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,215	4,776	2,708	2,351	2,636	2,973
少数股东损益	75	243	124	125	166	207
非现金支出	579	791	1,011	759	760	866
非经营收益	44	111	101	-48	0	0
营运资金变动	-2,012	-573	-715	58	-355	-421
经营活动现金净流	2,826	5,104	3,104	3,120	3,041	3,418
资本开支	-2,088	-2,089	-2,178	-1,777	-1,810	-1,910
投资	-169	-200	-224	0	0	0
其他	2	8	1	0	0	0
投资活动现金净流	-2,255	-2,282	-2,401	-1,777	-1,810	-1,910
股权募资	3	0	19	11	0	0
债权募资	-107	20	386	199	0	0
其他	-672	-760	-2,618	-1,224	-1,346	-1,346
筹资活动现金净流	-776	-740	-2,213	-1,014	-1,346	-1,346
现金净流量	-197	2,082	-1,509	329	-115	162

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,579	7,584	6,097	6,414	6,290	6,446
应收款项	3,794	4,796	4,363	3,844	3,848	3,999
存货	4,654	4,956	4,755	5,056	5,343	5,655
其他流动资产	1,272	829	1,055	1,506	1,669	1,866
流动资产	15,299	18,165	16,270	16,820	17,151	17,966
%总资产	58.8%	59.1%	52.4%	51.5%	50.4%	50.0%
长期投资	1,238	1,265	802	802	802	802
固定资产	5,526	6,652	9,044	9,820	10,611	11,411
%总资产	21.2%	21.6%	29.1%	30.1%	31.2%	31.8%
无形资产	2,388	3,053	3,596	3,620	3,889	4,144
非流动资产	10,729	12,579	14,781	15,848	16,904	17,955
%总资产	41.2%	40.9%	47.6%	48.5%	49.6%	50.0%
资产总计	26,027	30,744	31,051	32,668	34,055	35,921
短期借款	319	786	288	642	642	642
应付款项	1,881	2,250	1,970	2,220	2,257	2,414
其他流动负债	1,611	1,763	1,161	1,304	1,374	1,462
流动负债	3,811	4,799	3,419	4,167	4,273	4,518
长期贷款	635	177	1,229	1,229	1,229	1,229
其他长期负债	775	736	301	32	23	17
负债	5,221	5,711	4,949	5,428	5,525	5,764
普通股股东权益	18,050	22,075	23,000	24,011	25,136	26,555
其中：股本	405	405	408	408	408	408
未分配利润	13,387	17,143	17,483	18,485	19,609	21,028
少数股东权益	2,757	2,957	3,103	3,228	3,394	3,601
负债股东权益合计	26,027	30,744	31,051	32,668	34,055	35,921

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	10.230	11.201	6.331	5.455	6.056	6.779
每股净资产	44.598	54.552	56.374	58.861	61.617	65.096
每股经营现金净流	6.984	12.612	7.609	7.647	7.455	8.378
每股股利	1.000	4.500	2.600	3.000	3.300	3.300
回报率						
净资产收益率	22.94%	20.53%	11.23%	9.27%	9.83%	10.41%
总资产收益率	15.91%	14.74%	8.32%	6.81%	7.25%	7.70%
投入资本收益率	19.21%	18.81%	11.43%	8.58%	9.27%	10.07%
增长率						
主营业务收入增长率	17.50%	15.35%	-7.55%	-8.18%	5.70%	6.90%
EBIT 增长率	6.78%	14.93%	-36.29%	-20.00%	12.82%	14.40%
净利润增长率	10.18%	9.48%	-43.01%	-13.85%	11.02%	11.94%
总资产增长率	15.60%	18.12%	1.00%	5.21%	4.25%	5.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.3	67.8	80.4	70.0	65.0	63.0
存货周转天数	1,086.0	858.1	921.8	1,000.0	950.0	900.0
应付账款周转天数	150.9	126.7	148.3	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	93.3	95.3	164.2	192.8	196.2	196.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.07%	-24.69%	-17.64%	-16.77%	-15.58%	-15.25%
EBIT 利息保障倍数	-52.5	-50.5	-45.3	42.0	15.9	13.1
资产负债率	20.06%	18.58%	15.94%	16.62%	16.22%	16.05%

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
买入	2	3	5	7	20
增持	1	2		6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.40	1.44	1.46	1.00

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	2023-10-24	买入	130.63	N/A
2	2024-01-10	买入	138.29	N/A
3	2024-03-10	买入	125.60	N/A
4	2024-03-20	买入	132.50	N/A
5	2024-08-16	买入	89.39	N/A
6	2024-11-21	买入	113.80	N/A

来源：国金证券研究所

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


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。

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 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：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-86695353 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
---	--	---