

## 公司研究

## 短期阵痛不改长期战略聚焦，创新引领开启全球化布局

## ——长春高新（000661.SZ）2025 年年报和 2026 年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：85.39 元

## 作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

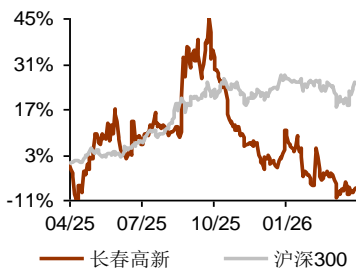
021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.08
总市值(亿元):	348.34
一年最低/最高(元):	83.24/141.77
近3月换手率:	86.83%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.60	-17.41	-28.01
绝对	-0.49	-16.09	-2.07

资料来源：Wind

## 相关研报

注射用伏欣齐拜单抗获批上市，创新转型持续深化——长春高新（000661.SZ）更新点评（2025-07-09）

## 要点

## 事件：

1) 公司发布 2025 年年报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 120.83/1.55/3.78 亿元，同比-10.27%/-94.00%/-86.66%。经营性净现金流 8.02 亿元，同比-74.16%；EPS（基本）0.39 元。除回购专用证券账户外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税），25 年公司现金分红占归母净利润比例为 41.47%，25 年公司现金分红和股份回购总额占归母净利润比例为 106%。

2) 公司发布 2026 年一季报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 25.87/2.76/2.82 亿元，同比-13.69%/-41.67%/-42.61%。经营性净现金流 10.98 亿元，同比+92.27%。EPS（基本）0.69 元。

## 点评：

**多因素致短期业绩承压，26Q1费用结构优化：**25Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为29.97/36.05/32.04/22.77亿元，同比-5.66%/+4.16%/-14.55%/-26.03%；归母净利润4.73/5.10/1.82/-10.10亿元，同比-45%/-41%/-83%/亏损扩大；扣非归母净利润4.92/5.41/2.36/-8.91亿元，同比-42%/-39%/-79%/亏损扩大。从子公司来看，25年金赛药业收入98.19亿元，同比-7.98%，归母净利润4.87亿元，同比-81.83%；百克生物收入6.05亿元，同比-50.77%，归母净利润-2.63亿元，同比-213.14%；华康药业收入7.56亿元，同比-0.83%，归母净利润0.47亿元，同比-7.99%；高新地产收入8.59亿元，同比+13.65%，归母净利润0.02亿元，同比-85.69%。25年公司长效生长激素等产品参与国谈并纳入国家医保目录，25Q4公司主动调整相关产品销售政策、定价及发货节奏以平滑价格影响，25Q4及26Q1营收和净利润承压。此外，公司深化战略聚焦与组织效能升级，优化管理架构和人员调整，25年管理费用14.99亿元，同比+24.75%，主因子公司金赛药业职工薪酬支出增加（包括员工离职补偿金增加）以及折旧摊销增加；25年销售费用50.91亿元，同比+14.68%，主因公司加大了核心产品和新产品的市场投入。25年百克生物的带状疱疹疫苗受外部环境、市场竞争加剧、需求萎缩等多因素影响销售下滑且有退货发生，其水痘疫苗也因新生儿出生率下降而销量减少。26Q1公司费用结构优化，销售费用率同比-5.14pp至35.30%，管理费用率同比-0.67pp至10.39%，预计降本增效工作将持续推进。

**创新成果商业化加速落地，两款核心产品成功纳入医保：**新增产品方面，25年6月，子公司金赛药业自主研发的1类创新生物制剂金蓓欣（注射用伏欣奇拜单抗）获批上市，是国内首款治疗急性痛风性关节炎的IL-1抑制剂；25年9月，3.2类生物制剂金赛佳（绒促卵泡激素αN02注射液）获批上市，是针对未满足的临床需求研发的一款长效促卵泡激素制剂，构建起“长效、水针、粉针”全品类产品矩阵；25年9月，金赛药业与丹麦ALK公司达成战略合作，引进安脱达等脱敏治疗相关产品，丰富产品矩阵，与现有儿科业务形成协同效应；25年8月，子公司百克生物的鼻喷流感减毒活疫苗获批上市，在已上市的冻干剂型基础上升级为液体剂型，接种更加便利。公司产品矩阵持续扩容，商业化步伐加快，两款核心产品（长效生长激素金赛增和肿瘤辅助用药美适亚）参与医保谈判并成功纳入《2025年版国家医保目录》，临床可及性大幅提升，预计产品市场渗透率和市占率将进一步扩大。

**研发投入持续加大，创新管线收获期全面开启：**25年公司研发投入金额为29.36亿元，同比+9.16%，占营业收入比例为24.30%，同比+4.33pp；其中资本化研发投入为4.63亿元，占研发投入比例为15.79%，同比-3.66pp。公司围绕内分泌代谢、女性健康、风湿、皮肤、消化、肾病、肿瘤等疾病领域，立足全球市场进行差异化创新，目前已构建起“多靶点覆盖+全生命周期管理”的近80条管线体系，其中临床阶段管线超40条，布局1类新药35个。重点在研产品中（按适应症及中美双报区分），进入I期临床19个，II期临床8个，III期临床11个。其中，亮丙瑞林注射乳剂、伏欣奇拜单抗注射液等产品上市申请获受理。同时，金赛药业 GenSci120、GenSci098 等21个项目共7个创新分子获批进入临床，子公司百克生物重组带状疱疹疫苗（CHO细胞）、流感病毒裂解疫苗（BK-01佐剂）、吸附无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗等新产品临床试验申请获得批准。截至目前，公司已有38款重点产品进入临床阶段。公司全球化战略持续深化，25年SenSci098注射液项目的海外合作达成，上海赛增预计可获得1.2亿美元首付款及近期开发里程碑款项，就该次独家许可至多获得13.65亿美元里程碑付款，后续产品上市后有权获得超过净销售额10%的销售提成。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到长效生长激素国谈降价及创新转型的费用投入增加，下调26-27年归母净利润预测为11.21/13.03亿元（较上次下调49%/39%），新增28年归母净利润预测为17.68亿元，现价对应PE分别为31/27/20倍。公司坚定聚焦长期战略，创新引领开启全球化布局，维持“增持”评级。

**风险提示：**生长激素放量不及预期风险；市场竞争加剧风险；研发失败风险。

表1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13,466	12,083	12,052	12,822	14,026
营业收入增长率	-7.55%	-10.27%	-0.26%	6.39%	9.40%
净利润（百万元）	2,583	155	1,121	1,303	1,768
净利润增长率	-43.01%	-94.00%	623.27%	16.26%	35.65%
EPS（元）	6.33	0.38	2.75	3.19	4.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.23%	0.70%	4.86%	5.45%	7.03%
P/E	13	225	31	27	20
P/B	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-24（注：2024年底总股本为407,981,429股，2025年因回购注销总股本变更为407,937,529股）

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,466	12,083	12,052	12,822	14,026
营业成本	1,923	2,161	2,576	2,763	2,966
折旧和摊销	566	713	844	912	972
税金及附加	62	107	66	70	77
销售费用	4,439	5,091	4,230	4,406	4,640
管理费用	1,202	1,499	1,322	1,334	1,347
研发费用	2,167	2,472	2,357	2,506	2,716
财务费用	-81	-4	27	17	3
投资收益	-131	-107	-107	-107	-107
营业利润	3,296	393	1,466	1,726	2,273
利润总额	3,139	0	1,329	1,590	2,137
所得税	432	24	183	219	294
净利润	2,708	-24	1,147	1,371	1,843
少数股东损益	124	-179	26	68	76
归属母公司净利润	2,583	155	1,121	1,303	1,768
EPS (元)	6.33	0.38	2.75	3.19	4.33

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,104	802	1,175	1,659	2,102
净利润	2,583	155	1,121	1,303	1,768
折旧摊销	566	713	844	912	972
净营运资金增加	239	-67	960	883	1,057
其他	-284	2	-1,750	-1,438	-1,696
投资活动产生现金流	-2,401	-3,831	-852	-873	-862
净资本支出	-2,178	-2,201	-678	-691	-705
长期投资变化	291	693	0	0	0
其他资产变化	-514	-2,323	-174	-182	-157
融资活动现金流	-2,213	-906	-76	-633	-639
股本变化	3	0	0	0	0
债务净变化	105	399	18	-195	-148
无息负债变化	-867	-136	634	102	233
净现金流	-1,509	-3,938	246	154	601

### 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	85.7%	82.1%	78.6%	78.5%	78.9%
EBITDA 率	34.4%	16.6%	20.4%	21.6%	24.0%
EBIT 率	29.9%	10.3%	13.4%	14.5%	17.1%
税前净利润率	23.3%	0.0%	11.0%	12.4%	15.2%
归母净利润率	19.2%	1.3%	9.3%	10.2%	12.6%
ROA	8.7%	-0.1%	3.6%	4.2%	5.4%
ROE (摊薄)	11.2%	0.7%	4.9%	5.5%	7.0%
经营性 ROIC	14.9%	-256.2%	5.5%	6.1%	7.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	16%	17%	18%	18%	17%
流动比率	4.76	3.76	3.71	4.15	4.64
速动比率	3.37	2.17	2.06	2.29	2.60
归母权益/有息债务	15.16	11.49	11.93	13.75	15.80
有形资产/有息债务	17.87	13.42	14.12	16.09	18.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	31,051	30,081	31,813	32,632	34,011
货币资金	6,097	2,164	2,410	2,564	3,165
交易性金融资产	25	1,431	1,431	1,431	1,431
应收账款	2,721	2,031	2,336	2,485	2,719
应收票据	249	199	178	190	207
其他应收款 (合计)	1,393	1,067	1,169	1,243	1,360
存货	4,755	5,833	6,954	7,457	8,006
其他流动资产	293	564	564	579	603
流动资产合计	16,270	13,809	15,661	16,613	18,204
其他权益工具	321	178	178	178	178
长期股权投资	291	693	693	693	693
固定资产	6,056	7,262	7,355	7,273	7,051
在建工程	2,984	2,792	2,356	2,030	1,785
无形资产	1,958	2,411	2,412	2,413	2,415
商誉	79	77	77	77	77
其他非流动资产	910	793	789	789	789
非流动资产合计	14,781	16,272	16,153	16,019	15,807
总负债	4,949	5,211	5,863	5,769	5,853
短期借款	242	621	546	251	0
应付账款	772	712	960	1,029	1,105
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	4	8	5	5	5
其他流动负债	171	71	70	78	90
流动负债合计	3,419	3,669	4,226	4,000	3,926
长期借款	1,229	1,234	1,334	1,434	1,534
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	154	201	199	238	298
非流动负债合计	1,530	1,542	1,637	1,769	1,927
股东权益	26,102	24,870	25,951	26,863	28,158
股本	408	408	408	408	408
公积金	5,816	6,131	6,131	6,131	6,131
未分配利润	17,483	16,260	17,315	18,160	19,379
归属母公司权益	23,000	22,009	23,064	23,909	25,128
少数股东权益	3,103	2,861	2,887	2,955	3,030

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	32.97%	42.13%	35.10%	34.37%	33.08%
管理费用率	8.92%	12.41%	10.97%	10.41%	9.60%
财务费用率	-0.60%	-0.03%	0.23%	0.14%	0.02%
研发费用率	16.09%	20.46%	19.56%	19.54%	19.36%
所得税率	14%	5184%	14%	14%	14%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	2.60	0.16	1.12	1.34	1.81
每股经营现金流	7.61	1.97	2.88	4.07	5.15
每股净资产	56.37	53.95	56.54	58.61	61.60
每股销售收入	33.01	29.62	29.54	31.43	34.38

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	13	225	31	27	20
PB	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.4	20.7	16.4	14.5	11.8
股息率	3.0%	0.2%	1.3%	1.6%	2.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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%至 15%；
	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；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼