长春高新（000661.SZ）

2026 年 11 月 27 日

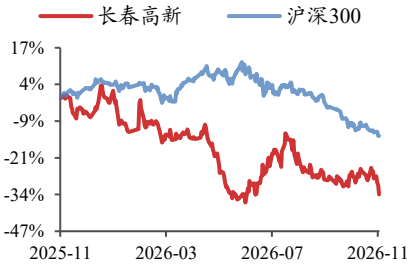
生长激素龙头企业，创新转型有望进入收获期

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2026/11/26
当前股价(元)	65.65
一年最高最低(元)	106.65/61.09
总市值(亿元)	267.81
流通市值(亿元)	258.90
总股本(亿股)	4.08
流通股本(亿股)	3.94
近 3 个月换手率(%)	75.75

股价走势图



数据来源：聚源

余汝意（分析师）
yuruyi@kysec.cn
证书编号：S0790523070002

阮帅（分析师）
ruanshuai@kysec.cn
证书编号：S0790524040007

● **生长激素贡献稳定现金流，创新转型有望进入收获期**

受集采降价、医保控费等因素影响，公司生长激素价格下跌，收入贡献下降，公司作为国内唯一覆盖三代剂型的企业，我们认为随着长效生长激素价格落地，生长激素业务将贡献稳定现金流。此外，公司在女性健康、风湿免疫、内分泌代谢、肿瘤、肾病、呼吸等领域持续拓展，随着新产品逐步获批放量，公司业绩有望触底回升，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.33/12.22/16.85 亿元，当前股价对应 PE 分别为 36.5/21.9/15.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **创新管线密集兑现，女性健康和风湿免疫等构建第二增长曲线**

女性健康领域，公司已实现辅助生殖从促排卵、降调节到黄体支持的全流程用药覆盖，金赛欣为国内首款水溶性黄体酮注射液，金赛恒为国产促卵泡激素破局者。痛风免疫领域，金蓓欣为国内目前首个获批的 IL-1β 靶点，临床显示单次给药 6-72 小时快速起效、12 周和 24 周复发风险较基线分别降低 90%和 87%，并沿 IL-1β 通路向全身型幼年特发性关节炎（III 期）等五个适应症延伸，2026 年底纳入国家基本医保，有望迎来快速放量。肿瘤支持领域，美适亚 2025 年纳入医保并获《CACS 诊疗指南》最高级别推荐，此外亮丙瑞林注射乳剂长效剂型成功获批上市。公司与 ALK 合作切入脱敏治疗，尘螨变应原舌下片 III 期完成。

● **八大技术平台叠加全国商业化网络，支撑公司向全生命周期创新药平台转型**

公司已建成超长效多特异性抗体、肝外 siRNA 递送等八大核心技术平台，临床阶段管线超 40 条、布局 1 类新药 35 个。商业化方面，销售网络覆盖全国 31 个省级行政区、7400 余家医院（其中三甲医院超 2000 家）。核心产品医保梯队清晰，赛增成熟放量，金蓓欣处于市场培育期，成熟产品提供业绩缓冲，创新产品接力增长，公司正向覆盖儿童健康、女性健康及成人免疫等全生命周期的创新药平台演进。

● **风险提示：**创新药研发及商业化风险、医保政策及药品价格调整风险、市场竞争加剧风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,466	12,083	12,030	15,051	18,395
YOY(%)	-7.6	-10.3	-0.4	25.1	22.2
归母净利润(百万元)	2,583	155	733	1,222	1,685
YOY(%)	-43.0	-94.0	373.0	66.7	38.0
毛利率(%)	85.7	82.1	81.6	82.9	84.4
净利率(%)	19.2	1.3	6.1	8.1	9.2
ROE(%)	10.4	-0.1	3.0	4.9	6.4
EPS(摊薄/元)	6.33	0.38	1.80	2.99	4.13
P/E(倍)	10.4	172.8	36.5	21.9	15.9
P/B(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 长春高新：生长激素龙头，创新转型迎来收获期 4
1.1、 深耕妇幼领域，积极拓展肿瘤、风湿、呼吸、肾病等领域 4
1.2、 金赛药业贡献核心利润，多板块协同发展 5
1.3、 业绩短期承压，盈利能力有望触底回升 6
2、 创新药政策红利持续释放，生长激素贡献稳定现金流 9
2.1、 医药政策环境：生物医药定位升级为“新兴支柱产业” 9
2.2、 生长激素行业：长效有望占据主导地位，持续贡献稳定现金流 10
3、 多元创新管线相继兑现，构建“第二增长曲线” 13
3.1、 女性健康与辅助生殖：金赛恒/金赛欣进入放量期，产品线梯队丰富 13
3.2、 痛风与免疫领域：重磅创新药金蓓欣获批，推动公司向成人疾病市场延伸 17
3.3、 肿瘤与支持治疗：美适亚纳入医保，拓宽商业化渠道 21
3.4、 过敏呼吸：与 ALK 合作打开脱敏治疗成长空间 23
4、 商业化能力突出，强研发能力助力创新转型 25
4.1、 依托成熟营销体系，推动产品从研发成果向商业价值转化 25
4.2、 持续加强研发能力，多个技术平台协同助力创新研究 26
5、 盈利预测与投资建议 29
5.1、 关键假设 29
5.2、 盈利预测与估值 30
6、 风险提示 30
附：财务预测摘要 32

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰，子公司协同发展 5
图 2： 金赛药业构成公司核心业务，生物制药业务贡献主要收入来源（单位：亿元） 5
图 3： 近些年公司营收增长承压 7
图 4： 2026 前三季度公司利润端降幅收窄 7
图 5： 生物制药业务贡献主要收入 7
图 6： 制药业毛利占比最高 7
图 7： 2021-2025 年公司研发支出持续增长 7
图 8： 2021-2025 年公司研发费用逐年增长 7
图 9： 2021-2025 年公司研发费用率逐年提升 8
图 10： 销售毛利率保持较高水平，销售净利率承压 8
图 11： 制药业毛利率略有下降 8
图 12： 研发投入占比提升，持续向创新结构转型 9
图 13： 医药市场规模稳步增长，生物药领域增速最快（单位：十亿元） 10
图 14： 中国创新药获批数量呈增长趋势 10
图 15： 预计中国创新药市场规模逐年提升 10
图 16： 金赛药业营业收入总体维持在近百亿规模 11
图 17： 预计长效生长激素市场规模及占比逐年提高（单位：亿元） 12
图 18： 预计中国女性健康药物市场规模逐年增长，需求持续扩大 14
图 19： 预计中国辅助生殖用药市场规模逐年扩大 14
图 20： 预计中国痛风患者人数逐年增长，市场潜力较大 17

图 21：预计中国痛风药物市场规模逐年扩大 17
图 22：预计格雷夫斯病市场规模持续扩大 20
图 23：预计中国格雷夫斯病市场规模年复合增速较高 20
图 24：预计中国肿瘤药市场规模逐年增长 22
图 25：预计全球和中国过敏性鼻炎患病人数将持续增加（单位：百万人） 24
图 26：预计中国过敏性疾病药物市场规模增速加快 24
图 27：销售体系持续投入 26
图 28：销售人员人数占比保持较高水平 26

表 1：三十余年产业布局推动公司由生长激素龙头向创新药平台转型 4
表 2：多领域产品布局覆盖儿童健康、女性健康及免疫治疗等重点领域 6
表 3：2025-2026 医药行业重要政策密集出台，利好创新药发展 9
表 4：长春金赛药业是目前国内唯一覆盖三代生长激素剂型企业 11
表 5：近一年中国生长激素行业多款产品获批 12
表 6：长效生长激素依从性更高 12
表 7：生长激素集采推动价格体系重塑，行业逐步进入以量补价阶段 13
表 8：金赛恒获批打破进口品牌垄断局面 15
表 9：2024 年金赛欣作为国内首款水溶性黄体酮注射液获批上市 15
表 10：金赛药业女性健康上市产品以辅助生殖为核心，构建多元化产品线体系 16
表 11：金赛药业 NK3R 拮抗剂进入中国 III 期，欧洲 III 期启动准备中 17
表 12：急性痛风性关节炎主要治疗方案对比，金蓓欣表现优异 18
表 13：目前 NMPA 审批通过两种 IL-1β 单抗药物 18
表 14：伏欣奇拜单抗注射液差异化机制优势显著，多适应症拓展打开长期成长空间 19
表 15：国内外多家企业布局 PD-1 激动剂，研发进展持续推进 19
表 16：TSHR 靶向疗法优势明显，但开发难度较高 21
表 17：GenSci098 临床进展 21
表 18：美适亚较传统醋酸甲地孕酮制剂用药限制更低 22
表 19：聚焦未满足临床需求，提高患者治疗过程生活质量 22
表 20：肿瘤创新药管线持续推进，多款产品进入关键临床阶段 23
表 21：金赛药业完善过敏诊疗产品布局 25
表 22：核心产品陆续纳入医保目录，商业化能力由成熟产品向创新产品延伸 26
表 23：长春高新建成八大核心技术平台，构建差异化竞争优势 27
表 24：生物制药板块重点在研管线覆盖多领域（截至 2026H1） 28
表 25：2026-2028 年长春高新医药板块子公司营收预计持续增长（单位：亿元） 30
表 26：与可比公司相比，公司创新产品有望进入收获期 30

1、 长春高新：生长激素龙头，创新转型迎来收获期

1.1、 深耕妇幼领域，积极拓展肿瘤、风湿、呼吸、肾病等领域

长春高新，创立于 1993 年，1996 年于深交所挂牌上市，公司旗下拥有金赛药业、百克生物、华康药业、高新地产四个骨干企业，主要业务涵盖治疗性生物制品、疫苗、化学药及中成药等领域，是国内领先的生物医药集团。

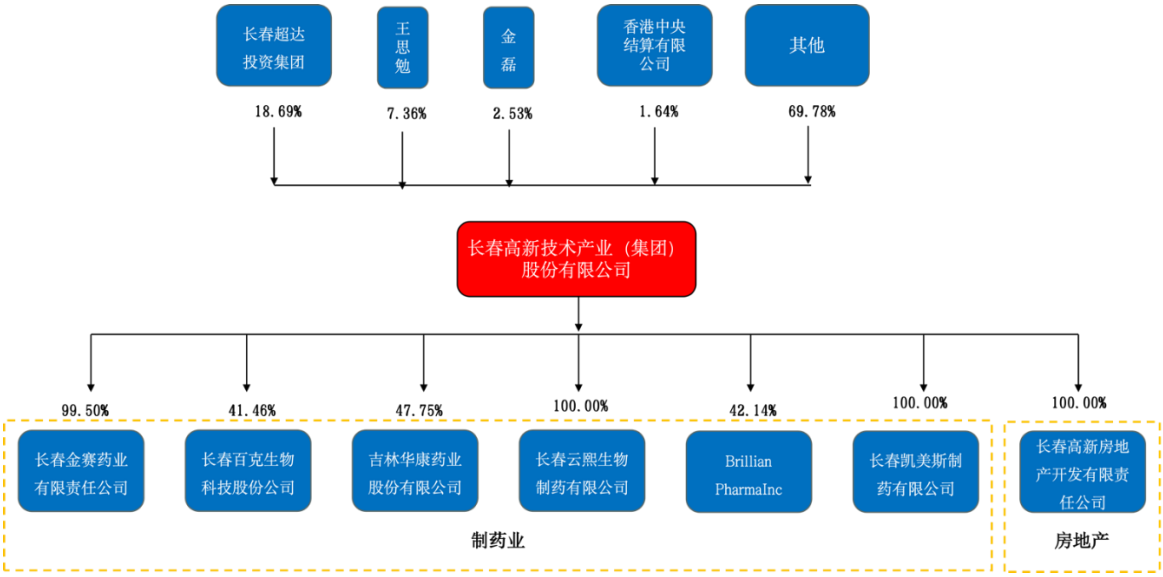
表1：三十余年产业布局推动公司由生长激素龙头向创新药平台转型

年份	发展历程
1993 年	长春高新技术产业（集团）股份有限公司正式设立
1996 年	深交所成功挂牌上市
1997 年	与金磊博士共同组建长春金赛药业有限责任公司
1998 年	成功研制并上市国内第一支重组人生长激素粉剂
2004 年	长春百克生物科技股份公司成立
2005 年	推出国内首个短效 hGH（水针剂）
2008 年	水痘疫苗获批上市
2014 年	上市全球首个长效重组人生长激素
2015 年	国内首个自主研发重组人促卵泡激素产品获批上市
2020 年	百克生物冻干鼻喷流感疫苗获批上市
2021 年	长春百克生物在上海证券交易所科创板挂牌上市
2023 年	带状疱疹疫苗获批上市
2024 年	推出黄体酮注射液金赛欣并进入 2024 年国家医保目录
2025 年	急性痛风关节炎药物金蓓欣获批上市 美适亚获《2025 年 CACS 诊疗指南》最高级别推荐

资料来源：长春高新港股招股书、开源证券研究所

长春高新控股股东为长春超达投资集团有限公司，公司实际控制人为长春新区国有资产监督管理局。在产业布局方面，长春高新围绕生物医药核心业务，构建以金赛药业、百克生物、华康药业等子公司为主体的业务矩阵。通过多家子公司的协同发展，公司逐步形成覆盖生物制药、疫苗、化学药等领域的综合医药产业平台。

图1：公司股权结构清晰，子公司协同发展

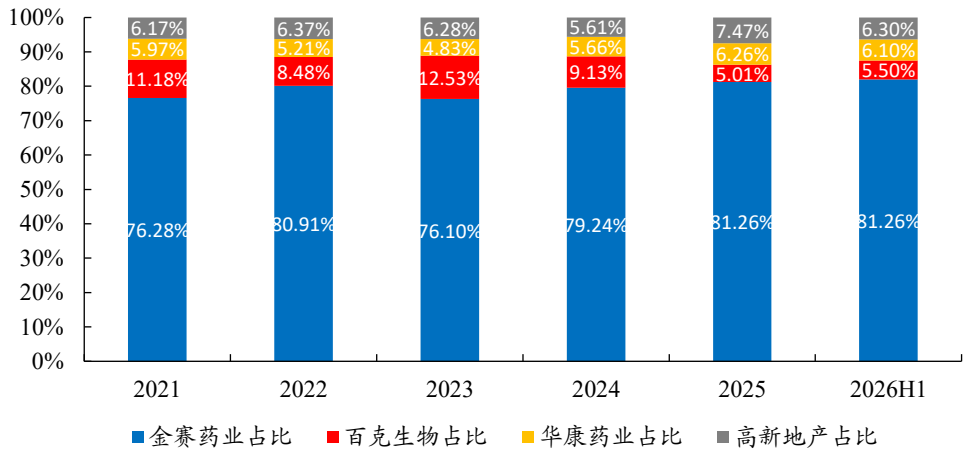


资料来源：公司公告、开源证券研究所（股东数据截至 2026Q3，子公司数据截至 2026H1）

1.2、 金赛药业贡献核心利润，多板块协同发展

从业务布局来看，长春高新已形成以金赛药业、百克生物、华康药业等子公司为核心的产业体系，其中金赛药业是公司经营发展核心主体，近五年营收占总营收75%以上，2025 年占比超过 81%。

图2：金赛药业构成公司核心业务，生物制药业务贡献主要收入来源（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

金赛药业，是一家创新驱动的全产业链制药企业，致力于开发全球领先的创新药物。目前，金赛药业主要从事治疗性生物制品及化学药品的研发、生产和销售，聚焦高潜力、存在巨大未满足需求的疾病/靶点，战略重点布局呼吸、肾科、肿瘤、内分泌代谢等细分领域，并将免疫、女性健康、眼科等领域作为重要参与方向。目前已上市的主要产品包括生长激素系列产品、促卵泡激素系列、金蓓欣(伏欣奇拜单抗)、美适亚(醋酸甲地孕酮)、安脱达(屋尘螨变应原制剂) 等。

百克生物，是一家专业从事人用疫苗研发、生产、销售的高科技生物制药企业，目前拥有水痘疫苗、鼻喷流感疫苗、带状疱疹疫苗、鼻喷流感疫苗(冻干及液体剂型)

等已获批的疫苗产品。

华康药业，主要从事中成药、化药的研发、生产和销售，主要产品包括银花泌炎灵片、血栓心脉宁片、疏清颗粒、清胃止痛微丸等，涵盖中药抗炎、心脑血管、儿科等产品线。

表2：多领域产品布局覆盖儿童健康、女性健康及免疫治疗等重点领域

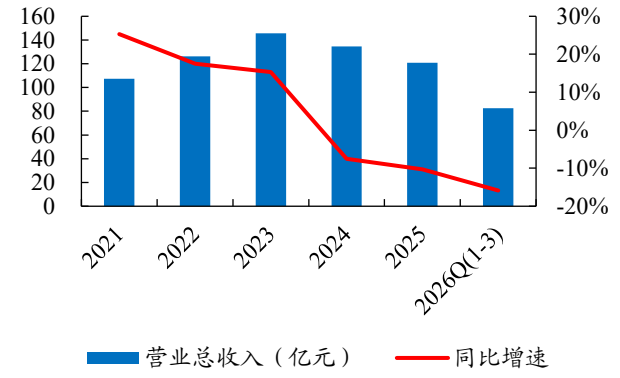
业务领域	代表产品	主要子公司
内分泌代谢	注射用人生长激素	金赛药业
	重组人生长激素注射液	
	金培生长激素注射液	
女性健康	注射用重组人促卵泡激素	
	重组人促卵泡激素注射液	
	绒促卵泡激素αN02 注射液	
	黄体酮注射液(II)	
	醋酸曲普瑞林注射液	
	注射用醋酸西曲瑞克	
	替勃龙片	
	外用人粒细胞巨噬细胞刺激因子凝胶	
	利丙双卡因乳膏	
免疫与呼吸	伏欣奇拜单抗	
	屋尘螨变应原制剂	
	螨变应原皮肤点刺试剂盒	
肿瘤	醋酸甲地孕酮口服混悬液	
	口腔凝胶	
非免疫规划疫苗/减毒活疫苗	水痘减毒活疫苗	百克生物
	带状疱疹减毒活疫苗	
	冻干鼻喷流感减毒活疫苗	
	鼻喷流感减毒活疫苗	
中药抗炎	银花泌炎灵片	华康药业
	清胃止痛微丸	
心脑血管	血栓心脉宁片	
儿科	疏清颗粒	

资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.3、 业绩短期承压，盈利能力有望触底回升

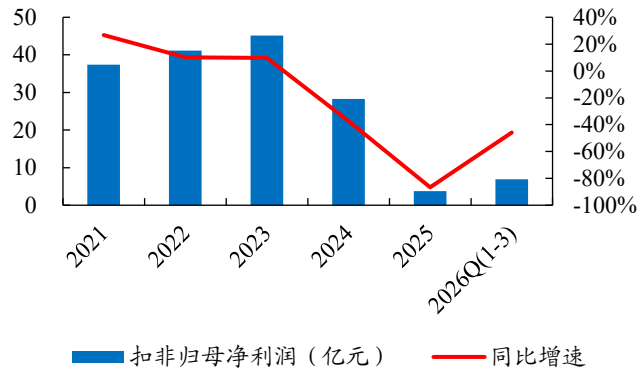
公司业绩短期承压。受集采降价、医保控费等因素影响，公司收入规模有所下降，2025 年营收为 120.83 亿元，同比下降 10.27%，扣非归母净利润 3.78 亿元，同比下降 86.66%。2026 年前三季度公司实现收入 82.51 亿元，同比下降 15.86%，受 BD 增厚业绩等因素影响，2026 年前三季度扣非归母净利润为 6.87 亿元。

图3：近些年公司营收增长承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

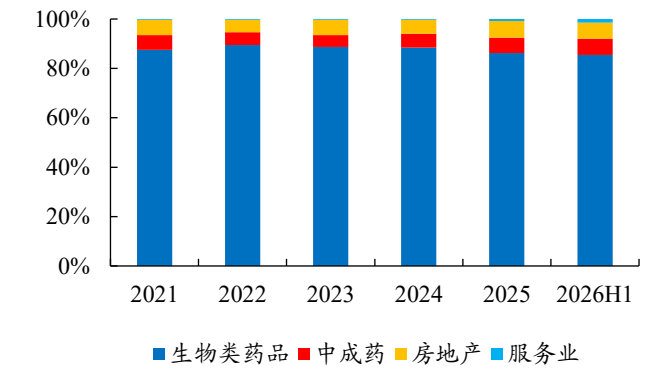
图4：2026 前三季度公司利润端降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

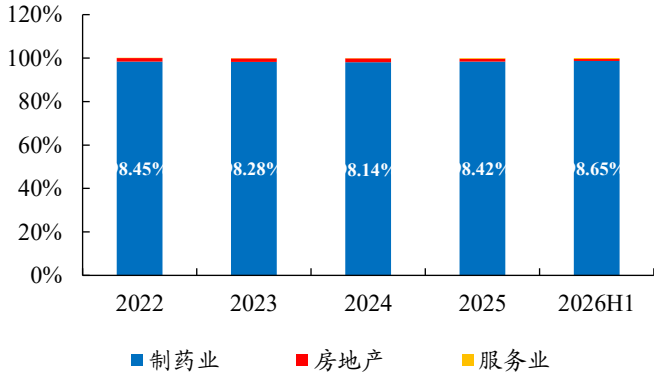
生物制药业务收入为公司营收核心部分。2021-2025 年生物类药品营收占比保持在 85%以上，2022 年达到 89.42%；中成药和房地产占比相当且相对稳定，保持在 5%-6%左右；服务业收入占比则相对微小，不足 1%。

图5：生物制药业务贡献主要收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

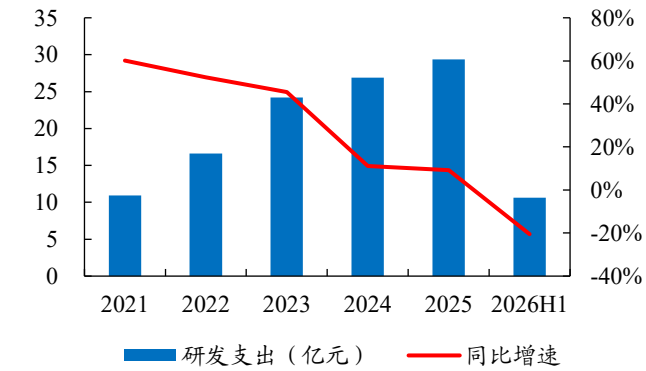
图6：制药业毛利占比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

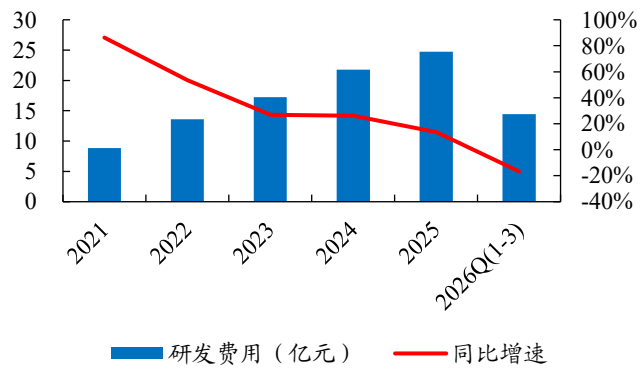
研发投入持续增长。公司研发支出由 2021 年 10.92 亿元增长至 2025 年 29.36 亿元，CAGR 达到 28.05%。

图7：2021-2025 年公司研发支出持续增长



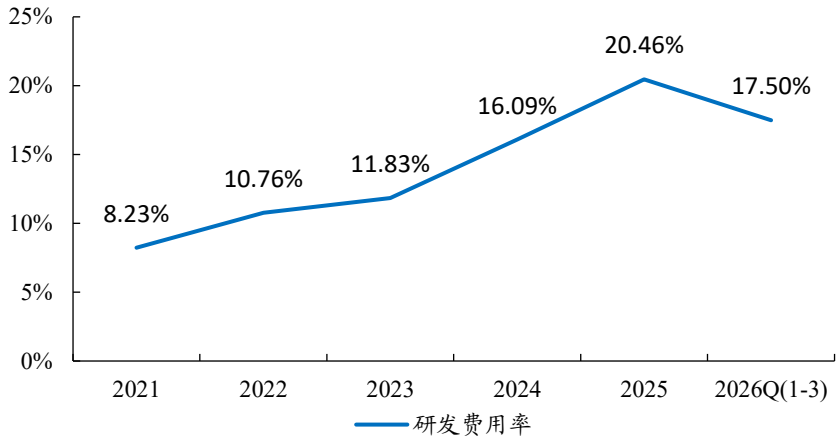
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021-2025 年公司研发费用逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

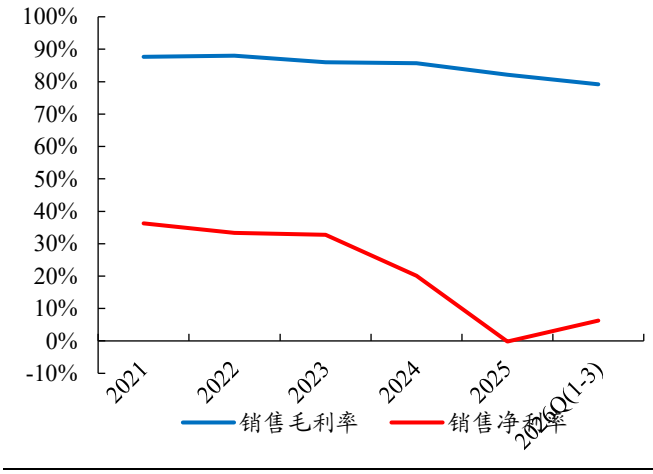
图9：2021-2025 年公司研发费用率逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

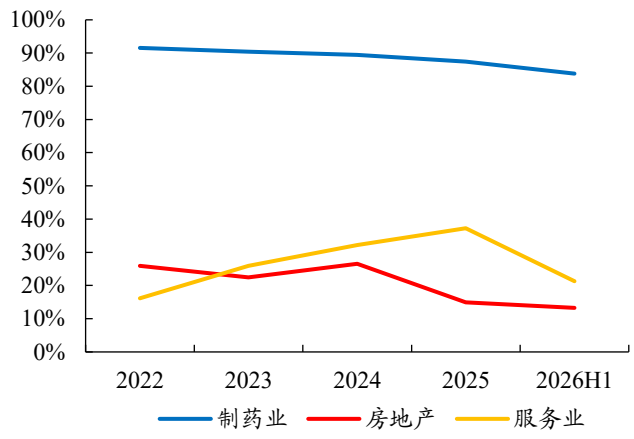
2021-2025 年公司销售毛利率整体水平较高，始终维持在 80%以上。公司销售净利率呈现明显下降趋势，2025 年下降至低于 0%，主要受到行业环境变化、新产品加大销售力度以及研发投入增加等因素影响。

图10：销售毛利率保持较高水平，销售净利率承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

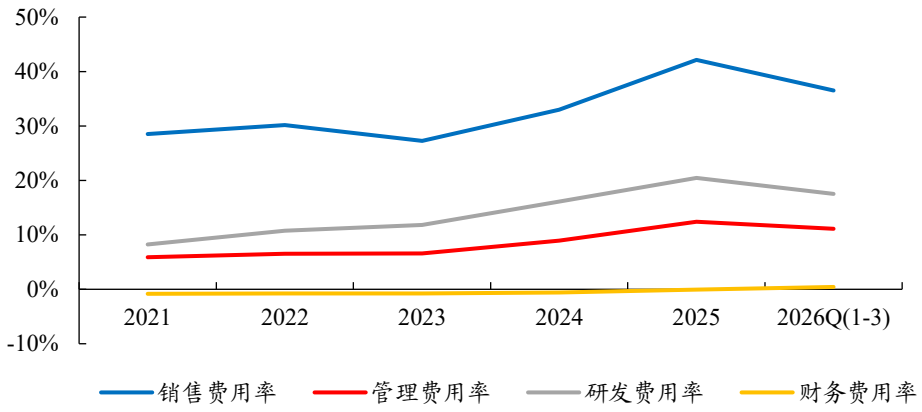
图11：制药业毛利率略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021-2025 年公司销售费用率仍处于较高水平，2025 年销售费用率达 42.13%，主要原因系医药产品市场推广及销售体系建设；研发费用率持续提升，2025 年达到 20.46%，管理费用率近年有小幅提升，财务费用率维持较低水平。

图12：研发投入占比提升，持续向创新结构转型



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 创新药政策红利持续释放，生长激素贡献稳定现金流

2.1、 医药政策环境：生物医药定位升级为“新兴支柱产业”

2025 年国家医保局发布《支持创新药高质量发展的若干措施》（16 条），首次建立商保创新药目录。2026 年政府工作报告首次将生物医药明确纳入“新兴支柱产业”布局。

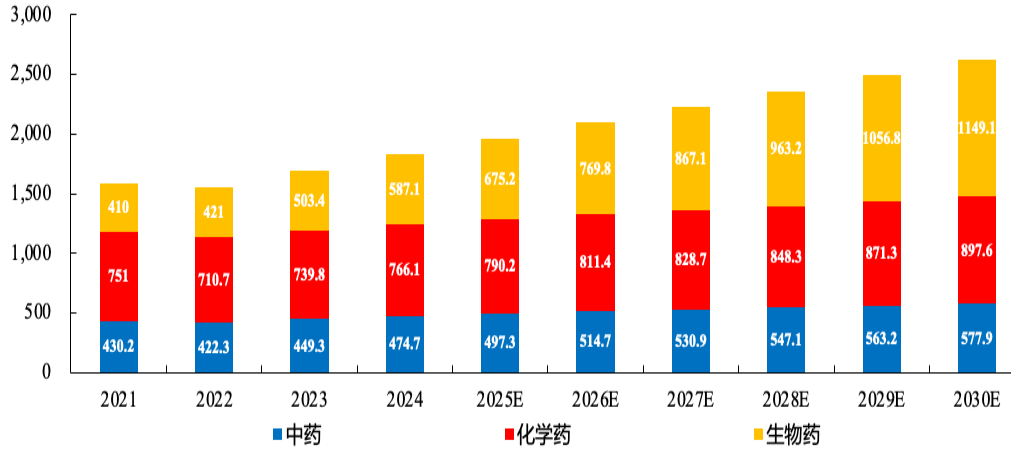
表3：2025-2026 医药行业重要政策密集出台，利好创新药发展

政策名称	发布时间	发布部门	核心要点
《支持创新药高质量发展若干措施》	2025.07	国家医保局	包括完善谈判机制、推动创新药院内落地等 16 条措施
《优化创新药临床试验审评审批有关事项公告》	2025.09	国家药监局	设立创新药临床试验 30 日审批通道
《2025 医保目录+首版商保创新药品目录》	2026.01	国家医保局	拓宽创新药进医保渠道
《政府工作报告》	2026.03	国务院	首次将生物医药列为"新兴支柱产业"
《完善药品价格形成机制若干意见》	2026.04	国务院	高水平原创创新药上市初期可维持稳定高价
《药品试验数据保护实施办法》	2026.05	国家药监局	创新药给予 6 年试验数据保护期
《国民健康“十五五“规划》	2026.07	国务院	全链条支持创新药发展

资料来源：国家医保局、国家药监局、国务院、开源证券研究所

中国药品市场可分为生物药、化学药及中药三大领域，其中生物药领域增速最快，2021-2024 年复合增长率达 12.71%。

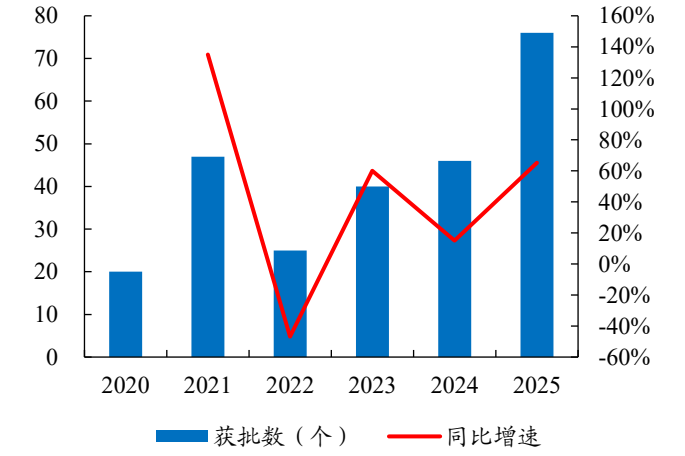
图13：医药市场规模稳步增长，生物药领域增速最快（单位：十亿元）



数据来源：公司公告、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

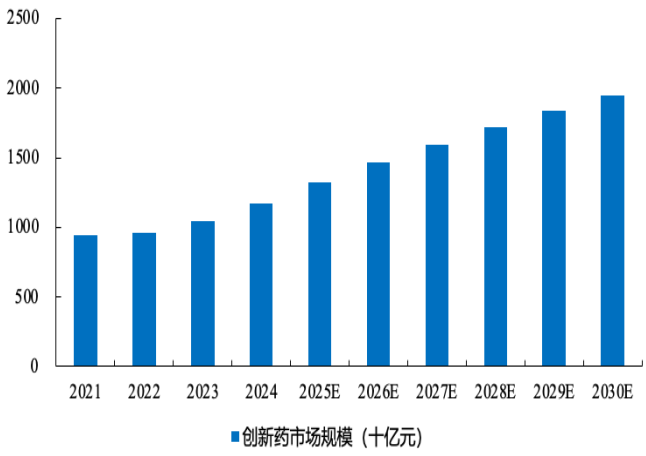
近年来，创新药研发已成为推动中国医药市场的主要动力。恶性肿瘤、免疫及呼吸系统疾病、内分泌代谢疾病等多个治疗领域的创新药审批呈上升趋势，2024 年，中国创新药市场规模达人民币 11715 亿元，据药智网数据显示，中国 1 类创新药获批数量呈加速增长态势，2025 年全年批准创新药 76 个，创历史新高。

图14：中国创新药获批数量呈增长趋势



数据来源：药智网、开源证券研究所

图15：预计中国创新药市场规模逐年提升

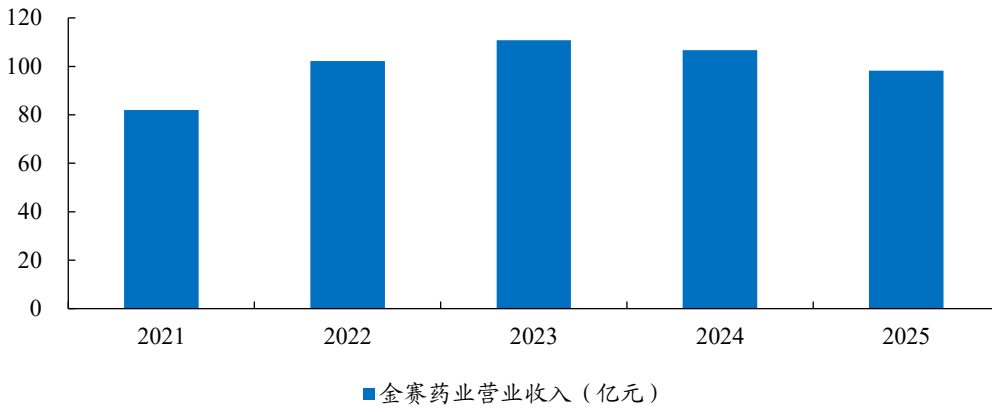


数据来源：公司公告、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2.2、 生长激素行业：长效有望占据主导地位，持续贡献稳定现金流

生长激素长期以来是长春高新核心利润来源，也是公司成长重要驱动力。依托金赛药业在重组人生长激素领域的先发优势，公司形成覆盖粉针、水针及长效水针完整产品体系，在国内生长激素市场保持领先地位。

图16：金赛药业营业收入总体维持在近百亿规模



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：长春金赛药业是目前国内唯一覆盖三代生长激素剂型企业

企业名称	重组人生长激素粉针	重组人生长激素短效水针	重组人生长激素长效水针
长春金赛药业有限责任公司	赛增	赛增水针	金赛增
安徽安科生物工程（集团）股份有限公司	安苏萌粉针	安苏萌水针	人生长激素-Fc 融合蛋白注射液（研发中—Ⅲ期临床）
厦门特宝生物工程股份有限公司	——	——	益佩生
维昇药业	——	——	维臻高（隆培生长激素）
深圳科兴药业有限公司	赛高路	——	Fc 融合蛋白长效生长激素（研发中—Ⅱ期临床）
诺和诺德（跨国药企）	——	诺泽	诺泽优
上海联合赛尔生物工程有限公司	珍怡	珍怡	——
中山圣湘海济生物医药有限公司	海之元	海之元	——

资料来源：智研网、开源证券研究所

生长激素市场经过多年发展，行业由高速扩张阶段进入成熟发展阶段。一方面，儿童矮小症治疗需求仍存在较大提升空间，根据国家卫健委发布《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，农村 6 岁以下儿童生长迟缓率为 5.8%，6-17 岁儿童青少年生长迟缓率为 2.2%；另一方面，随着适应症拓展逐渐推进以及行业竞争加剧，单纯依靠儿童生长激素市场难以实现高速增长。

表5：近一年中国生长激素行业多款产品获批

药品名称	申请人	批准日期
注射用隆培生长激素	维昇药业（上海）有限公司	2026 年 1 月 20 日
帕西生长激素注射液	诺和诺德（中国）制药有限公司	2025 年 12 月 11 日
怡培生长激素注射液	厦门特宝生物工程股份有限公司	2025 年 5 月 27 日

资料来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

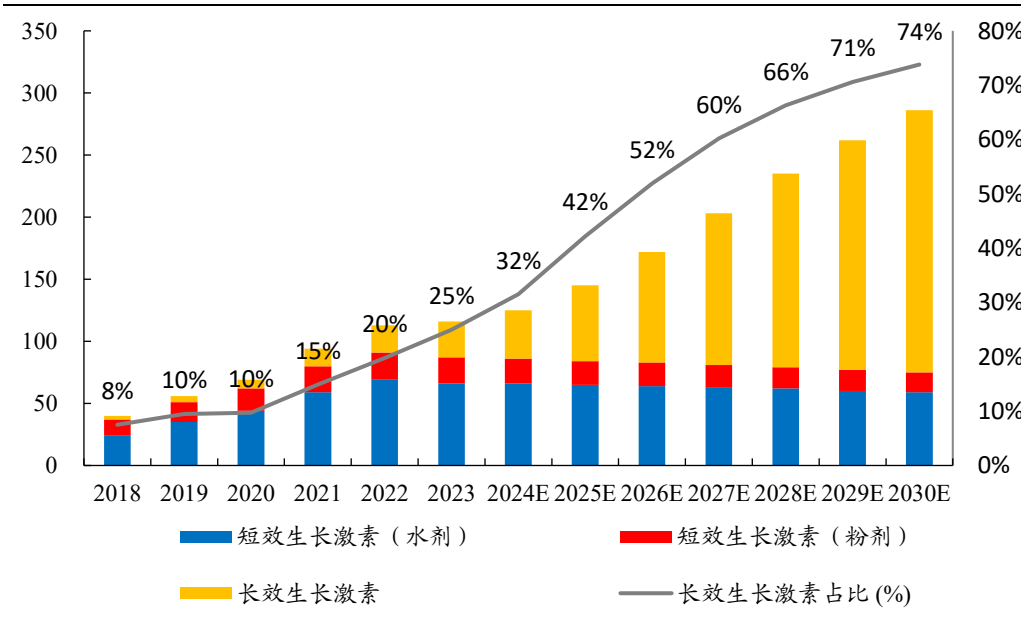
从产品结构来看，生长激素行业正由传统短效制剂向长效制剂升级。长效生长激素通过减少注射频率，提高患者治疗依从性，有望成为临床治疗的主要方向。生长激素业务仍是公司稳定现金流来源。

表6：长效生长激素依从性更高

	短效生长激素（粉针）	短效生长激素（水针）	长效生长激素
中国最早上市时间	1998 年	2005 年	2014 年
注射频率	每日注射	每日注射	一周一次注射
注射设备	普通注射器	电子注射笔	电子注射笔
依从性	注射频繁，依从性较低	注射频繁，依从性较低	给药便利，依从性较高
年度治疗费用	低	中	高

资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图11：长效生长激素市场规模及占比逐年提高（单位：亿元）



数据来源：维昇药业招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

金赛药业作为国内生长激素领域龙头企业，拥有较高的市场份额和完善的产品布局，在集采环境下有望维持一定竞争优势。

表7：生长激素集采推动价格体系重塑，行业逐步进入以量补价阶段

剂型	企业	代表产品	规格	调整前价格	调整后价格	降幅	年治疗费用（30kgGHD 患儿）
短效粉针	金赛药业	赛增	2.5IU/4IU/10IU	最高申报价 44/63/127 元	集采中选 20.93/30/60.50 元	52.46%	调整前：约 1.9 万元
	联合赛尔	珍怡	3.6IU/6IU	58.21/86.07 元	41.34/61.13 元	28.98%	
	安科生物	安苏萌	4IU/6IU	63.10/86.07 元	53.14/72.48 元（备选）	15.79%	
短效水针	金赛药业	赛增	水针	-	-	约 45%	调整前：约 4.2 万 调整后：约 2.0 万
长效水针	金赛药业	金赛增	9mg	挂网约 3500 元（早前 5600 元）	约 900 元/支	约 74-75%	调整前：约 12 万 调整后：约 3 万元
	特宝生物	益佩生	5mg	挂网 1798 元	853.2 元	约 53%	

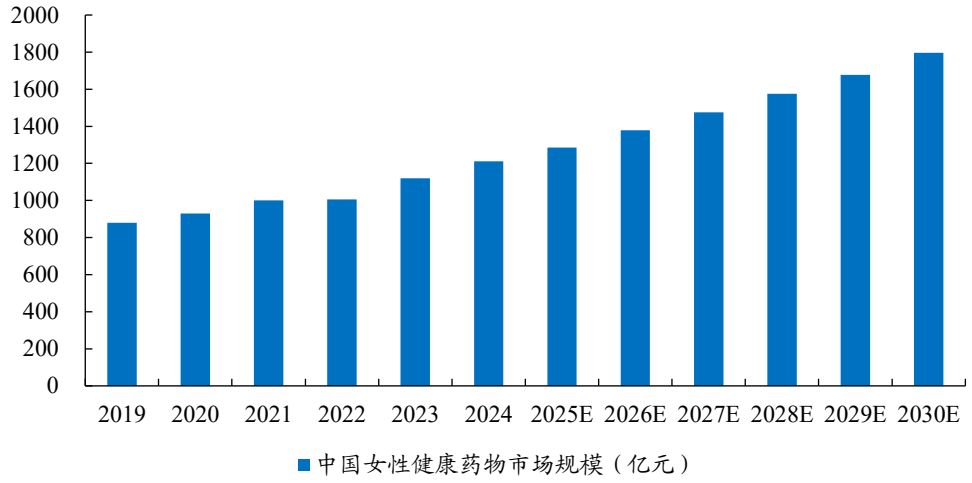
资料来源：国家医保目录（2025）、广东省药品交易中心、浙江省药械采购平台、财联社、开源证券研究所

3、 多元创新管线相继兑现，构建“第二增长曲线”

3.1、 女性健康与辅助生殖：金赛恒/金赛欣进入放量期，产品线梯队丰富

女性健康药品主要针对妇科疾病、生殖健康、乳腺疾病及围绝经期疾病。根据国家卫生健康委 2021 年发布的不孕不育防治健康教育核心信息，我国不孕不育发病率约为 7%-10%，随着不孕不育率上升，对辅助生育的需求不断增长及健康意识不断提高正在推动各种疗法以及支持治疗的发展，根据弗若斯特沙利文数据，中国女性健康药物市场规模从 2019 年的人民币 879 亿元增长至 2024 年的人民币 1211 亿元。

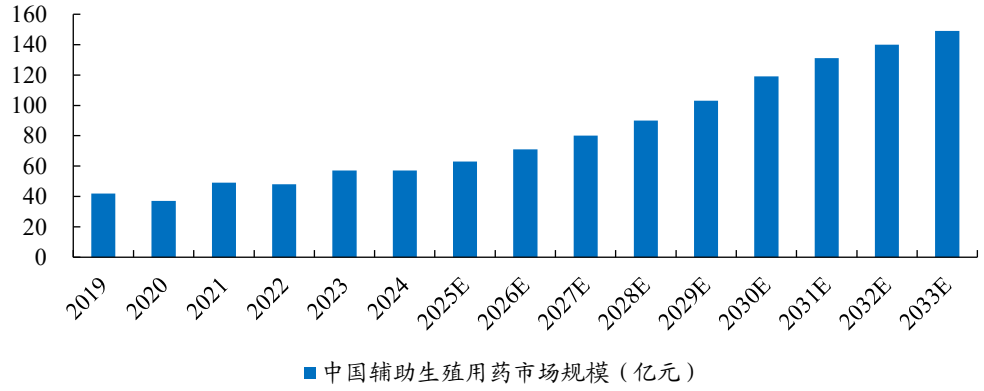
图18：预计中国女性健康药物市场规模逐年增长，需求持续扩大



数据来源：公司公告、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

辅助生殖技术（ART）指针对不孕不育而涉及的医疗介入措施，针对女性的 ART 中使用的药物有 4 类：降调节药物、促排卵药物、诱导排卵药物及黄体支持药物，其中促卵泡素是辅助生殖技术中的重要药物，主要用于促进卵泡生长和发育，通过基因重组技术生产的重组人促卵泡激素会比尿源促卵泡激素具有更高的质量和功效。黄体酮同样是 ART 黄体期支持的关键药物，2024 年金赛欣作为国内首款水溶性黄体酮注射液获批上市并被纳入国家医保目录，提升了治疗效果和用药安全性。

图19：预计中国辅助生殖用药市场规模逐年扩大



数据来源：宝济药业招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2015 年之前，国内辅助生殖用药市场长期以进口品牌为主导，重组人促卵泡激素市场主要被默克、欧加隆等进口产品占据。2015 年公司依托金赛恒（重组人促卵泡激素粉针/水针）首次打破进口垄断。

表8：金赛恒获批打破进口品牌垄断局面

品牌名称	药物名称	公司	NMPA首次批准日期	适应症	国家医保目录状态	获批药剂形态
泽盼喜	注射用重组人促卵泡激素	景泽生物	2025/4/30	无排卵且对克罗米芬治疗无应答女性、超排卵/ART、严重 LH/FSH 缺乏	未纳入	粉针
安欣保	注射用重组人促卵泡激素	齐鲁制药	2021/12/14	无排卵且对克罗米芬治疗无应答女性、超排卵/ART、严重 LH/FSH 缺乏	未纳入	粉针
芳乐舒	重组人促卵泡激素预充式注射器	LGChem	2021/4/7	超排卵、辅助生殖 ART 促排	未纳入	水针
金赛恒	注射用重组人促卵泡激素	金赛药业	2015/5/27	无排卵克罗米芬抵抗、ART 超排卵	未纳入	粉针、水针
普丽康	重组人促卵泡激素β注射液	欧加隆	2005/10/28	无排卵克罗米芬抵抗、ART 超排卵	未纳入	水针
果纳芬	注射用重组人促卵泡激素	默克	2000/4/26	无排卵克罗米芬抵抗、ART 超排卵、严重 LH/FSH 缺乏	未纳入	粉针、水针

资料来源：公司公告、NMPA、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2024 年金赛欣作为国内首款水溶性黄体酮注射液获批上市并纳入国家医保药品目录，叠加金赛佳（绒促卵泡激素 α 注射液）进一步丰富促排产品线。

表9：2024 年金赛欣作为国内首款水溶性黄体酮注射液获批上市

品牌名称	药物名称	公司	首次批准日期	适应症	2024 年国家医保目录状态	2024 年市场份额
金赛欣	黄体酮注射液(II)	金赛药业	2024/6/18	ART 中的黄体酮补充治疗	医保乙类	100%
丽安泰	黄体酮注射液(II)	丽珠集团	2025/3/18	ART 中的黄体酮补充治疗	不适用	不适用
暂无定名	黄体酮注射液(II)	品尚品医药	2025/5/27	ART 中的黄体酮补充治疗	不适用	不适用
暂无定名	黄体酮注射液(II)	石四药集团	2025/9/2	ART 中的黄体酮补充治疗	不适用	不适用

资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

从产品布局来看，金赛药业在辅助生殖领域已实现从促排卵、降调节到黄体支持的全流程药物覆盖，形成了区别于单一产品布局企业的差异化竞争优势，相较于单产品布局的竞争企业，全流程覆盖有助于提升医生处方粘性与患者全周期用药比例，形成渠道与品牌双重壁垒。

表10：金赛药业女性健康上市产品以辅助生殖为核心，构建多元化产品线体系

类别	治疗领域	通用名	商品名	适应症及用途
辅助生殖	排卵障碍	注射用重组人促卵泡激素	金赛恒（粉针剂）	适用于无排卵[包括多囊卵巢综合征（PCOS）]且对枸橼酸克罗米酚治疗无反应的妇女。对于进行超排卵或辅助生育技术（ART）[如体外受精—胚胎移植（IVF）、配子输卵管内移植（GIFT）和合子输卵管内移植（ZIFT）]的患者，用本品可刺激多卵泡发育
		重组人促卵泡激素注射液	金赛恒（水针剂）	
	控制性卵巢刺激	绒促卵泡激素αNO2 注射液	金赛佳	与促性腺激素释放激素拮抗剂联合使用，用于控制性卵巢刺激，以诱导多个卵泡发育
	黄体支持	黄体酮注射液(II)	金赛欣	用于辅助生殖技术(ART)中黄体酮的补充治疗，适用于不能使用或不能耐受阴道制剂的女性
	预防促排提前排卵	注射用醋酸西曲瑞克	金赛捷	适用于辅助生育技术中，对控制性卵巢刺激的患者，本品可防止提前排卵
生殖内分泌	子宫内膜异位症、子宫肌瘤；辅助生殖降调；男性前列腺癌	醋酸曲普瑞林注射液	金磊	适用于治疗一般需要把类固醇性激素血清浓度降低至去势水平的患者。男性：激素依赖性前列腺癌。女性：子宫内膜异位症、子宫肌瘤或辅助生育技术(ART)，例如体外授精术(IVF)
更年期管理	绝经后激素替代治疗	替勃龙片	金赛蓓	治疗妇女自然绝经和手术绝经所引起的低雌激素症状
创面修复	烧伤创面愈合	外用人粒细胞巨噬细胞刺激因子凝胶	金扶宁	促进创面愈合，用于深 II 度烧伤创面
麻醉镇痛	皮层局部麻醉	利丙双卡因乳膏	金赛宁 金蔓佳 赛达久	用于下列情况的皮层局部麻醉：1.针穿刺，如：置入导管或取血样本；2.浅层外科手术，如：生殖器粘膜，在浅层外科手术或浸润麻醉之前；腿部溃疡清洁/清创术

资料来源：公司公告、开源证券研究所

此外，公司在更年期健康领域的布局（GenSci074，NK3R 拮抗剂）已进入临床后期阶段，女性健康业务有望从辅助生殖向全生命周期管理延伸，进一步打开成长空间。

围绝经期是指女性绝经前后的一段时期，也是卵巢功能逐渐衰退的时期。在此期间，由于雌激素水平下降，女性可能会出现一系列更年期症状。其中，血管舒缩症状（VMS）在更年期非常普遍，也是更年期综合征的典型临床表现。VMS 影响高达 80%的更年期女性，2024 年中国和全球 VMS 女性总数分别为 1.481 亿人和 6.534 亿人，症状持续时间平均约为 8 至 10 年，预计到 2030 年中国和全球患病人数分别为 1.615 亿人和 7.470 亿人。

NK3R 拮抗剂可以显著降低中度至重度 VMS 的频率和严重程度，同时表现出良好的整体安全性。

GS1-144 片属于化药 1 类新药，是金赛药业自主研发的 NK3R 小分子拮抗剂，GS1-144 片在中国已经完成II期临床试验，海外澳洲完成 I 期临床试验，已进入欧洲III期临床启动准备。

全球首款 NK3R 拮抗剂由安斯泰来（Astellas）研发的 Fezolinetant（商品名：VEOZAH）于 2023 年在美国 FDA 获批上市，标志着该靶点机制已获得全球顶尖监管机构和临床的最终验证。

表11：金赛药业 NK3R 拮抗剂进入中国 III 期，欧洲 III 期启动准备中

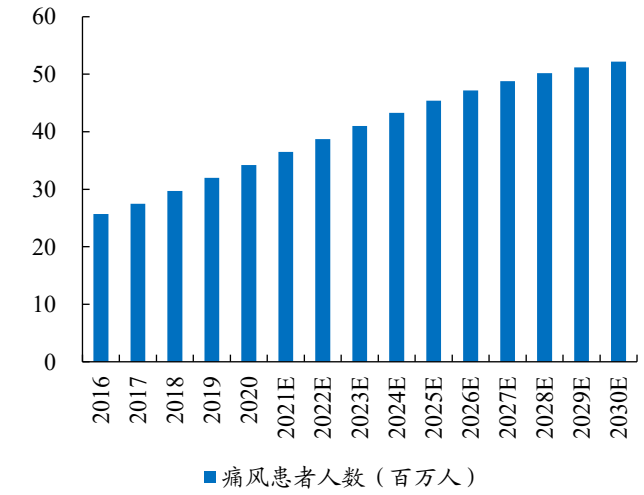
药物名称/代码	品牌名称	靶点	公司	适应症	状态	批准日期/最后更新日期
Fezolinetant	Veozah	NK3R	安斯泰来制药	由更年期引致的中度至重度 VMS	FDA 批准	2023-05-12
Elinzanetant	Lynkuet	NK1R、NK3R	拜耳	由更年期引致的中度至重度 VMS	FDA 批准	2025-10-24
ACER-801	不适用	NK3R	AcerTherapeutics	VMS	I/II 期	2024-08-07
GenSci074	不适用	NK3R	金赛药业	VMS	III 期	2026-08-21
ABCL635	不适用	NK3R	AbCelleraBiologics	VMS	II 期	2026-10-09

资料来源：公司公告、Biospace、Abcellera、开源证券研究所

3.2、 痛风与免疫领域：重磅创新药金蓓欣获批，推动公司向成人疾病市场延伸

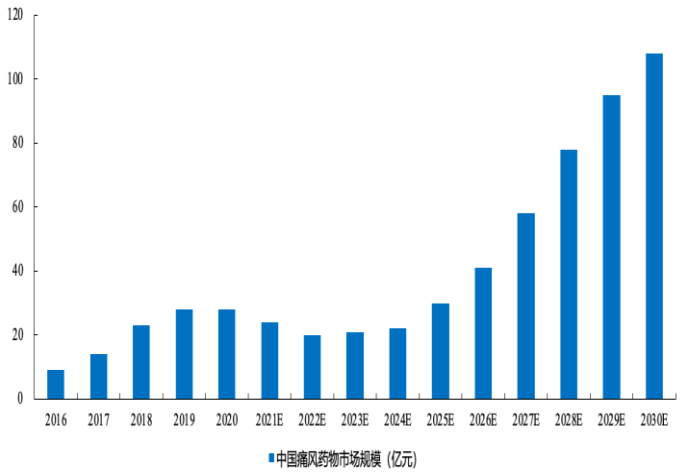
痛风是一种由单钠尿酸盐（MSU）结晶沉积诱发的炎症性关节疾病，高尿酸血症是痛风发生的重要基础，但高尿酸并不等同于痛风。长期血尿酸升高可导致尿酸盐结晶在关节及周围组织沉积，并进一步激活免疫炎症反应，引发急性痛风性关节炎。根据弗若斯特沙利文，预计中国痛风患病人数在 2030 年达到 5220 万人。

图20：预计中国痛风患者人数逐年增长，市场潜力较大



数据来源：益方生物年报、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图21：预计中国痛风药物市场规模逐年扩大



数据来源：益方生物招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

对于已经发生急性发作的患者而言，单纯降低血尿酸并不能快速解决由尿酸盐结晶所诱发的剧烈炎症和疼痛。因此，痛风治疗实际上包含两个相互协同的维度：一方面通过降尿酸治疗控制疾病基础，另一方面需要在急性发作期及时、有效地抑制炎症反应。

目前急性痛风主要采用非甾体抗炎药、秋水仙碱及糖皮质激素等传统抗炎治疗，但部分患者存在禁忌、不耐受或疗效不足等问题，对安全、有效且靶向性更强的抗炎治疗仍存在临床需求。随着对痛风炎症机制认识的深入，针对 IL-1β 等关键炎症因子的靶向治疗成为新的治疗方向。痛风急性发作过程中，尿酸盐结晶能够激活先天免疫系统，并诱导白细胞介素-1β（IL-1β）等炎症因子释放，IL-1β 介导的炎症反应在急性痛风发作过程中发挥重要作用。

基于这一机制，金赛药业开发伏欣奇拜单抗，通过特异性结合人 IL-1β、阻断 IL-1β 诱导的炎性介质产生，从而实现对痛风炎症反应的靶向抑制。金蓓欣是国内首款针对该适应症的 1 类创新生物制剂，并已入选工信部首批生物制造标志性产品。

表12：急性痛风性关节炎主要治疗方案对比，金蓓欣表现优异

治疗方案	治疗限制
秋水仙碱	禁忌（包括药物过敏、严重胃肠道/心脏/肾脏/肝脏疾病，或需长期使用 HMG-CoA 还原酶抑制剂或贝特类药物）、不耐受（包括骨髓抑制、周围神经病变、心律失常、肌病或消化道反应）或疗效不足（急性发作疼痛缓解不充分、预防效果不理想，或长期治疗后疗效丧失）
NSAIDs	禁忌（包括药物过敏、服药后出现哮喘或类过敏反应、心血管疾病史、消化道溃疡或出血史、中度/重度肾功能不全等）、不耐受（包括胃肠道反应、肾功能下降、中枢神经系统反应、高血压或肝功能异常等）或疗效不足（尝试至少两种 NSAIDs 无效，或长期治疗后疗效丧失）
糖皮质激素	患者不适合反复使用糖皮质激素，主要包括高血糖或血糖控制不佳、严重骨质疏松、失代偿性心力衰竭或活动性感染等情况
金蓓欣（IL-1β 单抗）	不经肝肾代谢，耐受性好，无药物相关严重不良事件

资料来源：国家医疗保障局、开源证券研究所

据公司公告披露的临床数据，金蓓欣单次皮下注射后 6-72 小时快速起效，72 小时 VAS 疼痛评分平均降低 57.1mm，12 周和 24 周复发风险较基线分别降低 90%和 87%。IL-1β 通路可拓展至 sJIA（III 期）、CTD-ILD（II 期）、子宫内膜异位症（II 期）等多个适应症。相较于传统治疗方案秋水仙碱、NSAIDs 以及糖皮质激素，金蓓欣不经肝肾代谢，耐受性好，无药物相关严重不良事件。

表13：目前 NMPA 审批通过两种 IL-1β 单抗药物

药物名称/编码	品牌名称	靶向靶点	企业	适应症	研发进度	监管机构	首次批准/申报日期
伏欣奇拜单抗	金蓓欣	IL-1β	金赛药业	急性痛风性关节炎	批准上市	NMPA	2025/6/30
卡那奴单抗	Ilaris	IL-1β	诺华制药	痛风发作	批准上市	FDA	2023/8/25
SSGJ-613	不适用	IL-1β	三生国健药	急性痛风性关节炎	批准上市	NMPA	2026/8/20

资料来源：公司公告、NMPA、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

从产品价值来看，金蓓欣的意义不仅在于急性痛风性关节炎单一适应症，更在

于其卡位 IL-1β 这一关键炎症通路所形成的多适应症平台潜力。IL-1β 通路在多种自身免疫及炎症性疾病的发病机制中发挥重要作用，公司已围绕该靶点布局全身型幼年特发性关节炎（III 期）、结缔组织病相关间质性肺病（II 期）、子宫内膜异位症（II 期）及非感染性葡萄膜炎（I 期）等多个适应症，覆盖风湿免疫、呼吸、女性健康及眼科等多个治疗领域。多适应症开发策略一方面有助于扩大金蓓欣潜在患者群体，摊薄单适应症的研发与销售投入；另一方面可显著延长产品生命周期，提升单品商业价值上限，是公司由儿童疾病市场向成人免疫疾病市场拓展的重要抓手，有望成为公司创新药板块的旗舰产品。

表14：伏欣奇拜单抗注射液差异化机制优势显著，多适应症拓展打开长期成长空间

领域	适应症	1 类新药	当前进度
风湿	急性痛风性关节炎	是	2025 年 6 月获批上市
风湿	全身型幼年特发性关节炎（sJIA）	是	III 期临床
呼吸	结缔组织病相关间质性肺病（CTD-ILD）	是	II 期临床
女性健康	子宫内膜异位症（EM）	是	II 期临床
眼科	非感染性葡萄膜炎（NIU）	是	I 期临床

资料来源：公司公告、开源证券研究所

长春高新免疫领域布局产品还包括治疗用生物制品 1 类新药 GenSci120 注射液、GenSci098 等。其中，GenSci120 是国内首个进入临床的 PD-1 激动剂。自身免疫病是由于免疫系统错误地攻击自身细胞、组织或器官引起的免疫细胞过度激活、细胞因子释放或自身抗体产生从而诱发细胞破坏及脏器损伤，最终造成全身多系统受累、临床表现复杂的一系列疾病。程序性细胞死亡受体 1（PD-1）及其配体是一条重要的免疫负调节通路，其通过和 PD-1 结合并激活 PD-1 抑制性信号通路以及 ADCC 效应，从而抑制或杀伤致病性 T 细胞，发挥相对特异的靶向免疫抑制作用。

GenSci120 注射液已在中国获批开展用于成人系统性红斑狼疮、原发性干燥综合征、炎症性肠病、类风湿关节炎的临床试验，类风湿关节炎已获得美国 FDA 默示许可。目前，GenSci120 注射液在中国已完成 SAD 临床研究，正开展 MAD 临床研究和 RAII期临床研究。

表15：国内外多家企业布局 PD-1 激动剂，研发进展持续推进

布局企业/机构	涉及产品/平台	研发进展	产品/技术特点	相关时间节点
赛诺菲(Sanofi)/InduPro	双特异性 PD-1 激动剂项目	临床前研究及 IND 申报阶段	依托 InduPro 专有的 MINT 平台与 AI/机器学习，基于肿瘤相关邻近抗原（TAPA）概念开发。	2025 年 12 月 10 日达成合作
AnaptysBio	Rosnilimab	溃疡性结肠炎（UC）适应症 II 期临床因未达主要终点而终止；类风湿关节炎 II 期曾显现疗效。	通过耗竭致病性 T 细胞来抑制免疫反应（T 细胞耗竭剂/PD-1 激动剂）。	2025 年 11 月 11 日宣布 UC 适应症失败
礼来(EliLilly)	Peresolimab	曾推进至 II 期临床，类风湿关节炎展现疗效，现已被移出研发管线。	作为赛道先行者，验证了 PD-1 受体刺激对治疗类风湿关节炎的潜在疗效，但后续研	2023 年 5 月 18 日发布 II 期结果；2024 年三季度报宣布移出管线

发坎坷。

金赛药业	GenSci120（抗 PD-1 激动剂抗体）	国内率先推进到临床阶段	获批开展类风湿关节炎、系统性红斑狼疮、原发性干燥综合征及炎症性肠病等多适应症临床。	持续推进中
恒瑞医药	在研 PD-1 激动剂	公开相关专利	国内前瞻性布局 PD-1 激动剂赛道的代表企业之一。	2025 年内公布专利
明治制果药业/神户生物医药创新研究院(FBRI)	ME3241（抗 PD-1 激动剂单抗）	启动 I 期临床试验	源自京都大学 TasukuHonjo 团队合作项目；具有增强型 PD-1 激动活性，旨在用于炎症及自身免疫病。	2025/2026 年前后启动 I 期临床 NCT07422207

资料来源：biotech 前瞻、药融圈、开源证券研究所

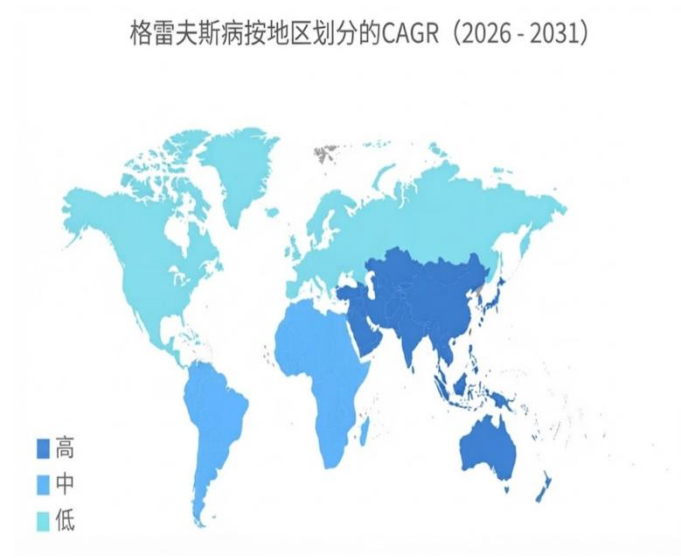
格雷夫斯病（GD）是常见自身免疫性甲亢，甲状腺相关眼病（TED）大多由 GD 诱发。人体产生的异常抗体攻击 TSHR 受体，既造成甲状腺功能亢进，又会损伤眼部组织，带来眼球突出等眼部病变，是一种同时累及甲状腺和眼睛的自身免疫疾病。根据弗若斯特沙利文的资料，约 90%的 TED 病例是甲状腺功能亢进所致的 GD 所衍生的继发性病变。2024 年全球估计有 1790 万名 TED 患者，其中中国约 310 万人。

图22：预计格雷夫斯病市场规模持续扩大



资料来源：MordorIntelligence

图23：预计中国格雷夫斯病市场规模年复合增速较高



资料来源：MordorIntelligence

GenSci098 是一种针对 TSHR 的拮抗性抗体，作为一种完全人源化单克隆抗体，其作用机制在于阻断促甲状腺激素与 TSHR 自体抗体结合受体 TSHR，从而抑制下游信号传导与功能，借此针对 TED 与 GD 的根本病因进行治疗。GenSci098 采用皮下注射给药，盲法 SAD 数据支持每两个月给药一次的潜在剂量方案，在提升患者便利性与治疗依从性方面具有显著优势。

表16：TSHR 靶向疗法优势明显，但开发难度较高

治疗方式/类别	核心机制与给药形式	临床优势（Pros）	主要局限与劣势（Cons）
传统抗甲状腺药物(CBZ、PTU、MMI)	抑制甲状腺激素合成(口服制剂)	无创、门诊治疗 辐射危害或手术风险	治标不治本，停药后复发率高 需频繁监测血象/肝功 存在皮疹、肝毒性等副作用风险
放射性碘治疗(RAI)	破坏甲状腺组织减少激素分泌(口服/辐射治疗)	根治性治疗，操作简便 具成本效益，缩小甲状腺体积	存在辐射暴露及长远禁忌 加重或诱发格雷夫斯眼病(GO) 极易导致永久性甲减
甲状腺切除手术	外科切除部分或全部甲状腺(住院手术)	根治性且疗效确切 迅速解除局部压迫症状	有创手术，需麻醉及住院 术后并发症（喉返神经损伤等） 永久性甲减及手术瘢痕
B 细胞疗法(如贝利尤单抗等)	抑制 B 细胞分化以降低自身抗体(静脉/皮下注射)	避免传统药物肝毒性 部分对眼病（GO）有益	长期疗效与复发预防尚不明确 存在全系统免疫抑制、感染风险 存在血栓事件、精神系统不良风险
TSHR 靶向疗法	精准拮抗 TSHR 受体，从源头阻断 TRAb 信号	不依赖 TRAb 浓度，直击致病源头 兼顾甲亢控制与眼病改善 无广谱全身免疫抑制风险 小分子类型可开发为口服剂型	属于前沿创新赛道，临床长期数据随时间推移仍需不断读出验证 对早期分子设计与临床推进要求极高

资料来源：《New Therapeutic Horizons for Graves' Hyperthyroidism》、开源证券研究所

表17：GenSci098 临床进展

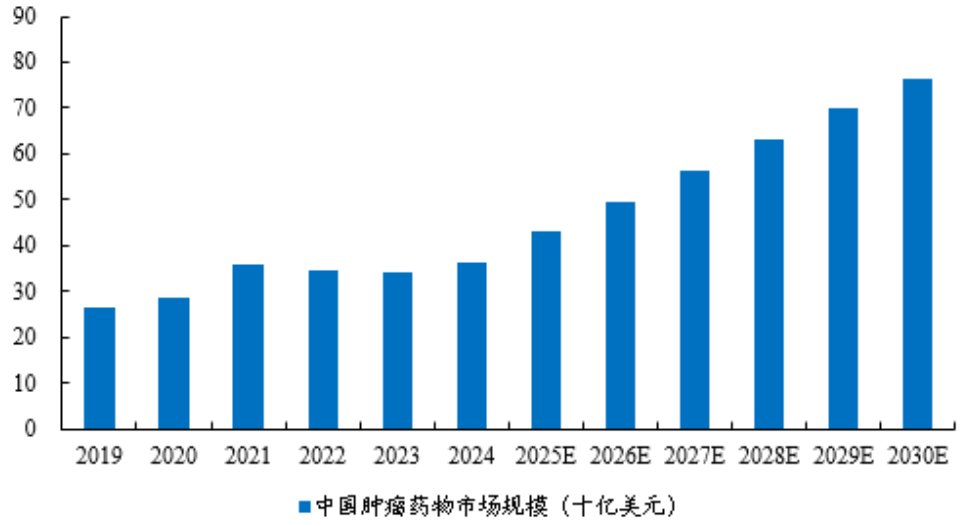
适应症	进展	关键数据/计划
GD（格雷夫斯病）	2025 年 8 月提交中国 IND 申请	截至 2026H1，中国进入 I 期临床阶段
TED(甲状腺相关眼病)	I 期 MRCT 在中国开展，SAD 给药完成	15-270mg 剂量耐受性良好；TEAE 轻至中度，无药物相关 SAE; 眼球突出改善存在剂量依赖趋势；预计 2026Q4 启动中国 II 期

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、 肿瘤与支持治疗：美适亚纳入医保，拓宽商业化渠道

肿瘤疾病具有患者规模大、治疗周期长以及疾病负担高等特点，随着我国人口老龄化程度不断加深，肿瘤治疗需求持续增加。2024 年肿瘤登记最新数据显示，我国肿瘤发病率位于世界平均水平，新发癌症病例数约 515 万，死亡病例数 258 万，肿瘤防治已成为医疗健康领域的重要方向。

图24：预计中国肿瘤药市场规模逐年增长



数据来源：公司公告、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

近年来，肿瘤治疗模式逐步由传统治疗向综合管理模式转变。除直接针对肿瘤细胞的治疗药物外，围绕患者治疗过程中的营养支持、症状改善以及生活质量提升等领域也成为重要细分方向。癌症支持治疗一般用于管控癌症治疗带来的各类副作用，主要包含胃肠道不良反应、皮肤与黏膜损伤、血液毒性。

美适亚主要用于改善肿瘤患者相关症状，提高患者治疗过程中的生活质量，传统醋酸甲地孕酮剂型在水中溶解度较低，患者服药需配合高脂肪、高热量的饮食，而癌症厌食-恶病质综合征患者本身即存在进食困难，传统剂型的用药限制与疾病特点形成明显矛盾；美适亚采用纳米晶体技术，可在空腹状态下有效吸收，直接破解传统剂型的临床痛点，并获《2025 年 CACS 诊疗指南》最高级别推荐。2024 年数据显示，我国癌症厌食-恶病质综合征患者约 190 万人，化疗引起的恶心呕吐患者约 290 万人，口腔黏膜炎患者约 180 万人，肿瘤支持治疗领域存在较大未满足临床需求；美适亚与口腔黏膜炎治疗产品（Episil）形成组合，覆盖患者"进食、止吐、镇痛"多重诉求。

2025 年，美适亚进入新版国家医保目录，有助于提高产品支付可及性，为公司切入成人疾病市场、完善产品矩阵提供支撑。

表18：美适亚较传统醋酸甲地孕酮制剂用药限制更低

对比维度	美适亚®醋酸甲地孕酮口服混悬液	传统醋酸甲地孕酮制剂
药物成分	醋酸甲地孕酮	醋酸甲地孕酮
制剂技术	纳米晶体制剂	传统制剂
粒径/溶解度	纳米晶体显著减小粒径，提高溶解度及生物利用度	溶解度及生物利用度相对受限
食物依赖	禁食状态下亦可有效吸收	需伴服高脂高热饮食以提高吸收
临床用药便利性	对患者进食状态要求较低，降低用药限制	需配合高脂高热饮食 部分患者存在治疗困境

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表19：聚焦未满足临床需求，提高患者治疗过程生活质量

项目	描述及负担	中	当前治疗/未满足的需求	长春高新产品

		国患者人数(2024)		/管线和优势
癌症厌食-恶病质综合征(CACS)	特征为持续性厌食、体重下降及肌肉萎缩/脂肪消耗，严重影响生活质量和治疗效果。CACS 影响中国高达 37%的癌症患者	约 190 万	醋酸甲地孕酮是标准的一线用药，但传统剂型在《中华人民共和国药典》中描述为"不溶于水"，需要高脂肪、高热量的饮食，这对患有厌食症的 CACS 患者构成挑战	美适亚（纳米晶体配方），可在空腹状态下有效吸收
化疗引起的恶心和呕吐(CINV)	最常见的化疗副作用之一，如不加以控制，可能导致脱水、营养不良、焦虑或抗拒治疗	约 290 万	目前的预防性治疗方案在缓解呕吐方面可实现超过 70%至 85%的完全缓解，但对恶心的控制仅有 50%的患者实现完全缓解	美适亚
口腔黏膜炎	治疗导致口腔黏膜炎症损伤，严重者会影响进食和治疗耐受性。化疗引起的恶心呕吐发生率高达 90%	约 180 万	发病率高：几乎所有头颈部放射治疗患者、30-75%的化疗患者、大多数接受造血干细胞移植患者，有效干预措施有限	Episil，快速缓解口腔黏膜疼痛，药效持续长达八小时

资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前肿瘤相关业务在公司整体收入中的占比较低，尚未成为主要业绩贡献来源。随着公司持续拓展成人疾病领域，多款创新药项目进入临床及注册关键阶段，公司肿瘤业务有望逐步形成“成熟产品商业化+创新管线持续兑现”的发展格局，为后续增长提供新驱动力。

表20：肿瘤创新药管线持续推进，多款产品进入关键临床阶段

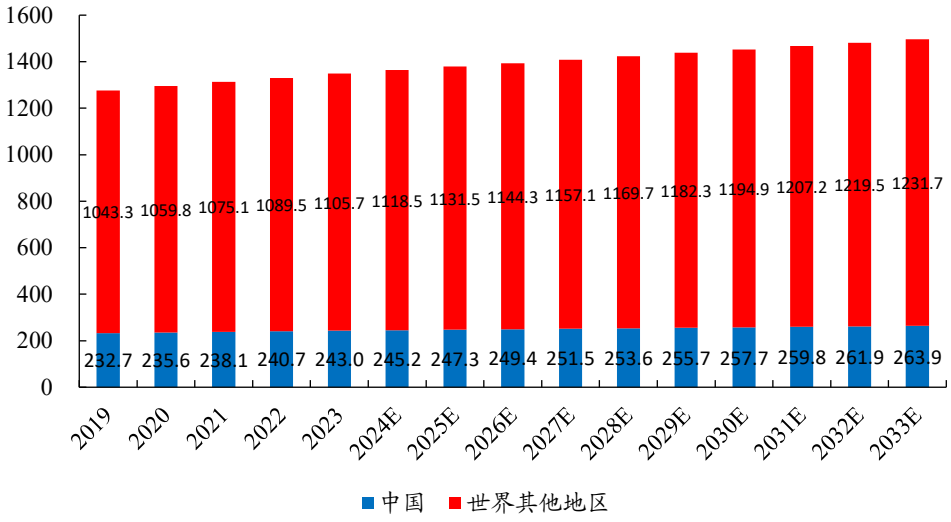
产品	靶点/类型	适应症	2026 年进展
金妥昔单抗（GenSci043）	VEGFR2 单抗	晚期胃或胃食管结合部腺患者(联合紫杉醇二线)	2026 年 7 月提交 NDA
金赛锐（甲磺酸亮丙瑞林注射液，GenSci093）	GnRH 激动剂长效制剂	晚期前列腺癌（ADT）、乳腺癌	前列腺癌 2026Q3 获批；乳腺癌 2026 年 5 月提交 NDA
GenSci145	选择性 PI3K α 抑制剂（化药 1 类）	乳腺癌	2026Q1 中国 I 期启动；2026 年 6 月美国 I 期
GenSci139	EGFR × HER2 双靶 ADC	尿路上皮癌、结直肠癌等实体瘤	2025.10 进入中国 I 期
GenSci143	B7-H3 × PSMA 双靶 ADC	转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）	2025.11 进入 I 期（中美），2026 年 I 期推进
GenSci180	CDH17 × CEA 双靶 ADC	结直肠癌、胰腺癌、胃癌	2026 年处于临床前研究阶段

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、过敏呼吸：与 ALK 合作打开脱敏治疗成长空间

据弗若斯特沙利文预测，2033 年全球过敏性鼻炎患病人数将达 1495.6 百万人，其中中国过敏性鼻炎患病人数将达 263.9 百万人，占比约 17.65%。

图25：预计全球和中国过敏性鼻炎患病人数将持续增加（单位：百万人）

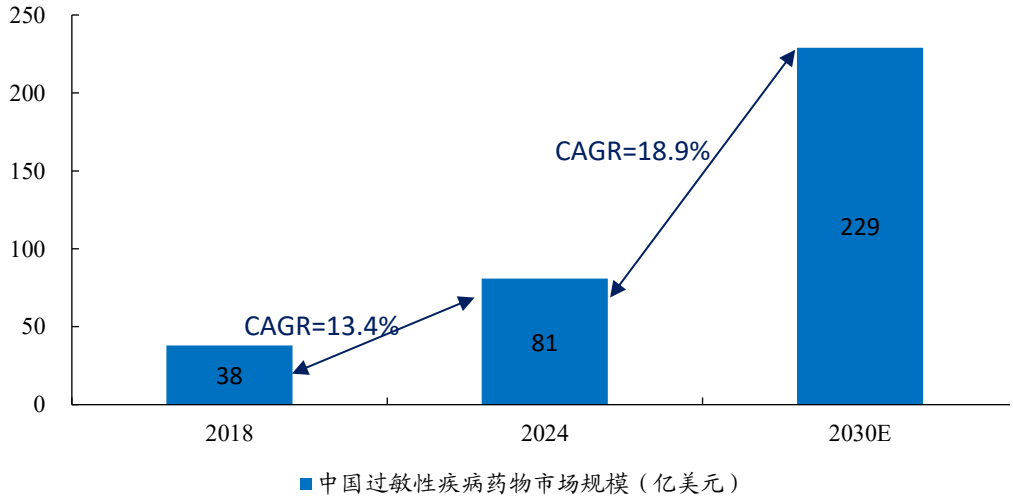


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

在我国以及全球大部分地区，屋尘螨和粉尘螨是引发常年性过敏性鼻炎最主要的吸入性过敏原。当尘螨的微小排泄物、分泌物或尸体碎片悬浮在空气中被吸入鼻腔后，过敏体质人群的免疫系统会释放组胺等炎症介质，从而引发鼻粘膜的过敏性炎症。

中国是全球尘螨过敏患者人数较多的国家，但目前变应原特异性免疫治疗市场仍处于较早发展阶段，整体渗透率较低。据估计，目前接受变应原特异性免疫治疗的患者不足 100 万人，市场仍存在较大的未满足临床需求，儿童患者的疾病负担尤为突出。根据弗若斯特沙利文，预计中国过敏性疾病药物市场规模在 2030 年会增长至 229 亿美元。

图26：预计中国过敏性疾病药物市场规模增速加快



数据来源：天辰生物医药招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2025 年 9 月，金赛药业与丹麦 ALK-Abelló A/S 达成变应原特异性免疫治疗（AIT）产品合作，获得 ALK 自主研发的 3 款产品在中国大陆的独家商业化权益，合作期限

至 2039 年 12 月 31 日。ALK 是全球主要的脱敏治疗企业，在全球脱敏治疗市场具有较高的市场份额，本次合作标志着公司正式切入脱敏治疗领域，是其在生长激素核心业务之外，构筑儿科新领域竞争优势、布局过敏呼吸板块的重要战略落子。

表21：金赛药业完善过敏诊疗产品布局

产品	类型	适应症/用途	中国进展	核心看点
安脱达	皮下注射免疫治疗（SCIT）	屋尘螨过敏	中国已上市；金赛药业于 2025 年 10 月 1 日起接手全国销售与推广	已上市产品，短期贡献商业化增量
ACARIZAX®	舌下免疫治疗（SLIT）	过敏性哮喘、过敏性鼻炎	全球首款被批准用于过敏性哮喘和过敏性鼻炎的舌下免疫治疗片剂，已获得欧洲、美国、俄罗斯、澳大利亚、日本、新加坡、韩国、中国香港、中国台湾等多个国家和地区监管机构上市批准；中国处于 III 期桥接注册研究阶段	远期核心增量，打开舌下脱敏治疗市场
安刺	过敏原诊断	螨变应原检测	中国已上市	完善诊疗链条，与 AIT 产品形成协同

资料来源：公司公告、开源证券研究所

过敏性疾病方面，公司于 2025 年引进尘螨变应原舌下片 GenSci171，目前已开展Ⅲ期桥接临床研究。整体来看，公司正由现有产品商业化向多靶点、多技术路径的创新药研发延伸。

金赛药业在儿科、呼吸及免疫等领域已具备一定的研发及商业化基础，公司预估尘螨变应原舌下片销售峰值超过 30 亿元，本次合作有望与其现有儿科业务形成协同，推动公司进一步拓展生长激素业务之外的儿科市场。

4、 商业化能力突出，强研发能力助力创新转型

4.1、 依托成熟营销体系，推动产品从研发成果向商业价值转化

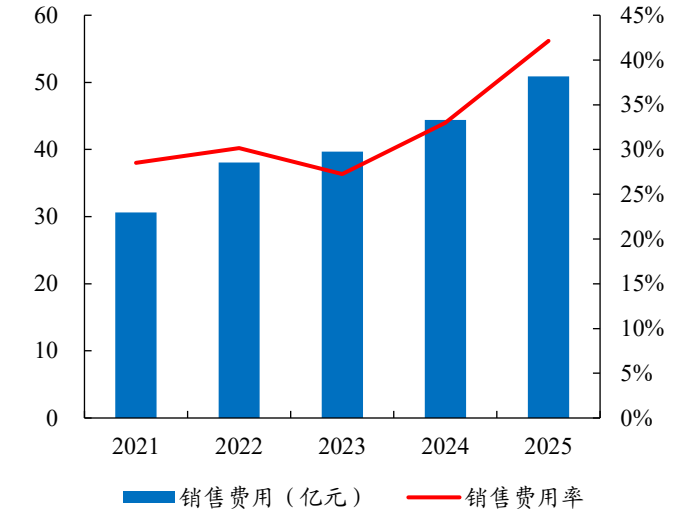
长春高新深耕医药领域 30 余年，构建覆盖全国的学术推广网络，公司搭建自有专业化销售与营销团队，按核心治疗领域垂直布局，在对应医疗场景、学术实践及慢性疾病管理领域积淀了深厚的专业能力，可高效支撑创新产品快速实现市场放量与临床渗透。公司营销网络实现全国全域覆盖，同时携手京东健康、阿里健康打通线上渠道，形成公立医院、基层医疗机构、零售终端、疾控体系四位一体的全渠道终端壁垒。

截至 2025 年 6 月，公司全国销售与营销网络已覆盖中国全部 31 个省级行政区，治疗类药品已进驻 7400 余家医院，其中三甲医院超 2000 家，同时覆盖 6600 余家其他医疗机构、6500 余家药店；疫苗产品覆盖全国 31 个省级疾控中心与 2500 余个县级疾控中心。

长春高新销售费用逐年增长，由 2021 年 30.64 亿元增长至 2025 年 50.91 亿元，2025 年销售费用率达到 42.13%，主要用于市场推广、销售服务以及产品商业化投入，持续商业化投入不仅支撑生长激素等成熟产品稳定增长，也为女性健康、创新生物

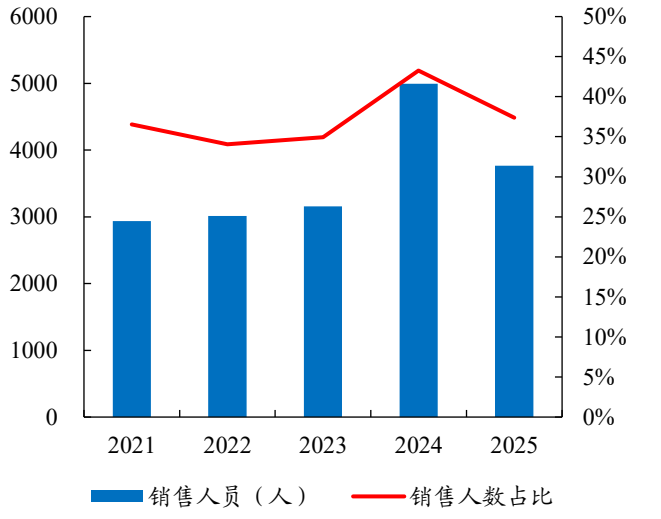
药等新品上市后的市场拓展提供保障。

图27：销售体系持续投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：销售人员人数占比保持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

从核心产品的商业化进展来看，长春高新目前已形成较为清晰的产品梯队：赛增作为成熟期产品已纳入医保目录，具备稳定的市场基础；金赛增于 2025 年新增纳入医保，目前处于放量阶段，有望进一步提升市场渗透率；金赛欣、金赛恒分别处于医保覆盖逐步完善和商业化成长阶段，其中金赛欣已于 2024 年进入医保目录，而金赛恒暂未纳入医保，后续仍有较大的市场拓展空间；美适亚于 2025 年新增纳入医保，正处于商业化初期，金蓓欣尚未进入医保，整体仍处于市场培育阶段。

整体而言，公司核心产品覆盖成熟放量、成长及商业化初期等不同阶段，产品梯队较为完善，成熟产品贡献稳定收入，新纳入医保及处于成长阶段的产品则有望成为未来业绩增长的重要驱动力。

表22：核心产品陆续纳入医保目录，商业化能力由成熟产品向创新产品延伸

核心产品	医保状态	商业阶段
赛增	医保目录内	成熟放量
金赛增	2025 年新增医保	放量阶段
金赛欣、金赛恒	金赛欣进入 2024 年医保目录	成长阶段
	金赛恒暂时未进入	
美适亚、金蓓欣	美适亚 2025 年新增医保	商业化初期
	金蓓欣 2026 年底进入医保	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 持续加强研发能力，多个技术平台协同助力创新研究

公司稳步提升研发投入水平，系统完善多领域管线布局，2025 年研发投入 29.36 亿元，同比增长 9.16%，占营收 24.30%，目前公司已建成多个创新药研发技术平台，全面赋能创新药物全链条开发。

表23：长春高新建成八大核心技术平台，构建差异化竞争优势

平台名称	平台核心优势
超长效多特异性抗体平台 EvoMab™	赋能创新药物开发，携手共创全球价值。长效多抗平台通过 AI 辅助 VHH 快速发现、系统成药性改造以及防错配高效组装三大核心技术，实现多抗分子的长效化和高浓度制剂3 ~~次/月~~次的皮下给药，实现多靶点协同或互补，并显著提升患者依从性。
肝外 siRNA 平台 GPODS™	肝外 siRNA 肺靶向递送技术。GPODS——吸入式或肺靶向 siRNA 能够有效沉默肺部致病基因，同时最大限度地减少全身性影响，并提升安全性、持久性与疗效。
长效缓释多肽平台 Duratide™	突破稳定性天花板的「即插即用」大分子/多肽赋能平台。1.新一代肽类半衰期延长技术使药物呈即用型液体制剂，并实现每月一次或更长效的给药间隔，从而最大限度提升给药便捷性与患者依从性；2.专利缓释技术可实现高活性多肽的精准控释，最小化血药浓度峰谷波动，有效规避因峰浓度（Cmax）过高引发的用药安全风险。
跨血脑屏障递送平台 TransNeuro™	新一代中枢神经系统(CNS)靶向递送技术。1.依托 AI 优化的 VHH 单域抗体、靶向 TfR/CD98hc 双靶点协同的新一代跨血脑屏障递送平台，入脑效率较单靶点提升一倍、脑内药物长效留存超 14 天；2.可模块化搭载 siRNA、抗体、小分子等多种载荷，具备人/鼠/猴交叉结合能力与全球自主专利，正基于此平台迭代开发用于阿尔茨海默病、帕金森、脑肿瘤等中枢神经系统疾病治疗的药物。
T-CellEngager技术平台	实现 T 细胞高效精准肿瘤细胞杀伤。SynTac™共刺激 TCE 平台：通过在 TCE 设计中整合 CD2 黏附与共刺激信号，实现 T 细胞的最佳活化与持久性，从而增强肿瘤杀伤效力，同时将 CRS 风险控制在可控范围内。AbMask™Pro-TCE 平台：在进入肿瘤微环境（TME）之前对 CD3 进行掩蔽，从而在实现可控的外周 T 细胞活化的同时，最大化肿瘤内 T 细胞的浸润、活化、持久性及肿瘤杀伤效应。
蛋白降解技术平台	实现“不可成药”靶点开发新药。1.依托与 AI 发现引擎通过 PROTAC 和分子胶实现对细胞内靶点蛋白的有效降解；2.依托化学和大分子，发现平台搭建的针对细胞外致病蛋白的快速和有效的降解
裂解酶技术平台 EnLys™	引领精准杀菌新纪元。1.新型抗菌剂：直接破坏细菌细胞壁，起效迅速，显著缩短重症感染救治时间；2.窄谱靶向特性：高度菌种特异性，精准清除致病菌、保留机体有益共生菌群；3.低耐药风险：作用于高度保守的肽聚糖层，杀菌不依赖细菌代谢通路；
ADC 技术平台 HydroLock™	双靶/双表位靶向，解决肿瘤抗原表达异质性，提高递送效率和抗肿瘤活性。HydroLock™与双靶向技术：1.采用更稳定的连接技术，降低了循环系统中的游离毒性载荷，从而拓宽了治疗窗口（HydroLock™）；2.双靶向技术改善了 ADC 的递送与疗效，并能克服肿瘤异质性。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司围绕内分泌代谢、女性健康、风湿、皮肤、消化、肾病、神经精神、呼吸、眼科、肿瘤等疾病领域，以及疫苗及中成药等目前已具备成熟商业化渠道和经验的医药领域，立足全球市场进行差异化创新。公司聚焦中国与全球发病率双高、疾病负担重的适应症，致力于研发全球同类首创和/或同类最佳的创新管线，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。重点在研产品中进入 I 期临床 19 个，II 期临床 8 个，III 期临床 11 个，按适应症及中美双报区分。

表24：生物制药板块重点在研管线覆盖多领域（截至 2026H1）

领域	项目名称	适应症	靶点	1 类新药	研发进度
内分泌代谢	GenSci094	青少年 IHH	FSHR	否	Ⅲ期
	GenSci073	儿童 GHD 治疗，Non-PGHD	GHSR1a	是	Ⅱ期
	GenSci134	GHD,ISS,SGA,Turner,Noonan	TBD	是	Ⅰ期
	GenSci098	格雷夫斯病(GD)	TSHR	是	Ⅰ期
	GenSci155	支气管肺发育不良（BPD），重度、原发性、特发性生长激素缺乏症(sPIGHD)	IGF-1R	是	Ⅰ期
	GenSci164	甲状旁腺功能减退(PTH)	PTH1R	是	Ⅰ期
	GenSci073	特发性身材矮小（ISS）	GHSR1a	是	Ⅱ期
女性健康	GenSci074	绝经期血管舒缩症(VMS)	NK3R	是	Ⅲ期(中国）
	GenSci074				Ⅲ期(欧洲启动准备中）
	伏欣奇拜单抗注射液	子宫内膜异位症（EM）	IL-1β	是	Ⅱ期
	GenSci142	细菌性阴道炎（BV）	裂解酶	是	Ⅰ期
	GenSci161	子宫内膜异位症（EM）	IL-1α/IL-1β	是	Ⅰ期
免疫	伏欣奇拜单抗注射液	全身型幼年特发性关节炎(sJIA)	IL-1β	是	Ⅲ期
	GenSci120	类风湿关节炎（RA）	PD1-highT-cell depleter	是	Ⅱ期（中国）
					IND（美国）
皮肤	GenSci161	化脓性汗腺炎（HS）	IL-1α/IL-1β	是	Ⅰ期
呼吸	GenSci171	尘螨过敏（DMA）	TBD	是	Ⅲ期
	伏欣奇拜单抗注射液	结缔组织相关间质性肺病（CTD-ILD）	IL1β	是	Ⅱ期
	GenSci124	囊性纤维化(CF)	TBD	是	IND
	GenSci117	特发性肺纤维化（IPF）	MMP-7	是	IND
肾病	GenSci144	慢性肾脏病（CKD）,苯丙酮尿症(PKU)	SLC6A19	是	Ⅰ期
神经精神	GenSci149	儿童神经发育障碍伴发的入睡困难	褪黑素 MT1 和 MT2 受体	否	NDA
	GenSci155	急性缺血性脑卒中（AIS）	IGF-1	是	Ⅰ期
眼科	GenSci098	甲状腺眼病（TED）	TSHR	是	Ⅰ期（中国）
					Ⅱ期（美国）
	GenSci136	眼肌型重症肌无力（oMG）	APRILxBAFF	是	Ⅰ期
	GenSci161	非感染性葡萄膜炎（NIU）	IL1β*IL1α	是	IND
	伏欣奇拜单抗注射液	非感染性葡萄膜炎（NIU）	IL-1β	是	Ⅱ期
	GenSci148	湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD）、糖尿病性黄斑水肿及视网膜静脉阻塞	VEGF-A/C/Dx ANG2	是	Ⅰ期
肿瘤	GenSci093	前列腺癌(PCa)	GnRH	否	NDA

GenSci093	绝经前乳腺癌（BC）	GnRH	否	NDA
GenSci128	TP53Y220C 突变实体瘤	TP53Y220C	是	Ⅰ期（中国） IND（美国）
GenSci139	尿路上皮癌（UC）	EGFRxHER2	是	Ⅰ期
GenSci140	≥2 线铂耐药卵巢癌(OC)	FRαxFRα	是	Ⅰ期
GenSci143	前列腺癌(PCa)	B7H3xPSMA	是	Ⅰ期（中国） IND（美国）
GenSci145	乳腺癌(BC)	PI3Kα抑制剂	是	Ⅰ期 IND（美国）
GenSci180	结直肠癌(CRC)	CEACAM5xCD H17	是	IND

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

5.1、 关键假设

现阶段，长春高新目前正处于由生长激素业务驱动向多领域创新药平台转型阶段，我们预计：

（1） 金赛药业业务有望逐步恢复增长。参考公司股权激励计划相关业绩目标，预计 2026-2028 年金赛药业营业收入分别为 98 亿元、128 亿元和 161 亿元，对应收入增速分别为-0.19%、30.61%和 25.78%。

（2） 百克生物业务有望保持稳健增长。考虑到疫苗业务的后续发展，预计百克生物 2026-2028 年营业收入分别为 6.82 亿元、7.83 亿元和 8.85 亿元，对应收入增速分别为 12.73%、14.81%和 13.03%。

（3） 华康药业业务预计保持平稳增长。基于相对稳健的经营预期，预计华康药业 2026-2028 年营业收入分别为 7.94 亿元、8.34 亿元和 8.76 亿元，对应收入增速在 5%左右。

（4） 高新地产收入规模预计持续收缩。考虑到房地产相关业务的调整及收入规模逐步下降，预计高新地产 2026-2028 年营业收入分别为 6.87 亿元、5.49 亿元和 4.39 亿元，对应收入增速分别为-20.02%、-20.09%和-20.04%。

表25：2026-2028 年长春高新医药板块子公司营收预计持续增长（单位：亿元）

子公司	财务表现	2025A	2026E	2027E	2028E
金赛药业	营收	98.19	98	128	161
	同比增速	-3.73%	-0.19%	30.61%	25.78%
百克生物	营收	6.05	6.82	7.83	8.85
	同比增速	-50.77%	12.73%	14.81%	13.03%
华康药业	营收	7.56	7.94	8.34	8.76
	同比增速	-0.83%	5.03%	5.04%	5.04%
高新地产	营收	8.59	6.87	5.49	4.39
	同比增速	13.65%	-20.02%	-20.09%	-20.04%
总收入	营收	120.83	120.30	150.51	183.95
	同比增速	-10.27%	-0.45%	25.12%	22.22%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、 盈利预测与估值

短期来看，生长激素业务受到医保谈判降价、市场竞争加剧以及长效制剂替代趋势影响，收入增长承压；但随着女性健康、风湿免疫、肿瘤辅助治疗等创新产品逐步商业化，以及海外 BD 业务进入兑现阶段，公司有望形成新的增长曲线。基于公司业务结构、产品生命周期及管理层经营规划，我们对公司未来收入及盈利情况进行预测。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.33/12.22/16.85 亿元，当前股价对应 PE 分别为 36.5/21.9/15.9 倍。我们选取与长春高新业务相近的国内医药企业恒瑞医药、甘李药业、海思科作比较。与可比公司相比，2027-2028 年长春高新估值低于行业平均值，基本盘稳固，创新产品逐步上市放量，首次覆盖，给予“买入”评级。

表26：与可比公司相比，公司创新产品有望进入收获期

证券代码	证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600276.SH	恒瑞医药	47.35	17.66	14.25	18.40	34.6	30.3	25.6
002653.SZ	海思科	55.22	480.23	-23.40	9.03	41.8	54.6	50.1
603087.SH	甘李药业	59.49	24.75	16.87	22.48	24.9	21.3	17.4
	可比公司平均		174.21	2.57	16.64	33.8	35.4	31.0
000661.SZ	长春高新	65.65	372.99	66.68	37.96	36.5	21.9	15.9

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：恒瑞医药、海思科、甘李药业的盈利预测来自 Wind 一致预测数据，长春高新的盈利预测来自开源证券研究所，数据截止 2026 年 11 月 26 日收盘

6、 风险提示

创新药研发及商业化风险：医药创新具有研发周期长、投入金额大、技术难度高等特点，从药物发现、临床试验、注册审批到商业化推广过程中均存在较大的不确定性。公司目前持续推进女性健康、风湿免疫、肿瘤辅助治疗等创新产品及多项研发管线布局，若未来相关产品研发进度不及预期、未能成功获批上市，或商业化推广效果不达预期，可能对公司未来业绩增长产生不利影响。

医保政策及药品价格调整风险：医药行业受国家医保政策、药品价格管理政策影响较大。近年来，国家持续推进医保控费、药品价格调整等政策，公司生长激素产品已受到医保谈判及价格调整影响。若未来医保政策进一步变化，或相关产品价格持续下降，可能对公司核心业务盈利能力造成一定压力。

市场竞争加剧风险：生物医药领域市场竞争持续加剧，随着国内生长激素市场参与企业增加以及相关产品技术不断发展，公司核心产品可能面临竞争格局变化、市场份额下降及销售费用增加等压力。若公司无法持续保持研发优势、产品优势及商业化能力，可能对未来经营业绩产生不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16270	13809	15222	18537	20540
现金	6097	2164	2781	2860	3679
应收票据及应收账款	2970	2230	3159	3444	4710
其他应收款	1393	1067	1424	1666	2127
预付账款	737	519	712	840	1050
存货	4755	5833	5166	7550	6624
其他流动资产	318	1995	1979	2176	2352
非流动资产	14781	16272	15878	17259	18738
长期投资	291	693	433	443	319
固定资产	6056	7262	7345	8557	9895
无形资产	3367	3689	3910	4078	4226
其他非流动资产	5067	4628	4190	4181	4299
资产总计	31051	30081	31100	35796	39278
流动负债	3419	3669	4252	4293	5105
短期借款	242	621	432	532	576
应付票据及应付账款	772	712	934	906	1179
其他流动负债	2405	2337	2887	2855	3350
非流动负债	1530	1542	1271	1128	963
长期借款	1229	1234	967	822	658
其他非流动负债	301	307	304	306	305
负债合计	4949	5211	5524	5420	6068
少数股东权益	3103	2861	2900	2964	3053
股本	408	408	408	408	408
资本公积	3500	3480	3480	3480	3480
留存收益	19800	18910	19361	20108	21142
归属母公司股东权益	23000	22009	22676	27412	30157
负债和股东权益	31051	30081	31100	35796	39278

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3104	802	1635	-970	2665
净利润	2708	-24	772	1286	1774
折旧摊销	611	765	778	885	1036
财务费用	-81	-4	1	-18	-32
投资损失	131	107	122	121	120
营运资金变动	-715	-380	-108	-3222	-266
其他经营现金流	451	338	71	-22	33
投资活动现金流	-2401	-3831	-669	-2470	-2842
资本支出	2181	2203	507	2325	2605
长期投资	-151	-224	260	-10	125
其他投资现金流	-69	-1404	-422	-135	-361
筹资活动现金流	-2213	-906	-348	-565	-469
短期借款	98	379	-189	100	44
长期借款	603	5	-267	-145	-164
普通股增加	3	-0	0	0	0
资本公积增加	3	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-2919	-1270	108	-520	-349
现金净增加额	-1509	-3938	618	-4004	-646

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13466	12083	12030	15051	18395
营业成本	1923	2161	2212	2576	2860
营业税金及附加	62	107	81	117	133
营业费用			4451	5268	6622
管理费用	1202	1499	1323	1656	2023
研发费用	2167	2472	2406	3161	3863
财务费用	-81	-4	1	-18	-32
资产减值损失	-337	-370	-335	-440	-524
其他收益	17	117	67	92	80
公允价值变动收益	-0	25	12	19	16
投资净收益	-131	-107	-122	-121	-120
资产处置收益	-0	1	0	1	1
营业利润	3296	393	1162	1812	2344
营业外收入	9	14	12	13	12
营业外支出	166	407	286	347	316
利润总额	3139	0	887	1478	2039
所得税	432	24	115	192	265
净利润	2708	-24	772	1286	1774
少数股东损益	124	-179	39	64	89
归属母公司净利润	2583	155	733	1222	1685
EBITDA	3663	820	1664	2344	3042
EPS(元)	6.33	0.38	1.80	2.99	4.13

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-7.6	-10.3	-0.4	25.1	22.2
营业利润(%)	-41.0	-88.1	195.3	56.0	29.3
归属于母公司净利润(%)	-43.0	-94.0	373.0	66.7	38.0
获利能力					
毛利率(%)	85.7	82.1	81.6	82.9	84.4
净利率(%)	19.2	1.3	6.1	8.1	9.2
ROE(%)	10.4	-0.1	3.0	4.9	6.4
ROIC(%)	10.7	-11.5	3.1	5.0	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	17.3	17.8	15.1	15.4
净负债比率(%)	-17.0	-0.2	-3.7	-4.0	-7.1
流动比率	4.8	3.8	3.6	4.3	4.0
速动比率	3.1	1.9	2.1	2.3	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	4.5	5.1	4.8	4.9	4.9
应付账款周转率	2.5	2.9	2.7	2.8	2.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	6.33	0.38	1.80	2.99	4.13
每股经营现金流(最新摊薄)	7.61	1.97	4.01	-2.38	6.53
每股净资产(最新摊薄)	56.38	53.95	55.59	57.20	60.56
估值比率					
P/E	10.4	172.8	36.5	21.9	15.9
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	6.9	34.4	16.3	11.5	8.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn