

评级变动报告

长春高新 000661.SZ



综合公司近期经营情况及行业核心产品价格变化情况，我们对公司2026年归母净利润进行调整，核心原因如下：

产品价格调整及库存跌价损失：随着2026年1月1日新版国家医保目录正式实施，长效生长激素等核心产品终端价格大幅下降。价格体系的剧烈调整极易引发存量库存及渠道库存的退货或补差压力，进而产生潜在的存货跌价损失及收入剥离，叠加价格下调对营业收入的直接削减，故而下调当期归母净利润。

整体来看，公司产品价格波动或造成短期业绩的变动，但是长期来看其长效生长激素成为主力产品的趋势不变，同时也未对其创新管线的进展造成影响，因此远期公司估值并未发生明显变动。

公司基本信息



长春高新是一家以医药为核心、地产为辅的国有控股企业，实际控制人为长春新区国资委。公司成立于1993年，1996年上市，现形成基因工程药、生物疫苗、现代中药三大板块，旗下拥有金赛药业、百克生物、华康药业和高新地产。核心子公司金赛药业深耕生长激素领域，产品广泛用于儿童生长发育治疗，国内市场份额领先；百克生物专注疫苗研发与生产。凭借稳固产业布局与持续创新，长春高新已成为国内医药创新的重要力量。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	422.51亿(较上期-1.34%)
当前股价	81.15元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏低估(上行空间+28%)
总市值	331.04亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	-98.39	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	415.19亿(较上期+1.07%)
PB-MRQ	1.49			状态	偏低估(上行空间+25%)

公司盈利预测

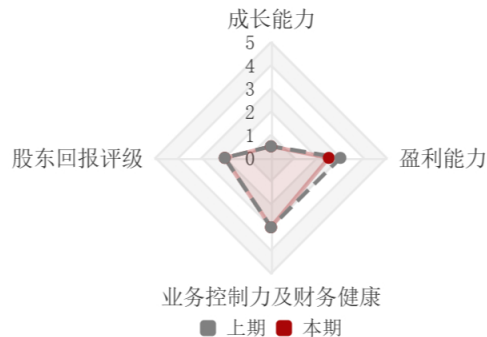
长春高新	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	145.7	134.7	120.8	111.1	120.4	124.5	130.7	133.2
归母净利润(亿)	45.3	25.8	1.6	10.2	17.8	21.3	23.3	24.6
归母净利润增速(%)	9.5	-43.0	-94.0	557.7	74.3	19.9	9.3	5.4
经营性净利润(亿)	48.0	27.4	0.3	11.8	19.7	23.6	26.4	27.7
经营性净利润增速(%)	14.5	-42.9	-98.8	3614.2	66.5	20.3	11.5	5.1
经营性归母净利润(亿)	45.5	26.1	-2.1	11.1	18.5	22.1	24.0	25.3
经营性归母净利润增速(%)	10.6	-42.6	-108.1	623.3	67.3	19.1	8.9	5.3

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-30

盈利能力下降0.5星级：上期星级3.0星，本期星级2.5星。

公司盈利能力星级小幅下滑，主要系近期长效生长激素等核心产品终端价格出现大幅下调，导致公司毛利率出现一定波动，同时价格体系的剧烈调整极易引发存量库存及渠道库存的退货或补差压力，进而产生潜在的存货跌价损失，综合以上原因，公司盈利能力星级下降至2.5星。

估值评级

我们对公司2026年归母净利润预测做出下调，此前我们已对毛利率进行了相应调整，本次调整主要系考虑新版医保落地带来的库存及渠道跌价风险。

产品价格调整及库存跌价损失：随着2026年1月1日新版国家医保目录正式实施，长效生长激素等核心产品终端价格大幅下降。价格体系的剧烈调整极易引发存量库存及渠道库存的退货或补差压力，进而产生潜在的存货跌价损失及收入剥离，叠加价格下调对营业收入的直接削减，故而下调当期归母净利润。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：金赛药业、百克生物、中成药、房地产、其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

金赛药业：

收入假设：

- 1) 生长激素：按0-14岁人口、矮小症发病率算潜在患者，假设在潜在患者中金赛市占率稳，此外预计金赛的产品结构中粉针/水针/长效占比渐变为10%/65%/25%，长效费用降1/3；AGHD按人口、发病率算市场，预计远期渗透率10%，金赛市占率降至80%，两者求和。综合预计该业务未来五年CAGR约6.5%。
- 2) 金纳单抗：据痛风患者数，预计长期治疗率升至15%，其中IL-1 β 渗透率先到5%再降，预计费用亦降。预计7年左右达到销售峰值约10亿。
- 3) 促卵泡激素：按历史市场规模中枢预测，公司市占率降至60%。

盈利能力假设：

由于生长激素粉针和水针的集采，毛利率受到影响，预计未来长效生长激素市场规模较大后，也会出现价格的下降，以及对金纳单抗的假设中，也包含了年治疗费用下滑的预测，故预计毛利率长期来看下滑，但依然能保持较高水平（预计远期毛利率约90%）。

百克生物：

收入假设：

- 1) 带状疱疹疫苗：预计该疫苗品种在我国40-49岁人口渗透率0.15%升至0.8%（百克独占）；50岁以上渗透率0.6%升至4%，市占率32%降至15%，预计远期价750元/支。
- 2) 水痘疫苗：假设新生儿水痘疫苗两针法接种率60%升至90%，每年5%一针法儿童补种，预计百克生物市占率稳，假设远期单支价降至当前60%。
- 3) 流感疫苗：假设3-17岁冻干鼻喷流感疫苗接种率25%、四价占90%、假设百克生物的使用率5%升至7%；3-59岁液体鼻喷流感疫苗接种率10%、四价占90%、假设百克生物的使用率7%，价小幅降。

盈利能力假设：

对三种疫苗成本进行拆分，得到单支的直接材料成本、直接人工成本、制造费用成本、运输仓储成本，远期使其回归历史平均水平（预计远期综合毛利率约79%）。

中成药：

收入假设：

考虑到公司没有核心独家产品，预计与行业共同增长，给予近三年3%/2%/1%增速，后续维持稳定。

盈利能力假设：

由于公司没有核心独家产品，预计后续会随着行业竞争加剧，毛利率小幅下滑（预计远期毛利率约60%）。

房地产：

收入假设：

考虑到房地产行业的不景气，以及公司的战略转型，控制房地产业务规模，给予未来四年每年5%的降幅，后续维持稳定。

盈利能力假设：

由于房地产行业整体仍处于出清阶段，预计毛利率仍将小幅下滑（预计远期毛利率约25%）。

其他：

收入假设：

由于体量较小，且近年无较大变动，预计维持稳定。

盈利能力假设：

由于体量较小，且近年无较大变动，预计维持稳定。

公司整体业绩预测

长春高新	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	145.7	134.7	120.8	111.1	120.4	124.5	130.7	133.2
归母净利润(亿)	45.3	25.8	1.6	10.2	17.8	21.3	23.3	24.6
归母净利润增速(%)	9.5	-43.0	-94.0	557.7	74.3	19.9	9.3	5.4
经营性净利润(亿)	48.0	27.4	0.3	11.8	19.7	23.6	26.4	27.7
经营性净利润增速(%)	14.5	-42.9	-98.8	3614.2	66.5	20.3	11.5	5.1
经营性归母净利润(亿)	45.5	26.1	-2.1	11.1	18.5	22.1	24.0	25.3
经营性归母净利润增速(%)	10.6	-42.6	-108.1	623.3	67.3	19.1	8.9	5.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

金赛药业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	110.8	106.7	98.2	85.8	93.7	95.9	98.7	100.5
收入增速(%)	8.5	-3.7	-8.0	-12.6	9.2	2.4	3.0	1.8
经营性净利润(亿)	44.1	26.2	2.5	10.5	17.8	21.1	22.6	23.8
经营性净利率(%)	39.8	24.5	2.6	12.3	19.0	22.0	22.8	23.7
经营性净利润增速(%)	7.7	-40.7	-90.4	320.4	69.2	18.3	7.0	5.5
百克生物	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	18.2	12.3	6.1	9.3	10.9	13.1	16.8	17.5
收入增速(%)	70.3	-32.6	-50.8	53.0	17.8	20.0	28.5	3.9
经营性净利润(亿)	4.9	2.3	-2.3	0.4	1.0	1.9	3.2	3.4
经营性净利率(%)	27.0	18.8	-37.7	4.5	9.4	14.3	19.1	19.4
经营性净利润增速(%)	200.5	-53.2	-198.7	118.3	147.5	81.5	71.9	5.5
中成药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.0	7.6	7.6	7.9	8.0	8.1	8.1	8.1
收入增速(%)	6.7	8.5	-0.8	3.9	2.0	1.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
经营性净利率(%)	6.3	7.6	6.3	8.0	8.0	7.5	7.0	6.5
经营性净利润增速(%)	25.6	31.6	-17.6	32.3	1.5	-5.6	-6.4	-7.8
房地产	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	9.1	7.6	8.2	7.8	7.4	7.0	6.6	6.6
收入增速(%)	41.9	-17.3	8.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	0.0
经营性净利润(亿)	-1.5	-1.7	-0.4	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.0
经营性净利率(%)	-16.3	-21.9	-5.0	3.1	2.3	1.3	0.6	-0.0
经营性净利润增速(%)	-46.8	-10.7	75.5	158.9	-27.7	-49.2	-56.5	-100.9
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.4	0.5	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入增速(%)	13.6	18.7	82.2	-50.1	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
经营性净利率(%)	-5.9	-3.4	2.3	-2.5	-1.8	-1.9	-2.0	-2.1
经营性净利润增速(%)	41.7	31.0	222.3	-153.9	29.4	-6.9	-6.4	-6.1

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
金赛药业	1.7%	中低	非常好	强	8.3%	15.97	24.0
百克生物	-10.3%	负增长	一般	一般	8.5%	6.85	3.9
中成药	-	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	0.5
房地产	-	中低-	一般	一般	9.3%	7.82	0.0
其他	-	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	-0.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
金赛药业(亿)	163.2	220.5	383.7	20.9	2.1	-	402.5
百克生物(亿)	22.8	13.9	36.7	-	28.5	-	8.2
中成药(亿)	4.4	3.5	7.9	1.6	13.4	-	-3.9
房地产(亿)	16.8	0.0	16.9	1.7	10.9	-	7.7
其他(亿)	0.5	-0.1	0.5	0.2	-	-	0.7
公司整体测算(亿)	207.9	237.8	445.7	24.4	54.9	-	415.2

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
金赛药业(亿)	236.3	136.0	372.4	20.9	2.1	-	391.1
百克生物(亿)	31.9	6.8	38.7	-	16.5	-	22.2
中成药(亿)	7.7	1.7	9.4	1.6	13.4	-	-2.4
房地产(亿)	21.5	-1.4	20.2	1.7	10.9	-	11.0
其他(亿)	0.6	-0.1	0.5	0.2	-	-	0.7
公司整体测算(亿)	298.0	143.0	441.0	24.4	42.9	-	422.5

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性处于中等偏上水平，主要系公司所处行业产业格局较好，且公司护城河持续性较强，历史业绩波动较低。但是由于公司部分创新管线仍处于早期阶段，实际销售具有不确定性，并且缺少高频数据进行参考，对确定性有一定削弱。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。