

评级变动报告

长春高新 000661.SZ



鉴于公司核心品种降价入医保及市场竞争加剧，我们下调了长春高新近期与远期的核心产品价格预期和综合毛利率，但上调了长效生长激素与带状疱疹疫苗的产品结构占比，公司远期盈利中枢与估值预期同步下修。核心原因如下：

核心品种医保放量与结构替代：长效生长激素大幅降价纳入医保，虽直接导致价格中枢下移并压缩利润空间，但可及性与依从性优势大幅提升，驱动其迅速放量并加速替代传统粉针/水针，推高其在整体产品结构中的占比。

竞品挤压与定价体系重塑：带状疱疹疫苗为应对跨国巨头的激烈竞争而主动降价，短期利润空间受挫，但也降低了接种门槛。政策常态化与市场化竞争的双重叠加，导致公司核心管线的远期定价权和毛利率中枢发生不可逆的结构性下移。

公司正经历由“高毛利驱动”向“以价换量、结构转型”的战略蜕变。短期核心产品价格与毛利率承压，不改长期可及性提升带来的量能释放。公司核心看点已由“单一品种高溢价”转向“医保高放量、高渗透率的健康营收底座驱动”，静待量能释放后的业绩企稳回升。

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 428.24亿 (较上期-23.78%)
当前股价	66.5元	盈利趋势	★★★★☆	状态 低估(上行空间+58%)
总市值	271.28亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	-646.04	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 410.78亿 (较上期-26.28%)
PB-MRQ	1.22			状态 低估(上行空间+51%)

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	16.5	17.8	21.3	23.3	24.6
归母净利润增速(%)	9.5	-43.0	-94.0	961.9	8.0	19.9	9.3	5.4
经营性净利润(亿)	48.0	27.4	0.3	18.1	19.7	23.6	26.4	27.7
经营性净利润增速(%)	14.5	-42.9	-98.8	5597.8	8.5	20.3	11.5	5.1
经营性归母净利润(亿)	45.5	26.1	-2.1	17.4	18.5	22.1	24.0	25.3
经营性归母净利润增速(%)	10.6	-42.6	-108.1	920.4	6.7	19.1	8.9	5.3

资料来源：壹评级

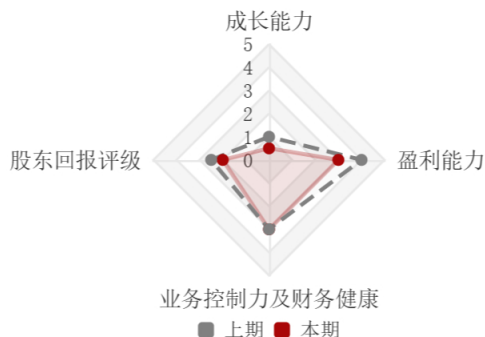
请务必阅读末页免责声明及评级说明

第1页

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：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级1.0星，本期星级0.5星。

主要系近期公司核心产品所处行业竞争加剧，同时公司核心产品进入医保进行较大幅度降价，以及在价格切换期公司主动控制发货节奏，导致整体业绩有所承压，成长能力星级下降。

股东回报评级下降0.5星级：上期星级2.5星，本期星级2.0星。

主要系公司正处于创新化转型深水期，需要较大金额的研发投入来进行核心在研管线的推进，较难进行大比例现金分红，导致股东回报评级下降。

盈利能力下降1.0星级：上期星级4.0星，本期星级3.0星。

主要系近期核心产品价格承压，公司ROE、ROIC、扣非净利率均有所下滑，导致盈利能力星级下降。

估值评级

DDM估值下降-23.78%：上期 561.87亿，本期 428.24亿。**动态估值下降-26.28%：**上期 557.18亿，本期 410.78亿。

我们对远期公司收入和盈利均进行了下修。

营业收入方面，我们下调了核心产品价格的远期预测。

核心产品价格：经过评估，结合近期行业竞争动态和过往经验，我们同步下调了公司远期核心产品价格预测。医保准入带来的集采常态化效应以及跨国巨头的同质化竞争，打破了原有的高价定价体系。由于政策驱动的价格调整具有不可逆性，且竞品挤压导致的市场化降价短期内难以逆转，这将产生长期深远的行业边际效应，导致公司核心管线的整体价值锚点及远期定价权在未来持续承压。基于上述政策与竞争对定价体系的深刻影响，全面同步下调公司远期核心产品的价格预期。

竞争格局恶化带来盈利能力下降。

竞争加剧，长期价格承压：经过评估，由于价格中枢下移，我们同步下调了远期整体毛利率预测。远期产品价格中枢的系统性下行，意味着原有高毛利品种的单位溢价空间被不可逆地压缩。在生产、研发等固定成本和刚性费用短期内难以同比例下降的背景下，出厂价格的远期承压将直接对主营业务的边际效益造成持续挤压，导致整体盈利模型的毛利底座长期受挫。基于核心产品远期价格中枢下调对利润空间的持续压制，全面下调公司远期综合毛利率预测。

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，此外由于近期公司长效生长激素纳入医保，在公司整体生长激素销售中占比迅速提升，我们预计远期长效生长激素将占据绝大比例；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。
- 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、长效生长激素降价，毛利率受到影响，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89%）。

百克生物：

收入假设：

- 1) 带状疱疹疫苗：带状疱疹疫苗为应对跨国巨头的激烈竞争而主动降价，短期利润空间受挫，但也降低了接种门槛。因此我们预计该疫苗品种在我国渗透率能够得到一定比例的提升，远期渗透率逐渐向发达国家水平靠拢，价格端维持一定比例的降幅。
- 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85%）。

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	16.5	17.8	21.3	23.3	24.6
归母净利润增速(%)	9.5	-43.0	-94.0	961.9	8.0	19.9	9.3	5.4
经营性净利润(亿)	48.0	27.4	0.3	18.1	19.7	23.6	26.4	27.7
经营性净利润增速(%)	14.5	-42.9	-98.8	5597.8	8.5	20.3	11.5	5.1
经营性归母净利润(亿)	45.5	26.1	-2.1	17.4	18.5	22.1	24.0	25.3
经营性归母净利润增速(%)	10.6	-42.6	-108.1	920.4	6.7	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	16.8	17.8	21.1	22.6	23.8
经营性净利率(%)	39.8	24.5	2.6	19.6	19.0	22.0	22.8	23.7
经营性净利润增速(%)	7.7	-40.7	-90.4	572.0	5.8	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	-7.2%	小幅负增长	一般	一般	8.5%	7.79	3.4
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)	169.1	220.2	389.2	20.9	2.2	-	407.9
百克生物(亿)	-4.0	19.0	15.0	-	16.5	-	-1.5
中成药(亿)	4.4	3.5	7.9	1.6	13.4	-	-3.9
房地产(亿)	16.8	0.0	16.8	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)	186.8	242.6	429.4	24.4	43.0	-	410.8

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)	242.2	136.0	378.2	20.9	2.2	-	396.9
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)	303.9	143.0	446.9	24.4	43.0	-	428.2

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。