

科伦药业（002422.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	医疗健康	价值	772.89亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	40	DDM估值 上行空间	21%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	639.22亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	29.92	价值	805.89亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	2.70	动态估值 上行空间	26%		
		状态	偏低估		

核心评级结论

科伦药业的主营业务包括：大输液、原料药、创新药三大板块。

公司的成长空间中等偏上，预计主要由创新药贡献增长，核心产品芦康沙妥珠单抗有望27年上市并全球大规模放量。公司的盈利趋势中等，预计显性期创新药商业化兑现将为公司贡献可观的盈利，另外大输液盈利预计维持稳健。公司的产业格局较优，大输液龙头地位稳固，具备穿越周期能力；创新药具有专利、管线布局、研发进度领先优势。公司的护城河较强，大输液业务有望长期维持10%以上的超额ROIC；创新药未来超额ROIC有望超50%。

当前科伦药业处于合理偏低估区间，仍具有一定上行空间。主要预期差或在于大输液板块的韧性和长期稳定性被低估，以及市场或未充分考虑创新药子公司科伦博泰未来对母公司的非线性增长贡献。

我们区别于市场的观点

我们认为：1）大输液经前几年大规模集采后，净利率仅小幅下滑，盈利韧性强；目前多数品种已集采，政策现集采反内卷信号，负面影响预计持续缓和。行业长期需求刚性、格局稳定且有结构升级预期，科伦持股行业龙二龙三，龙头地位稳固，无需过度担忧其中长期发展。2）市场对科伦分拆博泰上市过度敏感，低估其成功管线为母公司带来的利润非线性增长。分拆旨在拓宽融资、加速全球化，科伦仍控股博泰约53%，享有大部分收益，未来或实现业务深度协同，需合理评估其对母公司的价值。

风险提示

1）集采造成大输液、仿制药等业务业绩超预期下滑的风险；2）创新药海外管线研发失败、出现强劲替代疗法或竞品，导致未来预期销售空间大幅降低的风险；3）原料药（抗生素中间体）短期内新产能大量进入、供需格局超预期恶化风险；

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

科伦药业成立于1996年，1999年成为全国规模最大的大输液生产基地，2010年于深交所上市，实控人为刘革新。公司上市后陆续布局原料药、创新药等方向。公司目前已形成由大输液、原料药（子公司川宁生物，主攻抗生素中间体）、创新药（子公司科伦博泰，主攻ADC技术领域）构成的“品”字型架构运营平台。此外公司收入中还包括一部分非大输液的仿制药业务，多元化均衡发展。

2. 业务介绍

对于科伦药业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

原料药：

原料药需经过加工（如添加辅料、制成片剂或注射液）才能成为患者使用的药品，可理解为药品制造的上游原材料。科伦药业旗下原料药子公司川宁生物，主要产品涵盖大环内酯类抗生素及广谱类抗生素的主要中间体，下游抗生素制剂在全球应用广泛。川宁在硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均位居全球前列。抗生素中间体具有类大宗商品属性，产品同质化、市场价透明，因此对此业务的行业划分主要是全球抗生素中间体市场。

大输液：

大输液通常指容量 $\geq 50\text{ml}$ 且直接静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂，在临床上应用广泛，主要用于脱水症的治疗与预防、休克的治疗、电解质平衡调节、营养支持及药物静脉给药的载体。科伦药业的大输液业务采取的是“药液+包装”一体化生产模式，在我国大输液领域市占率约40%，为行业绝对龙头。由于大输液具有明显的运输半径，基本没有出口业务，因此对此业务的行业划分主要是我国的大输液市场。

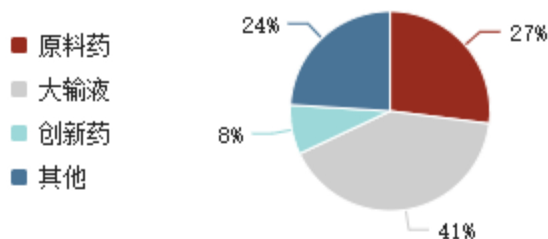
创新药：

科伦药业旗下创新药主体是子公司科伦博泰，重点布局肿瘤、自免和代谢等重大疾病领域，建设国际化药物研发与产业化平台。科伦博泰重点布局ADC领域，核心管线TROP2 ADC芦康沙妥珠单抗研发进展全球前列。截至2024年报，科伦博泰由科伦药业持股约53%，由默沙东持股约6%。由于创新药比拼的是全球范围内的药效和研发进展，且不同的技术方向具有较大的差异和壁垒，因此对此业务的行业划分主要是全球的ADC领域。

其他：

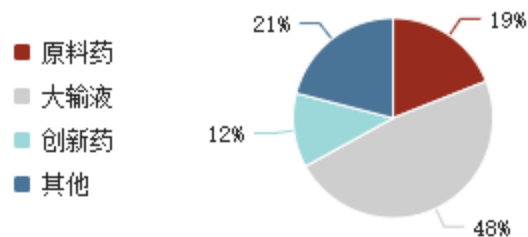
此处主要涵盖了科伦药业的非大输液仿制药业务。仿制药研发成本较低、上市后价格通常较便宜，主要通过铺渠道争抢市场、规模化走量，竞争格局通常较差、利润率偏低。当某药品通过一致性评价的仿制药家数较多、市场需求较大时，容易被纳入国家/地方集采。科伦药业每年过评的非大输液仿制药品种约20个。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

分三个业务看：1）大输液属于偏传统制造业的重资产业务，因此固定资产占比和人力资源密集度较高；上游主要是包材，下游主要是医院，科伦作为龙头，产业链有一定话语权。2）原料药也属于偏传统制造业的重资产业务，环保处理要求高，因此固定资产占比较高；此外由于供需不均，以及农副产品和能耗在成本中占比高，该业务具有周期属性。3）创新药业务所需研发投入的强度高，对研发人员的密度和素质要求通常也较高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度较重，24年固定资产+在建工程占比超30%。主要原因是公司大输液、原料药业务属于重资产业务，产线建设和维护的资金投入，以及环保处理的要求很高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司创新药业务所需研发投入较重，且随着研发管线的扩张和上市节奏的推进，所需研发费用的规模会持续增加，因此综合来看公司研发投入力度偏重。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

人力资源密集度较高。首先医药是研发导向的行业，通常需要大量的研发人员支撑新品种的研究；此外科伦的大输液和原料药生产属于偏传统的制造业，自动化程度虽持续提升但仍需大量一线操作人员；在销售端也需要较多人员覆盖院内外渠道的开发维护。

3.4 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

整体供应链集中度较低，公司下游主要面对经销商和医院终端，分布比较分散；同时上游包材、原材料等供应商也较分散，综合来说公司在产业链话语权方面并不弱势。

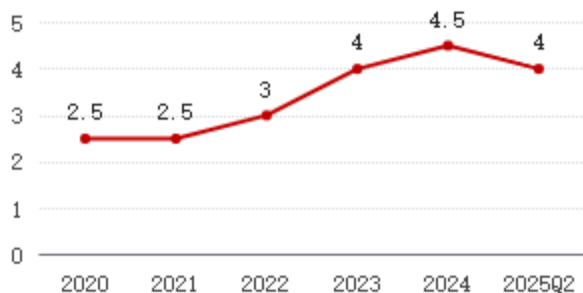
4. 历史经营绩效

最近5年公司经营绩效总体呈现上升趋势。其中盈利能力表现较突出，呈现逐年提升趋势，主要得益于2022年后原料药利润显著增厚、以及创新药减亏。此外公司的股东回报能力逐渐增强，2024年分红率提升至37%左右。近5年成长性、业务控制力中等偏上。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



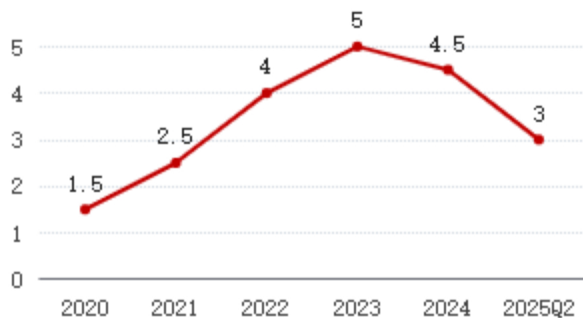
数据来源：公司财报，壹评级

近5年科伦药业盈利能力持续提升，2024年净利率达15%，盈利能力较强。回溯过去，2020-2021年公司盈利能力很一般，主要因为受到疫情+集采冲击。2022年后虽然集采仍然降低大输液和仿制药的毛利率，但是原料药利润显著增厚、以及创新药减亏，反而拉动净利率提高，推动整体盈利能力显著提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



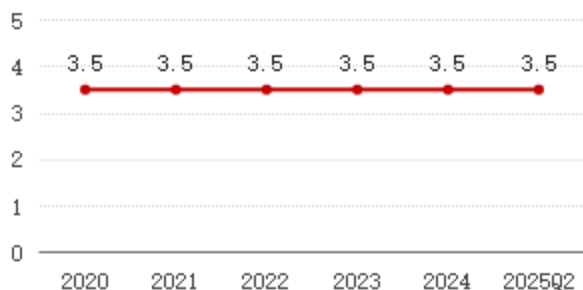
数据来源：公司财报，壹评级

近5年公司成长能力先提升后下降，曾在2023年达峰值，当前成长能力中上。回溯过去，2020-2021年成长性仍然是受到疫情+集采的负面压制；而后在2022-2023年随着疫情逐步放开，一方面医院端输液用药需求恢复，另一方面原料药的需求爆发、供需阶段性错配、利润大幅增厚，公司营收及利润显著提升；2024年后，疫情后一次性修复影响消退，下游需求回归常态化，公司成长逐步放缓至正常水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



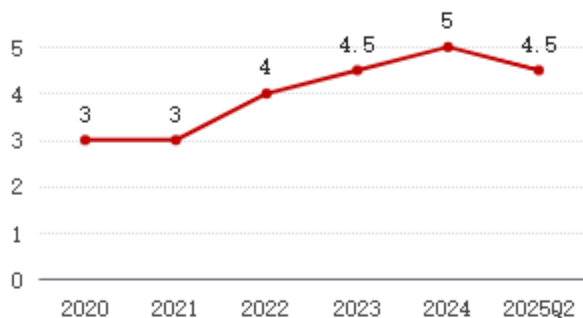
数据来源：公司财报，壹评级

近5年公司业务控制力中等、稳定，这与制药企业普遍的商业模式有关。首先制药企业产业链下游主要是医院，话语权较大、支付账期偏长，使得药企回款周期较长，上下游占款能力一般。其次制药企业通常需要投入较多研发费用，但研发的成功率和药品上市后的销售情况具有偶然性，因此现金流稳定性一般。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近5年科伦药业的股东回报能力逐渐增强，一方面其ROE持续增长，24年增至13.5%；另一方面体现在其分红率逐年提升，2024年提升至37%左右。公司近12个月股息率约2.1%。

5. 四维评级

三大业务组合后使公司兼具成长性、护城河持续性和良好的产业格局。成长性主要由创新药贡献，核心产品芦康沙妥珠单抗未来几年有望为公司贡献爆发式增长；护城河持续性由大输液和创新药共同组成，前者有望长期维持10%以上的超额ROIC，后者未来超额ROIC或超50%；产业格局上，大输液一超多强的格局预计长期稳定性高，龙头地位难以撼动，而创新药注重差异化竞争，专利和渠道壁垒高，且政策正向推动产业发展，未来可期。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司未来成长空间中等偏上，预计主要由创新药贡献增长。创新药核心产品芦康沙妥珠单抗有较大概率27年开始全球大规模放量，对应未来全球百亿美元以上的经风险调整后的峰值销售规模，有望成为科伦药业营收和利润增长的重要支撑。

原料药 (0.5星):

成长空间低，显性期净利润cagr预计为负，半显性期cagr预计低于5%。原料药具有一定的周期性，2024年我们认为它在周期高点，主要由于当时原材料价格较低、下游制剂需求旺盛、供需相对平衡。但是展望未来，随着周期变化以及国内外潜在新产能进入，前面这些优势有较大概率减弱，造成成长性下降。

大输液 (1.5星):

成长空间较低，显性期收入cagr预计低个位数，半显性期cagr同样预计3%左右。我国大输液市场需求量增长趋于平缓，公司作为龙头已不具备太大市场份额提升空间，因此量的提升相对有限，中短期仍有一定的集采降价风险。中长期该业务成长预计主要由价端驱动，参考海外，大输液产品结构提升仍有较大空间。

创新药 (5星):

成长空间很高，显性期预计迎来爆发式增长，收入cagr预计高于50%。核心产品芦康沙妥珠单抗已于2024年底在国内获批上市，意味着2025年正式步入商业化元年。海外由默沙东围绕该产品开展14项3期临床研究，2027年有望获批上市、快速放量，未来经风险调整后的全球峰值销售规模或达百亿美元，成长性强劲。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司未来盈利趋势中上，主要由于创新药核心产品TR0P2 ADC在国内已成功上市、海外多项3期临床由合作伙伴默沙东顺利开展，预计未来几年创新药商业化兑现将为公司贡献非常可观的盈利。另外基石业务大输液净利率一直很可观，长期仍有盈利提升空间。

原料药 (2星):

盈利趋势较差，预计显性期经营性净利率将明显下行。我们认为2024年原料药的盈利能力处在周期高点，主要由于抗生素中间体的下游需求较旺盛、原材料成本较低。但是展望未来，随着原材料价格周期性变化和潜在新产能进入，供需格局或进一步恶化，预计很难长期维持高盈利能力。

大输液 (2.5星):

盈利趋势中等，预计显性期经营性净利率保持平稳。行业竞争格局和供需格局预计稳固，龙头盈利能力较强。虽然输液行业仍面临一定的集采降价风险，毛利率可能承压，但集采通常也伴随着费用率的大幅下降，净利率及ROE预计仍将具备韧性。

创新药 (4星):

盈利趋势强，预计显性期经营性净利率将增至40-50%。创新药业务（涵盖BD授权收入）近年持续减亏，虽然目前还未实现盈利，但是2024年底公司的潜力大单品芦康沙妥珠单抗已成功上市，后续有望加速放量。通常创新药上市后毛利率可达约90%，随着适应症增加和商业化推进，届时该业务盈利能力有望实现飞跃式增长。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较优。核心在于其大输液业务竞争格局优，龙头地位稳固，公司具有明显领先的渠道和规模优势，具备穿越周期的能力；其创新药业务在ADC领域目前已具有技术专利、管线布局、合作伙伴全球商业化能力等领先优势。

原料药(3星):

抗生素中间体以同质化、性价比竞争为主，主要品种青霉素类、头孢类中间体整体供过于求。虽然扩产门槛较高，但预计未来全球有更多潜在新产能进入，供需格局或进一步恶化。此外公司目前的区位成本优势、产线后发优势长期来看可能衰退，成本优势或削弱。

大输液(4.5星):

大输液行业具有需求刚性、供需平衡、不易扩产的特性，历史上行业已经过几十年的出清整合，一超多强的竞争格局长期来看稳定性高，对比海外集中度甚至仍有提升空间。此外，大输液具有渠道、规模经济壁垒，资金投入壁垒较高，被替代的风险低，产业格局整体较好。

创新药(4星):

创新药是差异化竞争属性，政策将长期正向推动发展，创新药壁垒主要在于专利、赛道研发排名，以及新药上市后商业化能力。从以上角度，科伦已在ADC赛道的核心靶点之一Trop2赛道成为全球潜在BIC，全球研发排名第2，合作伙伴默沙东具有优秀的全球商业化能力。因此判断在ADC领域，公司的产业格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河较深，持续性较强。一方面，基石业务大输液的护城河宽度和持续性很高，有望长期维持10%以上的超额ROIC，得益于竞争格局、供需格局稳定，线下渠道壁垒、规模效应壁垒高；另一方面，创新药业务未来前景广阔，随着核心产品的全球商业化兑现，未来超额ROIC或超50%。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
原料药	(3星) 目前护城河宽度尚可，经壹评级测算超额ROIC约为6%，主要得益于：一方面其产能市占率在核心品种上全球领先，如硫红市占率44%，6-APA市占率21%，行业产能进入和增扩门槛较高，格局相对好；另一方面川宁生物位处新疆伊犁，在原材料和能源成本上具有较显著优势。	(2.5星) 经壹评级测算，半显性期内超额ROIC预计减弱75%。1) 牌照优势（或者说产能准入壁垒）护城河随着时间推移及他国新产能扩出，优势会逐渐削弱。2) 区位优势所带来的成本优势也预计大幅削弱，因为区位不具有长期排他性，且现存的其他产能未来也有望通过升级迭代来降本增效。
大输液	(4.5星) 护城河很宽，经壹评级测算超额ROIC约为11.5%，主要得益于公司全国市占率约40%，多年来龙头领先份额非常稳固，遥遥领先于其他竞争对手。并且已证明具备穿越周期的韧性，近几年的大批集采并未削弱公司的超额盈利能力。	(4.5星) 护城河持续性很强，经壹评级测算，半显性期内超额ROIC预计基本保持不变。我国大输液行业几十年来已经历多轮洗牌，市场格局稳定，进入壁垒较高，头部企业份额持续提升，公司的龙头地位已难以撼动。公司在线下渠道网络和生产运输等规模经济方面，经过长期深耕，已具备显著优势，预计还将长期维持。
创新药	(3星) 护城河宽度中等，经壹评级测算目前还不具备超额ROIC，主要由于创新药业务仍未盈利。但是公司在ADC领域的技术领先优势（专利壁垒）和研发进度已非常突出，且ADC市场长坡厚雪，盈利趋势向好已经非常明显。	(4.5星) 护城河持续性很强，经壹评级测算，未来该业务超额ROIC或超50%，其核心大单品Trop2 ADC的大适应症预计在未来几年集中获批上市，并由全球知名药企默沙东进行海外商业化，预计在中美两地经风险调整后的峰值销售或能达到70亿人民币和百亿美元，带来非常丰厚的利润回馈。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司整体合理估值应在800亿左右，当前市值仍有一定的修复上行空间。主要预期差可能在于大输液板块，我们认为大输液具备穿越周期的韧性，其行业中长期需求量较刚性、产品结构预期持续升级，同时竞争格局稳固、新进入者壁垒较高、扩产难度较大，中长期经营风险相对较低，核心优势突出。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：大输液、原料药、创新药，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：

业务1名称：大输液

收入假设：假设3年内收入仍受到集采压制，公司预计2025年底全国70%的大输液市场将完成带量联动。未来随着集采进入尾声、长期输液结构升级、人口老龄化，该业务有望长期维持2-3%左右的收入稳健增长。

盈利能力假设：该行业需求偏刚性，之前已历经几十年的出清整合，格局稳定性已经较强，且新进入和扩产壁垒较高，预计公司能够长期维持40%的市场份额。公司的渠道和规模经济壁垒深厚，净利润率即使在集采时期也保持韧性，因此假设其盈利能力能够长期维持现有水平基本不变，超额ROIC约11%。

业务2名称：原料药

收入假设：全球抗生素药品需求较刚性、常态化，但我们预计供给侧格局，随着新产能的逐步进入将呈现恶化趋势，这或将导致销量、价格的双重下滑；此外还需考虑玉米原材料的周期性价格波动，因此假设显性期收入cagr预计为负，半显性期cagr预计低于5%，半显性期的收入增长假设主要由合成生物学业务贡献。

盈利能力假设：抗生素中间体业务的护城河壁垒不够高，随着新产能的逐步进入，其成本优势和产能份额优势预计削弱，供需格局呈现恶化预计将导致盈利能力下降。预计半显性期超额ROIC将削弱75%，约为1.6%。

业务3名称：创新药

收入假设：围绕核心大单品Trop2 ADC的临床3期核心适应症（乳腺癌部分亚型后线治疗、非小细胞肺癌部分亚型一线治疗）未来在中美两地的上市、销售放量节奏进行测算，并对收入和利润进行风险系数调整。预计在中美两地经风险调整后的峰值销售或能在2032年达到70亿人民币和百亿美元，公司收获国内的销售收入和海外10%左右的销售分成+里程碑付款。

盈利能力假设：围绕核心大单品Trop2 ADC进行盈利能力的推演测算。随着新药上市商业化推进，假设2032年达峰时毛利率已提至85-90%；假设随着收入基数的快速扩大，2032年创新药业务销售、管理、研发费用率分别降至5-10%的水平，超额ROIC预计超过50%。

表2：公司整体业绩预测

科伦药业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	190.1	214.5	218.1	200.0	206.7	283.7	314.1	351.5
归母净利润(亿)	17.1	24.6	29.4	22.4	21.2	36.4	52.4	64.8
归母净利润增速(%)	55.4	43.3	19.6	-23.7	-5.3	71.4	44.2	23.6
经营性净利润(亿)	15.8	23.6	30.5	21.1	19.4	46.6	74.8	96.4
经营性净利润增速(%)	117.5	49.4	28.9	-30.8	-7.8	139.6	60.5	29.0
经营性归母净利润(亿)	15.8	21.9	26.6	19.6	18.3	34.1	50.4	62.8
经营性归母净利润增速(%)	71.3	38.6	21.3	-26.5	-6.3	86.2	47.6	24.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

原料药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	38.2	48.2	57.6	52.7	54.3	57.8	61.4	64.6
收入增速(%)	18.2	26.2	19.4	-8.5	3.0	6.5	6.2	5.1
经营性净利润(亿)	5.1	10.0	14.3	7.5	7.3	7.3	8.3	8.1
经营性净利率(%)	13.3	20.6	24.9	14.2	13.5	12.7	13.4	12.6
经营性净利润增速(%)	155.4	96.5	43.9	-47.9	-1.9	0.2	12.5	-1.7
大输液	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	94.5	101.1	89.1	79.3	75.3	75.3	78.4	81.5
收入增速(%)	-3.6	7.0	-11.8	-11.0	-5.0	0.0	4.0	4.0
经营性净利润(亿)	14.0	15.0	12.8	11.2	10.7	9.9	9.2	9.0
经营性净利率(%)	14.8	14.8	14.4	14.1	14.2	13.1	11.7	11.1
经营性净利润增速(%)	12.5	7.1	-14.5	-12.8	-4.1	-7.8	-7.2	-1.9
创新药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.0	15.4	19.3	17.3	25.3	97.7	120.6	150.8
收入增速(%)	2412.5	91.5	25.5	-10.5	46.5	285.9	23.4	25.1
经营性净利润(亿)	-4.7	-4.0	-0.4	-1.6	-2.6	25.7	53.6	75.5
经营性净利率(%)	-58.4	-26.1	-2.0	-9.2	-10.1	26.3	44.5	50.0
经营性净利润增速(%)	49.1	14.3	90.6	-321.0	-60.1	1105.6	108.6	40.8
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	49.4	49.8	52.1	50.7	51.8	52.8	53.7	54.6
收入增速(%)	17.2	0.9	4.6	-2.6	2.1	1.9	1.8	1.7
经营性净利润(亿)	1.4	2.7	3.7	4.0	3.9	3.6	3.7	3.8
经营性净利率(%)	2.9	5.4	7.1	7.9	7.6	6.9	6.9	7.0
经营性净利润增速(%)	-30.9	88.3	37.6	9.1	-2.2	-7.4	2.0	2.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：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)
原料药	8.4%	中等	较好	一般	8.5%	13.5	8.2
大输液	3.0%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	9.1
创新药	7.5%	中等	较好	强	9.0%	17.88	68.2
其他	3.9%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	3.8
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
原料药(亿)	24.0	79.5	103.5	-	23.4	-	80.1
大输液(亿)	52.3	123.3	175.6	9.3	-	40.0	224.9
创新药(亿)	80.6	863.5	944.2	1.0	495.7	-	449.5
其他(亿)	17.5	29.4	46.9	4.5	-	-	51.4
公司整体测算(亿)	174.5	1095.7	1270.2	14.8	519.1	40.0	805.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：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
原料药(亿)	56.5	50.1	106.6	-	29.5	-	77.1
大输液(亿)	115.9	79.4	195.2	9.3	-	40.0	244.5
创新药(亿)	500.3	224.1	724.4	1.0	340.5	-	384.9
其他(亿)	38.7	23.1	61.9	4.5	-	-	66.4
公司整体测算(亿)	711.4	376.7	1088.1	14.8	370.0	40.0	772.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性中等。主要不利因素在于：其原料药业务和创新药业务具有周期性和研发成功与否的不确定性，容易使其未来收入、盈利能力、产品渗透率产生偏离；药品研发、销售相关数据难以高频跟踪，边际变化不易及时捕捉。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

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。