

川宁生物（301301.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

创新药
研究员
& 啤酒行业
尤子吟

2025年11月19日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	10.91
总市值	243.30亿
PE-TTM	26.00
PB-MRQ	3.07

估值结果

价值	129.14亿
DDM估值	上行空间 -47%
状态	高估
价值	133.53亿
动态估值	上行空间 -45%
状态	高估

四维评级

成长空间	☆☆☆☆☆
盈利趋势	☆☆☆☆☆
产业格局	☆☆☆☆☆
护城河	☆☆☆☆☆

核心评级结论

川宁生物是国内以及全球较大规模的抗生素中间体供应商之一，其硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均位居全球前列。此外，公司正在积极布局合成生物学领域。

我们判断公司成长能力较弱，因下游抗生素需求刚性但增长弹性不足，叠加全球新增产能将加剧竞争、原材料成本回升挤压空间，中长期成长受限。盈利趋势偏弱，主要来自原材料低位优势难持续、供需格局恶化的双重压力。产业格局中等，虽有环保政策带来的高产能进入壁垒，但面临产品同质化竞争激烈、部分品种供需格局较差的挑战。护城河宽度及持续性中等，当前核心品种ROIC与市占率较高，但核心壁垒或随时间衰退，远期ROIC存在一定下滑风险。

经壹评级测算，当前川宁生物估值为高估。主要预期差或在于市场高估其现有的抗生素中间体业务的盈利稳定性与中长期增长潜力，以及可能对其正在培育中的合成生物学业务赋予较高期待。

我们区别于市场的观点

我们认为：1）抗生素中间体业务的盈利持续性面临挑战：一方面，作为大宗商品化产品，其价格易受行业新增产能冲击；另一方面，当前的高利润率部分得益于原材料成本处于周期性低位，若未来大宗商品价格回升，利润空间将被挤压，高利润率难以长期维持；2）合成生物学业务的商业化前景存在不确定性：市场对这项新业务赋予了较高期待，但其从“量产”到“规模化盈利”的路径尚待验证。综上，市场的乐观预期可能同时高估了传统业务的“防御性”和新业务的“进攻性”，导致当前估值偏高风险较大。

风险提示

突发大规模公共卫生事件可能导致需求激增；主要竞争对手的产能退出或引发价格大幅上涨；原材料成本异常波动将直接冲击利润；合成生物学等新业务的突破性进展亦可能驱使公司增长天花板大幅抬升。

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 营销强度	5
3.4 客户集中度	6
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	10
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	11
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

川宁生物是科伦药业于2010年12月在新疆伊宁产业园区投资设立的控股子公司，主要从事生物发酵技术的研发和产业化，总投资逾80亿，是国内以及全球较大规模的抗生素中间体供应商之一。公司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，其中硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均位居全球前列。此外，公司正在积极布局合成生物学领域。

2. 业务介绍

对于川宁生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

硫红：

硫氰酸红霉素作为生产大环内酯类原料药的母核，主要用于合成红霉素、琥乙红霉素、阿奇霉素、罗红霉素、地红霉素、克拉霉素等红霉素的衍生物。近年，随着阿奇霉素在临床治疗中的应用拓展（如支原体肺炎、新冠疫情期间的联用疗法），作为中间体的硫氰酸红霉素的市场需求保持着稳定且快速增长。目前我国是世界上硫氰酸红霉素第一大生产国，我们对于该业务的竞争市场界定为全球。

青霉素类：

公司生产的青霉素类中间体主要包括青霉素工业盐、6-APA。青霉素工业盐是合成6-APA的原料，而6-APA是半合成青霉素的核心母核，用于生产半合成阿莫西林和氨苄西林(钠)等，是重要的出口品种。下游青霉素制剂在抗生素市场上长盛不衰，是全球广泛应用的一线抗菌药物，需求刚性。我国青霉素中间体产能在全球总产能中的占比达到90%以上，我们对于该业务的竞争市场界定为全球。

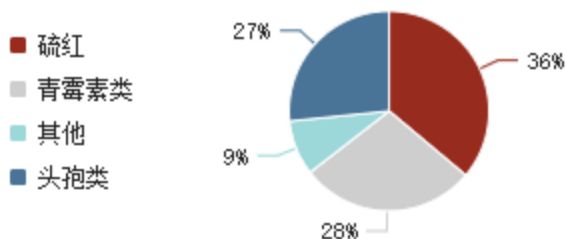
其他：

此处涵盖合成生物学业务及其他，目前合成生物学主要产品包括红没药醇、5-羟基色氨酸、依克多因、红景天苷、麦角硫因等。合成生物学业务目前所贡献的收入和利润占比较低。

头孢类：

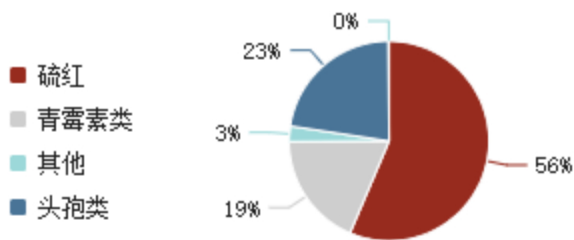
公司生产的头孢类中间体主要包括7-ACA和D-7ACA，是头孢类抗生素的核心母核中间体，头孢类抗生素同样是全球广泛应用的一线抗菌药物，具有抗菌谱广、杀菌效果好和副作用小的特点。全球头孢类中间体产能也高度集中在中国，但由于供需格局较差，公司头孢类中间体所贡献的利润占比相对较低。我们对于该业务的竞争市场界定为全球。

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

公司主营业务为抗生素中间体，同时新布局合成生物学。其资产强度很高，因抗生素中间体产线初始投入大且环保维护要求高；公司的研发强度中等，主因抗生素中间体产品技术成熟、迭代需求低，而合成生物学业务将持续增投研发；公司的营销强度低，因抗生素空间体类似于大宗商品、下游toB且需求刚性；公司客户集中度中等，24年前五大客户占比38%，上下游控制力中等。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度很高，2024年固定资产+在建工程占营收的比重超95%。主要原因是抗生素中间体产线初始建设的资金投入要求很高；同时生产过程中会产生大量高浓度有机废水、废气（如硫化氢、氨气），属于环保高风险行业，环保处理对产线的维护要求也很高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度中等，2024年研发费用率为1.3%，2025年预计有所提升。公司主营的抗生素中间体技术和所处生命周期已较成熟，产品迭代需求低，无需投入高额研发费用。但新布局的合成生物学属于发展偏早期的前沿领域，公司在这块业务上的研发费用投入预计将持续增加，综合来看研发强度中等。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度很低，2024年销售费用率为0.4%，2025年预计有所提升。公司主营的抗生素中间体产品属于大宗商品属性，以同质化性价比竞争为主，下游toB且需求较刚性，所需投入的销售费用率很低。公司新布局的合成生物学属于发展偏早期的前沿领域，新产品或需要较多的推广和市场教育费用投入，综合来看营销强度仍低。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度中等，2024年前五大客户占比约38%。公司的主要客户为抗生素制剂药企，包括国药集团系等。公司在产业链中的议价能力取决于具体中间体品类的供需格局，目前由于青霉素类和头孢类中间体都是供过于求的局面，公司的上下游控制力仅为中等。

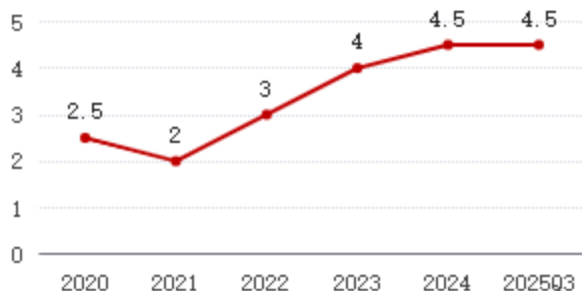
4. 历史经营绩效

过去5年公司经营绩效呈现明显的上升趋势。其中盈利能力和成长能力表现非常突出，呈现大幅提升的态势，主要得益于2022-2024年抗生素中间体行业竞争格局优化、供需格局较好，公司的利润规模得到了巨幅提升。与供需格局相匹配的，公司的业务控制力也在该时期得到了加强。公司的股东回报能力尚可，2024年股息率约2.5%。

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

过去5年川宁生物盈利能力持续提升，2024年净利率达24%的历史新高。回溯过去，2020-2021年公司盈利能力很一般，主要因为行业价格战+疫情冲击终端需求。2022-2024年受益于行业竞争格局优化，以及终端需求的显著复苏，抗生素中间体供需格局阶段性好转，盈利能力大幅提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



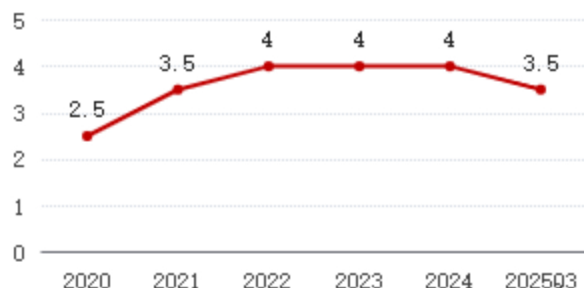
数据来源：公司财报，壹评级

过去5年川宁生物成长能力波动上行，营业收入CAGR为13%，净利润CAGR为73%；但2025年成长能力遭受较大挑战。这是因为原料药具有较明显的周期属性，2022年后由于行业竞争格局优化、抗生素终端需求显著复苏，抗生素中间体供需格局阶段性好转，产品均价及盈利能力大幅提升推动公司成长能力提升。2025年成长能力下滑主要由于青霉素类中间体供需格局恶化、抗生素终端需求回归常态。

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



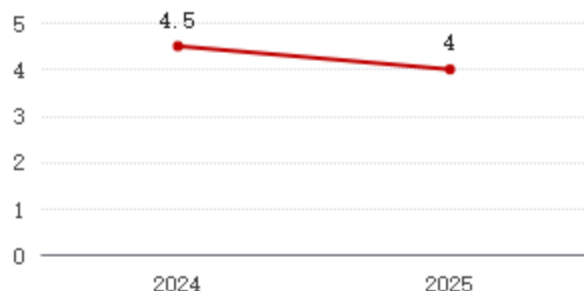
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力中等偏上。这与公司抗生素中间体产品的供需格局息息相关，2022-2024年由于供需格局较好，公司经营性现金流净额占营业收入比例提升，同时其被上下游占款的比例下降，使得综合业务控制力较高。但若供需格局走弱，业务控制力星级或将降低。

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

公司历史股东回报能力中等偏上。一方面其历史ROE较高，2024年达到约19%；另一方面其股息率较可观，2024年约2.5%。

5. 四维评级

我们判断公司成长能力较弱，因下游抗生素需求刚性但增长弹性不足，叠加全球新增产能将加剧竞争、原材料成本回升挤压空间，中长期成长受限。盈利趋势偏弱，主因原材料低位优势难持续、供需格局恶化的双重压力。产业格局中等，虽有环保政策带来的高产能进入壁垒，但面临产品同质化竞争激烈、部分品种供需格局较差的挑战。护城河宽度及持续性中等，当前核心品种ROIC与市占率较高，但核心壁垒或随时间衰退，远期ROIC存在一定下滑风险。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

公司未来成长能力较弱，核心逻辑在于：下游抗生素药品需求刚性但增长弹性较低；当前高利润得益于原材料周期低位，后续成本回升大概率将挤压利润；此外全球新增产能未来或持续进入，或将加剧竞争并压制价格，中长期业务成长受限。

硫红(0.5星):

我们判断该业务成长能力较弱，中长期收入增速cagr约2%。主要原因如下：1) 下游需求弹性较低：硫红下游为红霉素类药品，其全球使用已较普及，需求虽具刚性但无大幅提升空间；2) 利润周期可能下行：2024年主要原材料成本处于周期低位，使得该业务利润率阶段性走高，但后续若原材料成本随周期回升，将对其利润造成一定压力。

青霉素类(0.5星):

我们判断该业务成长能力较弱，中长期收入增速cagr约2%。主要原因如下：1) 下游需求弹性较低：青霉素类中间体下游为青霉素类药品，其作为广谱抗生素的全球使用已较普及，且技术已不会再出现大的变革，使得全球需求虽具刚性但无大幅提升空间；2) 利润周期可能下行：2024年主要原材料成本处于周期低位，使得该业务利润率阶段性走高，但后续若原材料成本随周期回升，将对其利润造成不利影响。3) 供需格局恶化：24年下半年行业内有新增产能进入，竞争加剧使得产品价格走低，后续全球仍有新产能持续进入的可能，不利于业务规模成长。

头孢类(0.5星):

我们判断该业务成长能力较弱，中长期收入增速cagr约3%。主要原因如下：1) 下游需求弹性较低：头孢类中间体下游为头孢药品，其作为广谱抗生素的全球使用已较普及，且技术已不会再出现大的变革，使得全球需求虽具刚性但无大幅提升空间；2) 利润周期可能下行：2024年主要原材料成本处于周期低位，使得该业务利润率阶段性走高，但后续若原材料成本随周期回升，将对其利润造成不利影响。3) 供需格局较差：该业务所在行业产能过剩、供过于求，容易出现价格竞争，不利于业务成长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司未来盈利趋势偏弱，主要面临两大挑战：一是原材料成本周期性低位或不可持续，若后续大宗商品价格回升可能将直接挤压利润空间；二是部分品种的供需格局恶化，新增产能持续投放加剧竞争，或将导致产品价格持续走低、利润下滑。两者叠加，盈利能力恐难长期维持当前水平。

硫红(2.5星):

我们判断该业务盈利趋势中等，潜在不利因素在于2024年主要原材料成本处于周期低位，使得该业务利润率阶段性走高，但后续若原材料成本随周期回升，将对其利润造成一定压力。但有利因素是该业务需求大于供给，成本压力或能较顺利传导至下游。

青霉素类(1.5星):

我们判断该业务盈利趋势较弱，不利因素在于：1) 原材料周期或回升：2024年主要原材料成本处于周期低位，使得该业务利润率阶段性走高，但后续若原材料成本随周期回升，将对其利润造成一定压力；2) 供需格局恶化：24年下半年行业内有新增产能进入，竞争加剧使得产品价格走低、利润大幅下滑，后续全球仍有新产能持续进入的可能，不利于该业务维持盈利能力。

头孢类(2星):

我们判断该业务盈利趋势较弱，不利因素在于：1) 原材料周期或回升：2024年主要原材料成本处于周期低位，使得该业务利润率阶段性走高，但后续若原材料成本随周期回升，将对其利润造成一定压力；2) 供需格局较差：该业务所在行业产能过剩、供过于求，容易出现价格竞争，我们判断该格局中短期内难以改变，利润率较薄。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，其核心优势在于高政策壁垒，由于环保要求严苛，国内极少批复新增产能；但面临的挑战是产品同质化竞争激烈，部分品种的产业链话语权较弱、全球供需格局未来面临进一步恶化等。

硫红(3星):

我们判断该业务产业格局中等，优势是抗生素中间体的产能进入壁垒较高（作为重污染行业，我国政策极少批新增产能），以及该品种供需格局较好；短板在于其作为大宗商品的同质化、性价比竞争属性较强。

青霉素类(3星):

我们判断该业务产业格局中等，优势是抗生素中间体的产能进入壁垒较高（作为重污染行业，我国政策极少批新增产能）；但短板在于其作为大宗商品的同质化、性价比竞争属性较强，以及该品种是供大于求的局面，产业链话语权不高，且未来竞争格局随着印度等潜在新产能的进入或面临进一步恶化。

头孢类(3星):

我们判断该业务产业格局中等，优势是抗生素中间体的产能进入壁垒较高（作为重污染行业，我国政策极少批新增产能）；但短板在于其作为大宗商品的同质化、性价比竞争属性较强，以及该品种是供大于求的局面，产业链话语权不高，且未来竞争格局随着印度等潜在新产能的进入或面临进一步恶化。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度及未来持续性中等，目前主要抗生素中间体品种的ROIC较高、市占率排名较高，但预计其核心护城河（如产能进入壁垒和区位优势）将随时间衰退，导致远期ROIC面临下滑挑战。

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
硫红	(4星) 该业务护城河较宽，当前经壹评级测算调整后的ROIC为22.3%。该品种为双寡头格局，公司在该品种的全球市占率较高达到44%。	(3星) 预计该业务护城河持续性中等，经壹评级测算调整后的半显性期末年的ROIC为15.9%。随时间推移，我们认为该业务的主要护城河（产能进入壁垒、区位优势带来的成本壁垒）有一定的衰退风险。
青霉素类	(3星) 该业务护城河宽度中等偏弱，当前经壹评级测算调整后的ROIC为13.1%。该品种为寡头竞争格局，公司在该品种目前的全球市占率约为18%，暂列全球第二。但是行业长期供过于求，容易有价格竞争，护城河较弱。	(1.5星) 预计该业务护城河持续性较差，经壹评级测算调整后的半显性期末年的ROIC为5.6%。随时间推移，我们认为该业务的主要护城河（产能进入壁垒、区位优势带来的成本壁垒）有较高的衰退风险。该业务所在行业供给预计将持续过剩，不利于护城河维持。
头孢类	(1.5星) 该业务护城河宽度较弱，当前经壹评级测算调整后的ROIC为5.2%。该品种为寡头竞争格局，公司在该品种目前的全球市占率约为35%，暂列第一。但是行业长期供过于求，容易有价格竞争，护城河较弱。	(1.5星) 预计该业务护城河持续性较差，经壹评级测算调整后的半显性期末年的ROIC为2.2%。随时间推移，我们认为该业务的主要护城河（产能进入壁垒、区位优势带来的成本壁垒）有较高的衰退风险。该业务所在行业供给预计将持续过剩，不利于护城河维持。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

经壹评级测算，当前川宁生物估值偏高。主要预期差或在于市场高估其现有的抗生素中间体业务的盈利稳定性与中长期增长潜力，以及可能对其正在培育中的合成生物学业务赋予较高期待。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：硫红、青霉素类、头孢类中间体，以及其他业务。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：硫红

收入假设：下游需求偏刚性、公司产能弹性较小，25-29年假设收入cagr为2-3%，半显性期内假设收入cagr约为2%。

盈利能力假设：1) 毛利率：品种供给偏紧，预计显性期内盈利能力坚挺，毛利率为40-50%；半显性期考虑到全球可能会有潜在新进产能，假设毛利率半显性期末年下滑至30%。2) 期间费用率：预计不会出现大的波动，假设持续保持5%左右期间费用率。

业务2：青霉素类

收入假设：该品种下游用量需求年增速预计为0-5%，但公司的产能利用率已较饱和，提升空间小。近期受到新产能进入、产品价格大幅下降，假设25年该业务收入下降30%，26-29年假设收入cagr约为1%，半显性期内假设收入cagr约为2%。

盈利能力假设：1) 毛利率：品种供大于求，难以向下完全传导成本。预计显性期内毛利率跟随原材料价格周期波动，中枢为28%；半显性期考虑到全球可能会有潜在新进产能，假设毛利率中枢半显性期末年下滑至25%。2) 期间费用率：预计不会出现大的波动，假设持续保持5%左右期间费用率。

业务3：头孢类

收入假设：该品种下游用量需求年增速预计为0-5%，在该领域川宁生物未利用的产能较充分，具有一定提升空间。由于公司具有一定成本优势，增速或强于行业，因此预计显性期内收入增速为5%，半显性期内增速cagr约为3%。

盈利能力假设：1) 毛利率：品种供大于求，难以向下完全传导成本。预计显性期内毛利率跟随原材料价格周期波动，毛利率中枢为15%；半显性期考虑到全球可能会有潜在新进产能，假设毛利率中枢半显性期末年下滑至13%。2) 期间费用率：预计不会出现大的波动，假设持续保持5%左右期间费用率。

业务4：其他

收入假设：由于目前基数较小，加上公司确投入较大资源发展合成生物学业务，我们给与其显性期内收入增速cagr约70%，对应显性期末年20亿左右收入体量。半显性期内假设收入cagr为5-10%。

盈利能力假设：1) 毛利率：假设25年起合成生物学业务商业化开始推进，毛利率显性期末年达35%，半显性期末年达45%。2) 期间费用率：预计其商业化初期需投入费用较大，假设期间费用率显性期内由约50%逐渐过渡至35%，假设半显性期内维持30-35%。

表2：公司整体业绩预测

川宁生物	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	38.2	48.2	57.6	57.8	60.7	65.7	70.7	75.1
归母净利润(亿)	4.1	9.4	14.0	10.9	10.9	10.6	11.1	10.5
归母净利润增速(%)	269.7	128.5	48.9	-22.4	0.4	-3.1	4.5	-4.6
经营性净利润(亿)	4.1	9.4	14.0	10.9	10.9	10.6	11.1	10.5
经营性净利润增速(%)	298.4	126.7	49.3	-22.5	0.4	-3.1	4.5	-4.6
经营性归母净利润(亿)	4.1	9.4	14.0	10.9	10.9	10.6	11.1	10.5
经营性归母净利润增速(%)	298.4	126.7	49.3	-22.5	0.4	-3.1	4.5	-4.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

硫红	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	13.2	15.5	17.5	17.7	17.9	18.4	19.1	19.7
收入增速(%)	24.0	17.3	12.9	1.0	1.0	3.0	4.0	3.0
经营性净利润(亿)	1.5	2.8	5.6	6.6	6.9	6.2	6.2	5.9
经营性净利率(%)	11.6	18.0	32.1	37.3	38.9	34.0	32.3	29.7
经营性净利润增速(%)	145.4	81.4	102.0	17.3	5.3	-10.1	-1.1	-5.2
青霉素类	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	13.7	19.4	22.6	16.0	15.7	16.1	16.5	16.6
收入增速(%)	14.9	40.9	16.8	-29.3	-2.0	3.0	2.0	1.0
经营性净利润(亿)	3.1	6.0	7.0	2.5	2.2	2.5	2.8	2.9
经营性净利率(%)	22.9	30.9	31.0	15.6	13.8	15.5	17.2	17.6
经营性净利润增速(%)	143.1	90.5	17.4	-64.5	-13.3	15.9	12.9	3.5
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.9	3.7	4.0	10.0	12.6	15.8	19.0	21.9
收入增速(%)	55.5	27.5	7.8	149.9	27.0	25.1	20.3	14.9
经营性净利润(亿)	0.3	0.1	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.6	0.5
经营性净利率(%)	8.6	2.3	-8.5	-1.6	0.5	1.4	3.2	2.3
经营性净利润增速(%)	299.5	-66.1	-499.7	52.3	137.9	258.3	176.6	-16.1
头孢类	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.4	9.7	13.5	14.2	14.6	15.3	16.1	16.9
收入增速(%)	6.6	15.8	39.3	5.0	2.9	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-0.8	0.5	1.7	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
经营性净利率(%)	-9.3	5.6	12.7	13.7	11.9	10.5	8.9	7.4
经营性净利润增速(%)	-3.8	170.1	214.6	13.1	-10.4	-8.0	-10.4	-13.5

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)
硫红	1.8%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	6.0
青霉素类	1.8%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	2.9
头孢类	4.6%	中等-	一般	一般	8.5%	11.22	1.3
其他	10.3%	中等+	一般	一般	8.3%	25.55	0.5
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
硫红(亿)	24.3	60.3	84.5	-	-	0.1	84.6
青霉素类(亿)	14.7	27.9	42.6	-	-	0.1	42.7
头孢类(亿)	-0.2	10.6	10.4	-	-	0.1	10.5
其他(亿)	-14.4	10.1	-4.3	-	-	-	-4.3
公司整体测算(亿)	24.4	108.8	133.2	-	-	0.3	133.5

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
硫红(亿)	46.4	23.0	69.4	-	-	0.1	69.5
青霉素类(亿)	26.4	8.7	35.1	-	-	0.1	35.2
头孢类(亿)	1.6	1.6	3.3	-	-	0.1	3.4
其他(亿)	-7.4	28.5	21.1	-	-	-	21.1
公司整体测算(亿)	67.1	61.8	128.8	-	-	0.3	129.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等。主要不利因素在于：原料药业务具有明显的周期属性，以及销量和成本相关数据较难高频跟踪，其未来收入、盈利能力预测可能容易产生较大偏离。

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。