

药明康德（603259.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月10日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	110.6
总市值	3264.37亿
PE-TTM	23.70
PB-MRQ	5.45

估值结果

	价值	2960亿
DDM估值	上行空间	-9.3%
	状态	合理估值
	价值	2879亿
动态估值	上行空间	-12%
	状态	合理估值

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

药明康德是全球领先的一体化CRDMO平台，服务全球制药与生物技术企业。公司在药物发现、临床试验及工艺开发到商业化生产全流程布局，以“跟随客户、跟随分子”的策略和国际化网络助力新药研发。

公司成长空间较好，未来营收增速处于中等偏上水平，公司盈利趋势较好，毛利率、市占率均有望提升。公司产业格局较优，进入壁垒较高、替代风险低，公司护城河极深，资源优势及技术优势较为明显，客户转换成本极高。由于CXO行业具有合规、认证壁垒，需长时间合作建立信任关系，公司深耕行业多年，与客户建立紧密合作关系，同时公司的一体化CRDMO布局也使得客户不愿意在中途更换供应商。

全球新药研发支出稳定增长，外包渗透率持续提升，公司市占率有望随着GLP-1类药物的火热需求实现中短期较快提升，远期随着客户更加信任而稳健提升。基于以上假设，公司当前估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

市场担忧当前CXO板块仍处于供过于求阶段，公司业绩可能继续承压。我们通过观察板块内资本开支、在建工程增速、员工数量等数据发现，2022年之后行业基本进入出清阶段，同时随着后续需求的回暖，行业有望完成过剩产能出清。药明康德作为行业龙头，近年CRO业务订单单价受到影响，但是得益于其一体化CRDMO布局，随着下游商业化生产项目的增加，整体利润水平仍实现提升，我们认为公司业绩或持续向好。

风险提示

地缘政治影响：由于关税影响具有不确定性，虽然当前公司或CDMO行业不直接生产药品出口至美国，但未来若层层加码，跨国药企或寻求和CDMO企业共担关税，或将影响公司盈利能力。

投融资回暖不及预期：中小biotech研发支出与投融资额关联性较大，若其融资受阻，或推迟部分早期研发项目进度，从而影响公司短期业绩。

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	5
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	6
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	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
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	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

药明康德成立于2000年，是全球领先的一体化CRDMO平台，为医药和生命科学行业提供从新药发现到生产的全流程服务。公司业务涵盖化学药研发、生物学研究、临床前测试和临床试验，并在亚洲、欧洲、北美设有运营基地，构建了完善的全球网络。药明康德以严格的国际质量标准和完善的知识产权保护赢得高度认可，凭借独特的CRDMO模式帮助客户降低研发门槛、提升效率。公司致力于推动新药研发和医疗创新，让更多好药更快惠及全球患者，践行“让天下没有难做的药，难治的病”的愿景。

2. 业务介绍

对于药明康德公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

CRO：

公司CRO业务涵盖化学药和生物药，提供从药物发现、临床前到临床试验的全流程服务。上游为生命科学工具与原材料供应商，下游客户包括全球制药企业和生物技术公司。公司在核酸药物、蛋白降解、溶瘤病毒等前沿领域布局，依托DNA编码化合物库、蛋白生产等科研平台及全球化团队，助力客户提升研发效率，加速新药上市，同时为公司下游CDMO业务持续引流。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

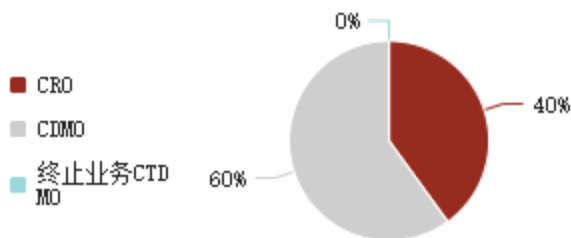
CDMO：

公司CDMO业务涵盖化学药工艺开发与生产，重点覆盖小分子及TIDES（多肽、寡核苷酸）。上游为精细化工原材料供应商，下游客户为全球制药及生物技术企业。公司通过“开发+生产”（D+M）一体化模式，提供从工艺优化、配方开发、试生产到商业化大规模生产的全流程服务，实现技术驱动的价值输出。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

终止业务CTDMO：

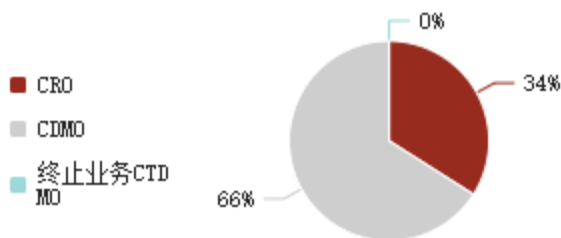
于2024年末，本集团已签订协议出售WuXi ATU业务的美国和英国运营主体及美国医疗器械测试业务，其原为高端治疗CTDMO业务，包括CAR-T等。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

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

公司作为一体化CRDMO的龙头，在CRO阶段需要大量优质人才完成订单交付，在CDMO阶段需要较多设备进行生产，使得公司具有较高的人力资源密集度和资产强度。同时公司需要一定强度的研发投入来提前进行生产工艺的研发和布局。公司不依靠单一客户或供应商，整体供应链集中度较低，具有一定的议价能力。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

资产强度旨在衡量公司长期经营资产绝对值及收入对其依赖程度，2024年公司固定资产和在建工程合计约247亿，固定资产周转率为0.52次，处于较高水平。公司CDMO业务从事药物及中间体的生产，具有制造业属性，需要扩产来实现营收的增长。同时下游客户需确定公司具有足够产能才会下订单，产能先行，导致公司资产强度较高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

研发强度旨在衡量公司业绩与研发费用的比例关系，2024年公司研发费用率为3.16%，处于中等水平。公司作为一体化CRDMO公司，能够在早期研发服务中较早把握行业风向，提前进行工艺开发等研究，保证到商业化生产阶段时公司工艺、生产水平处于领先，因此公司需要一定比例的研发投入。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

人力资源密集度旨在衡量公司业绩对人工的依赖程度，2024年公司直接人工成本约107亿元，约占收入的27%，处于较高水平。公司CRO业务属于人力密集型行业，需要大量优质化学、生物学工程师，订单、收入规模的提升需要配套更多的人才来完成。

3.4 整体供应链集中度

低 **较低** 中等 较高 高

整体供应链集中度旨在衡量公司对上下游的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为33.16%，前五供应商采购额占比为6.27%，综合处于较低水平。公司上游为生命科学工具与精细化工等原材料供应商，下游为跨国药企和中小Biotech，原材料来源较为多样化，客户较为丰富，使公司在产业链有一定的议价能力。

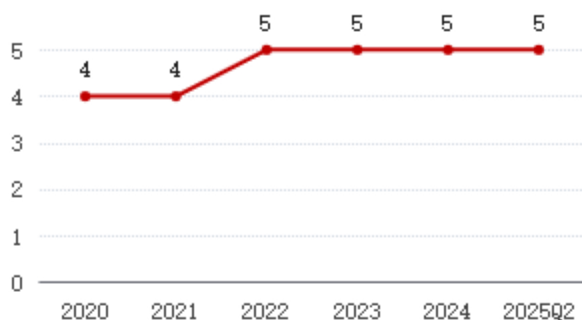
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力强、业务控制力及财务健康表现较好，源于其一体化CRDMO的布局，持续为下游商业化生产引流，提升公司整体盈利能力。公司历史成长能力有所震荡，主要系疫情期间特定商业化订单的扰动。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



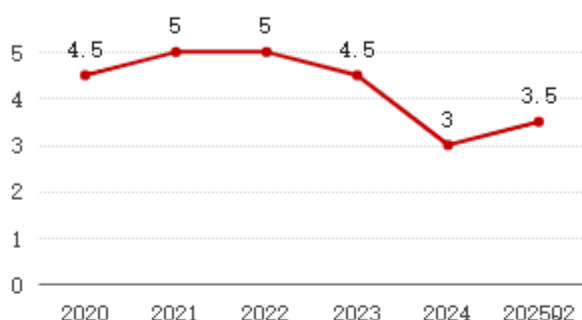
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力强，2024年ROE高于15%，扣非净利率高于25%，主要由于公司一体化CRDMO的布局，随着早期“R”端的订单持续临床推进，为下游商业化生产引流，由于商业化阶段毛利率较高，因此随着商业化产品越来越多，公司盈利能力持续提升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



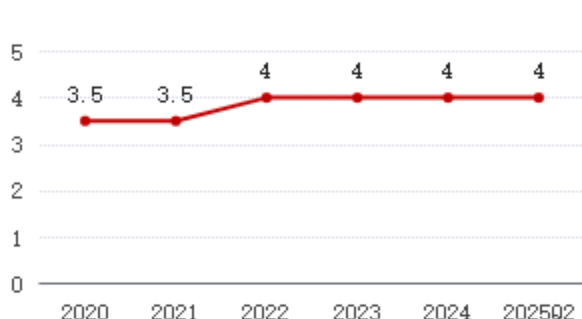
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力有所震荡，近期处于良好水平，2023年之前公司营收CAGR为45%，2024年营收基本持平，2025H1恢复增长（YoY+20%）。主要由于此前有较大规模的疫情相关特定商业化订单，随着这部分不可持续订单的逐渐消散，并且叠加海内外投融资的冷淡，公司业绩增速下滑。2025H1由于特定商业化订单影响逐渐减弱，海外投融资逐渐回暖，同时多肽类药物需求火热，公司营收增速回暖。

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及财务健康表现较好，2024年经营性现金流净额/营业总收入为31.62%，高于行业平均，主要系公司执行“跟随分子”策略，随着后期商业化生产订单的增加，公司盈利质量得到提升；上下游净占款/总资产为-8.94%，处于行业平均水平。

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

公司历史股东回报较好，2024年现金分红比例为30%，同时2025年已累计完成20亿元人民币的A股回购并注销，2025年已实施的回购股份及现金分红占2024年归母净利润的60%以上。主要系公司盈利能力强，同时保持合理的资本开支，管理层注重股东回报。

5. 四维评级

公司具有极强的护城河优势以及较好的产业格局，主要源于公司强大的转换成本、资源优势及技术优势护城河，使得行业进入壁垒较高，替代风险低。整个CXO行业具有较高的合规、认证壁垒，公司经过多年行业深耕，在该方面已有较好积累。同时经过多年合作，已与客户构建起信任关系。公司一体化CRDMO布局，进一步增加客户粘性，转换成本进一步提升，这也使得新进入者较难发展，公司的护城河得以持续。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力较强，未来5年营收CAGR预计高于10%。公司一体化CRDMO布局，对中小Biotech更友好，持续赋能全球新药研发，近年依靠GLP-1类药物的火热，公司在多肽领域的提前布局推动中短期业绩增长。

CRO(3星)：

公司CRO业务成长能力中等，未来5年该业务营收CAGR预计为10%左右。当前海内外医药投融资仍低迷，并且全球CRO行业海外龙头依然具有较强认证及合规优势，大客户稳定性强，基本盘较为稳固，公司需依靠自身CRDMO一体化优势，并且随着合作时间的增长，持续增强客户信任，稳步增长。

CDMO(3.5星)：

公司CDMO业务成长能力较强，未来5年该业务营收CAGR预计为15%左右。公司持续受益于自身一体化CRDMO布局，“R”端业务持续为下游生产引流，同时中短期受益于全球GLP-1类药物火热，公司在多肽类药物CDMO具有优势，有望实现较快增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好，预计毛利率将提升，同时市占率也有望提升。由于投融资处于低谷，CXO行业当前处于相对低点，后续有望回暖，带动整体行业盈利能力修复，同时公司提前布局多肽技术、产能，有望持续提升市占率。

CRO(3.5星):

公司CRO业务盈利趋势较好，主要系未来盈利展望、竞争格局及变化趋势较好。由于当前仍处于海内外医药生物投融资的低谷，中小Biotech较难获得资金推进研发，整体CRO订单价格承压。未来随着投融资的回暖，订单价格有望回暖，同时公司市占率有望提升，故盈利趋势较好。

CDMO(3.5星):

公司CDMO业务盈利趋势较好，主要系未来盈利展望、竞争格局及变化趋势较好。由于公司一体化、端到端的CRDMO布局，前期“R”端业务持续向后推进，为下游商业化生产引流，商业化生产阶段毛利率更高，盈利能力向好。同时公司当前在多肽方面有较强优势，受益于GLP-1药物的火热，公司盈利能力优于行业，且有望市占率提升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局较好，主要系行业进入壁垒较高、替代风险低。整个CXO行业都较为看重合规、认证情况，公司深耕行业多年，多年来合规表现优秀，与客户建立紧密合作关系。同时公司的一体化CRDMO布局也使得客户几乎不愿意在中途更换供应商，壁垒较高，替代风险低。

CRO(4星):

公司CRO业务产业格局较好，主要系行业进入壁垒较高、替代风险低。由于CRO行业较为看重合规、认证情况，同时需要长时间与客户构建信任关系，对客户来说转换成本较高，因此具有较高的进入壁垒，同时不易被替代。

CDMO(4星):

公司CDMO业务产业格局较好，主要系行业进入壁垒较高、替代风险低。由于药品生产场地、设备、工艺都写进注册资料，更换需要经过监管审批，甚至需要补充临床，同时制作工艺转移复杂且昂贵，并且也存在和客户之间的信任关系，对客户来说转换成本较高，因此具有较高的进入壁垒，同时不易被替代。

5.4 护城河

★★★★★

公司整体护城河表现优异，主要系盈利能力强，经壹评级调整后ROE近30%，ROIC为27.3%，来源于其强大的转换成本、资源优势及技术优势护城河。

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
CRO	(4星) 公司CRO业务护城河宽度良好，主要系盈利能力较强，经壹评级调整后ROE为23.3%，ROIC为21.4%。主要源于公司较强的客户认可度以及相较于海外龙头的成本优势。	(5星) 公司CRO业务护城河持续性优异，其核心护城河来源为转换成本和资源优势。由于CRO行业较为看重合规、认证情况，同时需要长时间与客户构建信任关系，因此转换成本为公司核心护城河，并且随着公司持续与客户合作获取信任，该护城河有望继续提升。公司相较于海外龙头企业，享受国内工程师红利，大量优质化学、生物学人才资源也是公司护城河，未来随着国内经济发展，该护城河可能小幅减弱。
CDMO	(5星) 公司CDMO业务护城河宽度优异，主要系盈利能力极强，经壹评级调整后ROE、ROIC均高于30%。主要源于公司商业化生产项目增多，同时在多肽领域公司优势明显，利润表现更优秀。	(4.5星) 公司CDMO业务护城河持续性优异，其核心护城河来源为转换成本、资源优势和技术优势。由于药品生产场地、设备、工艺都写进注册资料，更换需要经过监管审批，甚至需要补充临床，同时制作工艺转移复杂且昂贵，并且也存在和客户之间的信任关系，因此转换成本为公司核心护城河，并且随着公司持续与客户合作获取信任，该护城河有望维持或提升。公司相较于海外龙头企业，享受国内优质的化工产业链，具有性价比更高的原材料，该资源优势未来可能随着化学药的占比相对下降而小幅减弱。中短期受益于GLP-1类药物的发展，公司多肽业务的技术优势较强，未来随着同行的学习进步，该技术优势可能小幅减弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

全球新药研发支出稳定增长，外包渗透率持续提升，公司市占率有望随着GLP-1类药物的火热需求实现中短期较快提升，远期随着客户更加信任而稳健提升。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前基本处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：CRO、CDMO，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：

CRO：

收入假设：

- 1) 全球新药研发支出：参考Evaluate Pharma等机构预测，年均增速在2-3%左右。
- 2) 外包渗透率：由于新药研发回报率的下降，以及中小Biotech在未来新药研发中占比的提升，整体外包渗透率持续提升，预计2030年达到60%。
- 3) 临床前阶段市占率：公司相比海外龙头，与Biotech的合作更为紧密，同时公司的成本和交付效率的优势也更符合中小Biotech的需求，伴随着中小Biotech在未来新药研发中占比的提升，预计公司市占率缓慢稳健提升，在我们的计算口径下2030年由现在的6.3%提升至7.4%，远期市占率趋近海外龙头。
- 4) 临床阶段市占率：由于当前全球范围临床试验仍以美国市场占大头，而临床试验较为考验公司在当地与监管部门、医院、政府等机构的合作情况，出于地缘政治的考量，我们预计该部分市占率基本维持稳定，远期微增。

盈利能力假设：

- 1) 直接人工成本：由于CRO行业为人才密集型行业，收入的增长需要工程师数量的增长，因此我们计算历史单位收入对应的直接人工成本，取其均值作为远期标准，每年CRO直接人工成本=CRO收入*CRO单位收入直接人工成本。
- 2) 间接费用：这里我们将公司业务视为CRDMO整体，计算出历史单位收入对应的间接费用，使用2024年最新数据作为远期标准，每年CRO业务对应的间接费用=CRO收入*单位收入间接费用。

CDMO：

收入假设：

- 1) 全球新药研发支出、外包渗透率同CRO业务收入假设部分。
- 3) 市占率：由于公司的一体化CRDMO布局，前期“R”端客户、分子持续向后推进，公司商业化生产订单越来越多，在全球的市占率逐步提升。同时公司近年在多肽领域有工艺、产能、客户等优势，预计中短期市占率快速提升，在我们的计算口径下2030年由现在的7.3%提升至10.5%。但由于公司体内仅包含化药CDMO业务，未来全球药物市场中生物药占比可能提升，故远期公司市占率存在上限，并且可能微降至9%左右。

盈利能力假设：

- 1) 直接人工成本：计算历史单位收入对应的直接人工成本，取其均值作为远期标准，每年直接人工成本=CDMO收入*CDMO单位收入直接人工成本。
- 2) 间接费用：这里我们将公司业务视为CRDMO整体，计算出历史单位收入对应的间接费用，使用2024年最新数据作为远期标准，每年CDMO业务对应的间接费用=CDMO收入*单位收入间接费用。
- 3) 原材料成本：计算历史单位收入对应的原材料成本，由于近期存在原料价格下降，故远期预计恢复至2023年水平，每年原材料成本=CDMO收入*单位收入原材料成本。

表2：公司整体业绩预测

药明康德	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	393.5	403.4	392.4	431.0	487.3	556.0	618.7	685.2
归母净利润(亿)	88.1	96.1	94.5	146.6	136.6	155.6	167.8	175.9
归母净利润增速(%)	72.9	9.0	-1.6	55.1	-6.8	13.9	7.8	4.8
经营性净利润(亿)	81.1	93.1	85.4	113.5	130.3	151.0	164.9	174.5
经营性净利润增速(%)	97.5	14.8	-8.3	32.9	14.9	15.9	9.2	5.9
经营性归母净利润(亿)	80.3	92.2	84.3	112.1	128.7	149.2	162.9	172.4
经营性归母净利润增速(%)	97.0	14.9	-8.5	32.9	14.9	15.9	9.2	5.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

CRO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	154.1	166.4	157.4	173.4	192.6	211.8	229.2	246.7
收入增速(%)	21.5	8.0	-5.5	10.2	11.0	10.0	8.2	7.6
经营性净利润(亿)	28.4	31.5	25.8	27.9	33.7	38.8	41.1	43.7
经营性净利率(%)	18.4	18.9	16.4	16.1	17.5	18.3	17.9	17.7
经营性净利润增速(%)	28.3	10.9	-18.0	8.1	20.8	15.2	5.9	6.3
CDMO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	216.4	216.2	215.3	257.6	294.7	344.1	389.5	438.5
收入增速(%)	173.2	-0.1	-0.4	19.6	14.4	16.8	13.2	12.6
经营性净利润(亿)	60.8	67.6	73.0	85.6	96.6	112.2	123.8	130.9
经营性净利率(%)	28.1	31.3	33.9	33.2	32.8	32.6	31.8	29.8
经营性净利润增速(%)	181.2	11.1	8.1	17.2	12.9	16.1	10.3	5.7
终止业务CTDMO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	23.1	20.8	19.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	0.3	-10.1	-4.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-8.1	-5.9	-13.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-35.0	-28.6	-68.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	-203.1	26.7	-126.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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)
CRO	7.4%	中等	较好	强	8.0%	17.88	42.8
CDMO	5.3%	中等-	较好	强	7.8%	17.22	128.5
终止业务CTDMO	-	--	一般	一般	9.3%		-
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
CRO(亿)	125.0	562.6	687.5	87.0	8.9	-	765.7
CDMO(亿)	340.6	1641.2	1981.8	155.7	24.3	-	2113.2
终止业务 CTDMO(亿)	-0.1	-	-	-0.1	-	-	-0.1
公司整体测算(亿)	465.5	2203.8	2669.4	242.7	33.2	-	2878.8

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
CRO(亿)	375.4	384.1	759.5	87.0	8.9	-	837.6
CDMO(亿)	1040.0	950.8	1990.8	155.7	24.3	-	2122.2
终止业务 CTDMO(亿)	-0.1	-	-	-0.1	-	-	-0.1
公司整体测算(亿)	1415.3	1334.9	2750.3	242.7	33.2	-	2959.7

数据来源：壹评级

6.4 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强，但由于公司历史业绩随着全球投融资情况具有一定波动，同时公司产品与服务不像部分行业具有高频可追踪数据，因此对估值确定性有一定削弱。

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。