

迈瑞医疗（300760.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	医疗健康	价值	3295 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	248.04	DDM 估值 上行空间	9.6%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	3007.34 亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	32.77	价值	2962 亿	护城河	★★★★★
PB-MRQ	7.70	动态估值 上行空间	-1.5%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

迈瑞医疗为国内医疗器械龙头企业，主要从事生命信息与支持、体外诊断以及医学影像的销售。公司销售产品在国内占据重要市场份额，广受市场认可。

公司注重研发投入，持续依托研发投入跟进行业最新前沿技术，推动旗下产品更新迭代；同时产品生产依托大体量优势形成规模效应，利润空间充足，具有优秀的护城河属性。产业格局方面，在医械国产化持续推进的大背景下，公司市场地位将稳步提升。公司三种产品类别远未达到市场饱和，均具有很强的增长潜力。公司业务市场规模将保持稳定增长，但增长规模有限，成长空间一般。受医械集采降价、规模扩大影响，公司未来盈利趋势一般，利润率或将压缩。

以公司未来各产品线市占率达成市场稳态为基准，结合国内外市场空间增量假设，公司当前估值处在合理水平。

我们区别于市场的观点

市场对于迈瑞医疗普遍认为公司未来极具增长潜力，估值仍存在较大上行空间，对营收预测很多基于既往年份的线性外推得出。我们分析公司试剂产品线市场空间及利润率水平后认为，迈瑞医疗未来的成长空间或将不及激进预期之高，在综合行业景气度现状后更多处于温和增长水平。因此，当前公司估值已经处在相对合理水平。

风险提示

受当前国内医院财务承压，医疗设备招投标需求不足因素影响，公司未来产品销量及财务表现存在低于预期风险。公司注重海外市场拓展，若国际市场对国内医械企业的态度在未来发生转变，公司海外市场战略的实施则面临挑战。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源高端度	5
3.4 客户集中度	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

迈瑞医疗主要从事医疗器械的研发、制造、营销及服务。公司主要产品覆盖三大领域：生命信息与支持（PMLS）、体外诊断（IVD）以及医学影像（MIS），拥有国内同行业中最全的产品线，以安全、高效、易用的“一站式”产品和IT解决方案满足临床需求。着眼于广阔的市场空间以及增长新机遇，公司还布局了动物医疗、微创外科、及自动体外除颤器等高潜力业务，并逐年增加投入，以期种子业务逐步成为公司未来发展的力量。

2. 业务介绍

对于迈瑞医疗公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医学影像业务：

公司医学影像领域产品丰富，包括超声诊断系统、数字X射线成像系统等。在超声诊断系统领域，为医院、诊所、影像中心等提供覆盖从超高端到低端的全系列超声诊断系统，以及逐步细分应用于放射、妇产、介入、急诊、麻醉、重症、肝纤等不同临床专业的专用解决方案。在数字X射线成像领域，公司为放射科、ICU、急诊科提供包括移动式、双立柱式和悬吊式在内的多种数字化成像解决方案。我们对该竞争市场界定为面向国内外市场销售的医学影像器械。

体外诊断业务：

体外诊断（IVD）产品是指用于对取自人体的样品（例如血液、尿液、脑脊液、组织液等）进行体外检测，从而为疾病的诊断和治疗提供信息的试剂、仪器、耗材等。公司体外诊断领域产品丰富，主要包括化学发光免疫分析仪、血液细胞分析仪、生化分析仪、凝血分析仪、尿液分析仪、微生物诊断系统、糖化血红蛋白分析仪、流式细胞仪等相关试剂。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场销售的IVD试剂和仪器。

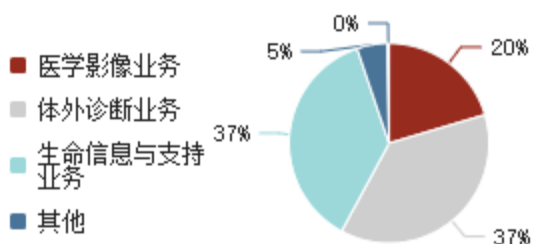
生命信息与支持业务：

生命信息与支持类产品是用于生命信息监测与支持的一系列仪器和解决方案的组合。公司生命信息与支持产品包括监护仪、呼吸机、除颤仪、麻醉机、心电图机等一系列用于生命信息监测与支持的仪器和解决方案的组合。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场销售的生命信息与支持产品。

其他：

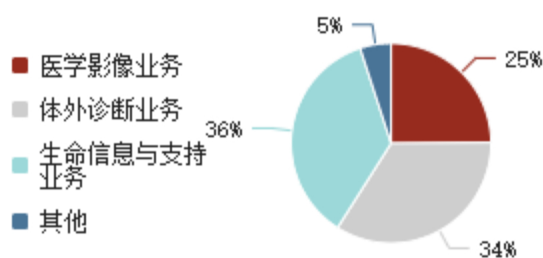
公司其他业务主要为电生理与血管介入类产品等其他类型医疗设备。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场销售的其他医械产品。

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

公司作为医疗器械行业龙头，主要向市场销售各类医疗器械盈利。公司注重产品的研发投入和研究人员配置，持续推动三大业务产品不断更新迭代。产品研发兼顾各级别产品线，技术指标对标国际领先水平。经过十几年产品研发迭代的推陈出新，公司各业务线在市场具有很高的普及度及很强的品牌影响力。

3.1 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司作为医疗器械行业龙头，主要向市场销售各类医疗器械盈利。公司注重产品的研发投入和研究人员配置，持续推动三大业务产品不断更新迭代。产品研发兼顾各级别产品线，技术指标对标国际领先水平。经过十几年产品研发迭代的推陈出新，公司各业务线在市场具有很高的普及度及很强的品牌影响力。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司各项产品线需要持续高强度研发投入，以维持产品技术竞争力。因此，公司研发强度高。2024年公司研发费率10.91%，近三年持续增长。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发各类产品需要具备相关学科背景的高技术人才，对高端人力资源的需求很大。2024年，公司研发人员共5259人，占公司员工总数的24.27%。研发人员平均薪酬46.5万元，人力资源高端程度高。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司面向医院提供生命信息与支持产品、IVD产品及医学影像产品，下游客户为国内外医院/医学实验室，客户集中度低，具备较强的需求稳定性。公司作为医械行业龙头企业，全国集采及省际联盟集采、医疗器械招投标中标占比高，产品在各院广泛分布。

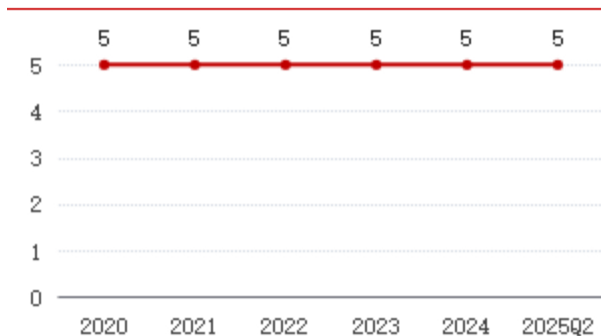
4. 历史经营绩效

迈瑞医疗的盈利能力强，成长能力近三年持续下滑，公司业务控制力较好，股东回报评级优秀。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



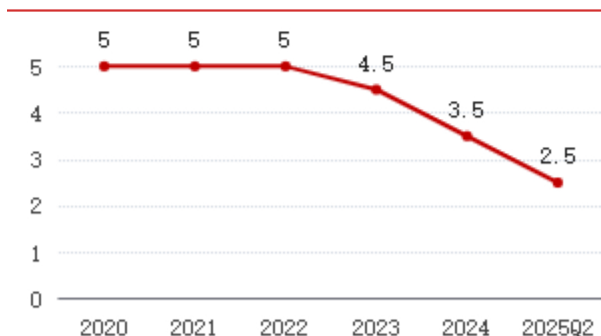
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力长期处于优秀水平。从近年财务数据看，公司2022年至2024年三年营业利润率分别为36.19%、37.42%和35.70%，显著高于行业平均水平。公司利润率稳健增长，盈利能力优秀，主要由于利润水平较高的体外诊断试剂收入占比提升，公司整体盈利能力位居医疗器械板块前列。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



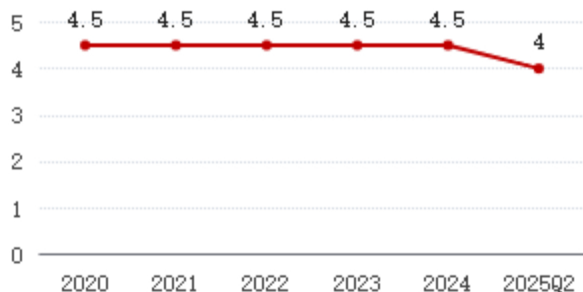
数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力在2023年以前受益于疫情期间院端采购需求激增，维持优秀水平。2023年以后，随着医疗领域行业整顿和设备更新需求前期透支带来院端采购推迟等因素，公司营收增速放缓，2023年增长15.04%，2024年增长收窄至5.14%。进入2025年，公司业绩受24年招标需求下滑拖累，成长性进一步下滑。

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



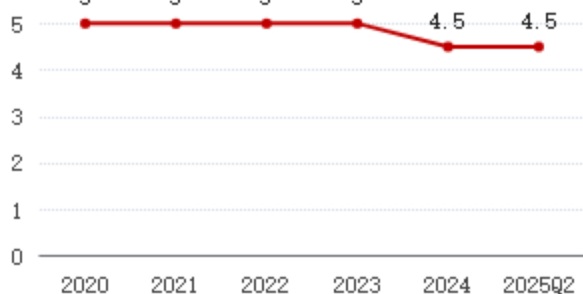
数据来源：公司财报，壹评级

公司历年经营性现金流表现良好，经营性现金流/营业总收入始终保持30%以上。占款能力良好，净占款占总资产比重维持2%以上水平。2025年，公司经营性现金流受制于行业景气度下行，销售回款减少，业务控制力变差。

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

公司往年ROE表现优秀，近三年维持在33%左右，远超行业平均水平。股东回报评级优秀。

5. 四维评级

公司作为国内出海医械企业成功代表，未来随着海外市场占有率不断提升，护城河将会进一步得到巩固。公司产业格局良好，因公司各设备品类长期看无替代风险，且业务本身存在较高技术壁垒，未来公司国内市场优势地位有望维持。公司成长空间一般，主要系未来行业市场增量有限。受国内竞争加剧对产品利润的影响，公司盈利趋势一般，各业务盈利表现相对均衡。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力主要靠传统强势业务——生命信息与支持类产品提供，此业务公司未来有望增强市场渗透率，创造更高业绩表现。其余业务目前相对饱和，未来预期市占率不会出现明显提升，因此成长空间相对较小。

医学影像业务(2.5星):

公司医学影像业务主要为超声设备及DR设备，当前行业空间相对饱和。中短期由于行业景气度修复情况以及院端需求复苏的不确定性，行业未来5年收入CAGR在10%-15%，5至10年衰减至5%-10%。受国产替代因素影响，中短期公司业绩增速预期高于行业增速，未来5年收入CAGR 15%-20%，至10年衰减至5%-10%，业务成长能力有限。

体外诊断业务(2星):

公司体外诊断（IVD）业务涉及IVD试剂和IVD仪器，行业趋于成熟，竞争充分，市场空间相对饱和。行业未来十年收入CAGR维持5%-10%，公司业务为行业平均水平，业务成长能力有限。

生命信息与支持业务(4星):

公司为国内生命信息与支持业务龙头，产品市场开拓能力良好。行业未来10年收入CAGR维持5%-10%，公司作为市场领先者，具备相对较强的扩张优势，成长能力较强。

5.2 盈利趋势

★★★★☆☆

公司产品等级划分清晰，高端产品线利润水平较高，与中低端产品线差距较大，中低端产品由于长期采取性价比竞争方式，整体利润率水平相对较低。未来随着公司产品技术迭代、高端化持续推进，公司产品利润空间将随着产品定位的提升而同步增大；与此同时，下游医院大批量采购各类设备保证了公司生产规模化，由此带来成本控制能力增强，公司的盈利能力有望进一步提升。

医学影像业务(3.5星):

公司传统医学影像业务处于自身领先下的一超多强格局。公司医学影像产品未来有望拓宽赛道，动物医疗、心血管器械等种子业务有望全面打开利润空间。总体来看，未来公司医学影像业务盈利趋势有望继续向好。经壹评级调整后的ROE水平高于20%。

体外诊断业务(3星):

对于体外诊断（IVD）产品线，行业当前呈现寡头竞争格局，公司在市场上的市占率显著领先。仪器的专精性质使其通常与试剂配套生产，占据较高市场份额的公司将会对试剂集采具备较好的抗降价能力，从而维持一定的利润空间。经壹评级调整后的ROE水平高于20%。

生命信息与支持业务(3星):

生命信息与支持设备受高市占率、大规模更新换代带来的生产规模效应利好所致，公司的产品利润空间得以维持，未来公司产品条线整体利润率有望稳定提升。经壹评级调整后的ROE水平高于20%。

5.3 产业格局

★★★★☆

行业对于进来者主要存在品牌、技术专利及规模经济成本控制上的挑战，这些因素共同构建起公司相对稳固的行业壁垒。公司的上下游均很分散，上游供应商存在被行业公司收购（如迈瑞收购海肽生物）的情况，总体对行业公司依赖较强。下游主要面对医院，产品为医院高度依赖、频繁使用的各类医疗设备，技术路线迭代清晰稳定，技术变革风险较低，行业品类替代风险低，公司产业格局良好。

医学影像业务(4.5星):

公司主要面向医院，客户集中度分散，上游行业集中度分散，无上下游行业垂直一体化威胁。公司产品各项指标均处于行业优秀水平，具备一定的市场优势。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，公司产业格局优秀。

体外诊断业务(3.5星):

体外诊断业务在院端试剂国产替代的大背景下，利好国内企业。公司主要面向医院，客户集中度分散，上游行业集中度分散，无上下游行业垂直一体化威胁。相对较大的IVD企业（如本公司）会采用收购上游原材料公司或自行研发生产的方式实现对上游的产业链整合，以增强自身竞争力。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，公司产业格局良好。

生命信息与支持业务(4星):

公司以该业务起家，在相关领域深耕多年，已全面占领中低端市场。随着未来高端产品线的全面铺开，公司有望实现相关细分领域的全面统治地位。公司主要面向医院，客户集中度分散，上游行业集中度分散，无上下游行业垂直一体化威胁。行业技术变革风险较低，品类替代风险低，公司产业格局优秀。

5.4 护城河

★★★★★

公司的护城河极深，相较于其他国内医械企业，在品牌、线下渠道以及规模经济方面具有无可比拟的护城河。海外市场竞争力处于优秀水平，产品全球认可度高。公司的ROE从2020年至2024年分别为32.29%、31.92%、33.38%、33.64%、32.58%，表现优秀。未来行业景气度有望持续恢复，看好ROE水平持续提升。

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
医学影像业务	(5星) 经壹评级调整后该业务ROE为52%，ROIC50.9%，表现优秀。该业务市占率27%左右，行业排名第一。公司的业务控制力为4星。未来公司将在更多产品种类上发力，护城河极宽。	(5星) 医学影像业务护城河由品牌、线下渠道和规模经济构成。公司影像业务品牌知名度高，产品的线下渠道便利度很高，方便和医院对接。影像设备的高市占率带来大批量生产，规模效应优势突出。未来公司品牌效应将会进一步增强，规模效应由市占率决定，也是竞争对手难以建立的优势。
体外诊断业务	(5星) 经壹评级调整后该业务ROE为49.4%，ROIC48.4%，表现优秀。该业务市占率10%左右，行业排名第三。公司的业务控制力为4星。未来公司将在更多产品种类上发力，护城河极宽。	(5星) 体外诊断业务护城河由品牌、线下渠道和规模经济构成。公司IVD业务品牌知名度高，产品的线下渠道便利度很高，方便和医院对接。IVD产品的高市占率带来大批量生产，规模效应优势突出。未来公司品牌效应将会进一步增强，规模效应由市占率决定，也是竞争对手难以建立的优势。
生命信息与支持业务	(5星) 经壹评级调整后该业务ROE为48.6%，ROIC47.5%，表现优秀。该业务市占率40%左右，行业排名第一。公司的业务控制力为4星。未来公司将在更多产品种类上发力，护城河极宽。	(4.5星) 生命信息与支持业务护城河由品牌、线下渠道和规模经济构成。公司以该业务起家，品牌知名度高，产品的线下渠道便利度很高，方便和医院对接。生命信息与支持设备的高市占率带来大批量生产，规模效应优势突出。未来公司品牌效应将会进一步增强，规模效应由市占率决定，也是竞争对手难以建立的优势。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

目前市场普遍广泛认为公司的估值仍存在较大上行空间，对营收的预测很多基于既往年份的线性外推得出。我们分析公司试剂产品线市场空间及利润率水平，对迈瑞医疗的各项关键指标进行综合分析，构建估值模型后认为，迈瑞医疗未来的成长空间或将不及激进预期之高，在综合行业景气度现状后更多处于温和增长水平。因此，当前公司估值已经处在相对合理水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务由生命信息与支持业务、体外诊断业务及医学影像业务构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

对于生命信息与支持业务：

1. 往期市场规模增长迅猛：公司业务拆分为监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机及手术灯业务，对2019年至2024年的市场规模算得调整后整体CAGR为6.04%。
2. 未来市场规模增长潜力大：预测各产品增长短期内不见顶，各产品未来增长至稳态分别可达36.1亿元、39.3亿元、48.5亿元、124亿元、88.2亿元，潜力较大。
3. 稳态市占率提升空间大：公司各产品稳态市占率还有提升空间，预测监护仪、除颤仪、麻醉机、呼吸机及手术灯市占率分别可达60%、65%、50%、40%和55%，长期营收保持稳定增长。
4. 海外市场预期向好：当前业务海外市场规模逐年增长，公司海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（年均5%-8%）贡献，以此得到各产品营收。

对于体外诊业务：

1. 往期市场规模增长迅猛：拆分化学发光、生化诊断及血液诊断业务，看好公司市占率增长，对2019年至2024年的市场规模算得调整后CAGR为6.06%。
2. 未来市场规模增长潜力大：预测各产品增长短期内不见顶，各产品未来增长至稳态分别为685.6亿元、291.9亿元及131.1亿元，潜力较大。
3. 稳态市占率提升空间大：公司各产品稳态市占率还有提升空间，预测化学发光、生化诊断及血液诊断市占率分别可达18%、20%和22%，长期营收保持稳定增长。
4. 海外市场预期向好：当前业务海外市场规模逐年增长，公司海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（年均2%-9%）贡献，以此得到各产品营收。

对于医学影像业务：

1. 往期市场规模增长稳健：拆分超声和DR业务，看好公司市占率增长，对2019年至2024年的市场规模算得调整后CAGR为3.16%。
2. 未来市场规模增长潜力大：预测各产品增长短期内不见顶，各产品未来增长至稳态分别为318.5亿元和178.3亿元，潜力较大。
3. 稳态市占率提升空间大：公司各产品稳态市占率还有提升空间，预测超声和DR市占率分别可达35%和18%，长期营收保持稳定增长。
4. 海外市场预期向好：当前业务海外市场规模逐年增长，公司海外市场增量主要由海外市场整体规模增速（年均5%-9%）贡献，以此得到各产品营收。

表2：公司整体业绩预测

迈瑞医疗	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	303.7	349.3	367.3	350.0	380.7	411.1	445.9	481.1
归母净利润(亿)	96.5	115.8	116.7	126.0	140.2	150.9	163.0	175.1
归母净利润增速(%)	20.4	20.0	0.7	8.0	11.3	7.6	8.1	7.4
经营性净利润(亿)	94.1	109.1	111.8	124.4	138.6	149.3	161.5	173.5
经营性净利润增速(%)	22.2	16.0	2.4	11.3	11.4	7.7	8.2	7.5
经营性归母净利润(亿)	94.1	109.2	111.1	124.4	138.6	149.3	161.5	173.5
经营性归母净利润增速(%)	22.1	16.1	1.8	12.0	11.4	7.7	8.2	7.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医学影像业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	64.6	70.3	75.0	85.5	96.0	107.3	120.0	130.9
收入增速(%)	19.1	8.8	6.6	14.0	12.3	11.8	11.8	9.1
经营性净利润(亿)	21.2	22.0	22.8	33.0	37.8	42.1	46.9	51.0
经营性净利率(%)	32.9	31.3	30.4	38.5	39.4	39.2	39.1	38.9
经营性净利润增速(%)	24.7	3.6	3.4	44.7	14.7	11.4	11.4	8.6
体外诊断业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	102.6	124.2	137.7	121.6	128.7	136.4	144.4	156.7
收入增速(%)	21.4	21.1	10.8	-11.7	5.8	6.0	5.9	8.5
经营性净利润(亿)	28.2	38.7	42.0	41.6	45.1	47.6	50.2	54.2
经营性净利率(%)	27.5	31.1	30.5	34.2	35.0	34.9	34.7	34.6
经营性净利润增速(%)	17.1	37.3	8.6	-1.0	8.3	5.5	5.4	8.0
生命信息与支持业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	134.0	152.5	135.6	122.9	135.0	145.3	158.3	169.2
收入增速(%)	20.2	13.8	-11.1	-9.3	9.8	7.7	8.9	6.8
经营性净利润(亿)	43.7	47.4	41.4	43.3	48.7	52.3	56.7	60.3
经营性净利率(%)	32.6	31.1	30.5	35.3	36.1	36.0	35.8	35.7
经营性净利润增速(%)	21.9	8.6	-12.8	4.7	12.4	7.2	8.5	6.4
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.4	2.3	19.1	20.0	21.0	22.1	23.2	24.3
收入增速(%)	1.2	-8.1	746.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	1.0	1.0	5.6	6.6	7.0	7.4	7.7	8.0
经营性净利率(%)	41.4	43.9	29.6	32.7	33.5	33.4	33.2	33.1
经营性净利润增速(%)	800.0	-2.6	470.1	16.3	7.6	4.5	4.5	4.5

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)
医学影像业务	5.0%	中低	非常好	强	7.8%	17.36	49.6
体外诊断业务	7.7%	中等	较好	强	7.8%	18.65	52.8
生命信息与支持业务	5.9%	中等	较好	强	7.8%	18.65	59.1
其他	5.0%	中等-	一般	一般	7.8%	12.68	7.9
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
医学影像业务(亿)	147.0	639.1	786.1	30.1	23.3	0.9	793.8
体外诊断业务(亿)	207.1	731.2	938.2	55.2	15.5	0.6	978.5
生命信息与支持业务(亿)	213.4	818.0	1031.4	54.3	9.8	0.4	1076.3
其他(亿)	31.2	74.6	105.8	7.6	0.4	-	113.1
公司整体测算(亿)	598.8	2262.8	2861.5	147.2	49.0	1.9	2961.6

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
医学影像业务(亿)	440.3	439.6	880.0	30.1	23.3	0.9	887.6
体外诊断业务(亿)	545.2	495.4	1040.6	55.2	15.5	0.6	1080.9
生命信息与支持业务(亿)	571.6	557.5	1129.1	54.3	9.8	0.4	1174.0
其他(亿)	75.3	70.5	145.7	7.6	0.4	-	153.0
公司整体测算(亿)	1632.4	1563.0	3195.4	147.2	49.0	1.9	3295.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖于公司财报以及以器械招投标和集采为代表的公开市场资料等。其中市场对于器械招投标情况的更新，存在一定的时滞性。耗材/试剂集中采购为院端需求主导的周期性行为，频率较低。对于估值假设的国内外市场规模、市占率及销售价格等数据，可能随着行业竞争加剧、新政策的出台及国际形势发生变化而产生偏差。

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。