

仙乐健康（300791.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	76.31 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	25.24	DDM 估值 上行空间	-1.6%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	77.57 亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	23.38	价值	77.49 亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	3.30	动态估值 上行空间	-0.1%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

仙乐为国内保健食品CDMO（合同研发生产商）龙头，公司前身为药企，近年来通过收购欧洲AYANDA和北美BF公司，海外业务占比于2024年过半。

公司的成长空间及盈利趋势星级处于中等水平，而产业格局较好、护城河较深。产业格局较好主要系行业具备转换成本及技术专利壁垒。护城河较深主要系公司的转换成本优势、专利优势较强，且未来该优势衰退的风险较小。公司通过远超行业平均的剂型、批文、配方的深厚储备，为客户提供更全面便捷的一站式解决方案，其客户的粘性强于同行。

我们假设公司未来将同时受益于保健食品行业代工率上升、及市占率提升，当前公司处于合理估值区间。

我们区别于市场的观点

目前市场对于仙乐在国内保健食品CDMO的市占率展望过于乐观，但市场大多忽略的是，一方面，其下游保健食品本身就较分散，且电商渠道占比的提升&注册备案双轨制的推出，更是加剧了行业长尾化。另一方面参照日本，其保健食品行业CR5也仅为27%，主要系行业中电商渠道占比达到最大。目前仙乐不断加大对电商等新渠道的布局，新消费客户的拓展成效较好；但我们也考虑到了电商渠道中由于新兴品牌崛起，整体集中度呈下滑趋势。故综上所述，我们预计公司未来市占率仅有望小幅提升。

风险提示

市场竞争加剧对公司开拓新客户的冲击；下游保健食品需求不及预期导致行业未来增速不及预期；跨境收购整合风险或国际贸易政策风险对海外业务盈利能力的负面影响。

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 研发高端度	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	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	13

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

仙乐是具有全球竞争力的中国保健食品合同研发生产（CDMO）龙头企业，专注营养健康食品B端业务，在保持保健食品已有优势的同时，积极拓展功能食品和健康零食领域，是国内第一家以营养健康食品B端业务为主营业务的上市公司，在B端市场具有较强影响力和知名度。

2. 业务介绍

对于仙乐健康公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

中国区保健食品CDMO：

对该业务的竞争市场界定为：中国区保健食品CDMO（合同研发生产）行业。其中保健食品界定为声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。而保健食品CDMO界定为保健食品品牌方（委托方）委托其他保健食品生产企业（即受托方）根据委托合同（协议）进行的生产活动。

美洲区保健食品CDMO：

对该业务的竞争市场界定为：美洲区保健食品CDMO（合同研发生产）行业。其中关于保健食品、保健食品CDMO的定义同上个业务。

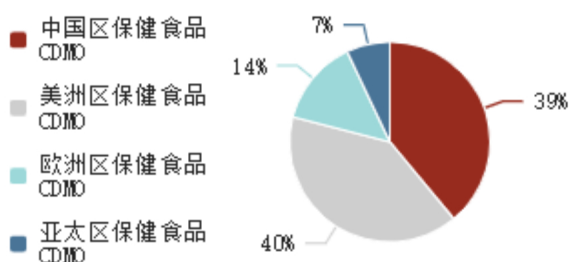
欧洲区保健食品CDMO：

对该业务的竞争市场界定为：欧洲区保健食品CDMO（合同研发生产）行业。其中关于保健食品、保健食品CDMO的定义同上个业务。

亚太区保健食品CDMO：

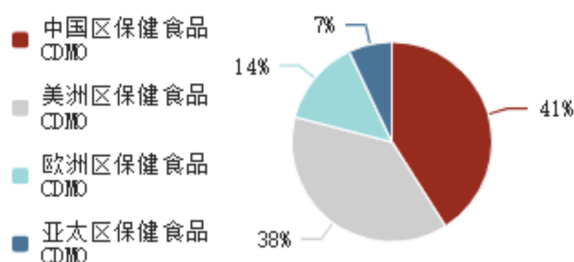
对该业务的竞争市场界定为：亚太区保健食品CDMO（合同研发生产）行业。其中关于保健食品、保健食品CDMO的定义同上个业务。

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

公司的主要销售模式为合同研发生产（CDMO），为品牌商提供一站式解决方案，处于产业链中游。因此资产强度较高、人力资源较为高端，研发高端度也高于其他消费品行业。公司不断推出前沿的营养健康食品解决方案，并开拓不同类型的客户，包括医药、食品、化妆品等众多行业的客户，故近年来客户集中度有所降低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重为42%。原因系：仙乐已布局中国、欧洲、美国的本土生产基地，并进一步在东南亚布局本土生产基地，逐步由本地供应+异地出口的供应方式过渡到以当地产能满足当地供应需求。

3.2 研发高端度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的研发高端度处于中等水平，相较其他消费品行业更高。2024年其人均研发费用为29万元。原因系：公司持续夯实研发实力，加强与高校、科研机构合作，强化技术和产品创新，以增强竞争力。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的人力资源高端度较高，2024年其人均薪酬为30.4万元，高于同行水平。原因系：公司始终重视高端技术人才引进，建立了由博士带领的产品研制团队，持续进行产品配方、剂型技术的开发与研究，为客户提供前沿创新的产品方案。

3.4 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司的客户集中度较低，2024年其top5客户营收占比为27.6%。一方面系：公司不断推出前沿的营养健康食品解决方案，并开拓不同类型的客户，包括医药、食品、化妆品等众多行业的客户，故近年来客户集中度有所降低。另一方面，下游保健食品品牌商的竞争格局本身比较分散。

4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司的成长能力、盈利能力星级均较高，业务控制力星级处于中等水平，股东回报星级较高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



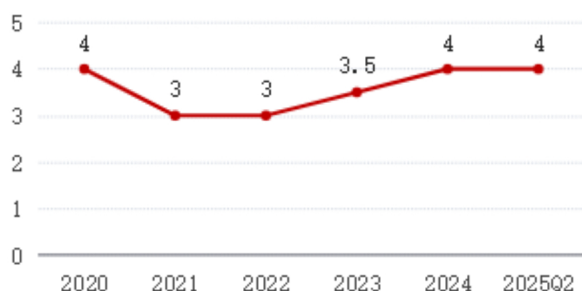
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力较为平稳且较好，2024年其ROE为13%。主要得益于领先同行的资产周转率。由于公司有较多蓝帽子储备，产品配方、功效好，对下游客户议价能力更强，经营性应收预付的周转率较高。

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

公司的成长能力自2023年起逐步回升至较高水平，2024年公司营收增速为18%，主要来自美洲区业务的贡献。2023年、2024年美洲区收入增速分别为93%、60%，得益于其2023年并表美洲区BF公司。若剔除并表，2023年美洲区内生收入有所下滑，系行业在去库存阶段。而2024年美洲区增速仍较高，系得益于行业去库结束后显著复苏。剔除并购部分看，公司的成长能力其实处于中等水平。

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



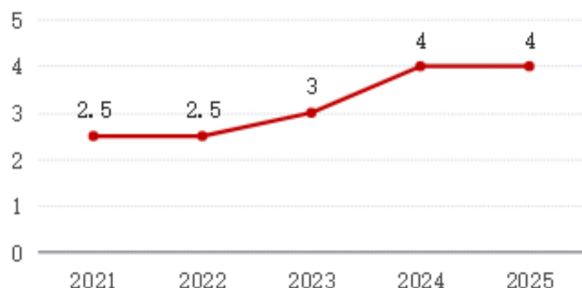
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力自2023年起有所下降，目前星级处于中等水平。其2024年的经营性现金流净额/营业总收入比例为13.5%、而2024年净占款/净资产比例为-11.7%，主要系为拓展海外渠道，适当放开部分应收账款，未及时回款。且公司在全球多地布局生产基地（如泰国工厂），前期投入资金较大，产能爬坡阶段可能影响短期现金流。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



公司股东回报能力自2023年起逐步上升，目前处于较高水平，主要系公司注重股东回报，分红率有所提升。公司2024年分红率为47%、股息率达2.5%。

数据来源：公司财报，壹评级

5. 四维评级

公司的成长空间及盈利趋势星级处于中等水平，产业格局较好，护城河较强。分地区看，中国区的盈利趋势及护城河相较美洲区&欧洲区更优秀。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间处于中等水平，其中美洲区成长空间相对较高，系美洲区行业已处于成熟期，未来可预测性较高；且公司自2023年并购美洲区BF子公司后，我们预计未来5年美洲区收入CAGR在10~15%。

中国区保健食品CDMO (3星)：

中国区成长空间星级处于中等水平。未来5年公司该业务收入CAGR预计为10~15%，增量主要来自国内保健食品人均消费额的提升、行业代工率上升、及公司市占率的提升。该业务未来可预测性一般。

美洲区保健食品CDMO (3.5星)：

美洲区成长空间星级处于较高水平。未来5年公司该业务收入CAGR预计为10~15%，增量主要来自来自美国保健食品行业代工率上升、及公司市占率的提升。美洲区该行业已处于成熟期，未来可预测性较高。

欧洲区保健食品CDMO (3星)：

欧洲区成长空间星级处于中等水平。未来5年公司该业务收入CAGR预计为5~10%，增量主要来自公司市占率的提升。欧洲区该行业已处于成熟期，未来可预测性较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势处于中等水平，其中中国区的盈利趋势相对美洲区、欧洲区更好，主要系公司在中国区的行业地位更高、在中国区的盈利能力领先于同行。

中国区保健食品CDMO (3.5星):

仙乐的中国区业务盈利趋势较好，中国保健食品代工行业本身集中度不算高（CR5仅为20%左右），但仙乐以差异化竞争为主，近年来市占率稳步提升至8%~9%，稳居龙一地位。考虑到公司积极拓展新消费渠道（如MCN、私域渠道）、且较有成效，预计未来其市占率仍有望提升，且在行业中有望维持较领先的盈利水平。

美洲区保健食品CDMO (2.5星):

仙乐的美洲区业务盈利趋势处于中等水平，美洲区保健食品代工行业集中度也不算高。仙乐通过并购美洲区BF公司，当前处于行业中部梯队，市占率约为2%。BF的主要客户包括iherb、Oily等知名品牌，且大客户保持着平均10年以上的深度合作，预计未来其市占率基本稳定。

欧洲区保健食品CDMO (2.5星):

仙乐的欧洲区业务盈利趋势处于中等水平，欧洲区保健食品代工行业集中度也不算高，系欧洲各国品牌偏好差异较大。仙乐于2016年完成收购Ayanda（德国领先软胶囊生产商），当前处于行业中部梯队，市占率约为1%，预计未来其市占率基本稳定。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局整体较好，在各区域的产业格局星级均较高，主要系行业的上下游议价能力较高、替代风险较低、且具备一定的进入壁垒。

中国区保健食品CDMO (3.5星):

仙乐的中国区业务产业格局较好。公司的产品以差异化竞争为主，且由于其上游行业分散、下游客户粘性强，故上下游议价能力较高。该行业具备一定的进入壁垒，包括品牌与渠道壁垒、转换成本壁垒、技术专利壁垒。仙乐在该行业的龙一地位稳固，主要产品相较竞争者的功效优势更明显；且其通过远超行业平均的更多剂型、批文、配方的深厚储备，可为客户提供更全面便捷的一站式解决方案。

美洲区保健食品CDMO (3.5星):

仙乐的美洲区业务产业格局较好，公司的产品以差异化竞争为主，且由于其上游行业分散、下游客户粘性强，故上下游议价能力较高。该行业具备一定的进入壁垒，包括品牌与渠道壁垒、转换成本壁垒、技术专利壁垒，仙乐美洲区BF子公司与其前十大客户（包括iherb、Oily等知名品牌）均保持着长期的深度合作。

欧洲区保健食品CDMO (3.5星):

仙乐的美洲区业务产业格局较好，公司的产品以差异化竞争为主，且由于其上游行业分散、下游客户粘性强，故上下游议价能力较高。该行业具备一定的进入壁垒，包括品牌与渠道壁垒、转换成本壁垒、技术专利壁垒。仙乐2016年完成收购Ayanda（德国领先软胶囊生产商），对复杂配方的研发制造能力不断增强。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河整体较强，其中中国区的护城河星级相对美洲区、欧洲区更高，主要系公司在中国区的盈利水平及市占率更高；且其转换成本&专利护城河在长期衰退的风险更低。

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
中国区保健食品CDMO	(4星) 该业务的护城河宽度星级较高，其经壹评级调整的ROE为27%、经壹评级调整的ROIC为16%，具有一定的超额收益，且高于其他两项业务。市占率为8.2%、业务控制力为三星，系公司为拓展新消费渠道，适当放开部分应收账款，上下游控制能力近年来略有减弱。	(4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备品牌、转换成本及专利护城河。公司专注CDMO领域，其品牌带来的产品质量信任度较高。公司通过远超行业平均的剂型、批文、配方的深厚储备，为客户提供更全面便捷的一站式解决方案，客户的粘性较强。该业务护城河在长期被侵蚀的可能性较低，系公司批文总数以及申请难度更大的注册证书数量在行业内都较为领先，竞争者赶超难度大。
美洲区保健食品CDMO	(3星) 该业务的护城河宽度星级为中等水平，其经壹评级调整的ROE为13%、经壹评级调整的ROIC为10%，具有一定的超额收益。市占率仅为2%、业务控制力为三星。近年来为拓展海外渠道，公司适当放开部分应收账款，未及时回款，故上下游控制能力有所减弱。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备转换成本及专利护城河。公司在海外已获得欧盟、美国、英国、澳洲等国的权威资质认证，彰显研发实力。且公司注重客户管理，在各地区的业务部门负责区域客户开发与维护、市场部负责国内外市场推广活动。但我们考虑到公司在美洲区的研发优势、客户粘性优势弱于中国区，故美洲区护城河在长期衰退的风险处于中等水平。
欧洲区保健食品CDMO	(2.5星) 该业务的护城河宽度星级为中等水平，其经壹评级调整的ROE为13%、经壹评级调整的ROIC为11%，具有一定的超额收益。市占率仅为1%、业务控制力为三星。近年来为拓展海外渠道，公司适当放开部分应收账款，未及时回款，故上下游控制能力有所减弱。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备转换成本及专利护城河。公司在海外已获得欧盟、美国、英国、澳洲等国的权威资质认证，彰显研发实力。且公司注重客户管理，在各地区的业务部门负责区域客户开发与维护、市场部负责国内外市场推广活动。但考虑到公司在欧洲区的研发优势、客户粘性优势弱于中国区，故欧洲区护城河在长期衰退的风险处于中等水平。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来将同时受益于保健食品行业代工率上升、及市占率提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，仙乐健康目前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：中国区、美洲区、欧洲区的保健食品CDMO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：中国区

收入假设：

- 1) 行业端：预计国内保健食品人均消费额有望提升，长期对标全球平均水平。而保健食品代工率的上升，预计驱动力来自两方面：一是电商渠道占比的提升，持续推动保健食品行业格局长尾化；二是中大型企业对创新剂型的需求。
- 2) 公司市占率：在传统渠道需求疲软背景下，公司积极开拓新消费市场。随着新消费渠道增量驱动+传统客户调整后整装待发，未来仙乐凭借自身创新剂型、专利研发优势，市占率有望小幅提升。

盈利能力假设：预计中国区毛利率基本稳定。

业务2：美洲区

收入假设：

- 1) 行业端：美洲区保健食品行业已处于成熟期，预计未来增速为低个位数。行业未来增量主要来自保健食品代工率的上升。
- 2) 公司市占率：公司在美洲区的研发优势、客户粘性优势弱于中国区，但BF子公司与其前十大客户（包括iherb、Ollly等知名品牌）均保持着长期的深度合作。预计未来市占率基本稳定。

盈利能力假设：随着BF子公司整合优化、产能爬坡后，其毛利率有望逐步优化。

业务3：欧洲区

- 1) 行业端：预计欧洲区保健食品代工行业未来增速为低个位数，驱动力主要为下游保健食品行业的增速。
- 2) 公司市占率：仙乐2016年完成收购Ayanda（德国领先软胶囊生产商），对复杂配方的研发制造能力不断增强，但考虑到其在欧洲区的研发优势、客户粘性优势弱于中国区，故预计未来市占率基本稳定。

盈利能力假设：考虑到公司加大市场费用投放，预计欧洲区盈利能力将有所下滑。

表2：公司整体业绩预测

仙乐健康	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.1	35.8	42.1	47.0	51.7	55.4	59.2	62.7
归母净利润(亿)	2.1	2.8	3.3	4.2	4.6	4.7	5.0	5.2
归母净利润增速(%)	-8.5	32.5	15.6	29.1	10.6	1.7	5.0	4.9
经营性净利润(亿)	1.9	2.8	3.0	4.1	4.6	4.7	4.9	5.2
经营性净利润增速(%)	-10.2	47.8	7.3	39.6	10.7	1.7	5.0	5.0
经营性归母净利润(亿)	1.9	3.2	3.4	4.1	4.6	4.7	4.9	5.2
经营性归母净利润增速(%)	-10.2	72.9	5.7	21.1	10.7	1.7	5.0	5.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

中国区保健食品CDMO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.9	18.5	16.6	18.2	20.1	21.2	22.3	23.2
收入增速(%)	2.3	24.1	-10.3	9.6	10.5	5.2	5.4	4.0
经营性净利润(亿)	1.0	2.3	2.0	2.0	2.2	2.2	2.3	2.4
经营性净利率(%)	7.0	12.5	11.8	11.2	11.0	10.4	10.3	10.3
经营性净利润增速(%)	-19.9	120.6	-15.3	3.9	8.9	-0.8	5.2	3.8
美洲区保健食品CDMO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.4	10.4	16.7	18.8	20.3	21.7	22.9	24.0
收入增速(%)	35.9	93.0	59.6	13.0	8.0	6.9	5.1	5.0
经营性净利润(亿)	0.5	-0.4	0.1	1.2	1.4	1.4	1.5	1.5
经营性净利率(%)	8.4	-3.4	0.7	6.4	6.8	6.5	6.5	6.4
经营性净利润增速(%)	10.8	-179.3	133.8	889.3	15.3	2.7	4.2	4.1
欧洲区保健食品CDMO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.0	5.3	6.0	6.5	7.0	7.4	7.9	8.3
收入增速(%)	-9.2	33.8	14.2	8.1	6.8	6.6	5.7	5.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
经营性净利率(%)	7.4	12.6	10.0	10.3	10.2	9.7	8.8	8.7
经营性净利润增速(%)	0.6	130.0	-9.9	11.8	5.6	1.6	-4.4	3.7
亚太区保健食品CDMO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.8	1.6	2.8	3.4	4.3	5.1	6.1	7.2
收入增速(%)	2.8	98.6	77.4	22.1	25.4	18.5	21.0	18.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
经营性净利率(%)	10.2	9.3	10.3	7.0	6.6	6.5	6.9	6.8
经营性净利润增速(%)	1.3	82.4	95.5	-17.2	18.0	17.5	28.2	16.7

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)
中国区保健食品 CDMO	2.7%	中低	较好	强	7.5%	16.5	2.4
美洲区保健食品 CDMO	3.2%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	1.5
欧洲区保健食品 CDMO	3.2%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	0.7
亚太区保健食品 CDMO	10.6%	中等+	一般	一般	7.8%	14.44	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
中国区保健食品 CDMO(亿)	7.9	29.2	37.2	2.1	-	-	39.2
美洲区保健食品 CDMO(亿)	4.8	16.2	21.0	1.6	-	-	22.6
欧洲区保健食品 CDMO(亿)	2.6	7.5	10.1	0.8	-	-	10.9
亚太区保健食品 CDMO(亿)	-0.5	5.0	4.6	0.3	-	-	4.8
公司整体测算(亿)	14.8	58.0	72.8	4.7	-	-	77.5

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
中国区保健食品 CDMO(亿)	19.2	15.4	34.6	2.1	-	-	36.7
美洲区保健食品 CDMO(亿)	11.9	8.5	20.4	1.6	-	-	22.0
欧洲区保健食品 CDMO(亿)	6.4	4.2	10.6	0.8	-	-	11.4
亚太区保健食品 CDMO(亿)	1.9	4.1	6.0	0.3	-	-	6.3
公司整体测算(亿)	39.4	32.2	71.6	4.7	-	-	76.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性较高。虽然盈利预测的关键数据（行业规模、公司市占率等）的披露频次仅为每年一次，数据的可持续跟踪程度一般。但行业的相关历史数据较为透明，且海外市场已处于成熟期，未来竞争格局大幅变化的可能性小，故对于未来预测的确定性较高。

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。