

长春高新（000661.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

赵方明
中药、CRO
物制品行业
研究员、生

2025年11月10日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	105.06
总市值	428.58亿
PE-TTM	44.69
PB-MRQ	1.86

估值结果

价值	561.87亿
DDM估值	上行空间 31%
状态	偏低估
价值	557.18亿
动态估值	上行空间 30%
状态	偏低估

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

长春高新是以医药为核心、地产为辅的国有控股企业，旗下金赛药业为生长激素龙头，百克生物专注疫苗创新，华康药业聚焦中成药研发，高新地产稳健运营，构建多元协同的医药产业集团。

公司成长空间中等，未来5年营收CAGR预计约6%，公司盈利趋势一般，预计利润率将下滑。公司产业格局优异，进入壁垒高、替代风险低，公司护城河较深，线下渠道及技术优势较为明显，主要系公司产品较早进入各临床终端，渠道壁垒较高，同时为保持产品竞争力，公司持续较大规模研发投入，技术优势也具备一定壁垒，并且核心产品生长激素在治疗部分病症时具有不可替代性。

随着长效生长激素占比的提升，公司生长激素收入有望实现稳健增长，金纳单抗等创新管线有望贡献新增量，其他各项业务基本维持稳定或微降。基于以上假设，公司当前偏低估，主要系市场对创新药风险偏好下降，公司创新管线估值未完全反映在当前市值中。

我们区别于市场的观点

市场认为公司核心产品生长激素承压后，整体增长乏力。首先，我们认为核心产品生长激素随着适应症的拓宽以及社会对相关病症重视程度的提升，将由粉针、水针向长效生长激素进行结构性的升级，因此仍具有收入增长空间。其次，公司创新管线陆续进入收获期，叠加优秀的商业化能力，这部分也将为公司提供成长动能。

风险提示

长效生长激素推广不及预期：考虑到长效生长激素便捷性和医从性的优势，因此当前核心假设为长效生长激素未来占比提升，推动整个行业价值量提升。若实际推广不及预期，将影响公司业绩。

研发管线进展不及预期：当前公司维持较大规模研发投入进行创新转型，盈利预测中涉及对部分创新管线产品未来营收的预测，若相关管线进展不及预期，将影响公司业绩。

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 营销强度	6
3.4 整体供应链集中度	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	7
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	8
5.1 成长空间	8
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
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	7
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	9
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

长春高新是一家以医药为核心、地产为辅的国有控股企业，实际控制人为长春新区国资委。公司成立于1993年，1996年上市，现形成基因工程药、生物疫苗、现代中药三大板块，旗下拥有金赛药业、百克生物、华康药业和高新地产。核心子公司金赛药业深耕生长激素领域，产品广泛用于儿童生长发育治疗，国内市场份额领先；百克生物专注疫苗研发与生产。凭借稳固产业布局与持续创新，长春高新已成为国内医药创新的重要力量。

2. 业务介绍

对于长春高新公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

金赛药业：

金赛药业是国内生长激素龙头企业，隶属长春高新，主营生长激素及相关治疗药物，属于生物制药行业。公司以儿童及妇女健康为核心，产品涵盖生长发育迟缓、性发育异常、肥胖及辅助生殖等领域。上游为重组蛋白生产及药用原料供应商，下游客户为全国医院及患者群体。公司依托强大研发体系和专业营销网络，产品覆盖全国32个省市2800多家医院，品牌认知度高，在国内生长激素及妇儿健康用药市场保持领先地位。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

百克生物：

百克生物是国内领先的创新疫苗企业，隶属长春高新，主要从事人用疫苗的研发、生产与销售，属生物制药行业。公司拥有带状疱疹、鼻喷流感、水痘及狂犬疫苗等产品，形成较完善的产品线。上游为生物原料及生产设备供应商，下游客户包括各级疾控中心及接种机构。公司具备完整的疫苗研发与产业化体系，重点布局差异化及创新型疫苗，如重组带状疱疹、阿尔茨海默病疫苗等，产品和管线协同推进，竞争优势显著。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

中成药：

华康药业是长春高新旗下专注中成药研发、生产与销售的现代化制药企业，属中药制造行业。公司核心产品为血栓心脉宁片、银花泌炎灵片，均为医保目录品种，市场占有率高。上游主要为中药材供应商，下游客户为医院及零售药店。公司积极推进创新中药研发，“小儿黄金止咳颗粒”完成注册现场核查，银花泌炎灵片扩展适应症进入申报阶段。潜力品种疏清颗粒、清胃止痛微丸纳入医保后销量增长，产品梯队完善，具有成长动能。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

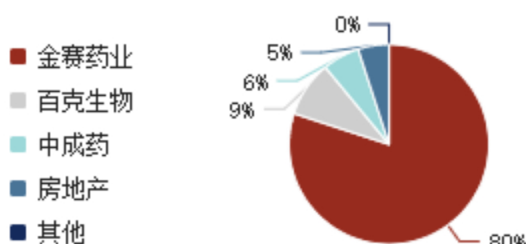
房地产：

高新地产是长春高新旗下专业房地产开发企业，主要从事住宅、商业及配套物业的开发与销售，业务区域集中在长春市。上游涉及建筑材料及施工服务供应商，下游为居民及商业客户。公司持续推进“精准定位+高效去化”策略，加快康达旧城改造项目库存去化进程，并通过优化户型、完善配套、推出差异化优惠实现稳健销售。同时，高新地产正由传统住宅开发向多业态、轻资产运营转型，逐步融入医药产业生态体系，助力集团协同发展。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

其他：

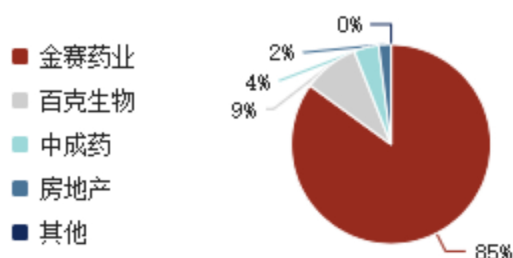
公司其他业务主要为服务业，如物业服务、医药相关配套服务、其他辅助服务等。上游为人力资源机构、行业专家、信息服务提供商等，下游为业主、医药企业、科研团队等。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

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

公司主要产品为生物制品，其生产对环境、流程、设备的要求较高，使得公司拥有较高资产强度。核心产品生长激素经历了迭代，需要大量学术推广和市场教育，因此公司拥有高营销强度。同时公司需要对现有产品进行技术升级和工艺优化，并且开拓新领域，因此公司拥有高研发强度。公司不依靠单一客户或供应商，整体供应链集中度较低，对上下游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90亿，处于较高水平，固定资产周转率为2.73次，周转速度较慢。公司主要产品为生物制品，其生产环境、流程、设备的要求显著高于化学药品，导致其固定资产强度更高，同时公司还有部分房地产业务，虽然营收占比不大，但是其重资产属性依然对公司有所影响，综合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16.09%，处于高水平。公司此前主要靠生长激素贡献成长，近年加大研发强度，积极对现有产品进行技术升级与工艺优化，巩固市场份额，同时致力于拓展新领域、研发新产品。在儿科内分泌、儿科综合、成人内分泌、女性健康、肿瘤、皮科医美等业务板块均有战略布局，大幅提升研发投入水平。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

营销强度旨在衡量公司业绩对营销的依赖程度，2024年公司销售费用率为32.97%，处于高水平。公司核心产品为生长激素，该领域产品迭代频繁，从粉针到长效制剂均需大量学术推广和医生培训，同时生长激素治疗周期长、患者群体分散，公司需投入较高成本进行市场教育和患者管理，从而维持公司龙头地位。

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28.07%，前五供应商采购额占比为16.21%，综合处于较低水平。公司上游为重组蛋白生产及药用原料供应商，下游为渠道/终端医疗机构，公司在整体产业链中话语权较强，具有较强的议价能力，有助于公司维持较高利润水平。

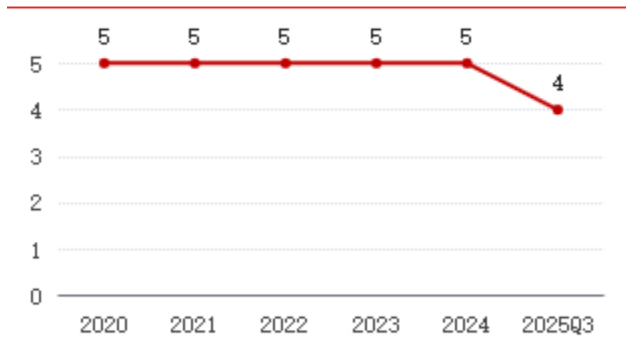
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力强，源于核心产品高毛利的属性，近期由于行业竞争加剧，盈利能力出现小幅下滑。公司历史成长能力持续下滑，近期处于较差水平，主要系核心产品增速下滑，叠加子公司疫苗、房地产业务承压。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



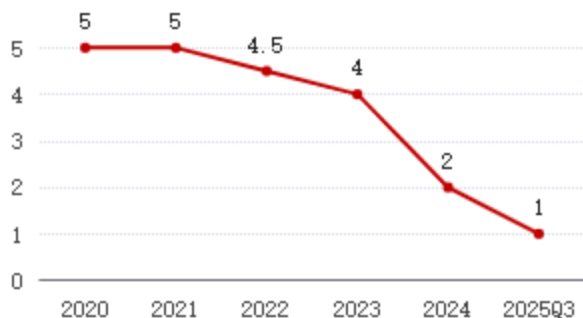
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力强，2020-2023年ROE均高于20%，扣非净利率高于30%，2024年ROE为11%，扣非净利率为21%，出现下滑，主要系核心产品在带量采购和竞争压力下价格被压，营收下滑，同时公司加大研发/推广投入，并且因终止长效生长激素美国申报项目，对已资本化的1.33亿元开发支出全额计提减值所致，但是得益于其多年龙头地位，公司产品依然能维持较好盈利水平。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



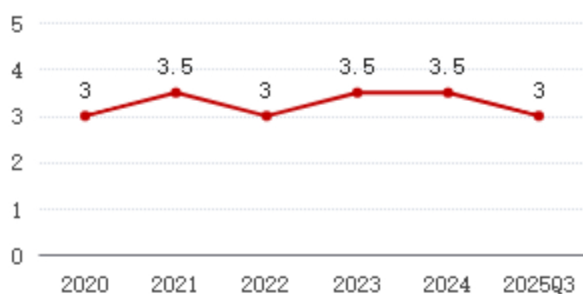
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力持续下滑，近期处于较差水平，2024年营收增速为-7.55%，归母净利润增速为-43.01%，均出现下滑。主要由于核心产品市占率已处高位，叠加近期行业竞争加剧，增长面临压力；同时疫苗、房地产业务受行业环境限制，业绩大幅下滑。多因素综合作用下，公司成长能力较差且呈下滑趋势。

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



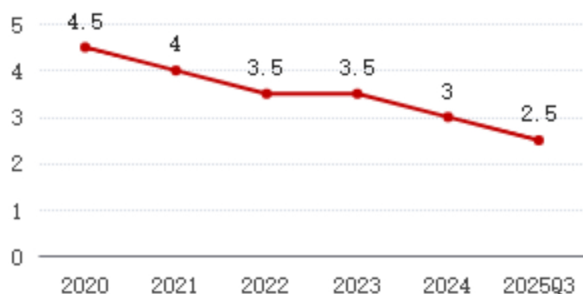
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现良好，2024年经营性现金流净额/营业总收入为23.05%，高于行业平均，主要系公司盈利质量优于同行；上下游净占款/总资产为-7.92%，低于行业平均，主要系医院终端回款较慢，存在对公司占款。

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

公司历史股东回报一般，2024年现金分红比例为40%，股息率不到2%，主要系公司近年进行创新转型，试图从生长激素单轮驱动切换为生长激素+创新管线双轮驱动，需要持续较大的研发投入，故而现金分红比例中等。

5. 四维评级

公司具有优秀的产业格局和极强的护城河优势，主要源于公司较强的线下渠道和技术优势。公司起步较早，整体终端布局较为完善，线下渠道优势明显，利于后续创新管线上市后销售，同时持续的研发投入，保证创新管线具有较强的竞争力，公司的护城河得以持续。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约6%。子公司金赛药业随着长效生长激素占比提升以及创新管线上市有望实现增长，子公司百克生物和高新地产预计随行业整体承压，综合导致业绩增速一般。

金赛药业(2.5星)：

子公司金赛药业成长能力一般，未来5年该业务营收CAGR预计7%左右。由于公司主营产品为生长激素，随着新生儿出生率的下降，预计该市场增速放缓。未来增速还有一部分来自创新管线，但由于当前总营收规模较大，预计中短期对增速贡献有限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势一般，预计利润率将下滑。由于核心子公司金赛药业的长效生长激素需进行市场推广&教育，以获得更多的使用，同时需要持续较大的研发投入，以维持创新管线的竞争力，故总体利润率将受到影响。

金赛药业(2.5星)：

子公司金赛药业盈利趋势一般，主要系竞争格局较差并且预计持续恶化。由于公司主营产品为生长激素，其中粉针、水针受集采压价，而在长效生长激素领域，竞争对手特宝生物的产品已获批上市，预计竞争格局持续恶化，市占率或受到影响。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局优异，主要系生物制品行业的进入壁垒高、替代风险低、上下游较为分散。公司产品主要销售在各临床终端，渠道壁垒较高，同时由于技术体系的高复杂性、成果的难复制性，也存在技术优势壁垒。核心产品生长激素在治疗部分病症时具有不可替代性，并且公司上游原材料来源分散，下游为渠道/终端医疗机构，因此公司在产业链具有议价能力。

金赛药业(4.5星)：

子公司金赛药业产业格局优异，主要系生物制品行业的进入壁垒高、替代风险低。对于已经集采的粉针和水针来看，品牌和渠道决定了其终端销售情况，对于长效生长激素来说，其研发上市需要较大的投入，具有技术专利壁垒，同时生长激素在治疗部分病症时具有不可替代性。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河表现优异，主要系盈利能力较强，经壹评级调整后ROE、ROIC近20%，来源于其线下渠道和技术优势护城河。

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
金赛药业	(5星) 子公司金赛药业护城河宽度优异，主要系盈利能力较强，经壹评级调整后ROE为37%，ROIC为32%。同时公司市占率较高，在国内整个生长激素领域市占率排名第一，主要由于公司起步早、技术领先，在临床端认可度高。	(4.5星) 子公司金赛药业护城河持续性优异，其核心护城河来源为线下渠道和技术优势。由于公司起步早，在各医院终端布局较广，有稳定的学术推广体系，构成了公司的线下渠道护城河，且该优势在此后新产品上也可复用，预计持续性较强。技术方面，公司进行创新转型，较大规模投入研发，当前创新管线布局较好，因此预计技术优势护城河也能持续。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们认为：1) 随着长效生长激素占比的提升，公司生长激素收入有望实现稳健增长。2) 金纳单抗获批后随着市场教育和患者认可度的提高，有望在5-6年内达到销售峰值。3) 随着带状疱疹疫苗的推广，百克生物的营收有望在近年实现增长。4) 中成药、房地产及其他业务基数较低，并且预计无太大变化。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前偏低估，主要系市场对创新药风险偏好下降，公司创新管线估值未完全反映在当前市值中。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：金赛药业、百克生物、中成药、房地产、其他，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：

金赛药业：

收入假设：

- 1) 生长激素：按0-14岁人口、矮小症发病率算潜在患者，假设在潜在患者中金赛市占率稳，此外预计金赛的产品结构中粉针/水针/长效占比渐变为10%/65%/25%，长效费用降1/3；AGHD按人口、发病率算市场，预计远期渗透率10%，金赛市占率降至80%，两者求和。综合预计该业务未来五年CAGR约6.5%。
- 2) 金纳单抗：据痛风患者数，预计长期治疗率升至15%，其中IL-1 β 渗透率先到5%再降，预计费用亦降。预计7年左右达到销售峰值约10亿。
- 3) 促卵泡激素：按历史市场规模中枢预测，公司市占率降至60%。

盈利能力假设：

由于生长激素粉针和水针的集采，毛利率受到影响，预计未来长效生长激素市场规模较大后，也会出现价格的下降，以及对金纳单抗的假设中，也包含了年治疗费用下滑的预测，故预计毛利率长期来看下滑，但依然能保持较高水平（预计远期毛利率约90%）。

百克生物：

收入假设：

- 1) 带状疱疹疫苗：预计该疫苗品种在我国40-49岁人口渗透率0.15%升至0.8%（百克独占）；50岁以上渗透率0.6%升至4%，市占率32%降至15%，预计远期价750元/支。
- 2) 水痘疫苗：假设新生儿水痘疫苗两针法接种率60%升至90%，每年5%一针法儿童补种，预计百克生物市占率稳，假设远期单支价降至当前60%。
- 3) 流感疫苗：假设3-17岁冻干鼻喷流感疫苗接种率25%、四价占90%、假设百克生物的使用率5%升至7%；3-59岁液体鼻喷流感疫苗接种率10%、四价占90%、假设百克生物的使用率7%，价小幅降。

盈利能力假设：

对三种疫苗成本进行拆分，得到单支的直接材料成本、直接人工成本、制造费用成本、运输仓储成本，远期使其回归历史平均水平（预计远期综合毛利率约79%）。

中成药：

收入假设：

考虑到公司没有核心独家产品，预计与行业共同增长，给予近三年3%/2%/1%增速，后续维持稳定。

盈利能力假设：

由于公司没有核心独家产品，预计后续会随着行业竞争加剧，毛利率小幅下滑（预计远期毛利率约60%）。

房地产：

收入假设：

考虑到房地产行业的不景气，以及公司的战略转型，控制房地产业务规模，给予未来四年每年5%的降幅，后续维持稳定。

盈利能力假设：

由于房地产行业整体仍处于出清阶段，预计毛利率仍将小幅下滑（预计远期毛利率约25%）。

其他：

收入假设：

由于体量较小，且近年无较大变动，预计维持稳定。

盈利能力假设：

由于体量较小，且近年无较大变动，预计维持稳定。

表2：公司整体业绩预测

长春高新	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	126.3	145.7	134.7	136.4	148.8	164.4	173.6	176.7
归母净利润(亿)	41.4	45.3	25.8	24.0	25.3	27.5	28.1	28.6
归母净利润增速(%)	10.2	9.5	-43.0	-7.0	5.4	8.8	2.0	1.7
经营性净利润(亿)	41.9	48.0	27.4	25.5	27.3	30.0	30.5	30.3
经营性净利润增速(%)	9.1	14.5	-42.9	-7.0	7.1	9.9	1.7	-0.7
经营性归母净利润(亿)	41.2	45.5	26.1	24.8	26.1	28.3	28.8	29.3
经营性归母净利润增速(%)	11.2	10.6	-42.6	-5.1	5.2	8.5	1.9	1.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

金赛药业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	102.2	110.8	106.7	108.8	118.3	131.7	141.3	148.2
收入增速(%)	24.6	8.5	-3.7	2.0	8.8	11.3	7.3	4.9
经营性净利润(亿)	40.9	44.1	26.2	24.6	25.5	27.5	28.0	29.0
经营性净利率(%)	40.1	39.8	24.5	22.6	21.6	20.8	19.8	19.6
经营性净利润增速(%)	12.8	7.8	-40.7	-6.2	3.9	7.5	2.1	3.5
百克生物	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.7	18.2	12.3	12.1	15.2	17.7	17.6	13.9
收入增速(%)	-10.9	70.3	-32.6	-1.2	24.8	16.6	-0.3	-21.3
经营性净利润(亿)	1.7	4.9	2.3	2.0	2.9	3.7	3.6	2.5
经营性净利率(%)	15.6	26.9	18.6	16.7	19.1	20.9	20.6	18.2
经营性净利润增速(%)	-29.0	193.1	-53.3	-11.6	43.2	27.3	-1.7	-30.3
中成药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.6	7.0	7.6	7.9	8.0	8.1	8.1	8.1
收入增速(%)	2.6	6.7	8.5	3.0	2.0	1.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
经营性净利率(%)	5.3	6.3	7.6	8.5	8.0	7.5	7.0	6.4
经营性净利润增速(%)	-22.3	25.6	31.6	14.9	-3.8	-5.7	-6.5	-8.0
房地产	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.4	9.1	7.6	7.2	6.8	6.5	6.2	6.2
收入增速(%)	-2.8	41.9	-17.3	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	0.0
经营性净利润(亿)	-1.0	-1.5	-1.7	-1.8	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7
经营性净利率(%)	-15.8	-16.3	-21.9	-24.8	-26.0	-27.1	-27.8	-28.4
经营性净利润增速(%)	-43.7	-46.8	-10.7	-7.6	0.5	0.9	2.5	-2.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入增速(%)	-15.3	13.6	18.7	-9.1	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
经营性净利率(%)	-11.5	-5.9	-3.4	-1.6	-1.8	-1.9	-2.0	-2.1
经营性净利润增速(%)	-276.8	41.7	31.0	57.1	-8.5	-7.9	-6.4	-6.0

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)
金赛药业	4.4%	中等-	非常好	强	8.0%	18.15	28.6
百克生物	-10.9%	负增长	一般	一般	8.5%	6.85	3.0
中成药	-	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	0.5
房地产	-	中低-	一般	一般	9.3%	7.82	-1.7
其他	-	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	-0.0
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
金赛药业(亿)	113.0	381.4	494.3	44.6	2.6	-	536.3
百克生物(亿)	25.2	14.8	40.0	2.4	30.3	-	12.1
中成药(亿)	4.1	3.6	7.6	3.2	4.8	-	6.0
房地产(亿)	9.3	-9.5	-0.2	3.2	0.5	-	2.4
其他(亿)	0.1	-0.1	0.1	0.2	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	151.7	390.2	541.9	53.5	38.2	-	557.2

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
金赛药业(亿)	275.4	219.1	494.5	44.6	2.6	-	536.5
百克生物(亿)	41.5	2.7	44.2	2.4	30.3	-	16.3
中成药(亿)	7.1	1.6	8.7	3.2	4.8	-	7.1
房地产(亿)	6.8	-7.8	-1.0	3.2	0.5	-	1.6
其他(亿)	0.2	-0.1	0.1	0.2	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	331.0	215.5	546.6	53.5	38.2	-	561.9

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较强，历史业绩波动较低。但是由于公司部分创新管线仍处于早期阶段，实际销售具有不确定性，并且缺少高频数据进行参考，对确定性有一定削弱。

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。