

信立泰（002294.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2025年12月17日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	56.19
总市值	626.42 亿
PE-TTM	93.14
PB-MRQ	7.14

估值结果

价值	454.71 亿
DDM 估值	上行空间 -27%
状态	偏高估
价值	471.90 亿
动态估值	上行空间 -25%
状态	偏高估

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

信立泰是我国心血管领域老牌药企，集采前抗血栓仿制药“泰嘉”峰值超过30亿元，创新转型依旧专注心血管等慢病，核心单品已由“泰嘉”过渡为创新降压药“信立坦”和S086，业绩已重回增长。

公司仿制药集采不利因素即将出清，创新迈入收获期，新品陆续获批，成长空间高，但国内医保支付压力仍存，因此假设盈利趋势受限。公司是稀缺的慢病创新药标的，因此判断其产业格局好、护城河高。

我们假设公司仿制药即将集采风险出清，创新药则在信立坦维持稳定、新品放量的推动下增长。公司医疗器械市占率高，将受益于手术渗透率提升带来的市场扩容而增长，但后期仍有集采波动风险。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值偏高估，主要系JK07为潜在重磅单品，市场高关注，但尚处临床II期，我们设置风险调整系数，若进展顺利将提升估值，注意跟进调整。

我们区别于市场的观点

市场对公司在研管线JK07高度关注，在公司提出JK07“200亿美元”销售峰值后，市场反应火热。但我们认为现有进度和证据无法支撑“200亿美元”销售峰值故事，还是应当考虑研发风险，审慎估值。

风险提示

- 1) 药物研发不及预期风险：公司未来收入增长驱动力主要来自于创新药，潜在重磅管线JK07尚处临床II期，研发不确定性较高，若药物研发失利或导致公司收入不及预期。
- 2) 高血压治疗格局迭代超预期风险：当前高血压治疗格局较稳定，新药少，若迭代加速/出现疫苗等革命性治疗方式或恶化公司竞争格局。
- 3) 神经介入手术发展不及预期风险：公司医疗器械业务高度依赖狭窄类神经介入手术量，目前手术渗透率低、发展前景高，但若手术发展不及预期或导致公司产品需求疲软。

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 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
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	6
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	9
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	5
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	6
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

信立泰1998年成立，2000年率先推出抗血栓药“泰嘉”，销售峰值一度超过30亿元。2013年首个创新药“信立坦”上市，在2017年纳入医保后实现放量。2025年则迎来降压重磅新品S086。其在研管线中，JK07剑指百亿心衰市场，备受市场关注。

2. 业务介绍

对于信立泰公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

制剂：

制剂包括仿制药与创新药，信立泰制剂业务主要专注于心血管等慢病领域。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

JK07：

JK07是信立泰的一款在研管线，靶点NRG1，适应症为心力衰竭。目前处在全球II期临床中。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

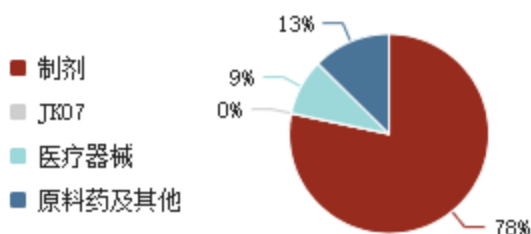
医疗器械：

医疗器械是指直接或间接用于人体的仪器、设备、器具等，用于疾病治疗、预防等。信立泰医疗器械核心产品是动脉载药支架，用于治疗血管狭窄类疾病的神经介入手术。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

原料药及其他：

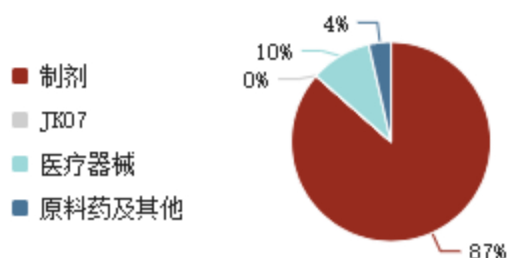
原料药即专利到期或即将到期的药品的活性成分，可直接用于制剂生产。从新建产能来看未来该业务主要匹配公司创新药的生产，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

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

公司战略重心聚焦创新药，研发周期长、投入高，公司需要持续的研发投入来保持专利优势，研发强度高。创新药研发难度大，技术上具备先进性，研发高端度高。下游为医院和患者，创新药由于价格高、价值高，需要大量市场教育，以建立较好的用药认知基础和品牌信任，营销强度高。

3.1 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

截止2024年末公司研发人员755人，占全公司员工人数21%，硕博占比39.7%。创新药是高科技产业，高学历人才密集。从成果来看，S086为全球第二款ARNI降压药，JK07是全球潜在同类中最佳药物，自研能力显著提升。综上，公司研发高端度较高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

2025年上半年公司研发投入5.42亿元，费用化2.35亿元，研发投入占营收25.43%。创新药研发周期长、失败率高、所需资金多，信立泰深度布局心血管等慢病领域，并拓展肾病、代谢等领域，同时公司大力推进小核酸等新一代药物平台建设，所需研发强度高。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 **高**

2025年上半年公司销售费用率39.25%。创新药均为最前沿的科学研究落地，且价格通常高于仿制药，市场认知度相对较低，需要大量投入和学术沟通来开展市场教育，让医生和患者了解并认可疗效、接受和处理副作用。因此，营销强度较高。

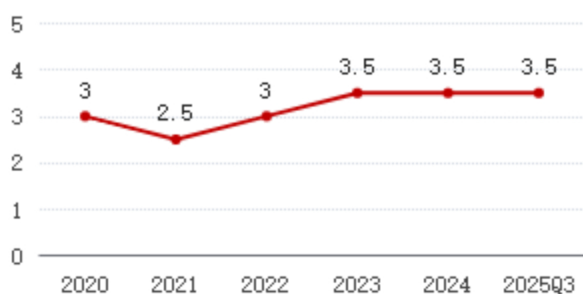
4. 历史经营绩效

公司是仿制药向创新药转型的心血管龙头企业，随着仿制药集采风险逐步出清、创新药获批加速，成长能力已从转型底部迈入快速增长期，盈利能力稳定修复，业务控制力持续优化。

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

公司盈利能力持续修复，2025年上半年毛利率75.31%，净利率17.61%。公司历史营收依赖仿制药大单品，受集采影响较重，但随着集采风险逐步出清、高毛利创新药占比提高，毛利率呈现修复态势，净利率仍受到高研发投入的一定影响。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



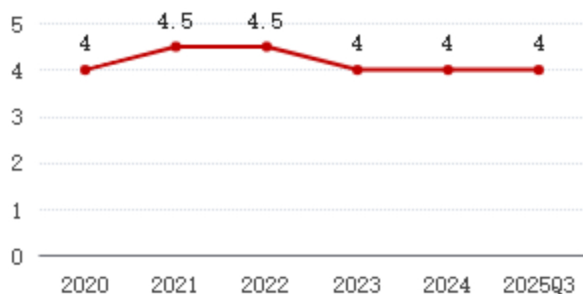
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力稳步提升，2024 年、2025 年上半年营收分别增长 19.22 %、4.32 %。提升原因主要系公司仿制药集采风险逐步出清，创新药放量推动营收增长，预计未来随着创新药获批增多，成长能力将稳步向上。

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



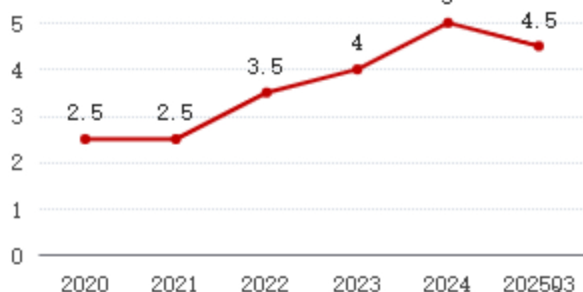
数据来源：公司财报，壹评级

2025 年上半年公司应收账款周转天数 51.44 天，业务控制力良好，主要系公司作为老牌心血管药物龙头，产品市占率高、建立了一定品牌力，具有较强势的产业链地位。

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

公司过去五年股东分红率维持高水平，2024 年分红率高达 92.52 %。公司重视股东权益，虽然面临业绩波动，但仍以较高的股东分红率和股息率来维护股东权益。

5. 四维评级

整体来看，公司成长空间优，盈利趋势中等，产业格局优，护城河宽且持续性较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

整体成长空间优。制剂受益于产品结构改变，创新药占比提升，成长空间优。医疗器械受益于市场扩容，公司产品有稀缺性，成长空间优。

制剂(4.5星):

预测未来5年该业务CAGR 超过20%，成长空间高，主要系公司积极向创新转型。公司仿制药集采风险主要集中在头孢呋辛续标，预计2025 年年内出清；而创新药S086、恩那度司他的新适应症获批，预计将推动营收高增长。

JK07 (5星):

预测该药物上市后5年CAGR 超过100%，成长空间极高。主要系JK07 通过差异化分子结构设计，对靶点进行“去副作用留疗效”的改造，有望成为心衰重磅药品，而心衰治疗需求大、药物竞争格局好，所以成长空间高。

医疗器械(3.5星):

预测未来5年该业务CAGR 为10%，成长空间中等。主要系狭窄类神经介入手术渗透率低，正处快速发展阶段，而手术所用的载药支架同类产品少，其中公司市占率高于同行，预计公司支架销售收入将受益于市场扩容增长。

原料药及其他(1.5星):

预测未来5年该业务CAGR 为2%，成长空间低。主要系该业务非公司核心业务，从新建产能来看，公司仅维持该业务线以匹配制剂生产需要。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

盈利趋势中等，主要系公司制剂产品主要在国内销售，而制剂在国内定位属于“保民生”产品，在医保支付能力未明显扩容下很难获得较大溢价空间。

制剂(3星):

公司仿制药在集采续标中仍有降价趋势，预计会进一步压缩利润空间，而创新药则预计会在医保谈判中降价，盈利趋势中等偏上。

JK07 (4星):

JK07 有望成为同靶点内最先上市且疗效最佳的药物，进度领先同类管线2-3年，疗效有望拓展至目前尚无药物针对的射血功能正常的心衰患者，因此对JK07 初上市价格预期较积极，可参考诺欣妥价格曲线，盈利趋势较好。

医疗器械 (0.5 星):

载药支架已被地方集采纳入，但由于现有厂家少，前期降价幅度温和，但预计未来随着厂家增多将进一步降价，可参考球囊等其他神经介入器械，因此盈利趋势差。

原料药及其他 (2.5 星):

该业务非核心业务，且是制剂上游，产品较为同质化，价格竞争较激烈，因此盈利趋势较差。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司是国内心血管等慢病领域的创新药械龙头，具有稀缺性，产业格局优。

制剂 (3.5 星):

公司主要深耕心血管、肾病等慢病领域，S086 为全球唯二的ARNI 降压药，JK07 更是革新性的抗心衰管线，是我国在该领域深度布局的稀缺标的，因此产业格局较好。

JK07 (4.5 星):

心衰标准疗法是联合使用多种不同靶点的药物，组合中不断纳入有效药物，因此不同靶点的抗心衰药物之间竞争格局好。而JK07 更是有望成为同靶点中最早上市、疗效最佳的药物，因此产业格局优。

医疗器械 (3星):

公司医疗器械核心产品为椎动脉载药支架，国内仅三款，公司市占率超过50%，但预计未来厂家增多，进一步集采后公司市占率预计将大幅下降，产业格局中等。

原料药及其他 (3星):

原料药工艺长期趋同，厂家均以拓展新品类来谋求新发展，单一品种内的竞争趋激烈。且原料药为非核心业务，公司布局较少，因此产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

信立泰是我国心血管慢病类创新药的龙头公司，布局早并已经建立了一定的降压新药品牌力，信立坦+S086+复方制剂的组合预计将全面围剿降压药市场，在研管线中，JK07 更是具备全球最佳潜质。综上，公司护城河较强且持续性好。

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
制剂	(3.5星) 制剂护城河宽度高，该业务经壹评级调整后ROE为16.8%，ROIC为16.4%，公司信立坦在ARB类降压药中市占率第一，主要系品牌力强、线下渠道优势和专利保护。业务控制力中等，主要系下游医院对公司占款能力强。	(5星) 该业务护城河为专利、品牌和线下渠道，可持续性高。创新药保持高售价的核心在于专利，公司在降压药布局管线多，包括复方制剂和小核酸新一代药物平台等；创新药为前沿科技，销售较依赖品牌和线下渠道，随着信立坦在医生和患者中认可度的提升，有望推动渠道和品牌同步发展，从而复用到其他创新药品类上。
JK07	(0.5星) JK07尚处临床II期中，开发结果仍有较大不确定性；但公司作为老牌心血管药企，在心内科已建立了一定的品牌力和渠道控制力，利好JK07上市后的推广放量。业务控制力中等，主要系下游为医院对公司占款能力强。	(4.5星) 该业务护城河为专利、品牌和线下渠道，可持续性高。随着JK07的上市，公司将完善专利保护，公司具备成熟的专利保护能力；且JK07在抗心衰药物中有稀缺性，随着JK07的上市销售，公司作为国产心血管药物龙头的品牌力和渠道力有望进一步被加强。
医疗器械	(3星) 医疗器械护城河宽度较好，该业务经壹评级调整后ROE为9.5%，ROIC为9.2%，公司椎动脉载药支架市占率60%，主要系专利、线下渠道和转换成本优势。业务控制力中等，主要系下游为医院对公司占款能力强。	(3星) 该业务护城河为专利、线下渠道和转换成本优势，可持续性一般。医疗器械专利保护期时间长，但绕开难度不大；竞争厂家均为国产厂家，线下渠道建设时间较短，绑定度和认可度不深厚；由于器械使用需要一定的学习和习惯时间，因此有转换成本，但由于该术式是新兴技术，发展时间短，无法建立广泛而强大的用户粘性。
原料药及其他	(0.5星) 原料药及其他护城河宽度低，该业务经壹评级调整后ROE为2.7%，ROIC为2.6%，主要系公司产品类分散且非核心业务投入较少，护城河为转换成本。业务控制力中等，主要系下游大型药企对公司占款能力强。	(3星) 该业务护城河为转换成本，可持续性一般。原料药转换成本主要由于原料药制剂关联注册机制，制剂厂商更换原料厂商需要重新注册，属于生态位锁定，但公司在该业务投入较少，因此可持续性一般。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司仿制药将在2年内完成集采风险出清，创新药业务则在信立坦维持稳定、S086和恩那度司他等新品放量的推动下保持增长，JK07则将在上市后受益于心衰治疗标准化推进而迅速贡献收入。公司医疗器械业务市占率高，将受益于手术渗透率提升带来的市场扩容而增长，但后期仍将受集采降价影响有波动风险。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值偏高估，主要系JK07为潜在重磅单品，市场关注度高，但目前处临床II期，我们给予较低的风险调整系数，若关键节点进展顺利将提升估值，应注意跟进调整。

6.1 核心假设及逻辑

公司当前核心业务包括制剂和医疗器械，未来潜在高增业务为JK07，我们分业务进行盈利预测并估值，分业务的预测核心假设及逻辑如下：

制剂：

收入假设：

1) 经测算仿制药显性期收入CAGR为-9%，进入半显性期后转正为2%，主要系显性期内出清集采续标风险。我们假设显性期内已续标品种量稳价稳，而待续标品种销量下降至80%、价格降幅50%（参考信立泰续标平均降幅）。

2) 经测算创新药显性期收入CAGR为40%，半显性期收入CAGR为3%，主要系显性期内大单品陆续获批推动收入高增长。我们分管线分别测算销售峰值， $\text{销售额} = \text{患病人数} \times \text{治疗率} \times \text{该类药物渗透率} \times \text{人均治疗费用} \times \text{信立泰市占率} \times \text{调整风险系数}$ ，测算管线主要包括信立坦、S086等系列降压药、恩那度司他等慢病药物，市占率假设主要参考上市位次、差异化程度、品牌力等。

盈利能力假设：

1) 我们假设仿制药毛利率两年下降至60%，后稳定。我们将仿制药分为集采前、集采后、集采续标后三大类，分别假设毛利率为80-85%、65-70%、60%，根据收入占比测算得到整体毛利率。

2) 我们假设创新药毛利率显性期内缓慢下行（年均下降0.5个pct），进入半显性期后逐步稳定在89%左右，主要考虑医保谈判定价限制和上市后的降价趋势。并假设研发费用率和销售费用率显性期内保持高位，半显性期随收入规模大幅增长而摊薄下降，主要考虑显性期内需保持研发和销售高投入以筑高专利和渠道护城河。

JK07：

收入假设：

经测算显性期内JK07收入CAGR超100%，2034年达到销售峰值30亿元（调整风险后），测算逻辑： $\text{销售额} = \text{全心衰患者人数} \times \text{治疗率} \times \text{NRG1类药物渗透率} \times \text{信立泰市占率} \times \text{年治疗费用} \times \text{风险系数}$ 。我们假设治疗率预计在我国心衰中心建设不断完善下保持增长，NRG1渗透率预计将在心衰标准化治疗推进下高增长，上市六年即达到81%（可参考ARNI类药物），信立泰市占率在上市前两年保持100%，后随同类药物上市竞争有一定下降但仍保持先发优势，费用参考诺欣妥价格曲线，风险系数考虑II期临床成功率。

盈利能力假设：

1) 我们假设毛利率显性期超过93%，远期下降至90%以下，主要考虑在医保降价后有一定下行空间。

2) 我们假设销售费用率显性期超过50%，远期下降至15%，主要考虑前期市场推广需要，后随收入规模增长和临床地位确立快速下降。

医疗器械：

收入假设：

经测算医疗器械显性期收入CAGR为10%，测算逻辑： $\text{销售额} = \text{患者人数} \times \text{狭窄类神经介入手术渗透率} \times \text{支架类渗透率} \times \text{载药渗透率} \times \text{信立泰市占率} \times \text{价格}$ 。我们假设手术渗透率预计将在更多临床证据支持下持续上行，载药支架和载药球囊将成为主要手术器械（平分份额），信立泰市占率将在参与厂家增多后下行但仍保持优势，价格参考球囊类价格曲线。

盈利假设：

1) 我们假设毛利率显性期末下降至74%，半显性期稳定，主要考虑未来竞争厂家增多推动集采进一步降价超过40%，降幅参考竞争已较为充分的球囊集采。

2) 我们假设研发费用率和销售费用率显性期内下行，主要考虑公司集中开发核心单品。

表2：公司整体业绩预测

信立泰	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	34.8	33.7	40.1	43.0	52.7	68.2	80.1	85.9
归母净利润(亿)	6.4	5.8	6.0	7.0	8.6	12.3	16.9	20.2
归母净利润增速(%)	19.3	-9.0	3.7	16.6	22.7	43.7	36.9	19.4
经营性净利润(亿)	5.3	5.3	5.5	6.7	8.3	12.0	16.6	19.8
经营性净利润增速(%)	27.3	0.0	3.6	22.1	23.9	45.5	37.7	19.9
经营性归母净利润(亿)	5.3	5.3	5.4	6.6	8.2	12.0	16.5	19.8
经营性归母净利润增速(%)	26.6	-0.5	3.1	21.7	24.0	45.8	38.1	19.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

制剂	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	29.3	26.5	31.9	33.9	42.8	57.4	71.1	75.4
收入增速(%)	13.4	-9.6	20.4	6.2	26.3	34.1	23.8	6.1
经营性净利润(亿)	5.4	5.7	4.9	6.0	7.6	11.3	16.0	19.2
经营性净利率(%)	18.6	21.7	15.3	17.7	17.7	19.6	22.5	25.5
经营性净利润增速(%)	32.0	5.6	-14.9	23.1	25.8	49.0	41.9	20.1
JK07	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	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	-0.1
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-18.7
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
医疗器械	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.0	2.2	3.1	3.8	4.5	5.3	3.4	4.3
收入增速(%)	70.6	114.6	41.7	24.9	17.1	19.3	-35.5	23.9
经营性净利润(亿)	-0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6
经营性净利率(%)	-8.5	4.3	14.1	14.0	13.1	12.1	13.2	15.1
经营性净利润增速(%)	52.4	209.8	361.1	24.2	9.1	10.5	-29.4	41.5
原料药及其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.5	5.0	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	5.7
收入增速(%)	8.4	11.3	3.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-0.1	-0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-1.9	-11.3	2.8	2.2	2.0	1.7	1.5	1.2
经营性净利润增速(%)	-142.6	-571.8	125.7	-19.1	-9.1	-10.6	-12.7	-15.5

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)
原料药及其他	2.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	0.1
制剂	2.3%	中等-	较好	强	7.8%	17.22	25.6
医疗器械	6.8%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	1.8
JK07	-20.2%	负增长	非常好	强	7.8%	11.57	15.5
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
原料药及其他(亿)	1.4	0.8	2.2	2.4	-	-	4.6
制剂(亿)	43.7	281.7	325.4	14.8	-	-	340.2
医疗器械(亿)	4.9	13.9	18.7	1.4	2.3	-	17.9
JK07(亿)	17.4	91.8	109.2	-	-	-	109.2
公司整体测算(亿)	67.4	388.2	455.6	18.6	2.3	-	471.9

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
原料药及其他(亿)	2.3	-0.5	1.9	2.4	-	-	4.2
制剂(亿)	162.3	189.5	351.8	14.8	-	-	366.6
医疗器械(亿)	9.0	15.4	24.4	1.4	2.9	-	22.9
JK07(亿)	41.1	19.9	61.0	-	-	-	61.0
公司整体测算(亿)	214.7	224.3	439.0	18.6	2.9	-	454.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信立泰估值确定性中等。公司创新药种类增多，院内院外均有销售，渠道分散，销售额等核心数据公司披露较少、可跟踪性差。此外JK07 尚处临床II期，II 期中期数据积极无法代表最终数据达标，心衰药物的临床终点（如心血管死亡、心衰恶化住院率）验证难度高，临床开发具有较大的不确定性，因此估值确定性中等。

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。