

亚辉龙（688575.SH）

公司报告 | 首次评级报告



张嘉英
医疗器械研究员

2026年1月29日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	14.64
总市值	83.65 亿
PE-TTM	58.37
PB-MRQ	3.09

估值结果

价值	107.66 亿
DDM 估值	上行空间 29%
状态	偏低估
价值	93.65 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

深圳市亚辉龙生物科技股份有限公司于2008年成立，公司专注于体外诊断产品的研发、生产与销售，拥有化学发光等六大体外诊断技术平台，产品涵盖自身免疫、感染免疫等七大领域，是国内体外诊断行业的龙头之一。

公司产品线按照自营业务、代理业务和流水线的角度拆分。公司研发产品持续依托科研创新、紧跟行业技术进步，进而推动公司旗下IVD产品持续更新迭代。公司核心业务由于高市占率带来的体量优势，规模效应显著，同时具备便捷的销售渠道，整体护城河优秀。公司作为国内IVD行业“化学发光五虎”占据行业龙头的位置，在产业格局方面，随着国产化进程的推进，公司的市场地位有望持续提升。另一方面，公司持续强化自身品牌形象，逐步剥离代理业务，未来预计将逐步成为全产品线自主生产销售的IVD企业。

假定公司自主业务及流水线的市占率提升，代理业务逐步剥离，公司当前估值整体处在合理偏低估水平。

我们区别于市场的观点

当前市场普遍缺乏对亚辉龙不同种类业务的详细分析，对公司代理业务往往采取线性外推的形式维持原有业务体量。我们深入分析后，结合行业实际情况的变化和当前公司战略，认为公司未来将逐步剥离代理业务线。并对流水线业务单独进行拆分测算，预测其未来将会先迅速增长，在渗透率接近饱和以后业绩再依托存量替代市场趋稳。

风险提示

需警惕行业政策风险：当前国内体外诊断产品实际受到医疗政策约束。集采政策在体外诊断领域的持续推进或将对公司产品定价形成压制，进而对公司业绩产生不利影响。

内容目录

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

深圳市亚辉龙生物科技股份有限公司于2008年成立，公司专注于体外诊断产品的研发、生产与销售，拥有化学发光等六大体外诊断技术平台，产品涵盖自身免疫、感染免疫、生殖健康等七大领域，覆盖国内过半的三甲医院，销往全球100多个国家和地区。近年来公司在“特色入院、常规放量”的指导策略下，凭借着在自免、生殖等特色项目上的优势，实现仪器的快速入院，在化学发光领域实现超过行业平均增速的高增长。

2. 业务介绍

对于亚辉龙公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

自营业务：

公司的自营业务主要为体外诊断（IVD）试剂和体外诊断（IVD）仪器。体外诊断试剂，是指用于体外检测人体液体、组织、细胞等样本中有关生理、病理和药物代谢方面的生化、免疫学、细胞学、分子生物学等指标的试剂。体外体外诊断仪器，是指在体外环境下用于检测人体样本的医疗设备，能够对人体血液、体液、分泌物、排泄物或其他生物样本中的特定物质进行定性或定量分析。我们对公司自营业务的市场界定包含国内外的IVD试剂和仪器业务。

代理业务：

亚辉龙的代理业务聚焦于体外诊断（IVD）领域，涉及所有非自产医械产品的销售。产品主要包括体外诊断产品及相关耗材，代理厂商主要涉及贝克曼（Beckman Coulter）、碧迪（Becton Dickinson）、沃芬（Werfen）等。我们对公司代理业务的市场界定包含公司在国内外市场的所有代理销售业务。

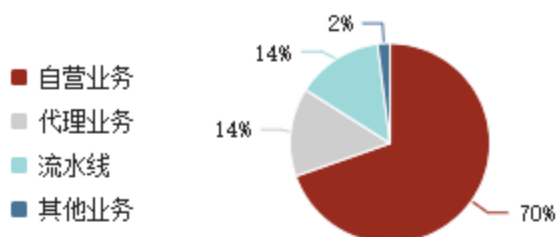
流水线：

流水线特指IVD流水线，全称为全实验室自动化系统（TLA），将不同的分析仪与分析前后的实验室分析系统通过自动化传输轨道串联起来，在信息化网络的住到控制下，构成流水线作业的组合，达到流程最优化、效率最大化的目的。其中，生化免疫流水线将生化分析、化学发光法免疫分析仪结合于一体，主要应用在临床检测领域，能够有效提高生化免疫检测效率。我们对该业务的市场界定为国内流水线业务。

其他业务：

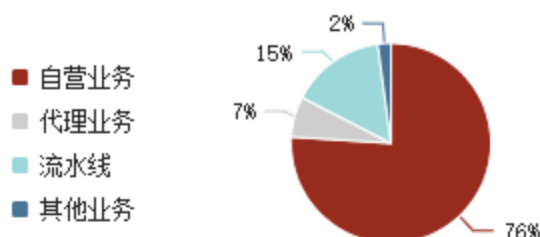
主要为软件与信息化服务等，我们对该业务的市场界定为公司经营的其他业务为支撑主营业务发展的辅助性业务或战略储备业务，在公司营收中的占比相对较低。

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

公司作为国内医疗器械IVD行业龙头之一，以销售IVD试剂及配套设备盈利。公司注重研发投入与研究人员配置，以技术力推动IVD产品线不断更新迭代，在IVD试剂与仪器的国内外试产竞争中取得优势。从下游情况分析，由于公司面向全国医院及医学实验室提供IVD产品。下游客户集中度低，具备相对较强的需求稳定性。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司各项产品线，尤其是IVD流水线需要持续高强度研发投入以维持技术指标竞争力。因此，公司的研发强度很高。2024年公司研发支出总额占营收比重超过16%，逐年提升。

3.2 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发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681人，占公司员工总数的38.85%，占比持续提升。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司面向医院提供IVD产品，下游客户为国内外医院及医学实验室，客户集中度较低。具备较强的需求稳定性。公司作为IVD行业龙头企业，在以免疫诊断为代表的各级试剂集采中占据相对可观的市场份额，产品服务遍及各地医院。

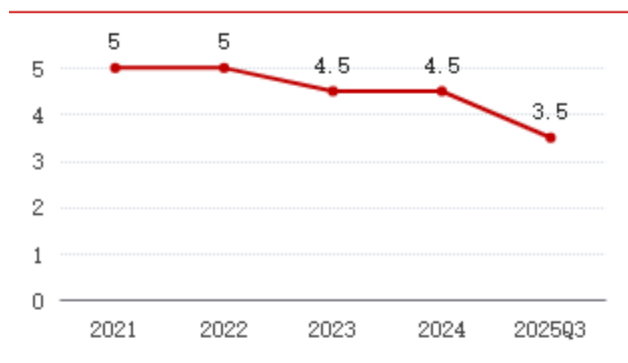
4. 历史经营绩效

亚辉龙盈利能力表现良好；成长能力近年来存在持续下滑趋势，表现较差；业务控制力表现良好；股东回报呈现下滑趋势。公司整体经营状况随着行业景气度变化而承压，未来经营存在一定挑战。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



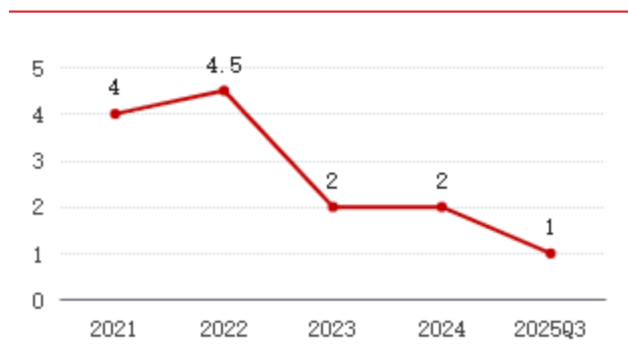
数据来源：公司财报，壹评级

公司在疫情期间表现优秀，产品需求高企，利润较高。随着疫情结束，IVD产品需求下滑，结合近年来IVD试剂纳入集采，公司的盈利能力有所下滑。2022年至2024年三年的营业利润率分别为19.26%、24.68%及14.36%。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



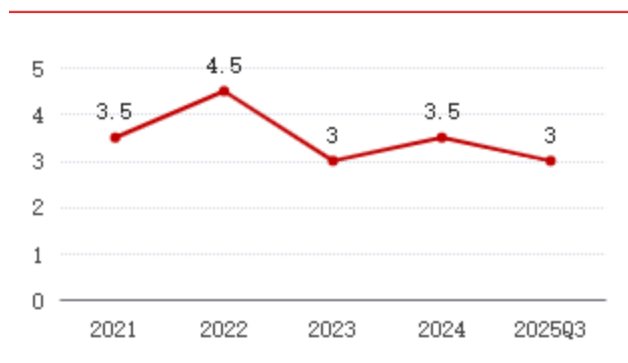
数据来源：公司财报，壹评级

从往期表现分析，公司成长能力在2022年以后呈现逐年下滑态势。由于新冠疫情大幅提高了国内市场对IVD试剂的需求，公司的疫情期间的成长能力相对优秀。疫情结束后，行业需求大幅下滑，加之2023年以后进行了大规模的医疗反腐，同时IVD业务核心化学发光试剂被大范围纳入集采降价，对公司的业绩产生了严重的负面影响。因此，公司当前的成长能力较差。

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



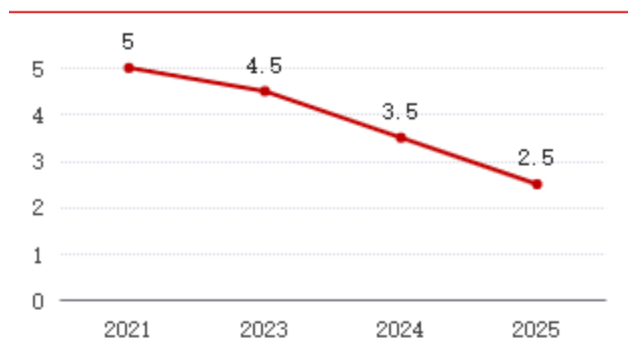
数据来源：公司财报，壹评级

公司经营性现金流水平相对良好。近年来由于公司下游医院的财务压力较大，公司销售回款变慢，占款能力有所下降。不过公司相较于行业水平依然更高，整体业务控制力水平良好。

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

公司在疫情期间实现了相对优秀的股东回报。疫情结束以后，受制于行业景气度下行，公司业绩承压，股东回报水平下滑。公司2021年、2023年和2024年的扣非ROE分别为15.87%、8.83%和10.81%，总体呈现下滑态势。

5. 四维评级

公司成长空间较差，行业未来市场空间增量受限。盈利趋势一般，主要为IVD集采降价印度影响试剂端利润所致。产业格局良好，因为公司产品从长期看无替代风险，且业务本身存在一定技术壁垒。公司核心业务护城河较深，主要依靠线下渠道、规模经济及技术优势等维持相对优势。IVD市场为国外“罗雅贝西”和国内“化学发光五虎”并立的寡头竞争格局，公司作为综合市场上的二线龙头，盈利水平领先行业，预期市占率提升。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间主要依赖自营的IVD试剂与仪器市场份额提升。当前国内IVD市场竞争相对饱和，在国产替代进程持续的大背景下存在“赢家通吃”的情况。未来公司市占率在自身产品竞争力增强的前提下有望进一步提升。

自营业务 (3.5星)：

公司自营业务的行业空间相对饱和，未来主要依靠检测种类的拓展打开新的增量空间。考虑公司既有业务的增长情况，预计行业未来5年CAGR约5%-10%，5至10年衰减至5%以下。预计公司未来5年收入CAGR在5%-10%，5至10年维持该水平，业务成长能力良好。

代理业务 (0.5星)：

公司代理业务类型和自营业务相似，主要为进口厂商代理销售IVD仪器等，随着国产替代的兴起，未来公司的代理业务或将逐步出清。公司未来5年代理业务收入CAGR或将维持-5%以下的负增长，至5-10年逐步出清。

流水线 (3.5星)：

对于流水线，行业增长逻辑跟随国产替代，未来总体向好。预计行业未来5年CAGR约为5%-10%，5至10年降至5%以下。公司流水线作为国产替代标的，预计未来5年收入CAGR超15%，而在5-10年增长趋于饱和，转向存量替代。以当前业务增长潜力看，流水线业务成长能力良好。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

受IVD试剂集采降价等因素影响，公司IVD试剂利润端下滑，盈利趋势相对承压。从公司当前盈利变化来看，公司利润率将会有所减少。试剂价格降幅明显，但由于利润率水平依然较高，下滑波动较小。总体而言，未来公司盈利趋势一般。

自营业务(3.5星):

对于同一个检测项目，实际产品相对同质化竞争，行业内公司普遍注重集采报价的性价比，报价价差相对较小。自营业务产品线的毛利率在未来3到5年内预期出现小幅下降，不过专项产品的需求将会提升。当前经壹评级调整后的ROE水平为21.4%，盈利趋势尚可。

代理业务(0.5星):

公司在该业务中扮演代理厂商经销商的角色，代理业务在利润上和厂家分成，因此毛利率显著低于自营业务。未来该业务预计将会逐步出清。当前经壹评级调整后的ROE水平为1.7%，表现较差。

流水线(3星):

流水席作为相对特殊的大型“IVD仪器”，与院端近年日渐增长的高国产化配置和高效检测流程需求挂钩。未来受下游行业景气度影响较大，在市场需求饱和后预计盈利受限。当前经壹评级调整后的ROE水平超过50%，未来将有所下滑。

5.3 产业格局

★★★★☆

尽管近年来IVD行业竞争加剧，其整体产业格局相对良好。现今集采大背景下，IVD企业依赖技术专利及规模经济带来的进入壁垒维持相对竞争优势。新进入者在当前环境下面临激烈的竞争压力，生存相对困难。公司的上下游行业相对分散，无垂直一体化战略威胁。邻近行业公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低，产业格局良好。

自营业务(4星):

IVD自营产品未来在政策端实施国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。规模经济可以压低试剂耗材的生产成本以维持一定利润。公司试剂存在技术专利。因此，邻近行业公司难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低。

代理业务(1.5星):

以当前代理业务的运行模式推断，未来生产公司或将直接进入国内市场以实现更高的利润率。因此，该业务存在上游垂直一体化战略威胁本业务的可能。与此同时，随着行业总体利润空间缩水，未来代理业务模式或被直营等其他销售方式所取代。由于代理业务并非公司核心产品，不具备不可替代的竞争优势，故产业格局受限。

流水线(4星):

在政策端推动国产化的大背景下，利好国内流水线产品竞争。与医院相关的行业存在一定的政策壁垒，同时技术指标决定流水线竞争力。整体而言，邻近行业难以渗透至本行业，模式变革及行业品类替代风险低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较深，主要具备集采推行带来的线下渠道“赢家通吃”优势、大批量采购需求带来的生产规模优势以及公司持续研发投入带来的专利护城河优势。公司逐步进军海外市场，获取全球知名度。经壹评级调整后，公司的ROE从2020年至2024年分别为31.25%、17.85%、51.36%、17.24%及11.34%，表现尚可。

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
自营业务	(3星) 经壹评级调整后该业务的ROE为21.4%、ROIC为17.4%，表现优秀。业务控制力3星，业务受集采一定影响，总体稳定。市占率2.6%左右，行业排名位居前列。未来公司在检测试剂的种类上有望拓展，护城河适中。	(5星) 公司护城河由线下渠道、规模经济和技术优势构成。公司试剂研发与生产环节具有一定的技术优势，持续研发投入以构筑坚实的护城河，预计持续性强。公司在三甲医院的覆盖率已超过60%，仪器购买的线下渠道便捷。预计IVD试剂的规模经济优势会随着市占率的提升而增强。
代理业务	(0.5星) 经壹评级调整后该业务的ROE为1.7%、ROIC为1.7%，表现较差。业务控制力0.5星，总体受代理销售模式的限制，无较宽护城河。	(0.5星) 公司代理业务受制于模式相对陈旧而拖累业绩，不具备明显的护城河持续性。
流水线	(4星) 经壹评级调整后该业务的ROE为62.6%、ROIC为49.1%，表现优秀。业务控制力3星，业务经营总体稳定。市占率5.3%左右，行业排名位居前列。未来公司预计将占据更高的市场份额，ROE高水平有望在一段时间内维持，护城河较宽。	(5星) 公司流水线的品牌和转换成本未来预计会随着流水线装机量的增长而逐步增强，持续向好发展。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们结合当前行业环境、公司业务战略布局、未来市场空间等因素综合考量，认为公司未来基本面预期良好，当前估值合理略偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务由自营业务、代理业务及流水线构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

自营业务由IVD试剂、IVD仪器构成：

收入假设：

公司自营业务细分检测类型主要由免疫诊断（化学发光）、生化诊断和生化分析仪构成，预计该业务未来五年的收入CAGR为12.28%。

1. 自营业务市场空间广阔：往年市场规模呈现高增长（细分产品CAGR 高个位数），推测未来市场规模逐年增加。根据当前市场环境对每一年乘以一定衰减系数直至稳态，推定2040年三大诊断业务稳态市场规模分别为351亿元、214亿元和233亿元。
2. 自营业务整体竞争力强利好市占率提升：公司自营业务的竞争力较强，整体市占率在2040年预期将达到4%。
3. 海外市场稳健增长：由基准年（2024年）的营收额乘以公司海外市占率增速、海外整体市场规模增速及海外销售单价变化率，以此为基准测算每年数据。
 - 1）公司海外市占率近年来高速增长，预计以5%的近期增速，逐步平稳过渡至稳定占比；
 - 2）当前全球IVD产品的需求稳定渐增，海外整体市场规模增速预期以低个位数持续增长；
 - 3）海外销售单价变化率预期维持稳定，略有低个位数波动。

盈利能力假设：

随着竞争常态化，公司的业务毛利率预期从71%小幅下滑，未来随着竞争加剧等变化，毛利率预计维持在67%左右。

代理业务：

收入假设：

当前公司战略重点为增强自主品牌业务，因此代理业务预期将会在2035年前后出清，业务规模以当前时点的营收情况，假设对未来进行6%至20%逐步增加的比例收缩。预计未来五年收入的CAGR为-7.51%。

盈利能力假设：

代理业务的毛利率较低，且在未来预计保持相对稳定，在业务退出前预计将长期保持30%左右的毛利率水平。

流水线：

收入假设：

预计该业务增长期的收入CAGR为7.93%。

1. 剩余容量多，看好未来增长

测算逻辑：

1）院端仅有三级和二级医院具有流水线装机需求，以三级医院为主要贡献；假设样本量主要由门诊检验、急诊检验以及术前检验三部分组成，其中，门诊样本量为核心构成。

2）假设二、三级医院分别的急诊人数占比和住院病人手术占入院人次比例与当年全部医院的整体水平相同，2022、2023年急诊占比和住院病人手术占比保持略有增长的趋势；通常医院10%的门诊患者和40-50%的急诊患者需进行检查，假设测算期间保持该比例。最终算得剩余容量4590条，预期稳态于2031年达成。

2. 海外市场稳健增长：和仪器测算逻辑一致。

盈利能力假设：

假设业务毛利率约71%，未来或将为抢占市场而进一步压缩利润率，估算至稳态约为67%。

表2：公司整体业绩预测

亚辉龙	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	39.8	20.5	20.1	19.8	22.2	24.0	26.5	29.0
归母净利润(亿)	10.1	3.5	3.0	4.3	4.8	5.3	5.9	6.5
归母净利润增速(%)	395.5	-64.9	-14.8	41.1	13.6	8.8	11.3	10.1
经营性净利润(亿)	9.7	2.0	3.0	4.3	4.8	5.3	5.9	6.5
经营性净利润增速(%)	380.2	-79.0	45.2	43.7	13.6	8.8	11.3	10.1
经营性归母净利润(亿)	9.6	2.6	3.3	4.3	4.8	5.3	5.9	6.5
经营性归母净利润增速(%)	373.8	-73.0	26.5	29.8	13.6	8.8	11.3	10.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

自营业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	36.3	16.7	16.7	13.8	15.9	17.3	19.3	21.3
收入增速(%)	348.0	-54.1	0.2	-17.3	14.9	8.8	11.8	10.0
经营性净利润(亿)	9.7	2.0	3.1	3.2	3.7	4.0	4.5	4.9
经营性净利率(%)	26.7	11.8	18.3	23.4	23.3	23.2	23.1	23.0
经营性净利润增速(%)	434.5	-79.7	56.0	5.7	14.4	8.3	11.3	9.5
代理业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.0	3.5	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
收入增速(%)	-6.5	17.0	-14.0	-6.0	-6.0	-6.0	-8.0	-10.0
经营性净利润(亿)	-0.2	-0.0	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
经营性净利率(%)	-7.6	-0.7	-4.4	6.2	6.6	6.6	6.7	7.0
经营性净利润增速(%)	-216.1	89.2	-442.7	233.1	0.5	-6.0	-6.6	-7.0
流水线	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	2.8	3.2	3.8	4.4	5.2
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	16.1	16.5	17.1	17.5
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	23.9	23.8	23.7	23.6	23.5
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	15.7	16.0	16.6	16.9
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
收入增速(%)	10.9	-29.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	56.5	30.4	11.6	49.4	49.1	48.8	48.4	48.1
经营性净利润增速(%)	1223.0	-62.0	-59.8	346.1	4.3	4.3	4.3	4.3

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)
自营业务	8.6%	中等	较好	强	8.5%	16.5	4.6
代理业务	-17.1%	负增长	一般	弱	9.0%	5.66	0.2
流水线	8.2%	中等	较好	强	9.0%	15.32	1.1
其他业务	5.0%	中等	一般	一般	9.0%	11.28	0.2
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
自营业务(亿)	16.0	54.7	70.7	2.6	-	1.2	74.5
代理业务(亿)	1.7	0.6	2.3	0.5	-	-	2.8
流水线(亿)	1.8	11.9	13.7	-	-	-	13.7
其他业务(亿)	0.8	1.8	2.6	0.1	-	-	2.7
公司整体测算(亿)	20.3	69.1	89.4	3.1	-	1.2	93.6

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
自营业务(亿)	41.5	42.5	84.0	2.6	-	1.2	87.8
代理业务(亿)	2.9	-	-	0.5	-	-	0.5
流水线(亿)	8.4	7.7	16.0	-	-	-	16.0
其他业务(亿)	1.9	1.4	3.3	0.1	-	-	3.4
公司整体测算(亿)	54.7	51.6	103.4	3.1	-	1.2	107.7

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与公司财报以及公开市场资料、专业论文等。其中，公开市场资料的更新频率较低，统计数据坑你存在一定的滞后性。专业论文并非时效性新闻，其采用的统计数据存在时间差。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，可能会随着行业竞争加剧、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。