

同仁堂（600085.SH）

公司报告 | 首次评级报告

赵方明
中药、C
物制品、X
行业研
究员、生

2026年1月29日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	30.14
总市值	413.36亿
PE-TTM	30.53
PB-MRQ	3.03

估值结果

价值	402.54亿
DDM估值	上行空间 -2.6%
状态	合理估值
价值	443.80亿
动态估值	上行空间 7.4%
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

同仁堂是始创于1669年的精品国药领军企业，集研产销配为一体。公司传承百年御药文化，以安宫牛黄丸等核心名药深耕心脑血管及补益领域，构建了覆盖中药全产业链的综合经营平台。

公司成长空间良好，未来5年营收CAGR约7%，盈利趋势一般，利润率受名贵药材成本压制。公司产业格局优异，上下游议价强、替代风险低，主要系核心品种工艺独特且品牌壁垒极深。公司护城河良好，品牌、渠道及资源优势显著，工业端凭“前店后厂”模式深度掌控终端并维持高粘性，商业端拥有资源优势，虽面临行业竞争挑战，但整体经营韧性较强。

安宫牛黄丸受老龄化及临床价值驱动渗透率提升，商业端后续加强存量提效，原料成本随进口试点落实逐步缓解。基于以上假设，公司当前估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

市场认为受药店行业竞争加剧及医保控费影响，公司医药商业板块增长动能减弱且扩张乏力。我们认为，公司凭借“名医名药”差异化诊疗布局与顶级品牌口碑，在2024年实现了经营韧性凸显下的逆势扩张，抗周期属性极强。其次，通过诊疗一体化模式深耕下沉市场，在提升商业份额的同时，能有效联动医药工业端大品种放量，驱动全产业链价值共振。

风险提示

名贵原材料成本上涨风险：目前假设天然牛黄进口试点能有效缓解成本压力，若试点进展不及预期且原料价格继续大幅飙升，将导致工业端盈利水平显著承压。

诊疗模式颠覆性变革风险：医药商业盈利逻辑在于“名医名药”线下导流，若中医AI分身实现线上名医诊疗普及，可能分流线下高粘性客群，影响商业业务的增长根基与扩张趋势。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 营销强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 整体供应链集中度	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	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	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

同仁堂是集中药生产、销售、科研和配送为一体的中医药龙头企业，前身始创于1669年，1997年于上交所上市。公司传承百年御药文化，拥有安宫牛黄丸、同仁大活络丸、六味地黄丸等众多家喻户晓的经典品种。经过三百余年沉淀，业务已覆盖中药全产业链，并在心脑血管、补益、妇科等领域确立了稳固的市场地位。凭借精湛工艺与深厚品牌积淀，同仁堂已成为精品国药的杰出代表。

2. 业务介绍

对于同仁堂公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医药工业：

公司医药工业板块主打精品中成药，涵盖心脑血管、补益及妇科等领域，核心品种如安宫牛黄丸、六味地黄丸等享誉全国。上游依赖中药材种植及天然麝香、牛黄等名贵原材料采购；下游经由流通渠道及自有零售终端覆盖广大患者。凭借百年御药品牌、独家品种及精湛工艺，业务格局稳健。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

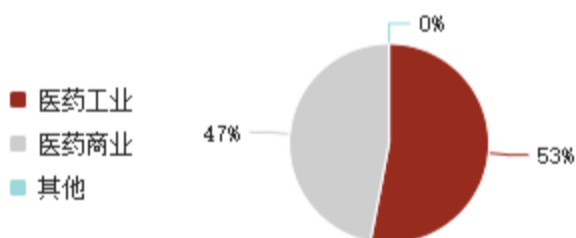
医药商业：

公司医药商业板块以零售药店为核心，由子公司同仁堂商业负责，业务涵盖中药材及中成药的批发与零售。上游对接公司工业板块及外部供应商；下游通过全国布局的千余家实体门店触达终端消费者。凭借强大的品牌背书与完善的服务体系，该板块盈利表现优异，增长势头良好。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

其他：

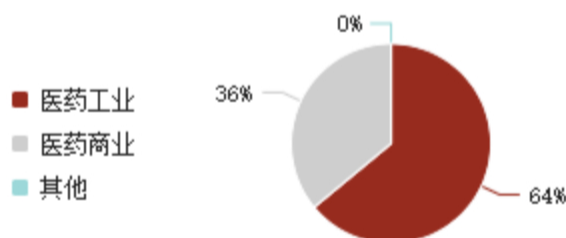
公司其他业务主要界定为集团内部交易抵扣及辅助性配套服务。其上游对接公司医药工业生产端，下游连接医药商业零售渠道。该业务核心在于内部供应链整合，通过抵销工商业板块间的往来交易及内部利润，确保合并报表真实反映经营成果。凭借高效的内控管理与协同效应，该板块有效支撑了集团一体化运作。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

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

公司作为精品国药龙头，凭借“前店后厂”模式，在生产端依赖资深匠人传承炮制技艺，在零售端通过全国药店网络触达终端，使得人力资源密集度较高。公司产品兼具医疗与消费属性，需通过持续营销焕发老字号活力。由于原材料供给与下游渠道均较为分散，公司整体供应链集中度较低，凭借深厚的品牌护城河，在产业链中拥有极强的议价能力。

3.1 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年公司销售费率为19.33%，处于较高水平。公司核心中成药品种具有显著的消费属性，较为依赖持续的品牌建设与渠道推广。公司近年来通过深化营销改革，加大终端宣传力度以激活老字号品牌活力，在增强消费者对精品国药认可度的同时，确保了安宫牛黄丸等大品种销量的稳健增长。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

人力资源密集度旨在衡量公司业绩与人力成本的关联，2024年公司薪酬/营业收入为19.4%，处于较高水平。公司拥有规模庞大的零售终端网络，需要大量的一线服务与销售人员进行高水准的门店服务。同时，传统老字号的中药炮制技艺高度依赖资深匠人与专业技术人才，以确保产品品质与御药文化的传承，导致人力成本占比相对较高。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

客户集中度旨在衡量公司对大客户的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为10.84%，处于低水平。公司核心产品具有显著的精品消费属性，依托覆盖全国的千余家自有零售门店及广泛的流通渠道直接触达终端消费者。这种高度分散的客户结构使公司不依赖于个别大客户，在产业链中具备极强的议价能力，有效规避了被压价的风险，确保了经营收入的持续稳健。

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10.84%，前五供应商采购额占比为14.83%，综合处于低水平。公司上游主要为中药材及名贵原材料供应商，通过建立长期供应体系与自有基地降低了对特定供应商的依赖；下游则通过自有零售门店与分散的经销商触达终端，具备极强的品牌溢价与市场话语权。这种双向低集中的结构显著增强了公司的议价能力，有助于维持高利润水平并降低经营风险。

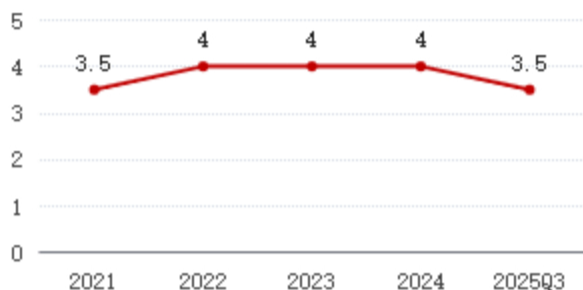
4. 历史经营绩效

公司盈利能力与业务控制力表现良好，得益于百年御药品牌的较强议价权、自有零售渠道的高效回款以及低资本开支下的高分红传统。历史成长能力表现偏弱，主要系近年来天然牛黄等名贵药材成本大幅飙升压制毛利，叠加公司处于营销改革与渠道去库存的阵痛期，导致业绩增速短期内出现明显波动。

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

公司历史盈利能力良好，2025年前三季度ROE约9%，扣非净利率为8.74%，ROE较2024年有所下滑。主要系近年来天然牛黄等名贵中药材价格大幅上涨，核心品种成本端承压。同时，盈利能力相对较低的医药商业板块营收占比居高，拉低了整体净利率水平。此外，公司处于营销改革与品牌激活的关键期，销售费用投入较多，加之宏观消费需求波动，使得盈利水平短期承压。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



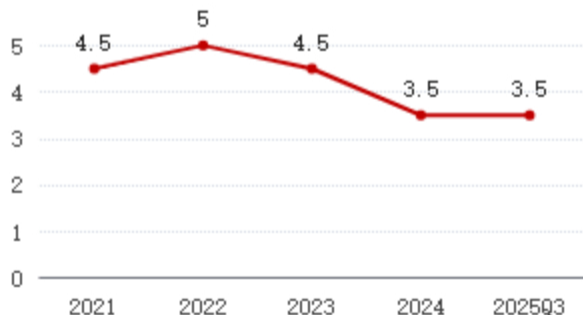
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较差，自2024年起开始下滑，2025年前三季度营收同比下降3.7%，扣非归母净利润同比下降11.95%，主要系公司处于营销改革与渠道优化的阵痛期，主动控制发货节奏以消化渠道库存。同时，上游天然牛黄、天然麝香等名贵药材价格大幅上涨，导致核心品种毛利空间受压，利润端缩水明显。此外，主力产品提价后终端需经历消化期，叠加宏观消费环境波动及前期高基数效应，共同导致公司营收与利润增速短期走弱。

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，2025年前三季度经营性现金流净额/营业总收入为14.94%，略高于行业平均水平，上下游净占款/净资产为11.14%，高于行业平均水平。主要系公司拥有规模庞大的自有零售终端，回款速度快且现金流稳定。同时，凭借强大的品牌溢价能力，公司在产业链中话语权极强，能有效占用上下游资金，充分体现了极高的经营质量与稳健的财务底蕴。

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

公司历史股东回报良好，2024年现金分红比例约90%。主要系公司盈利能力稳健且现金流充裕，作为成熟的精品中药龙头，现有产线足以满足生产需求，无需大规模资本支出。同时，在国企改革提升分红的背景下，公司积极回馈投资者，展现了极高的经营质量与品牌自信，也使其在二级市场具备较强的红利避险属性。

5. 四维评级

公司具有优异的产业格局，主要系上下游议价能力强、替代风险低，核心品种在细分领域极具统治力。同时公司拥有良好的护城河，主要源于公司较强的品牌、线下渠道和资源优势。百年老字号背书叠加“前店后厂”模式深度掌控终端，并依托稀缺名贵药材资源构建起核心竞争壁垒，使其在竞争中维持较强的溢价能力与抗风险性。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力良好，未来5年营收CAGR预计约7%。后续增长主因是“大品种战略”与“前店后厂”协同发力。工业端营销改革激活老字号潜力，核心品种在心脑血管等领域需求刚性；商业端门店扩张与诊疗服务升级提升粘性。即便受贵细药材成本波动扰动，但在老龄化需求与政策红利支撑下，业务规模有望保持稳健扩张。

医药工业(3.5星)：

公司医药工业业务成长能力良好，未来5年营收CAGR预计约9%，增速一般但成长确定性较强。增速一般主要系核心产品受贵细原材料供应限制，且前期基数较高。确定性源于百年御药品牌护城河深，心脑血管等核心品种在终端市场需求刚性。受益于老龄化趋势及营销改革深化，大品种量价齐升动力充足，未来收入增长具备极高的可预测性。

医药商业(3.5星)：

公司医药商业业务成长能力良好，未来5年营收CAGR预计约9%，增速一般但成长确定性较强。增速一般主要系线下门店扩张受区域选址及管理成本限制，且零售市场竞争趋于饱和。确定性源于百年品牌背书下的极高客户粘性，以及自有渠道对安宫牛黄丸等核心名优品种的稳固掌控力。受益于老龄化催生的慢病管理需求，业务收入具备极高的可预测性。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势一般，核心盈利业务毛利率短期内或无法回暖，整体市占率预计维持稳定。主因是天然牛黄等名贵原料成本持续高位运行，且提价节奏需平缓以维持客群粘性，导致工业利润端承压。尽管品牌溢价支撑格局稳健，但在资源限制与消费波动的背景下，短期盈利展望较为中性。

医药工业(2.5星):

公司医药工业业务盈利趋势一般，主要系盈利展望较差。由于天然牛黄、天然麝香等天然名贵药材受资源稀缺性影响，采购价格持续走高且供给不稳定，导致核心品种成本端承压明显。虽然公司具备极强的品牌定价权，但终端提价的幅度与节奏需兼顾市场接受度及消费者粘性，短期内产品端提价或难以完全抵消成本涨幅，利润空间或受挤压。

医药商业(3星):

公司医药商业业务盈利趋势一般，主要系产业属性一般。医药零售行业产品同质化程度较高，且门店租金与人力等成本刚性上涨，属于资产偏重的经营模式。受线上电商分流及医保控费政策影响，商业板块的提价空间及溢价能力弱于工业板块，未来3-5年盈利展望中性。

5.3 产业格局

★★★★★

公司整体产业格局优异，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司上游通过自有基地建设及集采规模，有效维持了名贵原材料的话语权；下游凭借百年御药品牌形成的极高消费粘性，拥有显著的品牌溢价权。由于精品中药在核心治疗领域具有深厚的文化壁垒与独特工艺，在市场中较难被替代。

医药工业(4.5星):

公司医药工业业务产业格局优异，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司下游通过遍布全国的自有门店及分散的流通渠道触达终端，具备极强的品牌溢价与话语权；上游药材虽受资源稀缺性影响，但公司凭借规模优势与基地布局，仍维持了较强的议价能力。同时，公司传承百年御药文化与工艺，安宫牛黄丸等核心品种在细分治疗领域地位极其稳固，替代风险极低。

医药商业(4星):

公司医药商业业务产业格局优异，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司上游对接工业板块及外部供应商，凭借采购规模具备较强议价权；下游直接面向分散的终端消费者，话语权极高。此外，公司独有的“名店、名医、名药”模式形成了极高的客户粘性，在医药零售领域替代风险较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河表现良好，主要系当前盈利能力较好，并且整体护城河持续性较为优秀，其核心护城河来源于品牌、线下渠道和资源优势。

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
医药工业	(4星) 公司医药工业业务护城河宽度优异，主要系当前盈利能力较强且整体市占率较高，经壹评级调整后ROE约26%、ROIC约21%。盈利能力强主要源于安宫牛黄丸等高毛利核心品种具备极强的品牌定价权与刚性需求。同时，公司在高端中成药市场长期居于统治地位，凭借百年秘方与独特工艺壁垒，在心脑血管及补益类等关键细分领域拥有极高的品牌指名度。	(4.5星) 公司医药工业业务护城河持续性优异，其核心护城河来源为品牌和线下渠道。公司拥有三百余年历史，“百年御药”品牌在中药领域具有顶级的溢价能力。核心产品安宫牛黄丸等凭借独特工艺与刚性需求，建立了极高的消费粘性。依托“前店后厂”模式，公司通过全国范围的自有连锁终端深度掌控渠道，有效支撑了大品种战略的实施。即便如此，名贵中药材成本波动及医药政策变化，仍对未来渠道优势的维持构成一定压力。
医药商业	(2星) 公司医药商业业务护城河宽度一般，主要系当前盈利能力较差且整体市占率一般，经壹评级调整后ROE约9%、ROIC约8%。盈利能力偏弱源于医药零售行业属资产偏重模式，租金及人力成本刚性支出较大。尽管“同仁堂”品牌影响力深远，但在竞争激烈且高度分散的零售药店市场中，业务拓展仍受区域选址限制，导致在全国范围内的整体市占率相对一般。	(1.5星) 公司医药商业业务护城河持续性较差，其核心护城河来源为资源优势。公司依托老字号品牌与核心地段门店资源形成竞争壁垒。然而，零售行业进入门槛低且极度分散，资源优势易受线上电商及大型连锁扩张冲击。在医保控费与成本压力下，品牌资源难以有效转化为高转换成本的经营壁垒，致使商业板块护城河持续性表现偏弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

核心单品安宫牛黄丸受老龄化加速及临床补益价值认可驱动，远期渗透率有望提升，带动需求量增长，叠加医药商业端由外延扩张转向存量提效、原料成本压力随进口试点落实逐步缓解。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：医药工业、医药商业、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：

医药工业：

收入假设：

1) 安宫牛黄丸：核心单品安宫牛黄丸按照不同适应症、发病率、渗透率以及专家共识指南中建议的服用量测算得到年需求量，其中渗透率假设随着人群保健意识的提升以及临床价值进一步被认可逐渐提升至5%左右，测算得到中期需求量预计达2024年的1.7倍，远期为3倍。由于天然牛黄和麝香供给相对有限，假设同仁堂市占率长期维持稳定，测算得到同仁堂安宫牛黄丸收入近年CAGR约10%，后续逐渐降至5%左右。

2) 其他药品：预计随着同仁堂药店的拓展，公司自有药品能实现同步增长，增速可能随着开店速度有所波动，预计近期增速9%左右，远期降至3%。

盈利能力假设：

近年由于天然牛黄、麝香等中药材价格上涨，毛利率短期下滑速度较快，后续随着天然牛黄进口试点的落实，有望缓解显著的成本端压力。但长期来看天然牛黄、麝香仍为稀缺品，预计后续公司毛利率难以回到历史较高水平，远期假设为41%。

医药商业：

收入假设：

凭借“名医名药”的差异化门槛，公司在行业关店潮中具备更强的抗周期性与展店盈利支撑；中短期通过“诊疗一体化”模式在二三线城市品牌下沉，有望达到8%的扩张速度。远期随核心网点布局趋于饱和，增长逻辑将从外延扩张转向存量提效，增速回归常态化（2-3%）。叠加单店营收在增速放缓的情况，有望持续提升，远期假设其恢复至2023年水平。综合以上门店数量和单店营收的测算，中短期CAGR约9%左右，远期降至2%。

盈利能力假设：

由于2024年公司新开店数量较多，新店达到成熟运营需要一定时间，故短期单店营收和利润率均有所下滑，短期来看随着开店速度的相对放缓，毛利率有望小幅回暖。长期来看由于线上药店的冲击以及成本的上行，预计毛利率小幅下降至26%。

其他：

收入假设：

该部分主要为内部医药工业和医药商业的抵消，由于公司药店的持续扩展，自有药店销售占比逐渐提升。在2024年较大规模开店的情况下，短期该部分增速或将快于整体医药工业端增速。远期来看，随着开店速度的下降，该部分占比或维持稳定。

盈利能力假设：

该部分利润反映的是内部未实现利润的变动，比如当期末内部库存增加时（工业发货多，商业还没卖完），需要扣除部分利润；相应当内部库存减少时，该部分会释放利润。由于近年开店速度较快，新店筹备及初期运营需建立基础库存，故短期该部分贡献负利润，长期来看该部分将回归几乎无利润扰动的状态（库存稳定）。

表2：公司整体业绩预测

同仁堂	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	153.7	178.6	186.0	188.7	201.7	218.6	239.1	260.5
归母净利润(亿)	14.3	16.7	15.3	14.3	16.7	19.1	21.4	23.1
归母净利润增速(%)	16.2	17.0	-8.6	-6.5	17.4	14.3	11.7	7.8
经营性净利润(亿)	21.3	24.3	21.4	20.8	24.9	28.8	32.6	35.0
经营性净利润增速(%)	15.7	14.2	-11.8	-3.0	20.0	15.3	13.4	7.4
经营性归母净利润(亿)	13.8	15.7	14.3	13.7	16.3	18.8	21.3	22.9
经营性归母净利润增速(%)	15.5	13.8	-8.6	-4.2	18.7	15.2	13.4	7.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医药工业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	98.4	110.8	119.1	129.6	140.9	153.3	166.8	181.4
收入增速(%)	10.9	12.6	7.5	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
经营性净利润(亿)	16.9	18.5	18.8	20.6	23.1	25.0	26.8	28.8
经营性净利率(%)	17.2	16.7	15.8	15.9	16.4	16.3	16.1	15.9
经营性净利润增速(%)	20.3	9.1	1.7	9.9	11.6	8.5	7.0	7.6
医药商业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	84.8	102.5	112.3	122.2	133.3	145.4	158.5	173.0
收入增速(%)	2.9	20.8	9.6	8.8	9.1	9.1	9.1	9.1
经营性净利润(亿)	3.9	5.4	3.5	3.2	4.8	5.3	5.5	5.9
经营性净利率(%)	4.5	5.2	3.2	2.6	3.6	3.6	3.5	3.4
经营性净利润增速(%)	6.3	39.1	-33.9	-10.0	50.9	9.6	5.1	6.3
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	-29.5	-34.6	-45.4	-63.0	-72.5	-80.0	-86.2	-93.9
收入增速(%)	-17.3	-17.5	-31.2	-38.6	-15.1	-10.3	-7.8	-9.0
经营性净利润(亿)	0.5	0.5	-0.9	-3.1	-2.9	-1.5	0.3	0.3
经营性净利率(%)	-1.7	-1.3	2.0	4.8	4.0	1.9	-0.4	-0.4
经营性净利润增速(%)	-29.3	-5.9	-294.7	-237.4	4.4	47.6	120.8	9.6

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)
医药工业	7.0%	中等	非常好	强	7.5%	21.45	27.6
医药商业	6.3%	中等	较好	一般	7.5%	15.95	5.7
其他	6.7%	中等	一般	一般	7.5%	14.36	0.3
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
医药工业(亿)	80.5	443.6	524.1	51.2	182.6	-	392.7
医药商业(亿)	6.8	67.9	74.7	30.2	51.2	-	53.7
其他(亿)	-5.0	3.5	-1.5	-1.1	-	-	-2.6
公司整体测算(亿)	82.3	515.0	597.3	80.3	233.8	-	443.8

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
医药工业(亿)	245.4	237.1	482.5	51.2	182.6	-	351.1
医药商业(亿)	34.7	37.0	71.7	30.2	51.2	-	50.7
其他(亿)	-2.2	4.1	1.9	-1.1	-	-	0.8
公司整体测算(亿)	277.8	278.2	556.1	80.3	233.8	-	402.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性较高，主要系公司所处行业产业格局较好，公司护城河持续性较强，同时历史业绩波动性较小，但是由于公司产品较多，对外信息与数据的披露详细程度相对较低，故对整体估值确定性有一定的削弱，整体处于较为优秀的水平。

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作有悖原意的引用、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。