

甘李药业（603087.SH）

公司报告 | 首次评级报告

赵方明
中药、CRO
制品行业
研究员、生

2025年12月31日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	66.96
总市值	399.96亿
PE-TTM	43.20
PB-MRQ	3.54

估值结果

价值	442.02亿
DDM估值	上行空间 11%
状态	合理估值
价值	436.22亿
动态估值	上行空间 9.1%
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

甘李药业是国内三代胰岛素龙头，首家打破外资垄断。公司拥有全产业链成本优势，在深耕糖尿病领域的同时，加速欧美出海并前瞻布局GLP-1等创新药，致力于向全球代谢疾病制药巨头转型。

公司成长空间优异，未来5年营收CAGR约17%，主要受益于集采量价齐升及胰岛素代际切换。公司盈利趋势良好，毛利随集采接续回暖，全产业链成本优势显著。公司产业格局良好，进入壁垒高、替代风险低，主要系生物制品技术门槛高且患者粘性强。公司护城河表现优异，规模经济与技术优势明显，公司通过工艺积淀摊薄成本，并以前沿周制剂研发持续构筑竞争壁垒。

随着就诊率提升及周制剂创新驱动，胰岛素渗透率稳步增长，公司市占率有望随研发优势持续扩张。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。

我们区别于市场的观点

市场认为GLP-1类药物将产生显著替代效应，导致胰岛素增长乏力。我们认为，国内糖尿病就诊率提升将带来持续增量，且胰岛素作为中晚期刚需疗法具有不可替代性。此外，市场对海外在研管线的风险调整预期过于乐观。我们认为需对欧美出海进程采取更审慎的中性态度，并随临床进展动态修正，审慎评估复杂监管环境下的估值溢价。

风险提示

研发管线及临床试验失败风险：当前盈利预测包含对胰岛素周制剂等创新药及出海品种的估值预期，若研发受阻或临床失败，将导致相关板块估值显著折损。

集采接续价格降幅超预期风险：未来胰岛素专项集采续约若降价幅度大幅超预期，将下调单位患者年治疗费用假设，导致毛利率不及预期，进而对公司盈利能力产生冲击。

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	5
3.4 整体供应链集中度	5
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	6
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	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	11
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	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	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
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	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

甘李药业是国内三代胰岛素领军企业，在糖尿病治疗领域具有显著先发优势。公司成立于1998年，2020年上市，研制出中国首支长效、速效及预混胰岛素类似物，打破外资垄断。凭借全产业链成本优势，公司在集采中实现快速放量。目前，公司正加速产品出海欧美，并前瞻布局GLP-1等创新药管线，致力于向全球代谢疾病制药巨头转型。

2. 业务介绍

对于甘李药业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

生物制品：

公司生物制品业务专注糖尿病治疗，目前产品主打甘精、门冬及赖脯等三代胰岛素。上游依赖生物发酵原料及化学试剂；下游覆盖医院与零售渠道。凭借全产业链成本优势，公司在集采新周期实现量价齐升，并加速欧美出海布局。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

医疗器械及其他：

公司医疗器械及其他业务主打糖尿病配套耗材，如秀霖笔及秀霖针。上游涉及精密模具与医用塑料；下游随胰岛素制剂覆盖各级医院及药店。该业务与生物制品形成一体化方案，通过提升用药便捷性增强了患者粘性 & 品牌壁垒。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

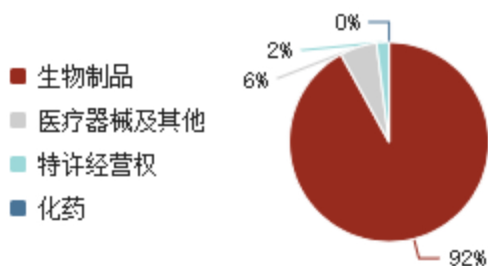
特许经营权：

公司特许经营权业务核心是将三代胰岛素类似物在欧美等地的开发与商业化权利授予山德士。上游依托公司强大的研发及供货体系；下游对接全球制药巨头。通过里程碑款及销售分成获利，是公司国际化的重要引擎。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

化药：

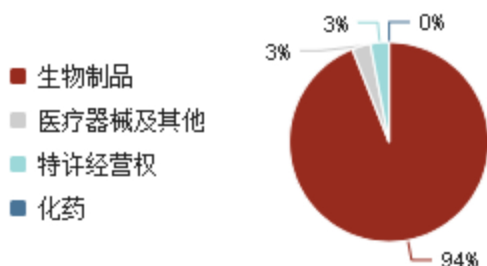
公司化药业务聚焦新型口服降糖药，涵盖利格列汀及西格列汀等DPP-4抑制剂。上游依赖化学原料药及中间体；下游覆盖各级医疗机构与零售渠道。该业务通过“口服+注射”全剂型布局，协同胰岛素业务强化糖尿病领域竞争力，产品管线正持续丰富。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

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

公司作为三代胰岛素龙头，形成了高资产、高研发与高营销并行的商业结构。由于胰岛素生产高度依赖高标准生物产线，公司通过大规模资本开支构筑了显著的产能壁垒。同时，公司保持高研发强度以驱动管线迭代与全球化申报，并辅以高营销强度深耕学术终端。由于上下游均较为分散，公司整体供应链集中度较低，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39亿元，固定资产周转率为1.36次，金额较大，周转率较低，综合资产强度处于高水平。公司所属的生物制药行业具有显著的重资产属性，三代胰岛素的生产高度依赖高标准的生物发酵与净化产线，初期建设及维护成本昂贵。公司通过持续的大规模资本开支实现了全产业链的产能自主，虽然短期内折旧摊销压力较大导致周转率偏低，但这种规模化生产能力构筑了极高的行业准入壁垒，是公司在集采背景下维持成本领先优势及后续全球化供应的核心支撑。

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年公司研发费率为17.77%，处于高水平。公司作为生物制药龙头，正加速从类似药向创新药转型，重点投入四代周制剂胰岛素及GLP-1等重磅管线。高强度的研发投入不仅驱动了产品的迭代升级，更通过欧美全球化临床申报，深化了技术护城河，为公司在代谢疾病领域的长期估值重塑奠定了坚实基础。

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年公司销售费率为38.32%，处于高水平。公司核心产品三代胰岛素具有较强的学术专业性，需通过持续的学术推广与患者教育来深耕临床终端并加速基层下沉。在集采常态化背景下，公司维持较高的营销投入旨在强化品牌认可度、提升市场渗透率，从而在国产替代浪潮中实现以价换量，推动公司业绩持续增长。

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11.69%，前五供应商采购额占比为38.47%，综合处于较低水平。公司下游主要对接各级公立医院及零售渠道，受集采政策驱动，终端覆盖范围极广且极为分散，有效规避了大客户压价风险。上游原材料如生物发酵基质及包装材料多为标准化产品，供应商体系成熟且选择多样，确保了生产成本的可控性。整体而言，公司在产业链中具备较强的话语权，这种低集中度的格局为其稳健经营与盈利能力提升提供了坚实保障。

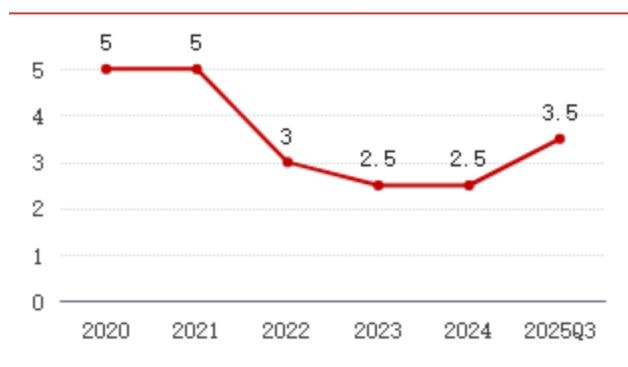
4. 历史经营绩效

公司历史成长能力优秀，源于三代胰岛素渗透率提升及国产替代机遇，盈利能力良好得益于全产业链成本优势与规模效应，股东回报评级良好系现金流充沛且重视投资者回馈。但这三项都在2022年出现较大波动，主要受首轮胰岛素专项集采落地、产品大幅降价影响。目前随着集采续约实现量价齐升，公司已成功跨越波动期。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



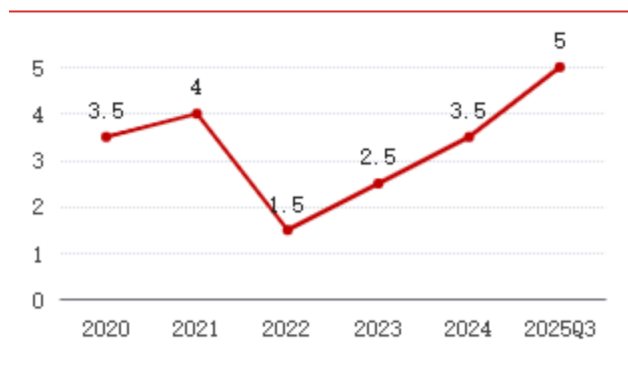
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力良好，但在2022年出现较大波动，主要系胰岛素集采公司中选价格大幅下降，公司2025年前三季度ROE约7%，扣非净利率为22.72%，自2022年起持续提升，主要由于2024年集采续标中公司核心产品实现量价齐升，带动毛利率显著修复。同时，公司发挥全产业链成本领先优势，在放量过程中充分利用规模效应摊薄成本。此外，随着高毛利的海外授权收入确认，也为盈利能力带来正向影响。

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

公司历史成长能力优秀，但在2022年出现较大波动，主要系胰岛素集采公司中选价格大幅下降，公司2025年前三季度营收同比增长35.7%，扣非归母净利润同比增长122.8%。主要系2024年胰岛素接续集采落地，公司核心品种实现量价齐升，需求总量及中选均价的双重增长推动了业绩强劲反弹。此外，公司凭借全产业链成本优势加速国产替代，国内市场份额跃居行业前列，公司已开启新一轮成长周期。

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17.64%，略低于行业平均水平，上下游净占款/净资产为-1%，略高于行业平均水平。主要系公司产品深耕院内渠道，受医院结算周期及集采初期价格调整影响，回款速度相较零售端略慢。同时，净占款水平反映出公司对上下游较强的议价能力。

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146%，股息率3.4%，主要系公司在集采政策影响出清、盈利水平反转后，现金流显著改善且账面资金充裕。公司高度重视投资者诉求，通过超额分红积极回馈股东。同时，随着核心产能建设基本完成，未来大规模资本开支压力减轻，良好的股东回报彰显了稳健的财务底蕴及管理层对公司长期价值增长的信心。

5. 四维评级

公司具有优异的成长能力，主要系集采续标量价齐升及国产替代提速，叠加欧美出海与GLP-1创新管线开启第二曲线。同时公司拥有优秀的护城河，主要源于公司较强的规模经济和技术优势，通过全产业链布局实现成本领先，并凭借周制剂等前沿技术形成代际研发优势。公司在代谢疾病领域构筑了极高的竞争壁垒，长期增长确定性较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力优异，未来5年营收CAGR预计约17%。主要受益于集采续标带动的量价齐升，以及国产替代与代际切换的红利释放。随着欧美出海开启第二增长曲线，叠加GLP-1等创新药管线步入收获期，公司正跨越政策底部，实现从本土领军向全球代谢制药巨头的跨越式增长。

生物制品(4.5星):

公司生物制品业务成长能力优异，未来5年营收CAGR预计约18%，增速较快且边际向好。较快增长源于集采驱动下的核心品种量价齐升，叠加产品代际切换及国产替代提速。边际改善主因集采续约纠正了此前过低的价格体系，带动公司业绩实现底部反转并持续放量。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势良好，核心盈利业务毛利率或继续回暖，整体市占率预计维持增长。主因集采续约价格修复带动利润重塑，且公司产品提价幅度领先行业。凭借全产业链成本优势与国产替代红利，公司市占率将稳步增长；随海外出海与创新药业务推进，整体盈利能力有望步入持续改善通道。

生物制品(4星):

公司生物制品业务盈利趋势良好，主要系盈利展望和竞争格局及其变化趋势较好。2024年胰岛素集采续约中，公司核心品种实现大幅提价，提价幅度位居行业前列，带动毛利率底部反转。随新价格体系全面落地，叠加全产业链成本优势与规模效应，公司在国产替代进程中市占率有望进一步巩固，盈利水平已进入稳步回升通道。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局良好，主要系进入壁垒较高、替代风险低。主要系公司作为国内首家实现三代胰岛素产业化的企业，凭借二十余年工艺积淀形成深厚经验曲线，并通过全产业链生产实现显著的规模经济。同时，公司构建了覆盖全国的深厚渠道网络，先发优势极强。在替代风险方面，公司通过“制剂+耗材”的一体化布局深度锁定用户习惯，使核心品种在糖尿病全病程管理中具备较强的刚需属性，较难被其他疗法跨代替代。

生物制品(4星):

公司生物制品业务产业格局良好，主要系进入壁垒较高、替代风险低。三代胰岛素研发涉及复杂生物发酵技术，且规模化生产线建设资金投入大、准入审批严，构筑了极高的技术与资本壁垒。作为糖尿病治疗的刚需品种，胰岛素是中晚期患者的终极方案，不可替代性强，且患者用药粘性高。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河表现优异，虽然盈利能力一般，但市占率较高，并且护城河持续性优异，其核心护城河来源于规模经济和技术优势。

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
生物制品	(3星) 公司生物制品业务护城河宽度一般，主要系当前盈利能力一般，经壹评级调整后ROE、ROIC约9%。盈利能力受限主要源于首轮胰岛素专项集采大幅降价，导致利润空间短期承压，投资回报率尚处于修复期。	(5星) 公司生物制品业务护城河持续性优异，其核心护城河来源为规模经济和技术优势。该行业初始投入较大，公司凭借规模效应显著摊薄了单位固定成本与研发成本，成本优势优于竞争者。技术上，公司通过三代胰岛素、周制剂及GLP-1复方制剂的创新研发，在提升依从性与疗效的同时，于需求端构筑了较强的竞争优势。由于该领域技术门槛较高且变革风险较低，竞对难以在短期内实现追赶，确保了护城河的稳固与持久。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

随着国内糖尿病就诊率的提升、胰岛素周制剂带来依从性的提升以及胰岛素/GLP-1复方制剂带来的疗效提升，预计胰岛素渗透率将稳步增长。同时公司依靠三代胰岛素越来越高的市场份额，以及较为靠前的研发进度，有望持续提升在整个胰岛素市场的市占率，带来业绩的长期增长。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前基本处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：生物制品、医疗器械及其他、特许经营权、化药，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：

生物制品：

收入假设：

1) 胰岛素使用人数：基于中国和欧美未来糖尿病患者人数预测，叠加不同区域二型糖尿病的占比，得到未来各地区二型糖尿病人数。随后考虑到胰岛素周制剂带来的依从性提升，以及胰岛素/GLP-1复方制剂带来的效果改善，各地区胰岛素渗透率都有望提升，假设中国大陆胰岛素渗透率由当前的7%提升至14%，欧美由23%提升至35%。最终由二型糖尿病人数和胰岛素渗透率，可以得到未来胰岛素使用人数。

2) 甘李药业胰岛素使用人数：考虑到胰岛素疗效、依从性的提升，预计未来持续推进代际切换（三代替代二代、四代替代三代），由于三代速效市场目前无法被替代，故假设二代/三代/四代/复方胰岛素占比由现在的32%/66%/0%/2%转换为0%/20%/45%/35%。再基于当前甘李药业研发进度和三代胰岛素市占率情况，给予公司远期在各代际胰岛素0%/15%/40%/20%市占率。欧美市场考虑周制剂对当前基础胰岛素的替代，最终给予四代胰岛素45%的占比，其中给予甘李药业在美国20%市占率，在欧洲15%市占率。综合可得到甘李药业各代际胰岛素使用人数。

3) 年治疗费用：二代、三代胰岛素参考基准为当前年治疗费用，考虑到集采续接，后续每两年给予5%降幅。四代胰岛素和胰岛素/GLP-1复方制剂参考已上市产品定价，同时每两年给予5%降幅，其中四代胰岛素在2035年给予集采预期，年治疗费用下降40%。

4) 风险调整因子：由于GZR4中国大陆在三期临床阶段，欧美处于一期临床阶段，分别给予其90%、40%风险调整系数。GZR102综合GZR4和GZR18的风险调整系数以及复方配比可能存在的失败风险，综合给予60%风险调整系数。

整体综合来看，该业务未来5年CAGR预计约为18%。

盈利能力假设：

基于收入假设中年治疗费用的预测，以及各代际产品的占比，综合测算业务毛利率情况，远期预计毛利率维持在80%左右。

医疗器械及其他：

收入假设：

考虑到该业务主要为胰岛素配套注射笔，未来增量主要来自于全球范围内使用公司胰岛素的患者增加，以及日常损耗、更换等需求。但是由于未来周制剂会大幅降低注射频率，同时未来可能转为预填充笔，该部分营收可能会归类到生物制品，故综合考量给予该部分业务基本维持稳定，未来增速为1%左右。

盈利能力假设：

由于该部分无较大技术变革，综合近年毛利率情况，给予其基本稳定的假设，毛利率为42%。

特许经营权：

收入假设：

该业务此前受首付款节奏影响，每年波动较大，同时由于海外销售情况尚不明朗，故综合近年情况，给予其平均值，并先不对其进行增长预期。

盈利能力假设：

该部分为授权费用以及此后可能为销售分成，当作纯利润进行测算，给予100%毛利率。

化药：

收入假设：

该业务主要为二型糖尿病治疗相关化药，公司用于健全自身产品线，预计不会将销售重心放到化药的销售，故仅考虑后续更多新的化药获批上市带来的增长，给予5%增速。

盈利能力假设：

由于当前该业务规模较小，尚在起步阶段，毛利率较低，远期参考生产同类化药的公司，给予30%毛利率。

表2：公司整体业绩预测

甘李药业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	17.1	26.1	30.5	42.1	50.9	58.3	58.1	65.7
归母净利润(亿)	-4.4	3.4	6.1	11.5	14.5	18.1	19.9	22.4
归母净利润增速(%)	-130.3	177.4	80.7	86.5	26.5	24.6	9.8	12.6
经营性净利润(亿)	-4.4	2.5	3.8	10.1	13.0	16.4	19.3	21.8
经营性净利润增速(%)	-135.5	155.8	54.1	163.6	28.7	26.4	17.7	13.0
经营性归母净利润(亿)	-4.4	2.5	3.8	10.1	13.0	16.4	19.3	21.8
经营性归母净利润增速(%)	-135.5	155.8	54.1	163.6	28.7	26.4	17.7	13.0

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第10页

表3：公司分业务业绩预测

生物制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.8	23.6	26.9	38.8	47.6	55.1	54.8	62.3
收入增速(%)	-57.3	59.0	14.1	44.2	22.7	15.6	-0.5	13.7
经营性净利润(亿)	-5.1	1.3	2.3	9.2	12.0	15.4	18.3	20.9
经营性净利率(%)	-34.1	5.4	8.6	23.6	25.2	28.0	33.5	33.5
经营性净利润增速(%)	-141.5	125.3	80.5	296.5	30.9	28.6	18.9	13.7
医疗器械及其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.9	1.5	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
收入增速(%)	-16.2	59.1	44.6	10.0	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
经营性净利率(%)	9.7	27.8	22.9	18.6	19.1	18.8	18.3	17.9
经营性净利润增速(%)	-41.6	356.1	19.2	-11.0	4.0	-0.5	-1.7	-1.6
特许经营权	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.3	1.0	1.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
收入增速(%)	438.2	-25.9	38.1	-38.8	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.5	0.8	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性净利率(%)	39.2	79.1	74.0	56.8	61.5	61.2	60.2	59.2
经营性净利润增速(%)	211.7	49.3	29.3	-53.0	8.3	-0.5	-1.7	-1.6
化药	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	0.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	5.1	4.8	5.2
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(%)	0.0	0.0	0.0	-18.9	-16.4	-12.7	-8.5	-4.5
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	8.9	18.9	29.4	45.0

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)
生物制品	3.1%	中低	较好	强	8.3%	14.52	19.4
医疗器械及其他	1.0%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	0.4
特许经营权	-	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	0.5
化药	5.0%	中等-	一般	一般	8.3%	11.66	-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
生物制品(亿)	37.9	205.0	243.0	45.3	—	129.0	417.3
医疗器械及其他(亿)	2.8	3.4	6.2	3.6	—	—	9.8
特许经营权(亿)	3.5	3.3	6.9	2.3	—	—	9.2
化药(亿)	-0.1	-0.0	-0.1	—	—	—	-0.1
公司整体测算(亿)	44.2	211.8	256.0	51.3	—	129.0	436.2

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
生物制品(亿)	151.0	95.5	246.5	45.3	—	129.0	420.8
医疗器械及其他(亿)	5.4	1.9	7.3	3.6	—	—	10.9
特许经营权(亿)	5.9	2.1	8.0	2.3	—	—	10.4
化药(亿)	-0.0	0.0	-0.0	—	—	—	-0.0
公司整体测算(亿)	162.2	99.5	261.8	51.3	—	129.0	442.0

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水平，主要系公司所处行业产业格局较好，公司护城河持续性强，但是由于公司历史业绩波动较大，同时公司核心管线仍处于临床试验阶段，具有较高的不确定性，因此对估值确定性有较大削弱，整体处于中等水平。

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。