

丽珠集团（000513.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



蔡璐怡
创新药研究员

2026年1月14日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	36.45
总市值	323.64 亿
PE-TTM	15.11
PB-MRQ	2.32

估值结果

价值	408.87 亿
DDM 估值	上行空间 26%
状态	偏低估
价值	387.91 亿
动态估值	上行空间 20%
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

丽珠集团是我国老牌药企，1989年即推出我国首款铋制剂胃药“丽珠得乐”。消化道、辅助生殖、精神等是丽珠的核心治疗领域，微球制剂为其优势技术，艾普拉唑、亮丙瑞林微球等均为业内重磅产品。

公司业务包括制剂、原料药、中药及诊断试剂，业务稳健但成长空间偏弱，且仍将受限于国内医保支付能力，因此假设盈利趋势受限。公司是抑酸药物及微球制剂领域龙头企业，具备专利及技术壁垒，因此判断其产业格局较好、护城河高。

我们假设公司消化道创新药和微球制剂市占率提升驱动制剂业务增长，原料药出口增加，中成药方面参芪扶正注射液受益于医保解限而获得一定增量、抗病毒颗粒稳定在历史中枢位置，诊断试剂业务体量小较稳定。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值合理偏低估。

我们区别于市场的观点

我们认为公司在抑酸创新药及微球制剂具备较强竞争力，长期来看，或有望在抑酸药物中的创新占比提升和微球制剂国产化率提升两大趋势下稳步提升公司市占率，市场或未充分认识这部分价值。

风险提示

- 1) 药物研发不及预期风险：公司制剂业务核心竞争力在消化道创新药和微球制剂，若后续研发不及预期、无法保持可持续的产品矩阵，或导致公司收入不及预期。
- 2) 莱康奇塔单抗（IL17A/F）商业化不及预期风险：当前公司制剂主要在消化、精神等科室销售，莱康奇塔则是自免药物，全新领域的商业化有不确定性，若渠道建设、市场推广进度不及预期将导致收入不及预期。
- 3) 原料药价格修复不及预期风险：2025年部分原料药价格持续下行，已达历史地位，我们假设供需改善后2026年或将企稳抬升，若原料药价格修复不及预期，或导致公司原料药收入下滑。

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	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	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

丽珠集团是我国老牌胃药和微球制剂厂商，1985年成立，1989年丽珠得乐上市，是我国首款铋制剂胃药。2009年首个微球制剂亮丙瑞林微球上市，目前市占率已超过40%；2015年公司引进创新药PPI艾普拉唑上市，口服+针剂销售峰值近30亿元。

2. 业务介绍

对于丽珠集团公司，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，丽珠制剂业务主要专注于消化道和微球制剂（精神和促性腺激素）。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

中药：

中药是指在中医理论指导下，用于预防和治疗疾病的天然药物，主要来源于植物、动物和矿物。丽珠中药业务主要包括两大独家品种参芪扶正注射液和抗病毒颗粒，分别为肿瘤辅助用药和流感用药。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

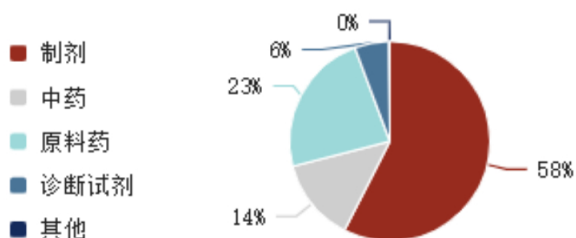
原料药：

原料药即药品的活性成分，可直接用于制剂生产。丽珠原料药业务包括大宗、抗生素和特色原料药，从新建产能来看未来该业务主要匹配公司制剂的生产。我们对该业务的竞争市场界定为全球。

诊断试剂：

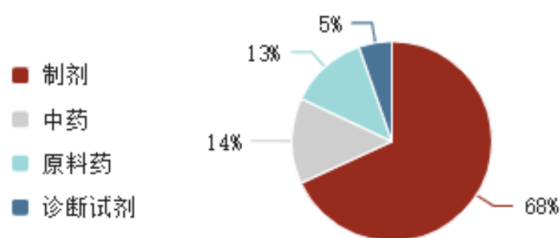
诊断试剂是用于检测人体样本（如血液、尿液），以获取疾病诊断、监测或其他健康信息的化学或生物制品。丽珠诊断试剂业务主要包括梅毒抗体、HIV抗体、肺炎支原体检测。我们对该业务的竞争市场界定为全球。

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和微球制剂，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。创新药和微球制剂研发难度大，技术上具备先进性，研发高端度高。下游为医院和患者，公司需要开展大量市场教育，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

截至2024年末公司研发人员908人，占全公司员工人数10%，其中硕博比比比例达39%。创新药和微球制剂是高科技产业，高学历人才密集。从成果来看，公司拥有第一个国家级缓释微球技术平台，创新药IL-17A/F的4周疗效头对头击败司库尤奇单抗。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5.04亿元，费用化4.32亿元，研发投入占营收8%。公司聚焦创新药和高壁垒微球制剂的研发，截止2024年末公司共23个在研管线，包括抗癫痫抑郁药物、痛风小核酸药物等。创新药和微球剂型研发周期长、失败率高、所需资金多，因此所需研发强度高。

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27.69%。创新药和微球制剂研发难度高、壁垒高，价格通常高于仿制药和普通剂型，市场认知度相对较低，需要大量投入和学术沟通来进行市场教育，让医生和患者了解并认可临床价值、接受和处理副作用。因此，营销强度较高。

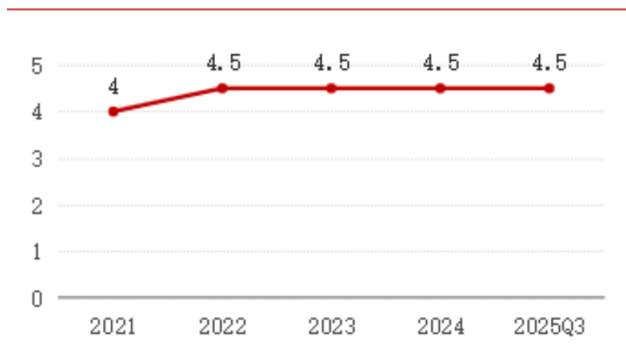
4. 历史经营绩效

公司制剂业务主要受医保降价和集采影响，因此成长能力下行，但公司制剂产品壁垒高、原料药收入结构优化，且积极控费，因此盈利能力稳中有升，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

公司盈利能力保持优秀，近年略有提升，2024年毛利率66%，净利率20%。公司制剂收入以创新药及微球制剂为主，中药则以两个独家品种为主，因此集采对毛利率端扰动小。原料药方面，虽然大宗和抗生素原料药毛利率持续下行，但公司高毛利的特色原料药出海占比提升，因此整体毛利率较稳定。且公司积极控费，净利润端修复明显。

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

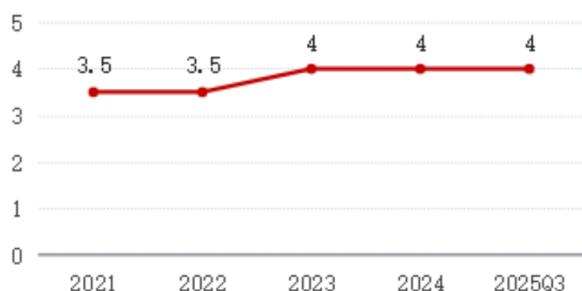
公司成长能力持续下行，2024年营收减少5%。

2020、2021年公司疫情相关收入占比增加，而进入2022年后该部分收入减少，且医保降价和集采导致消化道药物收入缩减，临床抗生素使用限制导致抗感染收入减少，整体成长能力持续承压。

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



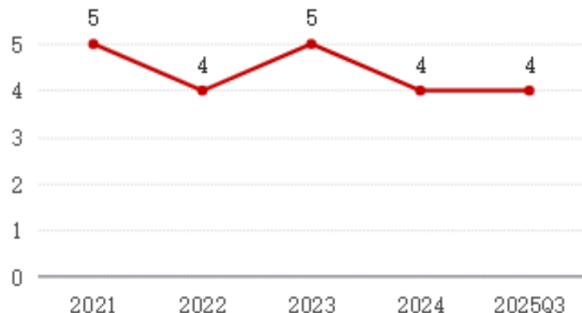
数据来源：公司财报，壹评级

2024年公司应收账款周转率5.56，业务控制力较好且近年有所提升，主要系下游主要为医院及医保资金，政策驱动下回款效率显著优化。

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

公司注重股东回报，以“高分红+积极回购”为特点。公司始终保持较高分红率，近几年分红率在60%-80%，2024年分红率82.5%。且公司多次回购股份用于注销，2024年底推出不低于6亿元、不超过10亿元的A股回购注销计划。

5. 四维评级

公司业务包括制剂、原料药、中药及诊断试剂，业务稳健但成长空间偏弱，且仍将受限于国内医保支付能力，因此假设盈利趋势受限。公司是抑酸药物及微球制剂领域龙头企业，具备专利及技术壁垒，多个产品市占率位居第一，因此其产业格局较好、护城河宽且持续性强。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司未来5年营收CAGR为3%，主要系制剂是公司的发展核心，但公司创新能力尚无较大突破，当前核心品种面临集采风险，而其他业务均已进入成熟期，增速放缓，因此整体成长空间偏弱。

制剂(2.5星)：

预测未来5年该业务CAGR为4.2%，成长空间中等偏下。主要系消化核心单品艾普拉唑口服剂型专利已到期，17家仿制药已包产，预计1-2年内面临集采，收入将大幅下降，而在研创新药JP-1366和IL-17A/F预计2026方可上市，销量爬坡尚需时间。

中药(2星)：

预测未来5年该业务CAGR为4.5%，成长空间偏弱。主要系中药两大独家品种为参芪扶正注射液和抗病毒颗粒，均为成熟品种增速放缓，参芪扶正注射液虽然医保限制解除癌种限制但仍要求二级以上医院使用，预计增量有限。

原料药(1.5星)：

预测未来5年该业务CAGR低个位数，成长空间低。主要系公司上一轮产能建设高峰预计在未来1-2年内达到较高利用率，而新建产能以匹配制剂需求为主，且公司对即将专利悬崖的药物原料药布局较少，预计后续该业务增速将放缓。

诊断试剂(2.5星)：

预测未来5年该业务CAGR低个位数，成长空间中等偏下。主要系公司特色诊断试剂市占率均位居第一，市场格局较稳定，需求较稳定，成长空间一般，而最新推出的自免数码液相芯片并非主流技术方向，发展前景较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势中等，主要系公司未来制剂收入以消化道创新药和微球制剂为主，壁垒较高集采降价风险较低，盈利趋势中等偏上，但中药、原料药和诊断试剂预计盈利趋势将下行。

制剂(3.5星)：

公司制剂未来收入以消化道创新药和微球制剂为主，创新药由于专利保护盈利能力强，而微球制剂由于剂型复杂，厂家少且一致性评价难度大，虽然溢价不及创新药但集采风险低，因此整体制剂盈利趋势中等偏上。

中药(2.5星):

公司中药收入主要为高毛利的参芪扶正液和低毛利的抗病毒颗粒，两个均为独家品种，集采降价风险低，盈利趋势主要受收入结构影响。2025年为流感大流行年，预计抗病毒颗粒占比提升将拉低毛利率至70%，长期随着参芪扶正液占比提升而有所修复，因此整体盈利趋势中等偏弱。

原料药(2.5星):

原料药行业受产能过剩、集采压价、需求疲软一影响，价格持续下行，特色原料药盈利能力相对较强，短期该业务盈利能力有望随特色原料药占比提升有一定上行空间，但在原料药行业整体盈利下行的大趋势下，公司无更多高毛利新品对冲，整体盈利趋势中等偏弱。

诊断试剂(2星):

公司诊断试剂盈利趋势偏弱，主要系核心品种以梅毒、HIV检测为主，虽然市占率领先，但需求稳定的大背景下竞争激烈。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，主要系公司在消化道抑酸药物和微球制剂领域具备专利和技术壁垒，市占率领先，中药和诊断试剂业务公司产品成熟，格局较稳定，且市占率处领先梯队。

制剂(4星):

公司是我国最早进入抑酸药物和微球制剂领域的药企，并通过持续BD和研发来维持专利和技术壁垒，公司拥有我国第一个国家级缓释微球技术平台，微球研发和生产技术全国领先，因此产业格局优。

中药(4星):

公司中药的两大单品均为独家品种，分别属于感冒中成药和肿瘤相关中成药市场，市占率分别为第十和第三，市场地位较稳固，因此产业格局优。

原料药(3星):

原料药同质化严重，行业格局分散且存在供给过剩问题，但公司布局原料药已久，积累了较为稳固的客户关系，且积极布局具备一定差异化的特色原料药业务，因此产业格局中等。

诊断试剂(4星):

公司通过“引进进口产品-行业金标准-国内生产”路径发展诊断试剂业务，特色品种市占率超过50%，市场地位较稳固，且尚未出现新技术迭代，因此产业格局优。

5.4 护城河

★★★★★

公司整体护城河星级高，具体表现为制剂和中药的护城河宽且持续性强，丽珠是我国消化道和微球制剂领域龙头企业，中药两大品种均为独家品种，公司在这两个领域深耕多年，已建立较强的品牌、渠道和专利优势。

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
制剂	(4星) 制剂护城河宽度高，该业务经壹评级调整后ROE为25.9%，ROIC为22.3%，公司艾普拉唑、亮丙瑞林微球等多个单品市占率领先，主要系品牌力强、线下渠道优势和专利壁垒。业务控制力中等，主要系下游医院对公司占款能力强。	(5星) 该业务护城河为品牌、线下渠道和专利，可持续性极高。丽珠得乐是我国首个铋制剂胃药，为公司建立了较好的品牌力；公司深耕抑酸药物市场超三十年，已建立了深入基层的销售渠道网络和团队；公司拥有第一个国家级微球研发平台，通过持续BD和研发，有望保持持续的抑酸药物和微球产品矩阵，专利可可持续性高。
中药	(4星) 中药护城河宽度高，该业务经壹评级调整后ROE为35.2%，ROIC为30%，公司抗病毒颗粒和参芪扶正市占率靠前，主要系品牌力强、线下渠道优势和专利壁垒。业务控制力中等，主要系下游医院对公司占款能力强。	(4.5星) 该业务护城河为品牌、线下渠道和专利，可持续性高。公司中药两大单品，销售多年且市占率靠前，已为公司建立了较好的品牌力和线下渠道优势；两大单品均为独家品种，专利保护期长。
原料药	(3星) 原料药护城河宽度中等，该业务经壹评级调整后ROE为20.9%，ROIC为16%，公司近年发力特色原料药业务，该业务利润率较高，主要系特色原料药存在一定转换成本。业务控制力中等，主要系下游为大型药企，对公司占款能力强。	(3星) 该业务护城河为转换成本，可持续性中等。公司原料药及制剂关联注册机制下，制剂厂商更换原料药厂商需要重新注册，存在一定转换成本（时间+费用），但随着同质化厂家增多，价格竞争可能减弱该护城河优势。
诊断试剂	(4星) 诊断试剂护城河宽度高，该业务经壹评级调整后ROE为25%，ROIC为21%，公司梅毒抗体、HIV抗体等多个单品市占率领先，主要系检验科更换诊断试剂存在转换成本。业务控制力中等，主要系下游医院对公司占款能力强。	(3星) 该业务护城河为转换成本，可持续性中等。诊断试剂对灵敏度、稳定性要求较高，检验科更换诊断试剂成本较高，具体体现在存在一定验证周期和一定学习成本等，但随着同质化厂家增多，价格竞争可能减弱该护城河优势。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司消化道创新药和微球制剂市占率提升驱动制剂业务增长，原料药出口增加，中成药方面参芪扶正注射液受益于医保解限而获得一定增量、抗病毒颗粒稳定在历史中枢位置，诊断试剂业务体量小较稳定。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值合理偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司当前业务包括制剂、原料药、中药和诊断试剂。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) 经测算制剂显性期收入CAGR为4.2%，半显性期收入CAGR降至2%。显性期内我们分别对主要大单品进行假设，包括亮丙瑞林微球、艾普拉唑、阿利唑啉、JP-1366、IL17A/F等，核心测算逻辑为患者人数×治疗率×该类药物渗透率×人均治疗费用×丽珠市占率。由于艾普拉唑口服制剂专利到期，我们假设该药物口服剂型在2027年集采，量价跌幅参考拉唑类集采历史数据。

(3) 远期我们对抑酸药物和微球制剂进行假设，主要系公司在这两个领域具备较强护城河。我们假设公司在抑酸药物市场中的市占率提升2个百分点，主要系市场向创新药倾斜、公司持续引进新一代药物。我们假设公司在微球制剂市场中市占率提升3个百分点，主要系国产替代持续（参考亮丙瑞林品种国产化率达到70%），但国产厂家增多后，公司在国产中的占比下滑。

盈利能力假设：

- 1) 我们假设显性期内毛利率将下行2个百分点，主要系艾普拉唑集采影响，后随创新药和微球新品的放量向上修复。
- 2) 我们假设研发费用率较稳定，主要系公司需持续开发新药以保持专利护城河，管线进入临床阶段后支出将增多；显性期内销售费用率仍将优化，后稳定，主要系公司持续控费。

原料药：

收入假设：

(1) 经测算原料药显性期收入CAGR为1%，半显性期增速稳定，主要系显性期内特色原料药仍有一定发展空间。该业务主要包括特色、大宗和抗生素原料药，我们分别进行假设。

(2) 我们假设特色原料药销量1-2年内保持一定增速，主要系上一轮产能建设高峰预计在1-2年内达到较高产能利用率；假设价格相对稳定。我们假设抗生素和大宗销量较稳定，主要系近年无新增产能；假设进入2026年后价格稳定，主要系产能过剩、集采压价及需求疲软的影响下2025年价格延续24年下行趋势，已经达到历史低位，预计26年触底后稳定。

盈利能力假设：

显性期内毛利率随特色原料药占比提升而提升1-2个百分点，后缓慢下行，主要考虑同质化竞争加剧，而公司无高毛利新品对冲。

中药

收入假设：

经测算中药显性期收入CAGR为4.5%，半显性期增速下降至低个位数。该业务主要包括两大单品参芪扶正液和抗病毒颗粒，均为独家品种，因此我们假设未来价格较稳定。我们假设抗病毒颗粒2025年销售量有较大向上弹性，未来则保持在历年销售量中枢，主要系抗病毒颗粒和流感流行度相关年度波动，2025年下半年流感高峰有望带来弹性。我们假设参芪扶正液1-2年内销量有一定提升，主要系2023年医保限制放开，不限癌种但仍限制二级以上医院。

盈利能力假设：

2025年毛利率随抗病毒颗粒占比提升而下滑至70%，后随参芪扶正液占比提升有一定缓慢修复，主要系抗病毒颗粒为冲剂毛利率低，参芪扶正液为注射液毛利率高。

诊断试剂

收入假设:

经测算诊断试剂显性期收入CAGR为1%，半显性期增速保持稳定。该业务核心单品为梅毒、HIV和肺炎支原体检测，所使用检测方法已是行业金标准，渗透率提升空间小，暂未出现新技术迭代趋势；公司市占率高（第一，部分超过50%），市占率提升空间小，因此我们假设该业务增速较低。

盈利能力假设:

毛利率缓慢下行，主要考虑同质化竞争加剧，而公司无高毛利新品对冲。

表2：公司整体业绩预测

丽珠集团	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	126.3	124.3	118.1	126.0	111.6	110.0	118.7	127.0
归母净利润(亿)	19.1	19.5	20.6	22.9	21.1	20.4	22.2	23.9
归母净利润增速(%)	7.6	2.3	5.5	10.9	-7.6	-3.3	8.9	7.3
经营性净利润(亿)	17.6	16.3	21.6	22.8	21.1	20.4	22.2	23.8
经营性净利润增速(%)	-3.2	-7.6	32.5	5.9	-7.6	-3.3	8.9	7.3
经营性归母净利润(亿)	17.2	16.7	19.3	22.8	21.1	20.4	22.2	23.8
经营性归母净利润增速(%)	3.9	-2.5	15.2	18.4	-7.6	-3.3	8.9	7.3

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)	74.1	66.6	62.9	72.5	56.6	53.7	61.4	68.8
收入增速(%)	2.5	-10.2	-5.5	15.2	-21.9	-5.1	14.3	12.1
经营性净利润(亿)	11.1	8.4	11.8	13.8	10.9	9.8	11.5	13.2
经营性净利率(%)	15.0	12.7	18.7	19.0	19.2	18.2	18.7	19.2
经营性净利润增速(%)	-12.2	-23.9	39.2	17.2	-21.1	-10.1	17.6	14.6
中药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	12.5	17.4	14.1	17.1	17.0	17.2	17.3	17.4
收入增速(%)	17.1	39.2	-19.3	21.2	-0.3	1.2	0.6	0.6
经营性净利润(亿)	1.6	2.6	4.0	3.8	4.5	4.7	4.7	4.8
经营性净利率(%)	13.1	14.7	28.2	22.5	26.6	27.1	27.3	27.4
经营性净利润增速(%)	-23.5	55.3	55.5	-3.5	18.0	2.9	1.5	0.8
原料药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	31.4	32.5	32.5	29.4	30.9	31.9	32.7	33.4
收入增速(%)	7.9	3.7	0.1	-9.6	4.9	3.4	2.7	2.0
经营性净利润(亿)	4.2	4.1	4.5	4.0	4.5	4.7	4.8	4.7
经营性净利率(%)	13.5	12.5	13.8	13.7	14.6	14.8	14.5	14.1
经营性净利润增速(%)	73.6	-4.1	10.8	-10.4	11.3	5.4	0.5	-1.3

诊断试剂	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.2	6.6	7.2	7.1	7.1	7.2	7.3	7.3
收入增速(%)	-0.1	-8.9	9.0	-1.7	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	0.5	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
经营性净利率(%)	7.0	15.8	17.0	16.9	16.9	16.9	16.6	16.1
经营性净利润增速(%)	-37.0	103.9	17.2	-2.3	1.3	0.8	-0.8	-1.8

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)
制剂	4.0%	中低	较好	强	7.0%	18.15	12.2
原料药	1.1%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	4.7
中药	0.6%	中低	较好	强	7.5%	16.5	4.8
诊断试剂	1.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	1.2
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
制剂(亿)	53.3	168.9	222.2	41.7	44.9	-	219.0
原料药(亿)	21.6	50.4	72.0	21.6	15.9	-	77.6
中药(亿)	18.2	58.7	76.9	9.3	14.7	-	71.5
诊断试剂(亿)	5.7	13.4	19.1	4.8	4.1	-	19.8
公司整体测算(亿)	98.7	291.5	390.2	77.3	79.6	-	387.9

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
制剂(亿)	135.4	128.6	263.9	41.7	52.0	-	253.6
原料药(亿)	42.9	20.5	63.4	21.6	14.4	-	70.6
中药(亿)	42.2	29.4	71.6	9.3	13.8	-	67.1
诊断试剂(亿)	11.1	5.3	16.4	4.8	3.6	-	17.6
公司整体测算(亿)	231.5	183.8	415.4	77.3	83.8	-	408.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较好。主要系公司核心业务市场规模确定性较高，公司市占率较高、产业格局较稳定，且公司历史业绩波动性较低，一定程度提升公司估值确定性。

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。