

安图生物（603658.SH）

公司报告 | 首次评级报告



张嘉英
医疗器械研究员

2026年2月2日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	36.67
总市值	209.54 亿
PE-TTM	19.09
PB-MRQ	2.40

估值结果

价值	266.89 亿
DDM 估值	上行空间 27%
状态	偏低估
价值	262.47 亿
动态估值	上行空间 25%
状态	偏低估

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

安图生物创立于1998年，专注于体外诊断试剂和仪器的研发、制造、整合及服务，IVD全面布局。公司于2016年9月1日挂牌上市，是国内第一家在上交所主板上市的体外诊断研发和制造型企业。

公司产品线按照IVD试剂、IVD仪器和IVD流水线的角度拆分，未来在国内外市场均呈现较好的业绩潜力，成长空间良好。公司研发产品持续依托科研创新、跟进行业最新技术进步，进而推动公司旗下IVD产品更新迭代；IVD试剂产品由于高市占率带来的大体量优势，规模效应显著，专利壁垒较深，同时政策支持IVD国产替代，护城河属性优秀。公司以龙头企业的规模优势处在国内IVD行业“化学发光五虎”。产业格局方面，随着国产化进程的进一步推进，公司的市场地位有望持续提升。

假定公司IVD试剂、仪器及流水线市占率提升、细分市场空间有所增长，公司当前估值整体处在偏低估水平。

我们区别于市场的观点

市场对安图生物的业务多采用整体估算方式，认为IVD业务表现具备高增长空间，估值提升空间大，对营收预测基于公司海外业务过去相对高增长下的线性外推获得。我们深入分析后，认为当前IVD头部公司的核心利润点主要由国内市场的IVD试剂贡献，仪器与流水线业务更加注重客户关系维护、抢占市场等因素，未来增长将逐步放缓。作为国产替代下的“化学发光五虎”之一，公司未来业绩增长仍需依赖国内市场增量，化学发光业务长期具备持续获利价值。

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医疗政策约束。集采政策在体外诊断领域的持续推进或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	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	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	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	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

郑州安图生物工程股份有限公司创立于1998年，专注于体外诊断试剂和仪器的研发、制造、整合及服务，产品涵盖免疫、微生物、生化等检测领域，同时也在分子检测等领域积极布局，能够为医学实验室提供全面的产品解决方案和整体服务。安图生物建有国家认定企业技术中心、免疫检测自动化国家地方联合工程实验室、河南省免疫诊断试剂工程技术研究中心等，承担了多项国家、省、市重大科技项目。

2. 业务介绍

对于安图生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

IVD试剂：

体外诊断（IVD）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。公司是行业内试剂菜单最齐全的化学发光（免疫诊断下属概念）厂家之一。我们对该业务的市场界定包含国内外试剂业务。

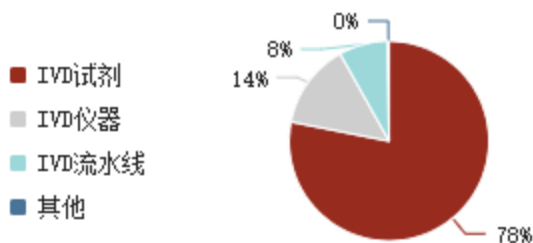
IVD仪器：

体外诊断（IVD）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。我们对该业务的市场界定包含国内外仪器业务。

IVD流水线：

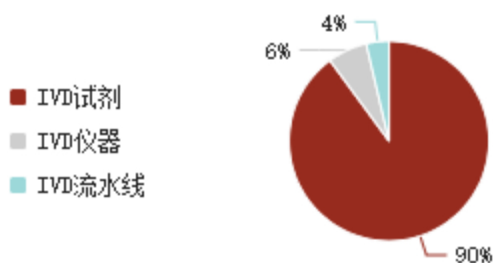
IVD流水线，全称为全实验室自动化系统（TLA），将不同的分析仪器与分析前和分析后的实验室分析系统通过自动化传输轨道串联起来，在信息化网络的主导控制下，构成流水线作业的组合，达到流程最优化、效率最大化的目的。其中，生化免疫流水线将生化分析仪、化学发光法免疫分析仪结合于一体，主要应用在临床检测领域，能够有效提高生化免疫检测效率。我们对该业务的市场界定为国内流水线业务。

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体外诊断龙头企业，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市场竞争中取得优势。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1982人，占公司员工总数的34.33%，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。

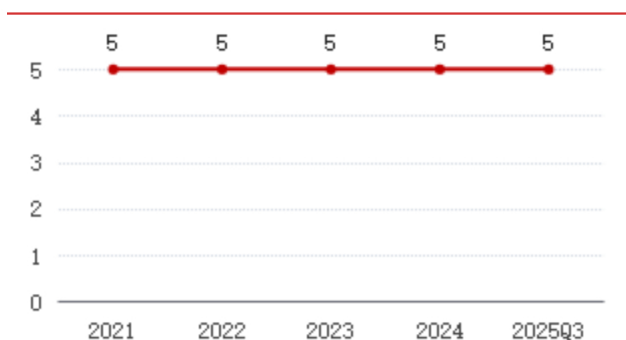
4. 历史经营绩效

安图生物的盈利能力优秀；成长能力存在持续下滑趋势，相对欠佳；业务控制力良好，股东回报一般。公司整体经营业绩表现相对较好，但从趋势上看存在一定挑战。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



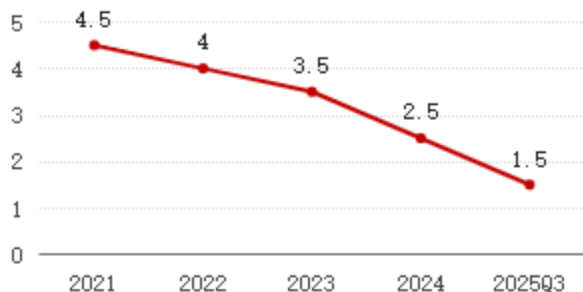
数据来源：公司财报，壹评级

受2020年同期海外新冠试剂高基数影响和疫情扰动，公司利润端增速放缓。随着公司国内市场持续加码，海外布局逐步走上正轨，公司盈利能力此后维持优秀水平。公司2022年至2024年三年营业利润率分别为29.19%、30.73%和27.86%，显著高于行业平均水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



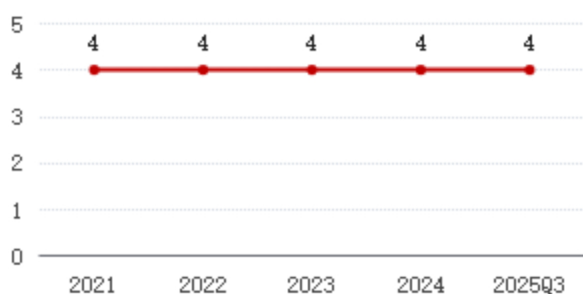
数据来源：公司财报，壹评级

从往期表现分析，公司成长能力在2021年以后呈现逐年下滑态势。由于新冠疫情大大提高了国内市场对IVD试剂的需求，公司在疫情期间成长能力维持优秀水平。疫情结束后，行业需求大幅下滑，加之IVD行业在2023年以后进行了大规模的医疗反腐，同时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，公司的成长能力当前较差。

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



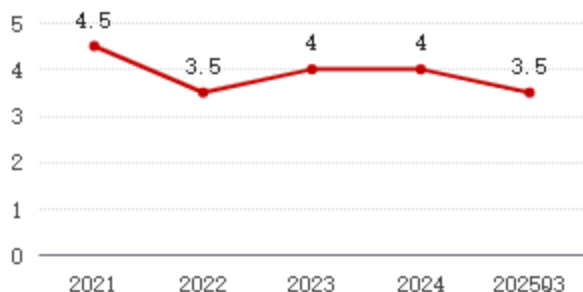
数据来源：公司财报，壹评级

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院端财务压力较大，公司销售回款变慢，占款能力有所下降。考虑到公司整体仍然维持相对较强的上下游话语权，2024年占款转正，业务控制力处于相对良好水平。

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2022年至2024年扣非ROE分别为14.93%、14.53%和12.8%，至今年依然呈现下滑态势。

5. 四维评级

公司成长空间良好，行业未来市场空间增量适中。盈利趋势较差，主要为IVD集采降价因素影响试剂端利润所致。产业格局良好，因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。公司护城河较深，主要依靠专利、规模经济、政策扶持等。

当前IVD市场处于国外“罗雅贝西”和国内“化学发光五虎”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IVD试剂、仪器（含流水线）的渗透率提供。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。

IVD试剂(3.5星)：

公司IVD试剂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增量空间。考虑公司既有业务线增量，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年衰减至5%以下，业务成长能力较好。

IVD仪器(3星)：

公司IVD仪器的行业空间相对饱和，未来随着检测项目的增加，作为与试剂配套销售的品种完成放量。考虑公司既有业务线增量，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10%-15%，5至10年衰减至10%左右，业务成长能力一般。

IVD流水线(4.5星)：

对于IVD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年衰减至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预期超20%，预期5-10年增量趋于饱和，转向存量替代。以当前业务增长潜力看，流水线业务未来潜力强。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

受体外诊断试剂集采降价等因素影响，公司IVD试剂利润下滑，盈利趋势相对悲观。从公司当前盈利变化来看，公司盈利趋势上持续承压。试剂价格降幅明显，但利润率水平高，波动情况与利润空间小。总体而言，未来公司盈利趋势一般。

IVD试剂(2.5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。试剂产品线的毛利率在未来3到5年预期出现小幅下降，整体盈利展望欠佳。当前经壹评级调整后的ROE水平为23.8%，盈利趋势一般。

IVD 仪器 (2.5 星):

由于 IVD 仪器的特异性用途特性，其通常与公司实际配套生产销售，产品降价策略主要适用于抢占市场份额、提高价格竞争力的市场化行为。当前经壹评级调整后的 ROE 水平为 10.0%，盈利趋势一般。

IVD 流水线 (2.5 星):

IVD 流水线作为相对特殊的大型“IVD 仪器”，与院端近年日渐增长的国产化配置需求挂钩。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 水平为 15.2%，盈利趋势一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

尽管近年来 IVD 行业竞争加剧，然而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。

IVD 试剂 (4 星):

IVD 试剂未来趋向同质化竞争，存在一定价格协同。在政策端国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。规模经济压低生产成本以维持利润，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。

IVD 仪器 (4 星):

与试剂类似，IVD 仪器的竞争同样考虑性价比。在政策端国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。与医院相关行业存在一定政策壁垒，规模经济压低生产成本以维持利润。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。

IVD 流水线 (4 星):

IVD 流水线的产业格局可参考 IVD 仪器，在政策端国产替代的大背景下，利好国内企业竞争。与医院相关行业存在一定政策壁垒，技术指标决定产品竞争力。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。

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，逐步获取全球知名度。

经壹评级调整，公司的 ROE 从 2020 年至 2024 年分别为 23.4%、20.5%、23.0%、21.6% 及 20.0%，属于较高水平。

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
IVD试剂	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为23.8%，ROIC23.2%，表现优秀。业务控制力3星，业务受集采影响，但总体稳定。业务市占率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，护城河宽度良好。	(4.5星) 公司护城河由专利、规模经济、政策扶持构成。公司试剂研发与生产环节存在技术专利，因此各家企业选定技术路线后均会以专利持续构筑坚实的护城河，持续性强。试剂的规模经济优势会随着市占率的提升而增强。政策鼓励医院使用国产试剂，对国内IVD企业有扶持作用。
IVD仪器	(2.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为10.0%，ROIC9.7%。业务控制力3星，业务受集采影响，但总体稳定。业务市占率6%左右，行业排名位居前列。未来公司在检测仪器的种类上有望拓展，护城河宽度一般。	(5星) 公司护城河由专利和模式创新构成。公司仪器存在技术专利，同时采取低价或免费提供给医院一个批次设备的方式打开市场，供后续的销售合作。该模式需要依靠较高的利润空间及现金流支撑，护城河持续性优秀。
IVD流水线	(3星) 经壹评级调整后该业务ROE为15.2%，ROIC15.0%。业务控制力3星。业务市占率6%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，显著提升ROE水平，目前护城河宽度良好。	(5星) 公司流水线的品牌、转换成本和管理运营流水线的经验未来预计会随着装机量的增长而逐步增强，持续性向好发展。

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，当前估值处在相对合理偏低估区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务由IVD试剂、IVD仪器及IVD流水线构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

IVD试剂

收入假设：

公司IVD试剂细分检测类型主要由免疫诊断（化学发光）、生化诊断和分子诊断构成，该业务未来五年的收入CAGR为6.19%。

1. IVD试剂市场空间广阔：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435.5亿元、268.7亿元和328.9亿元。

2. 试剂竞争力强利好市占率提升：公司试剂市场竞争力强，试剂领域的整体市占率在2040年预期将达到7%。

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，以5%的近期增速，逐步平稳过渡至2.7%左右增长；
- 2) 当前全球IVD试剂需求稳定渐增，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：

推测业务毛利率从70%缓慢下降，未来随着集采常态化，预计稳定至64%左右。

IVD 仪器

收入假设：

该业务未来五年的收入CAGR 为11.23 %。

1. IVD 仪器市场空间广阔：以生化分析仪为代表，往年市场规模呈现高增长（CAGR 9.61 %），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，以此推定2040 年市场规模达到约263 亿元。
2. 仪器竞争力强利好市占率提升：公司仪器市场竞争力强，仪器领域的整体市占率预期在2040 年维持10%水平。
3. 海外市场稳健增长：和试剂测算逻辑一致。

盈利能力假设：

推测业务毛利率约29.6 %，未来或将为了抢占市场而进一步压缩利润率，估算至稳态约为26.6 %。

IVD 流水线

收入假设：

该业务未来五年的收入CAGR 为25.21 %。

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：

推测业务毛利率约53.3 %，未来或将为了抢占市场而进一步压缩利润率，估算至稳态约为47.9 %。

表2：公司整体业绩预测

安图生物	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	44.4	44.4	44.7	51.6	54.4	57.3	64.2	71.4
归母净利润(亿)	11.6	12.4	12.2	14.5	15.0	15.6	17.2	18.9
归母净利润增速(%)	16.6	7.3	-1.9	19.2	3.5	4.2	10.1	9.9
经营性净利润(亿)	10.8	11.4	11.4	13.7	14.2	14.9	16.4	18.2
经营性净利润增速(%)	18.1	5.9	-0.3	20.9	3.7	4.4	10.7	10.4
经营性归母净利润(亿)	10.6	11.3	11.3	13.7	14.2	14.9	16.4	18.2
经营性归母净利润增速(%)	16.7	7.2	-0.2	21.4	3.7	4.4	10.7	10.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

IVD试剂	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	35.3	38.1	38.0	41.6	42.6	44.0	48.1	52.9
收入增速(%)	15.9	8.1	-0.5	9.6	2.3	3.5	9.2	10.0
经营性净利润(亿)	10.4	11.4	11.1	12.5	12.7	13.1	14.3	15.7
经营性净利率(%)	29.4	29.8	29.3	30.0	29.9	29.8	29.8	29.7
经营性净利润增速(%)	12.1	9.4	-1.9	12.0	2.0	3.2	9.0	9.9
IVD仪器	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.2	3.8	3.9	6.6	7.5	7.9	9.4	10.0
收入增速(%)	32.3	-47.4	4.1	66.5	14.4	4.9	18.8	7.4
经营性净利润(亿)	0.1	-0.2	-0.1	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3
经营性净利率(%)	1.8	-4.5	-3.6	12.3	12.6	12.9	13.2	12.8
经营性净利润增速(%)	153.8	-232.3	16.5	669.6	17.0	7.8	21.5	4.2
IVD流水线	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.9	2.5	2.8	3.5	4.3	5.4	6.8	8.5
收入增速(%)	9.1	30.2	12.0	23.2	25.0	25.2	25.3	25.4
经营性净利润(亿)	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1
经营性净利率(%)	13.4	8.3	12.9	13.1	13.2	13.3	13.4	13.5
经营性净利润增速(%)	169.8	-18.9	72.6	25.2	26.2	26.3	26.1	26.1

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)
IVD试剂	5.5%	中等	较好	强	8.0%	17.88	14.8
IVD仪器	13.8%	中高	较好	强	8.0%	20.17	1.3
IVD流水线	6.5%	中等	较好	强	8.3%	17.16	1.0

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
IVD试剂(亿)	37.8	194.2	232.0	-	-	-	232.0
IVD仪器(亿)	0.7	18.6	19.2	-	-	-	19.2
IVD流水线(亿)	-1.0	12.3	11.3	-	-	-	11.3
公司整体测算(亿)	37.4	225.1	262.5	-	-	-	262.5

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
IVD试剂(亿)	108.8	115.2	224.1	-	-	-	224.1
IVD仪器(亿)	8.1	24.1	32.2	-	-	-	32.2
IVD流水线(亿)	3.9	6.7	10.6	-	-	-	10.6
公司整体测算(亿)	120.8	146.1	266.9	-	-	-	266.9

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于公司财报以及公开市场资料、专业论文等资料。其中，公开市场资料的更新频率较低，统计数据可能存在一定滞后性。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。