

乐普医疗（300003.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月27日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	12.11
总市值	223.24亿
PE-TTM	26.89
PB-MRQ	1.36

估值结果

价值	243.37亿
DDM估值	上行空间 9.0%
状态	合理估值
价值	221.66亿
动态估值	上行空间 -0.7%
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

乐普医疗主营业务聚焦冠状动脉介入医疗器械的研发、生产与销售，是国内最早研发心血管植入器械的企业之一。公司产品覆盖心血管医疗全产业链，是国内高端医疗器械领域少数能与国外产品竞争的企业，积极拓展医药、医疗服务、医美等业态。

公司成长空间优秀，业务布局创新医械、创新药、医美等高增长赛道，未来增长可期。公司的护城河良好，作为国内心血管医械的先驱企业，公司核心业务的品牌口碑良好，技术厚积薄发。公司的盈利趋势较差，主要是由于公司涉及赛道较广，多数赛道纳入集采后利润显著下滑，市场竞争预期较为激烈。公司产品格局不佳，主要系近年来公司的业务分布广泛，公司在新进入的细分赛道大多处在市场中游地位，相对竞争优势不佳。

若以公司未来各产品线市占率达到稳态为测算基准，并结合市场空间的增量假设进行分析，可得出结论：公司当前估值处于合理水平。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为随着公司未来各业务布局的逐步完善，以创新药、医美为代表的细分行业将为公司带来高业绩增长，普遍持乐观估计态度。我们结合公司在创新药、医美等行业的实际表现与当前行业竞争格局分析后认为，公司新业务未来的渗透率提升空间有限，因此对其营收增速做出了合理保守的估计。在此基础上得出结论：公司当前估值已处于合理水平。

风险提示

受国内药品和医械集采逐步推进影响，公司已纳入或预期将会集采范围的医械业务与仿制药业务未来增长或将低于预期；公司创新药研发存在失败风险，研发成功后的市占渗透率可能随着行业前沿产品的持续迭代而不达预期；公司医美产品研发进度存在不达预期风险；医美行业面临强监管政策趋严的风险。

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 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 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	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026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	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	12
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	13

1. 基本信息

乐普医疗主营业务聚焦冠状动脉介入医疗器械的研发、生产与销售，公司作为国内最早研发心血管植入器械的企业之一，拥有国家科技部授予的“国家心脏病介入诊疗器械及装备工程技术研究中心”称号，开发并商业化了数个“国产第一”（无载体冠脉药物支架、双腔心脏起搏器、冠脉生物可吸收支架、冠脉切割球囊、生物可降解封堵器等）。目前公司业务涵盖医疗器械、药品、医疗服务及健康管理三大板块。

2. 业务介绍

对于乐普医疗公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医疗器械：

公司业务中的医疗器械以心血管植入诊疗全周期产品为核心基础，同时布局前沿创新赛道，是国内心血管植入领域产品矩阵最完整的医疗器械业务体系。主要包含冠脉介入、结构性心脏病、外周介入、电生理、诊断类设备、影像设备、神经调控等。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的心血管植入诊疗类医疗器械业务。

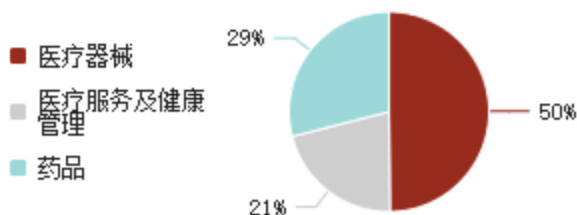
医疗服务及健康管理：

公司医疗服务及健康管理业务包含心血管全周期医疗与健康管理以及皮肤科消费医疗药械（医美类）业务。前者通过控股的心血管专科医院、医学诊断实验室、药械电商平台，提供线下专科诊疗、医学检验检测、药械产品销售等一体化服务，覆盖心血管疾病预防、治疗、康复全流程；基于乐普云AI平台，聚焦医疗级心脏监测（动态/静态心电、床旁监护、可穿戴遥测）、居家健康监测、智慧康复护理三大方向，为各级医疗机构和C端用户提供生命体征监测硬件与数字化服务。后者依托公司在生物医用材料领域的技术积累，跨界布局非医保、自主定价的消费医疗赛道，目前主要涉及聚乳酸面部填充剂、注射用透明质酸钠系列产品。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的医疗服务及健康管理业务。

药品：

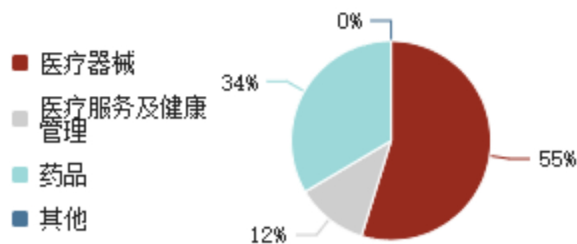
公司的药品业务以心血管疾病、代谢性疾病用药为核心赛道，包含仿制药、原料药及创新药。其中，仿制药和原料药聚焦心血管、代谢病领域成熟用药；创新药聚焦GLP-1、siRNA等前沿技术赛道。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的药品业务。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主要通过心血管植介入核心器械、仿创结合的专科药品、全周期医疗服务三大板块实现多元化盈利。公司构建的“核心赛道自研深耕+外延并购/BD合作拓展边界+‘器械+药品+服务’全产业链协同”模式，一方面通过自主研发巩固心血管植介入器械的龙头地位，另一方面通过并购、海外授权合作快速切入创新药、医美消费医疗等高潜力赛道，同时依托三大业务的渠道、用户与技术资源实现交叉赋能，打造“医保支付+消费自费”双轮驱动的盈利结构，实现技术、产业与商业生态的互利共赢。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司业务分布极广，为了维持产品持续研发需要高研发强度支撑，2025年公司研发费率达到12.22%，研发强度高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司的产品市场知名度需要较高的营销行为支撑，2025年公司销售费率达到18.03%，营销强度较高。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司业务开展需要大量的生产人员、销售人员及技术人员，对人力资源密集度的要求很高。2025年公司人均创收74.61万元，人均薪酬18.66万元。单位收入薪酬较高，人力资源密集度高。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游客户为集采的各单位联盟及个人用户，客户集中度低。前五大客户仅占公司营业收入的5.97%。

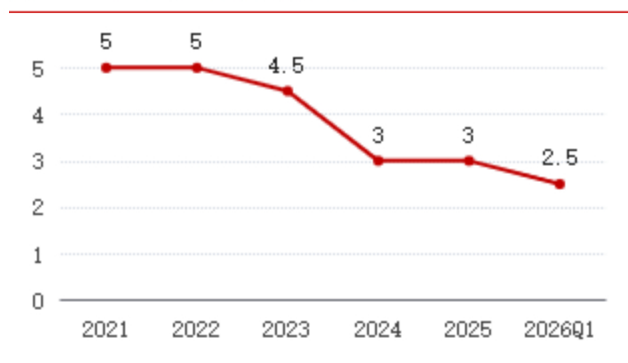
4. 历史经营绩效

乐普医疗作为心血管全产业链龙头，业绩表现受心血管医械集采降价影响大，盈利能力不佳。随着集采范围的扩张与下游需求收缩，公司近年成长能力表现不佳。公司经营性现金流维护良好，但占款能力一般，业务控制力总体良好。往年股东回报评级一般，近年来随着公司业绩表现承压而有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



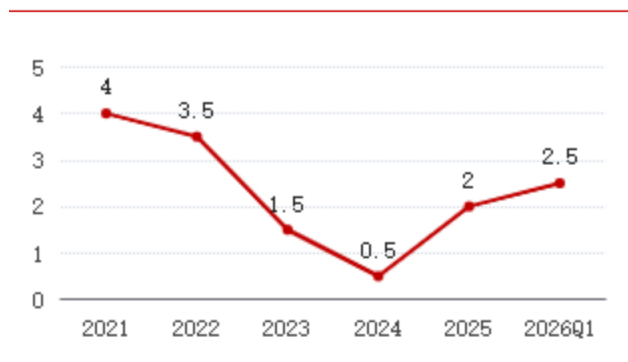
数据来源：公司财报，壹评级

过去公司盈利能力处于优秀水平，近年来由于心血管集采公司盈利能力下滑。从财务数据看公司2023年至2025年三年营业利润率分别为19.39%、4.15%和18.82%，表现承压。公司毛利率维持相对稳定，三年销售毛利率分别为64.24%、60.88%和64.01%，产品利润空间波动总体可控。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



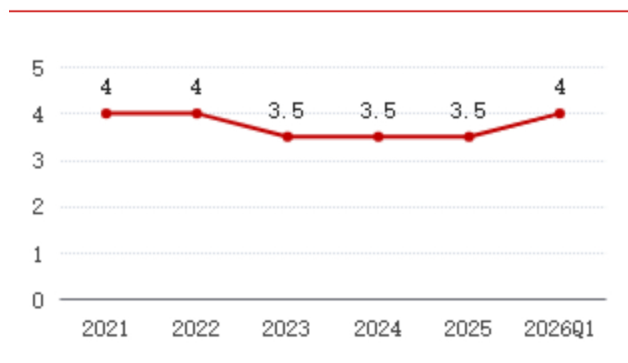
数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力自2022年开始下滑，至2024年达到低点，随后有所回升，主要受医械和药品集采影响营收所致。2025年公司营收增长6.22%，业绩随公司开展创新增量业务而逐步修复。

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

公司历年经营性现金流表现向好，经营性现金流/营业总收入在2023年至2025年分别为12.41%、12.04%和23.4%。公司占款能力不佳，净占款占净资产比重在2023年至2025年分别为-5.9%、-6.54%和-9.54%，低于行业平均水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



2023年至2025年，公司扣非ROE分别为7.35%、1.42%和5.36%，表现一般。从当前表现来看，公司股东回报表现不佳。

数据来源：公司财报，壹评级

5. 四维评级

作为国内心血管产业链龙头，公司业务按类别分布广，且持续布局创新产品，未来成长空间充足。另一方面，公司业务受集采影响较大，标内产品价格降幅对盈利能力影响大，盈利趋势较差。公司切入新细分赛道后往往处于行业中游，相对市场地位一般，产业格局较差。公司凭借完善的产品线布局及良好的临床效果树立了一定的品牌口碑、构建了一定的技术储备，护城河良好。

5.1 成长空间

★★★★★

公司的核心业务成长空间依赖于各品类细分医械业务和仿制药/原料药业务市场规模与公司市占率的持续提升、创新药研发管线进展、医美产品研发进展等因素。从公司当前的产品线布局上看，未来创新药和医美产品的上市将会为公司带来显著业绩增长动能。成长空间优秀。

医疗器械(3星)：

医疗器械业务未来五年CAGR预期约为7.42%。公司医疗器械业务的增长主要依赖以创新心血管医械为代表的非集采产品。一方面，当前集采品类正逐步扩大，一些当前非集采类别未来存在纳入集采可能性。另一方面，公司积极规划布局神经调控、脑机接口等短期不纳入集采品类，有望为公司在短期带来一定的业绩提升。总体来说，公司医械成长空间一般。

医疗服务及健康管理(5星)：

医疗服务及健康管理业务未来五年CAGR预期约为17.64%。公司业务高速增长主要依赖医美产品预期快速创造销量。公司布局的童颜针、水光针、玻尿酸填充剂、热玛吉等产品均有望在短期投入销售。与此同时，公司医疗服务业务的市占率表现预计趋于稳定，业绩随行业市场规模的稳健增长而同步增加。公司业务整体成长空间优秀。

药品(5星):

药品业务未来五年CAGR预期约为2.94%。公司业务主要包含仿制药、原料药与创新药，短期内主要由仿制药和原料药贡献业绩，增长相对平稳。未来，随着公司以GLP-1为代表的创新药研发上市，板块业绩有望进一步增长，业务整体成长空间优秀。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司核心产品集采占比高，服务业务利润率有限，整体利润水平较低。结合目前国内行业竞争日渐激烈，未来产品及服务定价下行或将长期存在，盈利趋势较差。

医疗器械(1.5星):

公司医疗器械业务主要为已经大范围纳入集采的心血管类医械，利润空间相较集采前显著压缩。从未来趋势上看，集采范围扩张会对公司的业务盈利水平产生持续影响。短期内经壹评级调整后的ROE水平为11.7%，从长期看盈利趋势较差。

医疗服务及健康管理(1.5星):

公司医疗服务及健康管理业务的毛利率水平相对较低，主要系公司当前业务的主体为心血管医疗服务，利润空间相对较小。展望未来，公司医美业务将逐步占据一定该业务的业绩比例，利润率小幅提高。行业竞争的日渐激烈将对该业务板块的远期盈利能力产生消极影响。短期内经壹评级调整后的ROE水平为4.8%，从长期看盈利趋势较差。

药品(2.5星):

公司药品业务的毛利率水平相较较高。然而从仿制药和原料药的价格竞争上看，未来公司这部分业务的利润率水平将会下滑。另一方面，公司创新药的研发上市将会为板块利润水平贡献一定增长。短期内经壹评级调整后的ROE水平为9.3%，从长期看盈利趋势一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

无论是医疗器械、医疗服务及健康管理还是药品业务，行业对新进入者均存在一定的进入门槛：一方面，新进入者需要凭借具备一定竞争力的产品进入对应市场，在竞争已经极为充分的各类市场中，后进入者常处在相对被动地位，后发劣势明显。另一方面，市场中的头部公司通常已经取得一定的品牌效应，市场地位会在长期竞争中增强，呈现“赢家通吃”的特点。公司在多数创新产品赛道中处于新进入者地位，不具备较高的市场份额，产业格局相对欠佳。

医疗器械(2.5星):

公司医疗器械业务主要面向集采主体，客户集中度较高，公司无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内心血管医械龙头，深耕相关领域多年，在集采标中具备一定的市场地位。对于创新医疗器械，公司部分产品处在研发阶段，尚未进入市场。行业技术变革风险较低，品类替代风险较低，公司产业格局一般。

医疗服务及健康管理(2.5星):

公司医疗服务及健康管理主要面向下游消费者，客户集中度分散，公司无上游行业垂直一体化威胁。公司作为国内心血管医疗服务企业具备专业性，市场地位较高。对于医美相关产品，公司多数产品处在研发或审批阶段，预期占据市场份额较小，无明显竞争优势。行业存在一定的技术变革风险和品类替代风险，公司产业格局一般。

药品(1.5星):

公司药品业务主要面向集采主体，对于核心的仿制药和原料药，客户集中度高，公司无上游行业垂直一体化威胁。对于创新药，公司核心GLP-1等药物未来上市时间晚于行业头部企业，预期占据市场份额较小，无明显竞争优势。行业存在一定的技术变革风险和品类替代风险，公司产业格局较差。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河一般，相较于细分行业龙头无明显优势。公司业务覆盖面广泛，单一业务护城河宽度受限。公司的ROE从2021年至2025年分别为16.0%、17.6%、8.23%、1.59%和6.12%，主要受集采降价、下游需求下滑等因素所致。从长远看，公司创新产品的持续研发及推出将会为公司建立一定的品牌及技术优势。

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
医疗器械	(3星)经壹评级调整后该业务ROE为11.7%，ROIC为9.6%，表现一般。该业务市占率7.3%左右，在行业排行前五。公司的业务控制力为4.5星。公司护城河宽度良好。	(4星)医疗器械业务护城河由品牌构成。公司作为国内心血管医械的龙头，品牌知名度较高。未来公司将会依托自身在心血管领域的品牌知名度，通过创新产品塑造护城河，品牌优势有望增强。
医疗服务及健康管理	(1.5星)经壹评级调整后该业务ROE为4.8%，ROIC为4.6%，表现较差。该业务市占率0.09%左右，在行业排行中游。公司的业务控制力为4.5星。公司护城河宽度较差。	(4.5星)医疗服务及健康管理业务护城河由品牌和技术构成。公司重心为医美产品的研究，未来将凭借公司在属于严肃医学领域的心血管耗材方向上的优势，降维切入医美赛道，品牌口碑有望增强。同时，公司的技术储备优势有望维持以构建产品竞争力。
药品	(2星)经壹评级调整后该业务ROE为9.3%，ROIC为7.8%，表现较差。该业务市占率0.73%左右，在行业排行中游。公司的业务控制力为4.5星。公司护城河宽度较差。	(3星)药品业务护城河由技术构成。公司在仿制药及原料药细分无明显护城河。公司重心为创新药的研究，控股子公司民为生物聚焦多靶点GLP-1、siRNA等技术，布局减重、2型糖尿病、血脂异常、高血压等适应症。未来有望构建技术护城河。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

乐普医疗近年来积极布局各类创新产品赛道，通常市场以此为依据对公司创新产品业务基于高增长乐观预期。我们结合医疗器械、药品及医疗服务行业现状，根据公司产品的实际表现及相对竞争力，对公司的各项关键指标进行综合分析，构建估值模型后认为，乐普医疗未来趋向于温和增长。当前公司估值处于合理水平。

6.1 核心假设及逻辑

细分公司核心业务，由医疗器械、药品和医疗服务及健康管理构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

对于医疗器械业务：

公司业务包含冠脉植介入、诊断类、血管通路类、结构性心脏病、CRM电生理、外周植介入、影像设备及神经调控等细分。

收入假设：

1) 未来市场规模持续温和增长：公司医疗器械市场规模主要依赖于公司各类医械在价格缓慢下降的同时销量提升，预期未来稳态市场规模约875.1亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司业务竞争力较强，各类医疗器械的总市占率有望从现在的7.3%左右稳步提升，假设未来稳态达到11.1%，长期营收保持稳定增长。

盈利能力假设：

公司医疗器械业务的毛利率高（约69.9%）。目前产品的市场竞争激烈，同时随着未来纳入集采的产品占比提升，预计未来公司医疗器械的毛利率水平将会持续下降（至稳态约56.7%）。

对于药品业务：

公司药品业务包含仿制药、原料药和创新药三大类。

收入假设：

1) 未来市场规模预期下滑：公司药品市场规模主要受国内药品价格下滑影响逐步减少，预期未来稳态市场规模约2382.4亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司仿制药的市占率领先，创新药上市后预期将处于行业中游水平。总金额市占率有望从现在的0.73%左右稳步提升，假设未来稳态达到1.31%，长期营收保持缓慢增长。

盈利能力假设：

公司药品业务的毛利率较高（约64.23%）。目前仿制药产品的市场竞争激烈、毛利率较低，同时随着创新药市场竞争的逐步成熟，预计未来公司药品业务的毛利率水平将会持续下降（至稳态约55.29%）。

对于医疗服务及健康管理业务：

公司医疗服务及健康管理业务包含心血管全周期医疗与健康管理及医美业务两大类。

收入假设：

1) 未来市场规模预期提升：公司医疗服务市场规模主要受国内相关产品服务种类的增加以及消费者需求提升而增长；公司医美产品市场规模预期随着下游消费者需求的增加、产品出货量提升的增长。公司整体业务预期未来稳态市场规模约2.34万亿元。

2) 稳态市占率提升空间较大：公司医疗服务业务的市占率总体保持稳定，医美产品上市后预期将处于行业中游水平。总金额市占率有望从现在的0.09%左右显著提升，假设未来稳态达到0.28%，长期营收保持缓慢增长。

盈利能力假设：

公司医疗服务及健康管理业务的毛利率较低（约45.57%）。目前医疗服务行业的市场竞争激烈、毛利率较低；综合考虑公司医美业务的营收占比逐步提升对盈利能力的正面影响，以及医美行业未来竞争充分化、成熟化对盈利能力的负面影响，预计未来公司医疗服务及健康管理业务的毛利率水平将会小幅提升（至稳态约52.29%）。

表2：公司整体业绩预测

乐普医疗	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	79.8	61.0	64.8	70.1	73.0	81.0	88.5	97.8
归母净利润(亿)	12.6	2.5	9.6	12.8	12.7	13.4	14.0	14.8
归母净利润增速(%)	-42.9	-80.4	289.6	33.2	-1.1	5.8	4.5	5.3
经营性净利润(亿)	12.6	2.4	9.8	13.5	13.3	14.1	14.7	15.5
经营性净利润增速(%)	-45.5	-81.1	310.3	37.8	-1.1	5.8	4.5	5.3
经营性归母净利润(亿)	12.3	3.0	9.2	12.8	12.7	13.4	14.0	14.8
经营性归母净利润增速(%)	-46.0	-75.7	209.5	38.6	-1.1	5.8	4.5	5.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医疗器械	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	36.7	33.3	32.5	35.0	37.5	40.3	43.3	46.5
收入增速(%)	-37.5	-9.5	-2.2	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
经营性净利润(亿)	6.9	4.6	7.0	7.3	7.1	6.9	6.6	6.2
经营性净利率(%)	18.7	14.0	21.4	21.0	19.0	17.1	15.2	13.4
经营性净利润增速(%)	-41.9	-32.4	49.9	5.3	-2.8	-3.5	-4.3	-5.3
医疗服务及健康管理	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.6	10.2	10.6	14.9	16.6	21.0	24.2	28.4
收入增速(%)	-2.4	-19.3	4.3	39.7	11.9	26.4	15.4	17.3
经营性净利润(亿)	-0.3	-1.7	-0.5	2.7	3.2	4.3	5.3	6.5
经营性净利率(%)	-2.3	-16.4	-4.5	18.2	19.4	20.6	21.8	23.0
经营性净利润增速(%)	-148.3	-464.9	71.5	667.0	19.0	34.1	22.2	24.1
药品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	30.4	17.6	21.6	20.3	18.8	19.6	21.0	22.8
收入增速(%)	-11.5	-42.2	23.2	-6.2	-7.3	4.4	6.8	8.7
经营性净利润(亿)	6.1	-0.6	3.3	3.5	3.0	2.9	2.9	2.8
经营性净利率(%)	19.9	-3.3	15.3	17.1	15.9	14.9	13.8	12.1
经营性净利润增速(%)	-43.7	-109.6	670.7	4.5	-13.3	-2.7	-0.9	-4.8

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)
医疗器械	7.5%	中等	一般	较强	8.3%	14.04	6.2
药品	4.4%	中低	一般	较强	8.5%	11.42	2.8
医疗服务及健康管理	8.5%	中等	一般	强	8.5%	14.85	6.5
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
医疗器械(亿)	20.4	63.7	84.1	10.3	0.5	6.5	100.4
药品(亿)	17.7	22.7	40.4	6.9	-	4.3	51.6
医疗服务及健康管理(亿)	-6.0	70.2	64.2	3.4	-	2.1	69.7
公司整体测算(亿)	32.1	156.6	188.7	20.6	0.5	12.9	221.7

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
医疗器械(亿)	39.1	43.4	82.4	10.3	0.5	6.5	98.8
药品(亿)	29.8	11.0	40.8	6.9	-	4.3	52.0
医疗服务及健康管理(亿)	25.7	61.4	87.2	3.4	-	2.1	92.6
公司整体测算(亿)	94.6	115.8	210.4	20.6	0.5	12.9	243.4

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公司财报以及国家公开发布的医疗疾病统计数据与人口数据等。其中，国家人口及疾病发病率统计为定期发布的滞后数据，更新频率较低。各类服务的市场规模统计则存在明显的统计口径差异与时滞性。对于估值假设的市场规模、市占率及产品价格等数据，则可能随着行业竞争加剧、新政策的出台而产生偏差。综上，我们认为公司的估值确定性一般。

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。