

美年健康（002044.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月13日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	4.64
总市值	181.62亿
PE-TTM	59.43
PB-MRQ	2.30

估值结果

价值	126.18亿
DDM估值	上行空间 -31%
状态	偏高估
价值	127.98亿
动态估值	上行空间 -30%
状态	偏高估

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

美年健康是国内领先的专业健康体检连锁企业，深耕预防医学健康管理领域，依托全国化布局和规模优势，为个人及企业客户提供健康体检及健康管理服务。

公司成长空间表现一般，未来5年营收CAGR预计约7%，体检行业进入成熟发展阶段，行业需求稳步增长，公司有望依托品牌及规模优势实现稳健增长。公司盈利趋势良好，预计利润率持续改善，主要受益于AI赋能提升客单价及运营效率，同时客户结构持续优化。公司产业格局良好，行业就有一定的进入壁垒同时替代风险较低，公司作为民营体检龙头具备一定的上下游议价能力。公司护城河表现良好，线下渠道及规模优势突出，全国化体检网络与品牌优势有望持续巩固领先地位。

健康管理需求持续增长，体检渗透率及民营机构市场份额有望稳步提升，公司凭借规模及渠道优势有望实现稳健增长。基于以上假设，公司当前估值处于高估区间，或为市场对其AI赋能给予一定溢价。

我们区别于市场的观点

市场认为我国健康意识提升将推动体检渗透率快速向海外成熟市场靠拢，同时AI医疗有望为公司带来较高成长溢价。我们认为，在当前支付结构仍以团检及自费为主的背景下，体检渗透率更可能保持稳步提升，难以实现跨越式增长；此外，AI目前主要体现在提升高附加值产品客单价及优化运营效率，相关价值已充分反映于盈利预测中，短期尚未看到更多盈利兑现路径。

风险提示

体检渗透率提升不及预期：盈利预测基于居民健康管理需求持续增长、体检渗透率稳步提升的假设。若受宏观经济、企业团检需求或居民消费意愿等因素影响，体检渗透率提升不及预期，将影响公司业绩。

民营体检机构市场份额提升不及预期：盈利预测基于民营体检机构市场份额稳步提升的假设。若居民对公立医院体检需求持续较高，民营机构市场份额提升不及预期，将影响公司业绩。

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 供应商集中度	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	7
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	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

美年健康成立于2004年，是国内规模领先、分布最广的专业健康体检连锁头部企业，2015年通过重大资产重组实现深交所上市。公司深耕预防医学健康管理领域，旗下拥有“美年大健康”、“慈铭体检”、“慈铭奥亚”、“美兆健康”四大知名体检品牌，实现了对大众至中高端市场的多层次、全方位覆盖。依托广泛的全国布局、庞大的客户群体以及标准化的医疗服务体系，美年健康持续引领非公医疗服务机构发展，自上市以来累计为超2亿人次提供高品质的健康管理服务，树立了稳固的行业龙头地位。

2. 业务介绍

对于美年健康公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

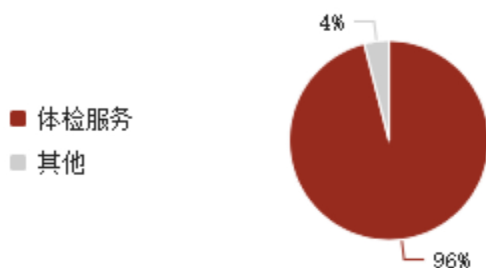
体检服务：

公司体检服务业务主打非公立专业健康体检及延伸健管产品，旗下“美年大健康”、“慈铭”、“奥亚”、“美兆”四大品牌协同发展。上游主要依赖中外知名品牌的医疗影像设备、生化分析仪及试剂耗材供应商；下游则通过立体化营销覆盖政企团体客户与自费个检大众消费者。凭借全国化网络布局和“AI+健康管理”的差异化产品力，到检人次与客单价稳步增长，行业龙头优势显著。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

其他：

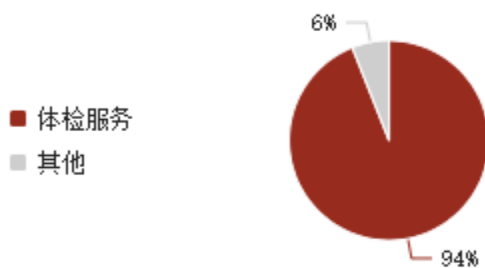
公司其他业务主要指非体检服务相关的医疗健康延伸服务及增值保障板块。上游对接分散的医药耗材、检测试剂以及现代物流系统；下游则通过线下近600家分院网络、国药堂及互联网医院平台直接触达终端消费者。通过聚焦中医中心、减重中心及综合医疗等轻资产专项门诊运营，满足多元化健康消费需求。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

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

美年健康作为预防医学连锁龙头，采取大规模连锁经营模式，销售端高度依赖全渠道精准营销与专业地推，人力端则需大量医护团队保障交付，呈现出较高的人力资源密集度和营销强度。公司通过分散的政企客户与供应商布局，有效降低了对单一主体的依赖，具备较强的议价能力。这种商业结构源于体检行业“高频获客+专业服务”的特性，通过标准化、规模化扩张与精细化管理，构建起稳健的行业护城河。

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，2025年公司销售费率为22.6%，处于较高水平。公司主营的预防医学体检业务具有较强的健康消费属性，在市场开拓中较为依赖立体化的营销体系来维系政企大客户的签单粘性，并需要持续投入资源以加大面向C端个人消费者的私域引流与公域破圈普及，从而不断提升品牌公信力与多品牌矩阵的行业渗透率，实现客单价与到检客流的稳步增长。

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对人工的依赖程度，2025年公司权责口径薪酬/营业收入约为42%，处于高水平。公司作为非公立医疗服务连锁龙头，业务规模化运营高度依赖专业医护人员与成熟的管理团队，随着旗下分院网点持续扩张及AI数智化系统部署，对高素质复合型医疗人才的引进与留用需求显著增长。高薪酬投入既是为了匹配预防医学服务的高品质质控要求，也反映了公司通过股权激励、管培生计划等机制深度绑定核心骨干，以人才梯队优势构筑服务壁垒，从而支撑业务从单一筛查向全生命周期健康管理的转型，保障经营战略的稳步落地。

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，2025年公司前五客户销售额占比为4.68%，处于低水平。公司体检服务业务主要面向广大的个人消费者与多样化的政企客户群体，通过遍布全国的门店网络直接触达终端用户，客群构成较为分散，不依赖单一客户或机构，有效降低了单一业务渠道波动的经营风险，保障了收入结构的整体稳定性。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

供应商集中度旨在衡量公司对上游依赖程度，2025年公司前五供应商采购额占比为14.13%，处于低水平。公司体检业务上游主要为医疗设备、检测试剂及医用耗材供应商，由于医疗器械及耗材市场品牌众多、技术相对成熟且供给充足，公司通过集约化采购模式与多家主流供应商建立合作，有效降低了对单一供应商的依赖，同时凭借强大的采购议价能力，确保了设备供应的稳定性与运营成本的持续优化。

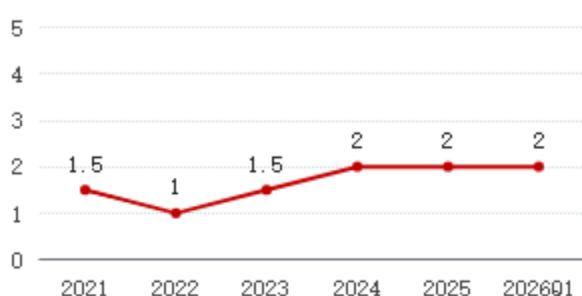
4. 历史经营绩效

公司历史业务控制力及财务健康表现良好，得益于体检业务预付费模式带来的高回款效率及对上游供应商的强账期管理。但历史成长能力与股东回报相对较差，主要系前期高强度的门店扩张与数智化投入加重了折旧负担，导致净利润释放有限。同时，行业存量竞争加剧，且公司战略处于整合转型期，导致盈利留存与分红能力暂时受限，资本开支高企进一步压制了历史股东回报水平。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



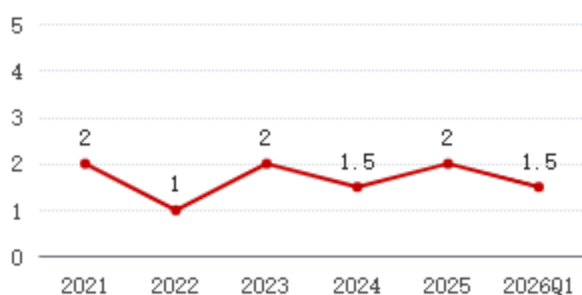
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力一般，2025年ROE约3.5%，扣非净利率为2.49%，主要系体检行业阶段性进入存量竞争阶段，获客成本高企压缩了利润空间。同时，公司前期激进的扩张策略导致分院折旧摊销负担较重，叠加行业降本增效背景下，部分业务板块盈利能力仍待改善。随着AI数智化赋能带来的客单价提升与运营成本集约，盈利水平有望逐步筑底回升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



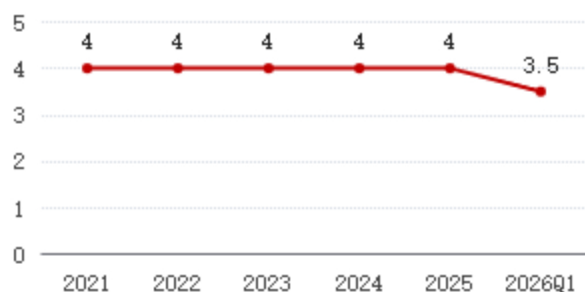
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较差，2025年营收同比下降3.2%，扣非归母净利润同比增长2.39%，成长表现承压。主要系受宏观经济波动影响，体检业务客流增长乏力，且部分低毛利团检业务占比上升，削弱了整体收入弹性。同时，公司近年处于门店整合与优化阶段，扩张速度放缓，导致利润增长动力不足。虽然运营效率有所提升，但收入端的修复仍面临激烈的市场竞争与需求波动挑战。

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



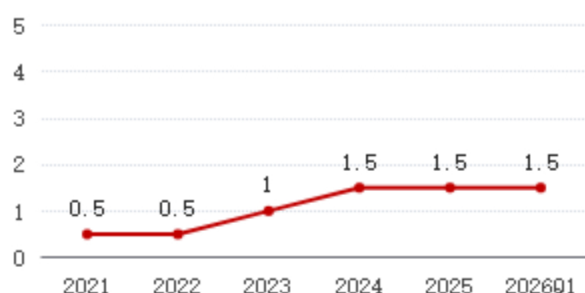
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现良好，2025年经营性现金流净额/营业总收入为17.37%，基本处于行业平均水平；上下游净占款/净资产为-1.96%，略优于行业平均水平。主要系公司连锁门店采取预付费会员与即时结算相结合的模式，现金回款效率高，且依托规模效应强化了对上游医疗器械及耗材供应商的货款账期管理，有效保证了经营性现金流的稳健性，体现了体检业务较强的资金周转与业务掌控能力。

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

公司历史股东回报较差，2025年现金分红比例约12%，股息率0.2%。主要系公司仍处于全国化扩张与门店数智化改造的关键期，需要持续保持较高强度的资本开支，以维持终端门店的市场覆盖率及技术迭代，进而导致公司经营现金流优先投入于产能与设备更新，压缩了股东分红的分配空间。

5. 四维评级

公司盈利趋势良好，受益于体检预防医学刚需入口及数字化升级，服务协同效应提升，盈利能力有望稳步修复。产业格局良好，凭借全国网点规模与品牌积淀构建一定壁垒，对上下游具备一定议价权，产品替代风险低。公司护城河表现良好，规模经济与线下流量入口形成了显著的经营杠杆，且数字化转型持续增强客户粘性，巩固了其作为健康管理行业龙头的持续竞争优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约7%，增速表现一般。主要系体检行业阶段性进入存量竞争阶段，获客成本高企限制了利润释放，且宏观经济压力导致政企团检预算趋紧。此外，公司前期扩张较快，当前正处于降本增效与门店整合的结构性调整期，产能利用率的提升需要时间，短期内难以通过快速扩店带动整体营收规模实现高水平增长。

体检服务(2.5星):

公司体检服务业务成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约7%，增速表现一般。主要系受宏观经济波动影响，政企团检预算收紧导致订单增速放缓；同时，大众消费更趋理性，非必要高端体检需求有所抑制。此外，行业阶段性存量竞争激烈，叠加门店处于整合优化期，短期内难以通过快速扩张实现营收规模的爆发式增长。

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回暖，整体市占率预计实现增长。盈利展望改善得益于公司推出“AI+体检”数智化创新产品，大幅提升了客单价与服务附加值；同时，公司不断优化客户结构，高价值的C端个人客户占比稳步提升，改善了盈利质量。竞争格局方面，公司凭借全国连锁网络的规模效应与品牌护城河，在行业整合中占据领先地位，未来市占率有望稳步提升，共同驱动盈利能力筑底回升。

体检服务(3.5星):

公司体检服务业务盈利趋势良好，主要系盈利展望和竞争格局及其变化趋势较好。公司通过AI数智化赋能推出高附加值体检产品，显著提升了客单价；同时，公司积极优化业务结构，C端个人体检客户占比持续提升，带来更高的毛利贡献。伴随数字化运营提效，公司市占率有望稳步提升，盈利趋势持续向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局良好，主要系体检服务行业具有一定的进入壁垒和上下游议价能力，同时替代风险较低。公司作为民营体检连锁龙头，全国规模化网络形成了极高的品牌与资金门槛；且深耕预防医学，直接对接C端刚需，对上游医疗器械厂商议价权强。同时，体检作为健康管理入口，难以被单纯的线上问诊所替代，行业竞争格局稳固。

体检服务(3.5星):

公司体检服务业务产业格局良好，主要系具有一定的进入壁垒和上下游议价能力，同时替代风险较低。该行业需庞大的医疗设备投入及专业医护人员储备，进入壁垒极高；且公司作为全国性体检龙头，通过规模效应强化了对上游医疗设备与试剂供应商的议价能力，同时直接面向个人及政企客户，议价能力较强。由于体检是全人群预防健康管理的刚需入口，短期内难以被其他新兴健康服务形式完全替代。

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虽表现一般，但护城河持续性优异，其核心护城河来源于线下渠道和规模经济。

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
体检服务	(2星) 公司体检服务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约为6.5%、ROIC约为5.4%。虽然公司通过全国性的门店布局具备了一定的规模化先发优势，但重资产运营模式下，单店营收爬坡周期长，叠加人员与设备折旧成本高企，显著拖累了资产回报水平。此外，由于体检服务同质化竞争较为严重，导致公司在高端差异化服务领域尚未建立起难以逾越的竞争门槛。	(4.5星) 公司体检服务业务护城河持续性优异，核心来源为线下渠道与规模经济。美年健康拥有全国性体检中心布局，网点密度与覆盖广度构建了难以复刻的线下渠道壁垒。强大的线下流量入口支撑了规模化采购与运营优化，强化了成本竞争优势。随着数字化健康管理推进，存量网点协同效应进一步增强，持续巩固领先地位。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

健康管理需求持续增长，体检渗透率有望稳步提升，民营体检机构市场份额有望持续提高，公司凭借规模和品牌优势有望实现稳健增长。AI赋能推动高附加值体检产品占比提升并改善运营效率，带动客单价及盈利能力持续优化。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前估值处于高估区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：体检服务、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：

体检服务：

收入假设：

- 1) 每年体检总人数：基于中国未来人口测算，考虑到老龄化进程的推进以及大众健康观念的强化，体检渗透率有望提升。但是考虑到当前体检服务支付方多为团检和自费，在当前支付结构下预计较难实现大规模增长，因此我们预计远期体检渗透率较当前小幅提升至40%左右。综合以上人口规模及体检渗透率假设，可测算每年体检总人数。
- 2) 每年民营机构体检人数：考虑到优质公立医院承载能力有限，同时民营机构在服务上更有优势，因此我们预计远期民营机构体检人数占比较当前小幅提升至25%左右，综合每年体检总人数和民营机构体检人数占比假设即可得到每年民营机构体检人数。
- 3) 公司控股体检中心年体检人次：考虑到近年受整体消费环境等因素影响，公司开始精细化运营，收缩部分门店布局，导致整体市占率在民营机构中有所下滑，未来随着大众健康观念的强化以及消费回暖，公司的规模化优势有望带动公司整体市占率小幅提升。同时考虑到近年公司运营门店趋于成熟，因此远期稳态情况下，我们假设远期控股体检中心体检人次占公司总体体检人次的比例与当前基本保持一致。

4) 客单价：我们将体检产品划分为基础套餐和高端套餐两类，其中基础项目更多为公司带来流量，所涵盖体检项目较为基础，我们预计该部分价格基本维持稳定。高端套餐为公司高附加值产品，我们预计随着AI赋能有望提升产品设计能力及报告解读能力，推动公司推出更多高附加值特色体检产品，从而提升高端项目整体客单价。同时随着公司持续提供优质服务，加速B端用户向C端的转化，公司高端项目占比我们预计有望实现小幅提升。

综合以上测算，公司体检服务业务中短期营收CAGR约7.4%，远期基本持平。

盈利能力假设：

1) 人工费用：参考历史每年体检人次及对应人工费用，计算历史单客人工费用，以此作为参考。考虑到未来优质体检医生资源仍较为稀缺，相应的费用或将上涨。同时，受益于AI对部分体检环节、流程的优化，公司单位体检服务所需人工投入有望下降。综合以上两方面因素影响，我们预计未来单客人工费用有望出现小幅下降。每年人工费用=体检人次*单客人工费用。

2) 外送成本：计算历史单客外送成本，以近年均值作为远期假设的基准指标，每年外送成本=体检人次*单客外送成本。

3) 体检直接耗材：计算历史单客对应的体检直接耗材费用，考虑到耗材的消耗相对较为刚性，以其历史均值作为远期假设的基准指标，每年体检直接耗材费用=体检人次*单客对应的体检直接耗材费用。

4) 房租物业：计算历史单客对应的房租物业费用，以其历史均值作为远期假设的基准指标，考虑到单体体检中心承载能力存在上限，为了更好的客户体验，随着体检人数的增加，相应场地规模也需要增加，同时，随着门店面积增加及租金水平上涨，单位房租物业费用预计小幅提升，因此我们逐年小幅上调单客房租物业费用。每年房租物业费用=体检人次*单客对应的房租物业费用。

5) 折旧及摊销：计算历史单客对应的折旧及摊销，以其历史均值作为远期假设的基准指标，每年折旧及摊销=体检人次*单客对应的折旧及摊销。

6) 其他：计算历史单客对应的其他费用，以其历史均值作为远期假设的基准指标，考虑到AI应用有望降低人工成本，但模型部署、软件服务及算力投入也将带来新增费用，我们将AI相关投入计入其他费用，因此我们每年小幅上调单客对应的其他费用。每年其他费用=体检人次*单客对应的其他费用。

综合以上测算，远期毛利率约为48%。

其他：

收入假设：

由于我们将AI对公司的贡献考虑到了体检服务客单价的提升以及相关费用的下降，因此其他业务板块主要为公司除体检服务及相关业务外的其他收入来源。考虑到该业务并非公司未来重点发展方向，因此我们假设该板块收入基本维持历史平均水平。

盈利能力假设：

综合公司其他业务板块历史毛利率水平，预计公司其他业务的远期毛利率将维持在67%左右。

表2：公司整体业绩预测

美年健康	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	108.9	107.0	103.6	108.2	114.3	123.2	135.8	145.0
归母净利润(亿)	5.0	2.8	2.9	4.1	4.9	5.5	6.3	7.6
归母净利润增速(%)	194.8	-44.1	1.1	43.8	18.5	12.5	16.0	19.7
经营性净利润(亿)	6.2	3.9	3.1	4.9	5.9	6.8	8.1	9.7
经营性净利润增速(%)	228.1	-37.2	-20.0	57.1	19.7	15.2	18.8	20.7
经营性归母净利润(亿)	4.7	2.7	2.4	3.8	4.5	5.1	6.0	7.3
经营性归母净利润增速(%)	185.9	-42.7	-10.7	57.1	18.2	13.7	18.8	20.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

体检服务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	105.6	103.3	99.1	104.5	110.6	119.5	132.1	141.2
收入增速(%)	30.1	-2.2	-4.1	5.5	5.8	8.1	10.6	6.9
经营性净利润(亿)	5.5	3.5	2.2	4.0	5.0	5.9	7.2	8.9
经营性净利率(%)	5.2	3.4	2.2	3.8	4.5	5.0	5.5	6.3
经营性净利润增速(%)	189.7	-35.7	-37.2	81.6	24.5	18.3	21.9	23.1
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.3	3.7	4.5	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
收入增速(%)	-20.2	11.6	21.4	-17.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.7	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
经营性净利率(%)	22.4	10.3	20.3	23.9	23.5	23.0	22.6	22.5
经营性净利润增速(%)	-40.7	-48.4	138.3	-2.4	-1.5	-1.9	-2.0	-0.4

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)
体检服务	0.7%	中等-	较好	强	8.3%	15.84	12.1
其他	-	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	0.8
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
体检服务(亿)	24.8	119.1	143.9	-	33.5	10.4	120.8
其他(亿)	4.3	5.6	9.8	-	2.6	-	7.2
公司整体测算(亿)	29.0	124.6	153.7	-	36.1	10.4	128.0

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
体检服务(亿)	77.7	64.8	142.5	—	35.6	10.4	117.3
其他(亿)	8.2	4.0	12.2	—	3.3	—	8.9
公司整体测算(亿)	85.9	68.8	154.7	—	38.9	10.4	126.2

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良好，且公司护城河持续性较强，但由于公司历史盈利能力波动较大，并且参考国际其他国家体检行业发展情况，各国之间体检渗透率存在较大差异，对估值确定性有一定削弱。综合以上因素，公司整体估值确定性表现一般。

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。