

艾德生物（300685.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月17日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	19.53
总市值	76.19亿
PE-TTM	21.40
PB-MRQ	3.70

估值结果

价值	74.59亿
DDM估值	上行空间 -2.1%
状态	合理估值
价值	73.15亿
动态估值	上行空间 -4.0%
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

艾德生物专注肿瘤基因检测，聚焦药物伴随诊断，依托强大生信算法，布局试剂、软件及配套仪器，并提供检测服务及药物临床研究服务。公司打造了肿瘤精准医疗所需的PCR、NGS、IHC、FISH等技术平台，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系。

公司的成长空间和产业格局良好，作为肿瘤伴随诊断赛道的国内龙头，公司在单一细分业务中已经取得了市场统治地位，市场未来预计将会以产品结构的调整及市场空间的温和增长为基调。公司的盈利趋势一般，尽管当前毛利率较高，但是公司试剂产品未来均存在大规模集采可能性，进而影响利润端表现。公司护城河良好，肿瘤基因检测为技术含量较高的赛道，公司深耕多年已经形成了较高的技术壁垒和品牌口碑，与阿斯利康等国际知名药企的合作紧密。

假定公司检测试剂业务和技术服务业务的市场地位保持领先、市占率合理提升，公司当前估值整体处在合理估值区间。

我们区别于市场的观点

当前市场普遍缺乏对艾德生物不同种类业务的详细分析，对公司核心业务的测算缺乏事实依据。我们深入分析后，结合行业实际情况和当前公司战略，认为公司的核心业务将聚焦于诊断试剂和技术服务业务，预测这两项业务未来将会稳健增长，产品种类的市场结构将会随着肿瘤伴随诊断方式的改变而同步调整升级。

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到医疗政策约束。受国内药品和医械集采逐步推进影响，公司预期将会被纳入集采范围的业务未来增长或将低于预期。

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
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	13
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	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	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

艾德生物专注肿瘤基因检测，聚焦药物伴随诊断，依托强大生信算法，布局试剂、软件及配套仪器，并提供检测服务及药物临床研究服务。2008年，郑立谋教授回国创业，带领艾德打破国外技术垄断，填补国内空白。通过十六年持续增长的研发费用及人员投入，公司打造了肿瘤精准医疗所需的PCR、NGS、IHC、FISH等技术平台，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系。

2. 业务介绍

对于艾德生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

检测试剂：

检测试剂业务是艾德生物的核心收入与利润来源，主打NMPA获批的三类肿瘤伴随诊断试剂，覆盖PCR、NGS、IHC、FISH等技术平台，用于指导肺癌、结直肠癌等癌种的靶向与免疫用药。我们对该业务的市场界定为面向国内市场的肿瘤伴随诊断试剂产品。

技术服务：

技术服务业务主要为创新药企提供伴随诊断试剂联合开发、临床试验生物标志物检测、注册申报的全链条配套服务。公司该业务绑定国内外30余家头部药企，凭借全平台注册能力国内市占率领先，与试剂业务形成强协同。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的肿瘤伴随诊断相关服务业务。

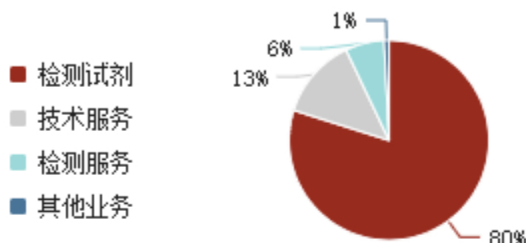
检测服务：

检测服务业务是院内试剂业务的配套补充，仅承接医院无法自主开展的特殊基因检测（如罕见靶点、大Panel测序等），通过公司自有实验室完成外送样本检测。我们对该业务的市场界定为面向国内外市场的肿瘤基因检测服务业务。

其他业务：

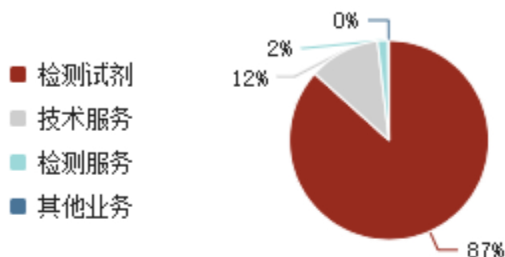
其他业务以配套仪器销售、耗材供应、技术授权及少量非核心检测相关收入为主，整体规模占比较小，为主营业务提供配套支撑。公司其他业务的营收占比极低，随核心试剂与服务业务的拓展保持平稳增长。

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

艾德生物的商业模式以院内合规伴随诊断试剂为核心基本盘，以药物临床研究服务为协同抓手，以检测服务为配套补充，通过“注册壁垒+渠道深耕+药企绑定”构建闭环，以实现国内龙头稳固、海外逐步复制的盈利模式。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的试剂产品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。2022年至2024年，公司研发支出总额占营收比重维持在20%左右。2025年，受研发产品周期波动影响，公司研发支出总额占营收比重降至14.83%，仍远超行业平均水平。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品与院端合作的关系维护、技术服务与药企的关系维护均需要较高的营销强度支撑，2025年，公司销售费用总额占营收比重达到27.89%，虽然相较过去三年30%以上的水平有所下降，但仍处于行业较高水平。

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较高。2025年公司人均创收101.93万元，人均薪酬29.45万元。单位收入薪酬较高，人力资源密集度较高。

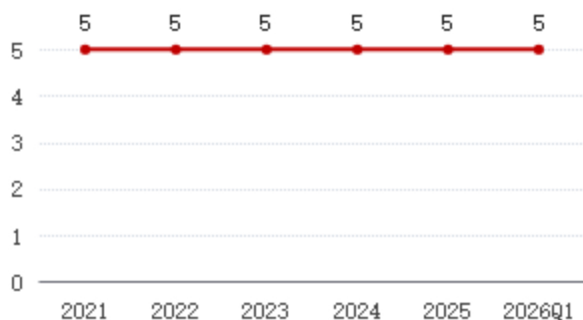
4. 历史经营绩效

艾德生物盈利能力表现优秀；成长能力近年来维持小幅波动，总体良好；业务控制力表现良好；股东回报总体稳健。公司当前经营状况良好，业务尚未受到行业集采带来的负面影响，未来持续关注。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



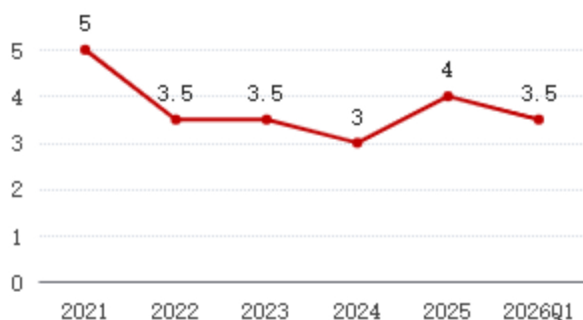
数据来源：公司财报，壹评级

公司受益于肿瘤精准诊疗渗透率持续提升，伴随诊断产品需求稳步增长，盈利表现优异。随着行业集采政策推进，公司凭借技术壁垒、产品结构升级与精细化运营管控，盈利能力仍保持强劲韧性，长期维持5星评级。2023年至2025年三年的营业利润率分别为28.87%、26.42%及34.85%。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



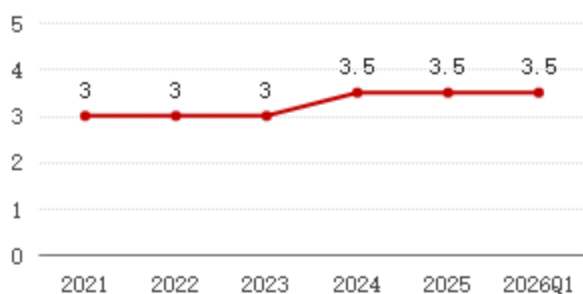
数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司成长能力自2022年开始下滑，至2024年达到阶段低点，随后有所回升，主要受IVD试剂集采及行业短期增速放缓影响营收所致。2025年公司营收增长17.1%，业绩随公司开展伴随诊断新品拓展与海外市场布局而逐步修复，总体表现一般。

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



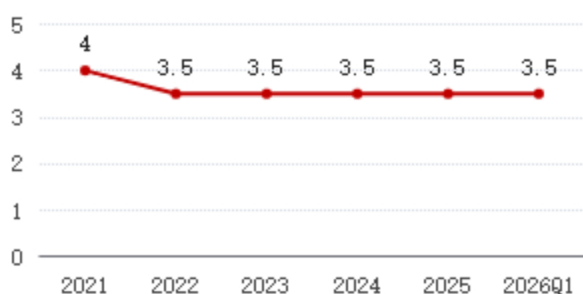
数据来源：公司财报，壹评级

公司经营性现金流表现持续改善，经营性现金流/营业总收入在2023年至2025年分别为28.63%、30.83%和30.46%。公司占款能力偏弱，净占款占净资产比重在2023年至2025年分别为-30.83%、-28.87%和-31.1%，整体低于行业平均水平。公司总体业务控制力一般。

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

2022年，公司股东回报评级有所回落，伴随肿瘤伴随诊断行业集采预期升温及公司创新管线研发投入加大，公司适当降低了现金分红力度，现金流优先投向新品临床开发与海外商业化布局。2023年至2026年一季度，公司股东回报评级保持平稳，在院内常规检测需求修复、多款伴随诊断产品陆续获批的支撑下，公司维持稳健的现金分红政策，股东回报水平保持连贯。

5. 四维评级

作为国内肿瘤伴随诊断的龙头企业，公司凭借多样化的诊断产品线布局以及与国际药企的持续深入合作树立了一定的品牌口碑和线下渠道便利、构建了一定的技术储备，护城河良好。公司作为国内肿瘤伴随诊断业务的绝对龙头，与第二梯队的市占率拉开了明显差距，产品知名度媲美国际领先品牌，竞争格局良好。另一方面，公司所处细分赛道的市场规模较小，行业天花板可预期，未来成长能力一般；随着公司核心产品纳入集采的概率逐年增加，未来公司利润率水平或将受到影响，盈利趋势一般。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间主要依赖试剂业务的检测病种的新发病例自然增长、检测人数系数增长和场景渗透率提升带来的市场规模增长。与此同时，与试剂增长高度相关的技术服务业务预期也会同步增长。另一方面，受行业竞争加剧及集采等因素影响，试剂出厂价预期逐步下滑，也会拖累公司实际成长能力。

检测试剂(3星):

公司检测试剂的行业空间天花板可以预期，未来主要依赖检测病种的新发病例自然增长、检测人数系数增长和场景渗透率提升带来的市场规模增长；另一方面，试剂出厂价随着行业竞争、集采等因素的影响预期逐步下滑也会拖累公司实际成长能力。预计行业未来5年CAGR约5%-10%，5至10年维持增速。预计公司未来5年收入CAGR在5%-10%，5至10年维持增速，业务成长能力一般。

技术服务(3星):

公司技术服务业务的市场增长与检测试剂业务高度相关。预计行业未来5年CAGR约5%-10%，5至10年维持增速。预计公司未来5年收入CAGR在5%-10%，5至10年维持增速，业务成长能力一般。

检测服务(1.5星):

检测服务业务市场受政策限制，增速严重受限。三甲医院分子检测外送率从2020年40%+降至2025年不足15%，中小医院受集采影响主动削减外送。预计公司未来5年收入CAGR在5%以下，5至10年维持增速，业务成长能力较差。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

当前公司产品尚未受行业集采降价因素影响，试剂业务毛利率水平极高。然而，随着公司核心产品纳入集采的概率逐年增加，未来公司利润率水平或将受到影响，盈利趋势一般。

检测试剂(3星):

对于同一个检测项目，伴随诊断的同种产品相对平衡竞争，加之PCR与NGS产品的实际检测存在相互取代情况，利润率随竞争趋于下滑。随着公司核心产品纳入集采的概率逐年增加，未来公司利润率水平或将进一步受到影响。公司检测试剂的毛利率在未来3到5年内预期出现小幅下降。当前经壹评级调整后的ROE水平为54.5%，未来盈利趋势一般。

技术服务(3星):

公司技术服务业务的利润率尽管略低于试剂产品，但是依然处于行业较高水平。该业务线的毛利率水平预期受行业竞争影响较大，未来存在小幅下滑预期。当前经壹评级调整后的ROE水平为33.5%，未来盈利趋势一般。

检测服务(1.5星):

当前公司的第三方检测业务已是低增长、低毛利的存量业务，主要价值在于维持药企合作入口与技术验证功能，未来预计状况将会延续。当前经壹评级调整后的ROE水平为-3.8%，盈利趋势较差。

5.3 产业格局

★★★★☆

尽管近年来IVD行业竞争加剧，公司所处细分赛道未受集采影响。IVD企业普遍依赖技术专利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与来自既有厂家和药企的合作惯性，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。模式变革及行业品类替代风险较低，产业格局良好。

检测试剂(3.5星):

肿瘤伴随诊断检测试剂本身具备较高的技术门槛，作为市场龙头还存在品牌与渠道壁垒。因此，该业务技术变革与模式变革及行业品类替代风险较低。另一方面，该业务的高毛利使得该业务细分存在一定的邻近行业的高技术龙头公司渗透风险。

技术服务(4星):

技术服务业务主要需要与大药企建立稳固的合作机制，凭借试剂业务的高竞争力互利互惠。业务以差异化竞争为主，具备较高的渠道壁垒与转换成本。另一方面，该业务的高毛利使得该业务细分存在一定的邻近行业的高技术龙头公司渗透风险。

检测服务(2.5星):

检测服务业务建立在试剂产品带来的检测体系完备的基础上，存在一定的技术壁垒。不过检测服务的竞争相对同质化，以性价比竞争为主，并无较强的不可替代性，整体竞争格局欠佳。

5.4 护城河

★★★★☆

公司核心产品的护城河较深，主要由于细分赛道较小带来的渠道优势、长期积累的品牌效应与公司技术优势。公司计划逐步进军海外市场，获取全球知名度。公司的ROE从2021年至2025年分别为19.19%、18.42%、16.33%、14.37%和18.55%，表现相对稳定。从长远看，公司与各大药企建立的长期合作机制、创新产品的持续研发将会为公司建立稳固的品牌、线下渠道及技术优势。

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
检测试剂	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为54.5%，ROIC为49.8%，表现优秀。该业务市占率31.92%，在行业排行第一。公司的业务控制力为3.5星。公司护城河宽度优秀。	(3.5星) 公司护城河由线下渠道、规模经济和技术优势构成。公司试剂研发与生产环节具有一定的技术优势，持续研发投入以构筑坚实的护城河。公司产品已覆盖超过3000家医院，线下渠道便捷，同时在国内及日本市场均形成了良好的品牌口碑。另一方面，肿瘤伴随诊断试剂在持续迭代，未来预期将会有更多企业掌握相似技术，公司的技术优势将逐步减弱。
技术服务	(4.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为33.5%，ROIC为30.5%，表现优秀。该业务市占率15.05%，在行业排行前三。公司的业务控制力为3.5星。公司护城河宽度优秀。	(3.5星) 公司护城河由线下渠道、规模经济和技术优势构成。公司技术服务业务具备一定的技术优势，持续与国际领先药企合作以构筑坚实的护城河。公司已经与数十家国内外药企建立伴随诊断合作关系，线下渠道便捷，同时在合作药企中形成了良好的品牌口碑。另一方面，肿瘤伴随诊断技术服务相关技术和试剂技术高度关联，未来预期将会有更多企业掌握相似技术，公司的技术优势将逐步减弱。
检测服务	(0.5星) 经壹评级调整后该业务ROE为-3.8%，ROIC为-4.0%，表现较差。该业务市占率不到1%，处于行业中游。公司的业务控制力为3.5星。公司护城河宽度差。	(4星) 公司检测服务面向的医院受制于《病理类医疗服务价格项目立项指南》要求，各级医院近年来主动削减外送。未来随着检测需求的增长与政策变化，公司有望重新建立一定的送检渠道优势。

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，当前估值基本合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务由检测试剂、技术服务和检测服务构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

对于检测试剂业务：

按照试剂种类划分，公司业务包含肺癌（NSCLC）、结直肠癌、卵巢癌/乳腺癌以及其他癌种等细分。

收入假设：

- 1) 未来新发病例数小幅增长：由于我国癌症发病率近年呈现提升态势，测算下的未来各细分病种的预期发病率增速从1.1%至2.74%不等，预期持续小幅增长。
- 2) 检测人数系数提升空间较大：反映目标患者在典型诊断阶段的期望使用试剂次数，预期从当前的1.8提升至稳态的2.5。

3) 检测场景渗透率总体增长：整体来说，公司下属产品的渗透率未来将以5%左右的增速提升。另一方面，PCR检测的渗透率将会下降，主要由于其功能逐步被NGS取代所致。两者的NSCLC初治渗透率在稳态下预计分别为20%和75%。

4) 市场价预期持续下滑：随着产品的市场竞争趋向激烈与品类纳入集采的可能性持续提升，未来公司试剂产品的出厂价将会持续下滑，年降幅在2.67%至3.76%不等。

5) 总体市场规模增长：综合考虑公司各品类试剂的市场规模变化，预计细分行业在全预测期将以3.22%的CAGR增长至40.8亿元。

盈利能力假设：

公司检测试剂业务的毛利率很高（约89.9%）。由于目前产品的市场竞争激烈，随着未来纳入集采的产品占比提升，预计未来公司检测试剂的毛利率水平将会持续下降（至稳态约75.6%）。

对于技术服务业务：

公司的技术服务业务为药企合作项目，以临床试验患者筛选与中心实验室、CDx联合开发与注册申报服务、临床前靶点发现与科研数据服务、已上市药物CDx销售分成/里程碑等内容构成。

收入假设：

1) 未来活跃项目数预期增加：公司的核心项目未来随着与药企合作的持续深化预计将会有一定程度提升。

2) 平均项目金额保持稳定：一方面，公司与药企维持稳固合作的基础依赖于双方持续稳定的项目供给，稳定的合约价格有利于长期合作；另一方面，公司在合作方面更依赖合作方提供项目，话语权相对较低，长期持续提升项目价格的可能性不高。

3) 总体营收稳健增长：综合上述因素，预期公司技术服务业务的全预测期营收将会以6%左右的CAGR稳健增长。

盈利能力假设：

公司技术服务业务的毛利率较高（约72.4%）。目前技术服务业务的市场竞争激烈，服务成本提升已成趋势，预计未来公司技术服务业务的毛利率水平将会持续下降（至稳态约63.3%）。

对于检测服务业务：

公司的检测服务业务已是低增长、低毛利的存量业务，主要价值在于维持药企合作入口与技术验证功能。

收入假设：

1) 未来年检测量预期提升：公司检测收入核心来源为院内配套检测，与试剂销售强绑定，未来有望以超过6%的CAGR持续增长。

2) 销售单价预期下滑：随着检测服务市场的成熟化，未来公司院内配套检测服务预计保持平稳，其余类别的检测服务单价预计以4.52%至7.3%的平均年降幅下滑。

盈利能力假设：

公司检测服务业务的毛利率较低（约22.0%）。目前国内检测服务市场的竞争激烈，毛利率较低，但市场已对后续行业格局基本形成共识，利润率基本无直接因素导致持续下滑，预计未来公司检测服务的毛利率水平将会基本保持稳定（至稳态约20.9%）。

表2：公司整体业绩预测

艾德生物	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.4	11.1	12.0	12.8	13.7	14.7	15.8	16.9
归母净利润(亿)	2.6	2.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7
归母净利润增速(%)	-0.4	-2.8	43.1	0.1	1.5	1.3	1.1	0.7
经营性净利润(亿)	2.5	2.4	3.3	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9
经营性净利润增速(%)	-2.2	-5.0	37.2	15.4	1.5	1.3	1.1	0.7
经营性归母净利润(亿)	2.5	2.4	3.3	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7
经营性归母净利润增速(%)	-2.0	-5.0	37.2	9.6	1.5	1.3	1.1	0.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

检测试剂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.6	8.8	9.5	10.2	11.0	11.8	12.7	13.7
收入增速(%)	40.8	2.0	8.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
经营性净利润(亿)	2.6	2.3	3.2	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5
经营性净利率(%)	29.8	25.8	33.6	32.9	31.1	29.3	27.5	25.8
经营性净利润增速(%)	43.3	-11.7	41.6	5.3	1.5	1.3	1.1	0.7
技术服务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.9	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1
收入增速(%)	3.5	80.9	-1.9	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	12.5	20.3	19.6	18.9	18.0	17.0	16.1	15.2
经营性净利润增速(%)	-66.8	194.4	-5.7	2.5	0.8	0.5	0.3	-0.1
检测服务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
收入增速(%)	-37.0	-21.2	14.9	4.5	4.1	4.1	4.1	4.1
经营性净利润(亿)	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-18.2	-30.4	-26.0	8.1	8.1	8.1	8.0	8.0
经营性净利润增速(%)	-172.2	-31.5	1.7	132.8	3.5	3.6	3.5	3.6
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
收入增速(%)	0.0	-50.0	100.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9
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(%)	-14.5	-15.0	-49.1	12.0	12.2	12.3	12.5	12.6
经营性净利润增速(%)	-106.5	48.2	-553.5	125.1	4.6	4.6	4.0	4.5

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)
检测试剂	7.6%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	3.5
技术服务	6.0%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	0.3
检测服务	4.1%	中低	一般	较强	8.3%	11.88	0.1
其他业务	3.0%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	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
检测试剂(亿)	14.0	40.1	54.1	10.1	-	-	64.2
技术服务(亿)	1.4	3.7	5.0	1.7	-	-	6.7
检测服务(亿)	0.5	0.6	1.1	0.8	-	-	1.9
其他业务(亿)	0.1	0.1	0.2	0.1	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	15.9	44.5	60.4	12.7	-	-	73.2

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
检测试剂(亿)	29.5	27.1	56.7	10.1	-	-	66.8
技术服务(亿)	2.4	1.7	4.0	1.7	-	-	5.7
检测服务(亿)	0.6	0.4	1.0	0.8	-	-	1.8
其他业务(亿)	0.1	0.1	0.2	0.1	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	32.6	29.2	61.9	12.7	-	-	74.6

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。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的滞后性。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，可能会随着行业竞争加剧、新政策的出台及国际形势发生变化而产生偏差，公司确定性评级一般。

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。