

众生药业（002317.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月1日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	24.97
总市值	212.23亿
PE-TTM	106.50
PB-MRQ	5.30

估值结果

价值	105.40亿
DDM估值	上行空间 -50%
状态	严重高估
价值	108.92亿
动态估值	上行空间 -49%
状态	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

众生药业始创于1979年，主营业务涵盖中成药、化学仿制药、创新药的研发、生产和销售。众生睿创为公司旗下创新药研发及商业化平台，聚焦呼吸系统及代谢疾病领域，现有核心管线包含MASH新药ZSP1601。

公司成长空间中等偏上，中成药增长预计平缓，未来创新药管线落地预计带来高增长弹性；盈利趋势中等偏上，中药材降价预计抬升中成药业务毛利率，但创新药商业化前期高额费用预计压制短期净利；产业格局中等偏上，中成药核心品种市占率领先、竞争温和，核心创新药管线具备差异化优势；护城河整体良好，中成药品牌渠道壁垒长效稳固，创新药当前壁垒较窄但预计未来可兑现超额收益。

我们假设2026年合规整顿一次性冲击结束后，未来公司中成药稳健增长、仿制药受集采拖累小幅萎缩、创新药贡献增长弹性，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值高估，市场或已对公司创新药未来海内外的商业化落地前景打入了较乐观预期。

我们区别于市场的观点

我们认为市场可能出于以下原因，高估众生药业的内在价值：一是可能基于奥司他韦耐药后的替代空间及MASH、GLP-1赛道前景，线性外推昂拉地韦、ZSP1601等管线峰值销售，却忽视了开发、商业化竞争的激烈程度，以及GLP-1类药物与MASH药物间潜在的挤占关系；二是过度乐观地假设了海外BD的高概率落地与国内市场的快速渗透，提前计入了数倍于我们预测的业绩弹性。相比之下，我们更强调竞争格局对实际份额的挤压及风险调整，认为当前市值已基本透支了上述乐观预期。

风险提示

1) 创新药发展不及预期风险：公司未来估值弹性主要依赖于核心创新管线的推进。若后续临床数据或进展不及预期，或上市销售放量不及预期，将显著影响公司估值水平。2) 中成药营收波动风险：中成药是公司的利润基石，若相关品种未来面临降价压力，或终端需求下滑，将对公司现金流和盈利能力造成冲击。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	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	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	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	12
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	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	10
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

众生药业始创于1979年，立足广东省，辐射全国，于2009年上市，主营业务涵盖中成药、化学仿制药、中药材、创新药、原料药的研发、生产和销售。众生睿创为众生药业的创新药研发及商业化平台，2018年成立，聚焦呼吸系统及代谢疾病领域。

2. 业务介绍

对于众生药业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

中成药：

中成药是以中药材为原料，按规定处方、工艺制成的各类可供直接使用的制剂。中成药是公司现阶段最重要的现金奶牛业务，营收占比超50%，毛利率约70%，核心产品涵盖复方血栓通系列、脑栓通胶囊、众生丸、清热祛湿颗粒等。我们对此业务的竞争市场界定为国内中成药市场。

创新药：

创新药即“原研药”，在靶点、作用机制等方面具有创新性，全球无先例，上市后有较长的专利保护期。公司创新药主要聚焦呼吸系统及代谢疾病领域，核心管线/产品包括ZSP1601、RAY1225、昂拉地韦片等。我们对此业务的竞争市场界定为国内创新药市场。

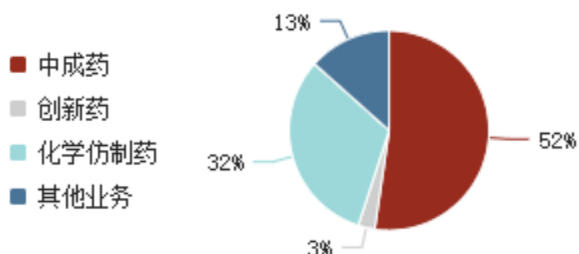
化学仿制药：

化学仿制药是原研药的“平价替身”。公司的化学仿制药业务以呼吸系统用药为基本盘，布局各类常用药物。核心品种包括羧甲司坦（化痰药）、氮草斯汀（眼科抗过敏药）、环孢素滴眼液（春季角结膜炎、干眼症）等，属于薄利多销的“辛苦钱”赛道。我们对此业务的竞争市场界定为国内仿制药市场。

其他业务：

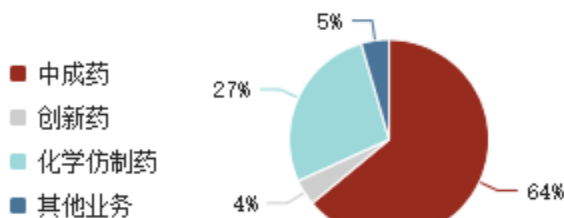
包含中药材及中药饮片销售业务、原料药中间体销售业务等等，收入体量较小、毛利率较低，非核心业务。我们对此业务的竞争市场界定为国内相关市场。

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

众生药业核心布局中成药、化学仿制药与创新药，依靠成熟普药品种贡献稳定营收。线下学术推广、终端渠道投放是核心销售手段，营销投入偏高。传统药品资本开支、研发投入可控，创新管线稳步推进，长期依靠创新药落地打开成长空间，形成仿创结合、渠道驱动的经营模式。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司整体资产强度中等，2025年固定资产6.4亿，约占当年营收的25%，属于中等水平。公司固定资产以配套中成药、仿制药制剂业务为主，无需配套大额原料药生产线，产能以现有成熟车间支撑，较少新建大型厂房设备；业务侧重渠道销售与研发投入，资金多投向营销、管线研发，生产端资本开支克制，因此固定资产营收占比不高。

3.2 研发强度

低 **较低** 中等 较高 高

公司整体研发强度较低，2025年报表端研发费用率为3.6%。众生药业中成药存量品种成熟稳定，迭代研发投入需求有限；创新药当前在研管线偏少，且部分研发支出予以资本化，进一步压低当期费用率。后续若多款创新药逐步推进临床，新增项目持续落地，研发投入可能抬升。

3.3 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司整体营销强度较高，2025销售费用率为34.5%。公司主营的中成药与仿制药同类产品市场竞争激烈需持续投入学术推广、渠道维护与终端动销费用；产品放量依赖线下医药代表、市场宣传，渠道铺市与患者教育开支较大，推高整体销售费用率。

4. 历史经营绩效

公司历史综合经营绩效不突出。受中成药集采降价，近三年公司营收持续低迷，同时毛利率有所走低，叠加大额资产减值，净利率波动明显，历史成长能力和盈利能力评级偏弱。此外，下游强势致使公司回款偏慢，应收账款周转天数较长，业务控制力中等。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



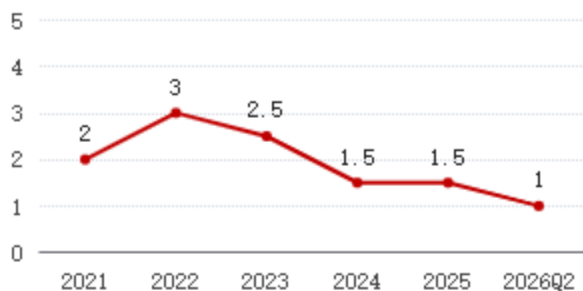
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力中等，2025年毛利率56.1%，净利率10.6%。近几年其毛利率逐渐下降，主要受到中成药核心产品集采降价影响，而近几年净利率波动较大，主要由于2020、2024年公司计提大额商誉、开发支出等减值。

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

公司历史成长能力偏弱，2023年、2024年、2025年营收分别同比-14.9%、-5.2%、+0.3%。近几年营收下降主要由于公司中成药业务核心产品复方血栓通系列历经两轮集采，价格下降近50%，销量仅上涨10%-20%。此外化学仿制药、中药材销售等业务增长停滞。

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评级中等，其中对下游占款能力较弱，公司资产负债表上应收账款体量约10亿，周转天数约150天，这也是药企的共性之一，下游大流通商、药店等产业链地位较强势，导致药企的回款普遍偏慢。

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

公司历史股东回报评级中等，2024年后有所下降。虽然公司的分红率近年一直维持在60%以上，最新股息率约0.9%，但近年公司的实际ROE受药品集采和计提资产减值影响波动较大，造成评级下滑。

5. 四维评级

公司成长空间中等偏上，中成药增长预计平缓，未来创新药管线落地预计带来高增长弹性；盈利趋势中等偏上，中药材降价预计抬升中成药业务毛利率，而创新药商业化前期高额费用预计压制短期净利；产业格局中等偏上，中成药核心品种市占率领先、竞争温和，核心创新药管线具备差异化优势；护城河整体良好，中成药品牌渠道壁垒长效稳固，创新药当前壁垒较窄但专利护城河预计可持续兑现超额收益。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司综合成长空间中等偏上，内部传统和创新药业务分化较大。中成药业务预期未来增长平缓，仅脑栓通胶囊依托独家保护具备较明显增量；而创新药业务成长空间较大，当前收入基数很低，叠加抗流感新药、MASH管线等潜力新药预计放量，未来高增确定性较强，拉动整体业务成长性。

中成药(2星)：

预测2026年该业务受行业合规整顿影响较大，2027-2031年预测该业务CAGR为0~5%，成长空间较低。公司中成药的主要品种中，复方血栓通系列、众生丸、清热祛湿颗粒目前已无大幅降价或竞争明显加剧风险，给予行业平均的稳健增长预期；而脑栓通胶囊2025年被认定为中药二级保护品种，获得市场独占保护期7年，集采扩面+市场独占预计打开销量，未来几年增速预计高于行业平均。

创新药(5星)：

预测该业务未来5年CAGR约70%，成长空间高。主要系公司目前创新药业务收入基数很低，而近期上市的抗流感品种昂拉地韦片、目前在研的MASH药物ZSP1601等在未来几年具备较强放量潜力。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势中等偏上。中成药业务受益中药材降价，毛利率有望小幅抬升，盈利预计改善；创新药虽收入具备放量空间，但尚处发展早期，高额费用率预计中短期仍将压制净利率。

中成药(3.5星):

预计该业务盈利趋势中等偏上，毛利率或迎来小幅提升，主要由于2025年中药材（中成药的原材料）行情价格迎来显著下降，预计这一因素将在2026年开始在报表端显现。

创新药(3星):

预计该业务盈利趋势中等。中短期来看，创新药商业化放量虽能带动收入增长，但业务处于早期阶段，研发、销售等多项费用率预计仍处于高位，将压制中短期净利率表现。此外，公司当前在行业内的市占率及竞争地位未来5年出现大幅变动的概率较低。

5.3 产业格局

★★★★☆

整体产业格局中等偏上。中成药核心品种市占领先，独家品种与老牌OTC构筑稳固壁垒，行业内竞争格局温和；创新药管线具备一定差异化疗效优势，但赛道竞争激烈，公司相关品牌、渠道积淀不足，整体竞争实力中等。

中成药(3.5星):

预计该业务产业格局中等偏上。公司中成药的核心品种复方血栓通系列全国市占率约70%远超其他企业，集采后格局已基本稳定；而脑栓通胶囊是市场独占品种，众生丸、清热祛湿颗粒则是广东地区知名OTC药物，具有数十年口碑积淀，行业内综合竞争格局温和。

创新药(3星):

预计该业务产业格局中等。创新药赛道中长期预计兼具差异化和性价比竞争，药物疗效和专利是创新药的核心壁垒，品牌和渠道次之。公司目前在研管线ZSP1601已初步展现出差异化疗效优势，但是在创新药领域的品牌和渠道积累较浅。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河综合水平良好。中成药业务护城河宽度中等，依托区域品牌、渠道与核心品种优势，壁垒持续性高；创新药当前护城河较窄，尚处发展早期阶段，但专利壁垒长期可持续，未来管线研发和商业化落地有望拓宽竞争壁垒。

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
中成药	(3星) 该业务护城河宽度中等，目前经壹评级调整后ROE为14.1%，ROIC为13.8%，核心品种复方血栓通系列药品、脑栓通胶囊具有领先的市占率优势或独家优势，但因集采损失了部分超额收益。业务控制力中等，主要系对上下游占款能力较弱。	(4.5星) 该业务护城河为品牌和线下渠道，可持续性高。公司作为中成药领域领军企业之一，在广东地区具有深厚的品牌和渠道积累，人群使用粘性已被培养，预计中长期可维持当前经壹评级调整后的ROIC水平。
创新药	(0.5星) 该业务护城河宽度较窄，主要由于目前公司创新药尚处上市初期或仍在研发过程中，目前尚未实现盈利且未来发展仍有较大不确定性。业务控制力中等，主要系对上下游占款能力较弱。	(4.5星) 该业务以专利为核心护城河，预计持续性强。随着核心在研管线陆续上市、商业化放量，将驱动营收规模与盈利能力同步提升，将专利独占优势转化为长期超额收益能力，最终构建“研发-变现-再投入”的正向循环，持续夯实长期竞争壁垒。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设2026年合规整顿一次性冲击结束后，未来公司中成药稳健低增，原料降价小幅抬升毛利；仿制药受集采拖累小幅萎缩；创新药贡献增长弹性，昂拉地韦、MASH与GLP-1等核心管线未来贡献15-20亿经风险调整后的国内峰值销售收入，并打入10%概率的MASH管线对外BD预期。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值高估，市场或已对公司创新药未来海内外的商业化落地前景打入了较乐观预期。

6.1 核心假设及逻辑

公司当前核心业务包括中成药、创新药、化学仿制药等，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：

业务1：中成药

收入假设：假设2026年收入下降25%，主因行业合规整顿对公司中成药院内业务影响较大；假设2027-2031年收入CAGR约为3.2%，因公司中成药的主要品种市占率稳固，目前已无大幅降价或竞争明显加剧风险，整体给予行业平均的稳健增长预期。半显性期内CAGR假设为1.5-2%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：经壹评级预估，假设未来5年该业务毛利率小幅上涨并稳定在70%，主要由于2025年中药材（中成药的原材料）行情价格迎来显著下降，预计这一利好将逐渐在报表端显现。

2) 期间费用率：假设该业务未来5年期间费用率小幅下滑至47.5%，基于历史趋势，给予进一步优化费用的预期。

业务2：创新药

收入假设:

1) 已上市创新药: 基于公式“峰值销售=我国患病人群基数x接受治疗率x药品潜在市占率x年用药费用”, 我们对昂拉地韦片进行测算, 由于抗流感领域老牌药物和各类新药的竞争较激烈, 我们中性预计其在国内可达到约5亿元左右的峰值销售规模。此外预计另一款已上市新冠药物来瑞特韦片未来维持现有的千万级年收入体量, 无增长预期。

2) 在研创新药: 基于公式“峰值销售=我国患病人群基数x接受治疗率x药品潜在市占率x年用药费用x上市成功率”, 我们对公司核心在研管线ZSP1601 (MASH) 进行峰值销售测算(目前临床IIb期展现出了较好疗效), 预计该药2028年国内上市, 在2033年前后达到约10亿元的经风险调整后的峰值销售规模(国内); 海外方面, 考虑到该管线具有对外BD潜力, 参考海外同类药物, 峰值销售中性可看10-15亿美元, 而BD落地概率暂打入10%。另一款在研创新药RAY1225 (超长效GLP-1/GIP双重激动剂) 国内权益已BD给齐鲁制药, 首付款2亿元人民币预计2026年下半年到账, 中性判断未来国内风险调整后峰值销售在5亿元左右, 公司收获的销售分成假设10%, 里程碑假设拿到1-2亿。

盈利能力假设:

1) 毛利率: 参考行业规律, 假设创新药毛利率长期维持约85-90%。

2) 期间费用率: 经壹评级预估, 随着创新药商业化放量摊薄成本, 假设未来5年创新药业务期间费用率下降至46%, 预计半显性期末年将逐步下降至约36.5% (此处不考虑未来其他新增管线的费用投入和商业化回报潜力)。

业务3: 化学仿制药

收入假设: 假设2026年该业务收入下降30%, 主因行业合规整顿对公司仿制药院内业务影响较大; 假设2027-2031年收入CAGR约为0%, 因当前医保控费、集采常态化的行业环境仍偏紧, 该业务难有突破性增长, 公司主动执行“做减法”战略, 聚焦优势品种、退出低毛利品种。半显性期内CAGR假设约为-1%。

盈利能力假设:

1) 毛利率: 经壹评级预估, 假设未来5年该业务毛利率稳定在46%左右, 半显性期逐渐下滑至44.5%。

2) 期间费用率: 假设该业务未来期间费用率基本稳定在39%左右。

表2: 公司整体业绩预测

众生药业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	26.1	24.7	25.2	21.0	22.0	22.4	22.9	23.5
归母净利润(亿)	2.6	-3.0	2.8	2.0	2.5	2.9	3.3	3.6
归母净利润增速(%)	-17.9	-214.6	191.8	-27.7	24.0	16.6	13.7	8.8
经营性净利润(亿)	2.9	-3.8	2.7	2.0	2.5	2.9	3.4	3.7
经营性净利润增速(%)	-7.0	-230.8	170.7	-23.2	23.3	16.8	15.0	9.4
经营性归母净利润(亿)	3.0	-3.0	2.7	2.0	2.5	2.9	3.3	3.6
经营性归母净利润增速(%)	-4.0	-199.3	191.3	-27.5	24.0	16.6	13.7	8.8

数据来源: 壹评级

表3：公司分业务业绩预测

中成药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	13.9	13.2	13.2	9.9	10.4	10.7	11.0	11.4
收入增速(%)	-14.9	-5.2	0.3	-25.0	5.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	2.6	2.4	2.4	1.4	1.8	2.0	2.1	2.2
经营性净利率(%)	18.8	18.1	17.8	14.2	17.0	18.8	19.0	19.0
经营性净利润增速(%)	-24.2	-8.6	-1.6	-39.9	25.5	13.9	3.6	3.1
创新药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.6	0.4	0.6	2.5	2.7	2.7	2.8	2.9
收入增速(%)	5634.0	-29.8	60.9	290.5	5.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	-0.6	-0.5	-0.4	0.4	0.3	0.4	0.8	1.0
经营性净利率(%)	-109.6	-124.5	-56.3	15.3	11.5	14.0	27.0	34.9
经营性净利润增速(%)	8.2	20.3	27.3	206.2	-21.2	25.9	98.5	32.8
化学仿制药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	9.0	8.6	8.6	6.0	6.3	6.2	6.2	6.3
收入增速(%)	10.2	-5.0	-0.5	-30.0	5.0	-1.0	0.0	1.0
经营性净利润(亿)	0.8	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	8.7	5.9	5.6	5.3	5.4	6.6	5.9	5.8
经营性净利润增速(%)	49.5	-35.6	-5.6	-34.5	8.9	19.5	-10.0	-1.5
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.6	2.5	2.8	2.5	2.7	2.7	2.8	2.9
收入增速(%)	16.5	-3.3	12.5	-10.0	5.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	0.1	-6.2	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
经营性净利率(%)	3.6	-246.6	6.6	-3.0	3.5	4.4	5.4	5.5
经营性净利润增速(%)	144.1	-6729.9	103.0	-140.9	222.5	30.9	24.8	4.7

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)
中成药	2.0%	中低	较好	强	7.8%	15.78	2.1
创新药	2.3%	中低-	较好	强	8.3%	49.68	1.7
化学仿制药	0.2%	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	0.4
其他业务	2.4%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	0.2
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
中成药(亿)	13.7	25.1	38.8	3.4	-	-	42.2
创新药(亿)	1.7	58.2	59.9	0.2	6.6	-	53.5
化学仿制药(亿)	6.2	2.4	8.6	2.2	-	-	10.8
其他业务(亿)	0.3	1.3	1.6	0.7	-	-	2.4
公司整体测算(亿)	21.9	87.1	109.0	6.5	6.6	-	108.9

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
中成药(亿)	25.9	11.7	37.6	3.4	-	-	41.0
创新药(亿)	10.5	47.5	58.1	0.2	6.4	-	51.8
化学仿制药(亿)	9.1	1.0	10.0	2.2	-	-	12.2
其他业务(亿)	0.4	-0.8	-0.4	0.7	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	45.9	59.3	105.2	6.5	6.4	-	105.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等。公司中成药及化学仿制药种类较多，院内院外均有销售，渠道相对分散，销售额等核心数据公司披露较少、可跟踪度较弱。此外核心MASH创新药未来研发及商业化落地仍具有较大的不确定性，估值很大程度取决于未来MASH靶向药物治疗渗透率、GLP-1药物对非GLP-1药物的挤占程度、竞争格局的拥挤程度等因素，因此估值确定性中等。

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。