

中国联通（600050.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月28日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	TMT	价值	1828亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	5.41	DDM估值 上行空间	8.1%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	1691.41亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	18.11	动态估值 价值	1688亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	1.00	动态估值 上行空间	-0.2%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

中国联通是特大型国有通信企业，由原中国网通和原中国联通合并重组而成。公司聚焦“大联接、大计算、大数据、大应用、大安全”五大主责主业，致力于建设数字信息基础设施。

公司成长空间较小：传统业务缓慢增长、确定性较高，创新业务较高增长、增速放缓、确定性一般。盈利趋势稳健：盈利能力相较友商有一定差距，后续预计随主营成本优化和运营效率提升而稳中有升。产业格局良好：传统业务份额情况稳定，三大电信运营商竞争趋缓；创新业务市场参与者较多，竞争较激烈，公司在国资背景、网络资源等方面具备优势。护城河较深：电信运营商在国内基础电信市场处于寡头垄断地位，公司在牌照、资源、规模等方面优势弱于友商。

公司估值当前处于合理水平。预计公司传统业务保持平稳，创新业务较高增长，盈利能力稳中有升。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：受通信技术升级迭代周期影响，电信运营商收入情况和盈利能力方面具备较强周期性。

我们的观点：公司周期性将明显淡化，主要源于国内电信市场技术升级迭代节奏有所平缓；友商间市场竞争趋缓；传统业务收入贡献逐步下降；大规模资本开支阶段已过，未来投资将更趋稳健等。

风险提示

6G及天地一体技术演进带来产业格局的不确定性；算网数智等新兴业务的市场需求、技术研发及落地应用可能不及预期；传统通信业务市场趋于饱和，价格竞争压力持续存在；政企业务规模扩张伴随应收账款大幅增长，经营现金流净额下滑，存在减值风险与资金周转压力等。

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 营销强度	5
3.3 人力资源高端度	5
3.4 客户集中度	6
3.5 整体供应链集中度	6
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	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	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司是国内三大电信运营商之一，于2009年由原中国网通和原中国联通合并重组而成，主要聚焦“大联接、大计算、大数据、大应用、大安全”五大主责主业。截至2025年中，公司“大联接”用户总规模突破12亿户，其中移动和宽带用户数总计4.8亿户、物联网连接数6.9亿个。公司正加快建设“数字信息基础设施”，积极推动5G、算力网络、大数据、人工智能等新兴技术的发展和應用

2. 业务介绍

对于中国联通公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

传统业务：

聚焦于个人消费者和家庭市场，致力于提供多样化的基础通信与增值服务。移动通信提供全面的语音通话（本地、长途、国际）、短信与彩信业务，以及基于其2G/3G/4G/5G网络的移动数据服务；固定通信提供家庭宽带接入和固定电话服务，并依托其全业务运营能力，推广融合套餐，为家庭用户提供一体化的网络与语音解决方案；增值服务提供来电显示、呼叫等待、呼叫转移等通信辅助服务，并推出炫铃（彩铃）、手机邮箱、联通秘书、漏话提醒等多种增值服务，满足用户的个性化需求。

该业务的竞争市场界定为国内。

创新业务：

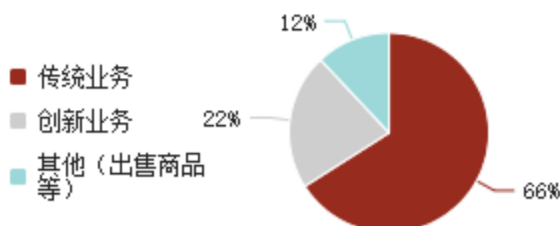
依托“联网通信、算网数智”两大主业，为政府、企业等客户提供包括基础通信服务（如固网专线）、云计算、大数据、物联网以及系统集成等在内的综合服务，深度融入行业场景，覆盖数字政府、智慧城市、工业制造、医疗健康、金融保险、文化旅游等多个关键领域。积极拓展国际业务，为欧洲、东南亚等地的企业提供5G智慧工厂、矿区远程控制等全球化数字服务；同时，布局数字内容、金融科技以及AI赋能的全新办公体验等新兴领域。

该业务的竞争市场界定为全球。

其他（出售商品等）：

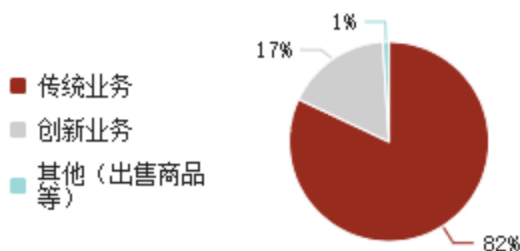
聚焦创新通信与云服务，提供手机电视、联通云手机、云电脑等产品，并试点裸眼3D、Wi-Fi通话等新应用场景。

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

公司以“大联接+大计算+大数据+大应用+大安全”为核心战略，依托与中国电信共建共享的全球最大5G SA网络，提供全域智能化服务。公司采用重资产与创新协同模式，重点投资5G、算力网络等新型基础设施，并通过混改引入战略资源，在工业互联网、智慧城市等领域打造“灯塔项目”，推动算网数智业务成为增长主引擎。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司截至2024年末、2025年中的资产总额分别为6728.37亿元、6654.67亿元，其中非流动资产占比达76.40%、75.15%，固定资产占比常年在35%以上，其中通信设备相关资产占比超过85%。主要源于通信行业是典型的资本密集型行业，公司作为国内三大电信运营商之一，需要持续较高资本开支用于建设、升级和维护庞大的网络基础设施，这些设施不仅投资规模大、折旧成本高，而且技术更新换代快，需要不断投入以保持竞争力。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末、2025年中销售费用分别为369.75亿元、181.70亿元，销售费用率分别为9.49%、9.08%，高于中国移动、中国电信，主要由于公司在客户规模与网络覆盖规模上较友商处于劣势，为维持并扩大市场份额，需在市场竞争中保持更高的营销投入，总体营销强度中等。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末人均薪酬26.52万元，近年来持续增长。公司员工近8成是本科及以上学历，人力资源高端度较高，主要源于通信基础设施领域技术更新换代快、且销售、运营、维护等方面具备较强的专业性，对员工素质有较高的要求。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司近3年前五大客户销售占营业收入仅3%左右，客户集中度低。主要源于公司业务面向个人、家庭、政府、企业等，提供多样化服务，覆盖面广、客户结构多元化程度高。

3.5 整体供应链集中度

低

较低

中等

较高

高

公司近3年前五大供应商采购占比50%左右，供应商集中度较低，高于中国移动。公司业务范围广泛，所需原材料和设备类型多样，支撑了较高的供应商多元化程度，降低了单一供应商依赖风险。同时，由于公司整体规模与行业龙头存在一定差距，其在产业链中的话语权和议价能力相对略弱，供应商集中度相对略高。

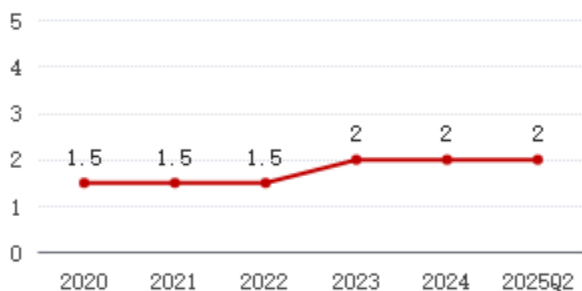
4. 历史经营绩效

公司盈利能力较弱，业务控制力强，财务健康情况优秀，股东回报情况较好，整体历史经营绩效一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



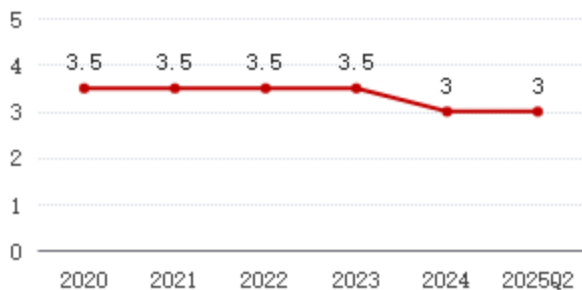
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较弱。公司2024年毛利率25.11%，相较友商较低；净利率5.29%，ROE（调整后）5.9%，ROIC（调整后）5.5%，显著低于友商。核心原因在于公司用户规模在三大运营商中最小导致基础收入偏低，同时网络覆盖相对不足及运营效率较低（如需负担的离退休人员比例最高）。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



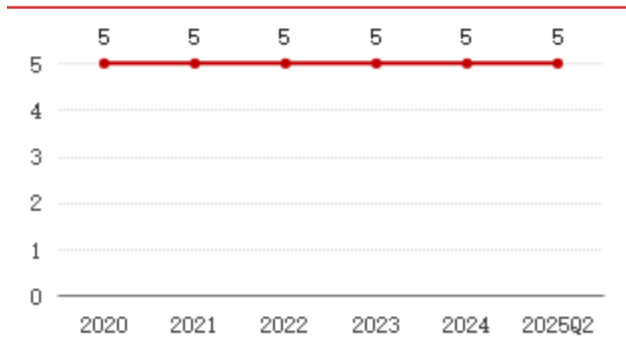
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，且历史表现较平稳。公司传统业务所在的个人市场和家庭市场需求渐趋饱和，收入规模缓慢增长；创新业务受益于政企数字化转型和人工智能产业革命等带来的增量需求，收入规模较快增长；体收入和利润增速近年来受规模体量变大、国内市场饱和的因素影响而有较明显放缓。

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



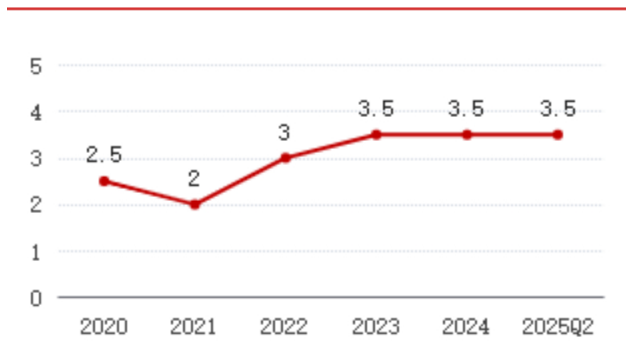
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力强，财务健康情况持续处于优秀水平。截至2024年末，公司经营性现金流是净利润的4.43倍，自由现金流是净利润的75.30%（显著低于友商水平），上下游净占款占总资产的比例超过20%。公司自由现金流占比显著低于友商，主要因其新兴业务占比较大，产业互联网业务快速发展中，政企项目垫资需求较大，对现金流形成一定占用；但公司对上下游资金占用能力依然较强，体现了其产业链地位。

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

公司股东回报较好，股息支付率处于市场较高水平，但历史波动较大。近年来持续稳定和提升利润分配比例，2020年至2025年中报逐步从37%提升至55%。

5. 四维评级

公司整体成长空间较小，盈利趋势稳健，产业格局良好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较小。传统业务服务的个人市场和家庭市场需求逐步饱和，收入规模接近零增长态势；创新业务有关的政企领域等也随着收入规模体量变大而出现明显增速放缓。整体未来收入规模增速预计在0-5%水平区间。

传统业务(2星):

成长空间较小。个人市场方面：移动用户数总量见顶，截止2025年6月末，三大运营商合计移动业务用户数超过18亿，远超国内总人口数（14亿）水平；ARPU值增长乏力，5G套餐渗透率已超过80%，语音和短信业务需求下滑，数据流量业务需求增长乏力。预计未来5年收入规模保持平稳。家庭市场方面：固网宽带用户总量逐步见顶，截止2025年6月末，三大运营商合计固网宽带用户数接近7亿，超过国内总家庭数（5亿）水平，千兆宽带渗透率已超过1/3，增值服务对综合ARPU拉动情况有限。预计未来5年收入规模复合增速为0-5%。公司传统业务整体市场需求逐步饱和，预计未来5年收入规模将呈现0-5%缓慢增长态势，确定性较高。

创新业务(2星):

成长空间有限。创新业务有关的政企领域等受益于政企数字化和人工智能产业革命，云计算、数据中心、大数据等业务近年来需求旺盛，预计未来5年收入规模仍能实现5%-10%的复合增速，但随着业务基数变大，增速相较此前将出现边际放缓。该领域参与者更多、市场竞争较激烈、业务模式以项目制为主，未来收入情况的确定性相对一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健。由于业务规模和运营效率方面存在劣势，公司盈利能力较差，EBITDA率、ROE、ROIC等明显弱于友商。随着国内5G投资高峰期已过，公司资本开支投入呈现显著下滑态势，在折旧摊销等主营业务成本下降以及降本增效效果逐步显现等因素推动下，其未来盈利水平有望小幅提升。

传统业务(3星):

盈利趋势稳健。行业为重资产商业模式，前期资本开支大，后期依赖用户规模和生态运营，新玩家进入壁垒高。公司业务规模和运营效率弱于友商中国移动、中国电信，盈利能力偏弱。随着后续折旧摊销等主营业务成本下降以及降本增效效果逐步显现等，盈利水平有望小幅提升。

创新业务(3星):

盈利趋势稳健。政企市场等项目往往需要深度定制和前期投入，且面临互联网云厂商的激烈价格竞争，盈利能力短期或有一定压力；凭借差异化竞争和电信运营商独特优势，后续随着规模效应与协同效应显现，以及高附加值服务占比提升，盈利能力有望回升；“算网数智+场景创新+生态共建”的融合战略，尤其在大数据、物联网等领域具备较好深耕，推动其创新业务领域实现了盈利能力的较好表现。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局良好。电信运营商相互间市场份额已逐步稳定，价格战趋于理性，从低价无序竞争逐步转向网络质量、服务体验和数字化转型能力的提升，公司市场份额保持稳定。

传统业务(4.5星):

产业格局良好。电信运营商传统业务竞争趋于理性，相互间市场份额稳定，牌照、规模、资源、资本投入等因素使得新玩家进入壁垒极高；公司在用户基础和网络规模方面已形成广泛的覆盖效应，但其规模相比友商有一定差距。凭借在连接规模、算网资源及产业生态中的核心地位，公司对上下游供应商和合作伙伴具备较强的议价能力与链动效应。

创新业务(3星):

产业格局较好。创新业务市场参与者较多，不仅要与电信运营商同行竞争，还要与互联网云厂商等竞争，竞争较激烈，进入壁垒低于传统业务。公司依托其广泛的国际网络布局和与中国电信共建共享的全球最大5G网络，形成了独特的资源与成本优势。公司积极与多家云商合作，强化“算网数智”融合能力，致力于为千行百业提供一站式的数字化转型解决方案，在产业生态中共生共赢。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，护城河体现为独特的协同效应。公司同样受益于稀缺的电信业务牌照，并创新性地通过与中国电信的5G网络共建共享，以相对轻量的资本开支实现了广泛的网络覆盖，形成了显著的成本效率优势。公司聚焦“算网数智”业务，尤其在联通云的驱动下，该业务增长迅猛，成为重要的增长引擎。通过“军团制”等模式深度耕耘垂直行业，公司在特定领域建立了差异化竞争力。总体而言，中国联通护城河清晰有效，虽在整体资源规模和客户规模上弱于中国移动和中国电信，但凭借灵活的生态策略和精准投入，形成了较强的市场竞争力。

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
传统业务	(3.5星) 护城河宽度较好。公司作为国内三大电信运营商之一，在个人市场和家庭市场的通信服务市场份额为20%左右，位居第三；业务控制力强，对产业链关键环节具备较强影响力；2024年EBITDA率25.5%，ROE和ROIC（经过壹评级调整后）分别为6.4%、6.0%，显著低于友商中国移动、中国电信，无超额收益。	(3.5星) 护城河主要来源于相较同行在品牌、网络规模 and 用户规模等方面的一定优势，可持续性较好，外来竞争者建立同样优势的难度大，未来被颠覆的风险较小，行业地位较稳固。公司目前资本开支投入高峰阶段已过，未来随着主营业务折旧摊销成本下降，利润将持续释放，预计较好的ROE、ROIC情况将稳中有升。
创新业务	(1星) 护城河宽度偏弱。行业市场规模大，参与者较多，公司市占率处于TOP15级别，不及同行中国移动、中国电信；业务控制力较好，收款压力大于传统业务；2024年ROE、ROIC（经过壹评级调整后）在3.2%左右，无超额收益。	(3星) 护城河主要来源于在国资背景、网络资源能力、用户规模等方面相对互联网云厂商具备一定差异化优势，持续性较好，被颠覆的风险较小。随着行业竞争趋缓，格局渐趋稳定，在行业中采取差异化竞争策略，与互联网云厂商更多合作，高附加值服务占比提升，叠加降本增效效果逐步显现，预计公司业务毛利率、ROE、ROIC情况将有一定提升，但与头部企业仍有一定差距。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于传统业务保持平稳、创新业务较高增长、未来盈利能力稳中有升等假设，公司处于合理估值水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括传统业务、创新业务和其他（出售商品等）。

业务一：传统业务，包括个人市场和家庭市场。

1. 收入假设：预计2025-2029年保持平稳，2030-2033年受益6G业务年复合增速3.5%，其后逐步衰减至0增长。

1) 个人市场：2025-2029年5G后周期时代，主要考虑到市场整体需求逐步饱和和5G套餐渗透率已较高，预计ARPU值和用户数基本保持稳定。2030-2033年进入6G时代，随着更高价值量的新套餐渗透率逐步提升，预计ARPU值会有小幅提升；同时，用户数基本保持稳定；预计收入年复合增速3%。2034年后，随着6G套餐渗透率已经较高，市场需求饱和，预计收入增速逐步衰减至0增长态势。

2) 家庭市场：2025-2029年，千兆光纤渗透率从30%进一步提升至50%以上，叠加FTTR及智慧家庭相关增值服务稳步增长，带动综合ARPU实现低个位数增长；同时，用户数亦保持低个位数增速态势；预计实现小个位数的收入年复合增速。2030-2033年，受益于6G时代万兆光纤渗透率逐步提升带动ARPU增长，用户数基本保持稳定，预计延续小个位数的收入年复合增速。2034年后，随着千/万兆光纤、FTTR、智慧家庭服务等业务渗透率已较高，综合ARPU值和用户数基本稳定，预计收入增速逐步衰减至0增长态势。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：受益于主营成本中折旧摊销增速低于收入增速，毛利率小幅提升至30%，并保持稳定，低于龙头中国移动（40%水平）、中国电信（36%水平）。

2) 费用率：降本增效持续推升运营效率，销售、管理等费用率有一定优化。

业务二：创新业务，主要面向政企市场。

1. 收入假设：预计2025-2030年年复合增速5.3%，其后逐步衰减至2%的低速水平。政企市场受益于政企数字化转型和人工智能产业革命浪潮，云计算、数据中心、物联网、大数据等需求持续旺盛；但考虑到业务基数已较大（主营业务收入贡献占比已超过30%），后续增速将有边际放缓。公司在大数据、物联网等领域持续发力，不断打造新增长点。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：综合考虑市场竞争、网络成本下降、高附加值业务占比提升等正负向因素，预计未来毛利率小幅提升并稳定在19%水平，考虑到业务规模相较同行仍较小，因而提升情况不明显（此前5年平均毛利率19%），低于龙头中国移动（22%水平）、中国电信（20.5%水平）。

2) 费用率：降本增效持续推升运营效率，销售、管理等费用率有一定优化。

业务三：其他业务，包括出售商品等。

收入和盈利能力假设：保持平稳状态，预计收入年复合增速为3%左右，盈亏基本平衡。

表2：公司整体业绩预测

中国联通	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3549.4	3726.0	3895.9	3983.6	4077.7	4135.4	4195.7	4237.5
归母净利润(亿)	73.0	81.7	90.3	95.3	99.0	101.9	102.3	101.9
归母净利润增速(%)	15.7	12.0	10.5	5.5	4.0	2.9	0.4	-0.3
经营性净利润(亿)	113.9	128.0	150.2	176.5	185.2	191.8	192.6	191.8
经营性净利润增速(%)	13.6	12.4	17.3	17.5	4.9	3.6	0.4	-0.4
经营性归母净利润(亿)	49.9	55.9	65.8	77.4	81.2	84.0	84.4	84.1
经营性归母净利润增速(%)	13.9	12.0	17.7	17.5	4.9	3.6	0.4	-0.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

传统业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2488.9	2599.7	2635.6	2635.6	2635.6	2635.6	2635.6	2635.6
收入增速(%)	3.1	4.5	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	103.0	121.0	136.8	156.6	161.8	164.8	163.4	162.0
经营性净利率(%)	4.1	4.7	5.2	5.9	6.1	6.3	6.2	6.1
经营性净利润增速(%)	11.7	17.5	13.0	14.5	3.3	1.8	-0.8	-0.9
创新业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	704.6	752.0	824.2	890.1	961.3	1009.4	1059.9	1091.7
收入增速(%)	28.6	6.7	9.6	8.0	8.0	5.0	5.0	3.0
经营性净利润(亿)	10.9	7.0	13.4	19.9	23.3	27.0	29.2	29.8
经营性净利率(%)	1.5	0.9	1.6	2.2	2.4	2.7	2.8	2.7
经营性净利润增速(%)	36.0	-35.5	91.6	48.2	17.0	15.6	8.1	2.3
其他（出售商品等）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	355.9	374.3	436.1	457.9	480.8	490.5	500.3	510.3
收入增速(%)	12.3	5.1	16.5	5.0	5.0	2.0	2.0	2.0
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(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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)
传统业务	3.2%	中低	非常好	较强	6.5%	13.98	162.5
创新业务	2.2%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	29.6
其他（出售商品等）	2.0%	中低	一般	一般	10.0%	8.35	-
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
传统业务(亿)	974.7	1765.4	2740.2	340.9	2104.0	464.5	1441.5
创新业务(亿)	38.3	299.2	337.6	67.8	204.8	45.2	245.7
其他（出售商品等）(亿)	-0.9	-	-	1.1	0.1	0.0	1.0
公司整体测算(亿)	1012.2	2064.6	3077.7	409.9	2309.0	509.7	1688.3

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
传统业务(亿)	1745.9	1199.6	2945.6	340.9	2104.0	464.5	1646.9
创新业务(亿)	140.7	130.7	271.4	67.8	204.8	45.2	179.6
其他（出售商品等）(亿)	-0.8	-	-	1.1	0.1	0.0	1.0
公司整体测算(亿)	1885.8	1330.4	3217.0	409.9	2309.0	509.7	1827.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★★

公司估值确定性高。公司主营业务所处电信行业为成熟行业，收入规模能见度高、波动阈值小；资本开支投入高峰阶段已过，主营成本后续将稳中有降，利润端表现略好于收入端，能见度亦较高。工信部每月公布国内电信行业总体及各分项业务收入、数量、渗透率等变动情况，以及公司每月公布移动业务（含5G用户情况）、固网宽带业务等客户数量情况，对公司业绩预期均具有很好参考性。

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。