

杰克股份（603337.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	48.2
总市值	229.64亿
PE-TTM	26.30
PB-MRQ	4.91

估值结果

	价值	213.71亿
DDM估值	上行空间	-6.9%
	状态	合理估值
	价值	207.81亿
动态估值	上行空间	-9.5%
	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

杰克为全球化缝纫设备龙头，爆品战略迎来收获期，成套智联系统打开成长空间。公司作为经历30年市场验证的优秀民企，成功培育JACK自主品牌，凭借差异化战略构建核心竞争壁垒。此外杰克加码AI智能缝纫设备、人形机器人等产品，成功从单一的缝制设备制造商向智能成套解决方案服务商转型。

传统工业缝纫机需求量已趋于饱和，而AI赋能将打开设备价值量空间，成长空间综合星级中等；公司产品持续迭代且费用不断优化，盈利趋势星级较高；业内玩家集中度高且新进入者少，产业格局稳定；线下渠道、规模经济、技术优势及管理运营为公司的核心护城河因子，其领先优势的持续性高。

基于我们的假设，缝纫设备支撑公司业务稳健增长，人形机器人业务打开成长空间，根据DDM及动估测算，杰克股价处于合理估值的位置，市值弹性来自于创新业务的具体落地进展。

我们区别于市场的观点

市场认为，杰克享受缝制机械行业景气周期上行，叠加智能化产品第二成长曲线，双重驱动推动公司未来五年业绩快速增长。

我们认为，公司中短期业绩可能承压、看好公司长期价值。1) 缝制机械周期性明显，现阶段或处于景气度高点。上轮周期于21年见顶，现全球纺服库存、设备投资金额位于行业中枢，本轮周期预计25~26年或达景气高点。下游纺服企业现金流相对紧张，资本开支意愿不足同步影响设备需求。2) 行业迫切存在自动化、智能化需求，但商业化落地进度需谨慎乐观。乐观假设纺服设备的智能化、无人化，有望创造近万亿元新增市场空间。然而落实具体应用中，仍需持续跟踪进度。

风险提示

关税、汇率及原材料风险扰动业绩；缝纫机器人商业化落地超预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 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	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
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2025年收入占比	4
图2：预测2025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	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

杰克是全球智能缝制设备产销规模最大、综合实力最强的企业之一，是APS、MES、WMS等软硬件为一体的服装智能制造成套解决方案服务商。公司成立于1995年中国台州，经过三十年的耕耘，现拥有全球8000多家经销商，营销网络遍布全球170多个国家和地区，服务于服装、鞋业、箱包、家具、皮革、汽车、航空等多个领域。公司生产的工业缝纫机已经连续14年全球销量第一，按营收口径计算其全球市场份额超过30%。

2. 业务介绍

对于杰克股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

缝制设备：

缝制机械是以缝纫为主，裁剪、熨烫及粘合等为辅的产业。按缝制工序先后分类，缝制设备主要包括三大类：缝前设备（裁床、铺布机等）、缝中设备（平缝机、包缝机、绷缝机、特种机等）和缝后设备（熨烫设备、包装设备等）。其中缝中设备的工业缝纫机需求占据主导地位，需求量占比超过60%。全球工业缝纫机的市场规模约240亿元，其中中国市场产值约180亿元，缝纫机设备的国产化率较高。

杰克的业务界定为全球缝制机械市场，海外收入占比超过50%。具体来看公司拥有三大产品线：1）工业缝纫机—24年收入占比为86.4%，是公司的基本盘业务，产品主要销售至印度、越南、孟加拉国、巴西等劳动密集型经济主体；2）裁床—24年收入占比为10.3%，2009年公司收购德国奔马进入智能化裁床业务，通过“德国技术+中国成本”模式实现双向协同；3）衬衫及牛仔自动缝制设备—24年收入占比3%，公司通过收购意大利公司迈卡和威比玛拓宽产品矩阵。

人形机器人：

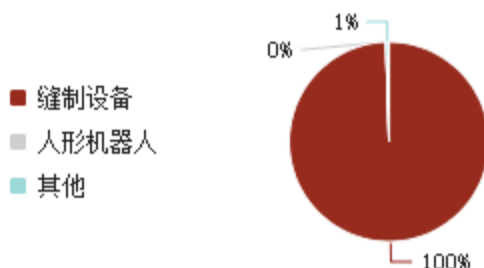
杰克即将推出的人形机器人产品的市场界定为全球市场，其主要功能为执行布料抓取、送料等上下料工作，配合公司的模版机实现服装制造全流程无人化。人形机器人节约人工操作成本的同时，提升生产效率和产品质量稳定性。现阶段人形机器人尚处于测试产品，产品预计26年下半年发布，其操作的准确率及效率正逐步提升。

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

服装缝纫是相对轻资产的劳动密集型行业，上游为大宗商品、零部件等原材料，下游对接各级经销商，设备企业在产业链中具备较强的话语权。当前产品同质化问题突出，且终端服装客户盈利承压，其采购决策更侧重产品性价比与附加价值。杰克通过加大研发投入，精准匹配客户需求，坚定走品牌化、高端化的发展路径。

3.1 研发高端度

低 较低 **中等** 较高 高

工业缝纫机是AI产业的核心应用方向，传统缝纫产业正朝“AI智能缝纫设备”、“缝纫机器人”发展，设备实现数据采集、视觉检测、参数自动调节、花样精准缝制、甚至替代人的功能。公司作为缝纫设备自动化的引领者，率先提出AI+智能设备的先进理念。截止24年公司共有研发人员1289人，占公司总人数比例18%，研发人员每年薪酬约21.9万元。公司招募大量高端专业人才，并建立德国、意大利、台州、杭州、西安、北京等14个研发中心，大力推动AI+缝制机械融合。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

工业缝纫设备属传统品类，行业内同行研发费用率均值约3%。而杰克走出差异化道路，坚持“开发一代、预研一代和探索一代”研发战略体系，构建433的研发投入结构，24年公司的研发费用率攀升至8%，显著高于行业水平；目标是未来三年将这一比例提升至10%，长期希望能维持15%以上。这一数据充分印证公司作为智能化、无人化缝制设备探路者与引领者的定位，未来有望借产品迭代升级及行业变革机遇实现突破。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

工业缝纫机的客户以经销商为主，直销为辅，因而下游客户集中度分散。杰克与下游经销商保持多年的经销商模式，在行业最艰难的时候与其保持共进退，在行业下行周期中共渡难关，双方的合作粘性较强；公司与终端纺服制造客户建立长期合作关系，深度洞察客户的需求痛点并提供产品技术支撑，两方的合作关系紧密。

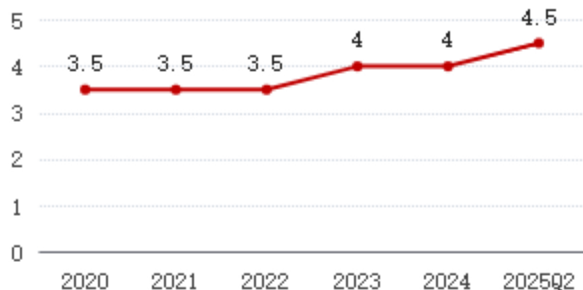
4. 历史经营绩效

从过去五年经营数据观察，杰克在盈利能力、成长性、业务控制力及股东回报评级等核心指标上均呈持续向好态势。在这个处于成熟期的设备细分赛道中，公司仍能稳定维持30%以上的毛利率与10%左右的净利润率，反映其高效的人才运用、出色的管理能力与清晰的战略布局。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图

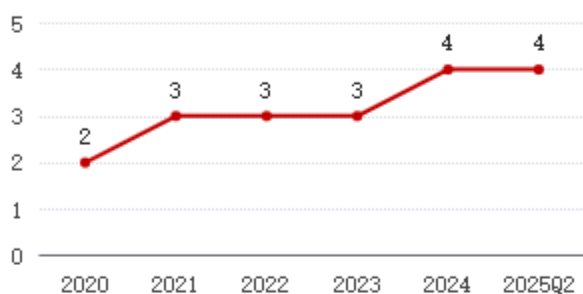


数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图

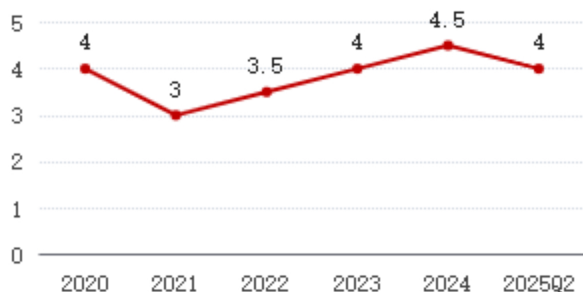


数据来源：公司财报，壹评级

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

过去五年杰克依托产品迭代升级、生产规模效应，SKU精简优化等策略，持续缩减非核心产品线，聚焦“技术平台化”产品，打造核心爆款，公司的盈利能力稳步增强。此外公司向上游布局自研芯片和电控系统，借以降低原材料成本、提升运营周转率，整体运营效能逐步改善。

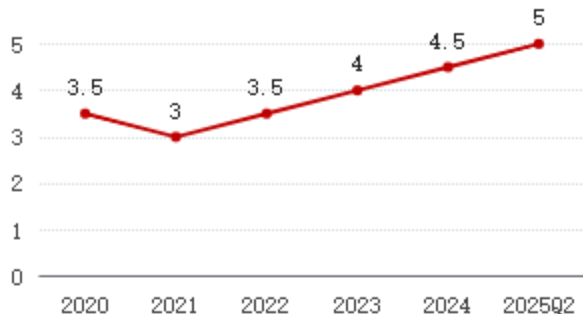
缝制机械具有强周期属性，23年行业处于底部运行，24年在内销修复与出口回暖带动下产销显著回升。杰克在行业复苏时，针对解决客户需求痛点，推出“快反王”、“过梗王”等高价值成套设备，上行周期业绩弹性显著，市占率进一步提升；裁床、铺布机等缝前设备是业务增长点，近年来收入呈现双位数增长，带动公司的成长星级持续上升。

杰克所处产业链的上下游格局均较为分散，公司话语权相对较强，因此历史业务控制力星级处于较高水平。公司重视产业链上下游生态培育，03年就提出企业未来的竞争力是产业链的竞争、08年率先提出战略供应商与战略经销商理念，并在行业低谷期与上下游伙伴共渡难关，推动整体业务控制力持续增强。

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

近年来，公司股利支付率从30%逐步提升至2024年的45%，在确保日常经营活动资金需求得到保障的前提下，公司致力于最大化回馈股东。近期公司开启股份回购计划，截止25年7月31日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份487.3万股，占总股本的比例为1.02%。

5. 四维评级

考虑到杰克在缝制机械领域的全球地位以及智能化产品迭代带来的增长潜力，公司具备一定的成长空间；凭借重研发、强管理的发展战略，产品盈利能力有望实现稳中有升；行业内竞争玩家数量有限、新进入者门槛较高，产业格局保持稳定；公司核心护城河因子宽度较广，领先优势衰退程度缓慢，整体发展具备较强韧性。

5.1 成长空间

★★★★☆

传统缝纫设备行业呈现“需求饱和、市场天花板有限”的特点，市场增长相对受限；作为行业头部企业，杰克的业务增长与行业景气度存在直接关联。然而公司精准捕捉行业需求，通过AI技术赋能提升单台设备价值量、推出机器人突破市场天花板，杰克的成长空间不断拓宽。

缝制设备(2.5星)：

全球传统工业缝纫机销量已基本饱和，行业年仅维持2%-3%的更新需求；而杰克当前全球市场份额已超30%，长期成长空间相对有限。公司深度洞察服装行业“小单快反”趋势，精准定位客户需求，AI赋能打造超级爆品，上行周期中业绩弹性显著优于同行，进一步提升市占率；下行周期则强化竞争壁垒，为下轮周期回暖做准备，整体仍具备一定的成长潜力。

人形机器人(4星)：

杰克对于服装制造工艺有着较为深刻的理解和积淀，加大AI相关投入，将复杂操作标准化，简单技能无人化，使得许多非标劳动的替代成为可能。全球纺服制造工人约1万亿人，为解决招工难、小单快反等问题，人形机器人有望攻克柔性操作瓶颈，杰克所推出的“杰克1号”人形机器人将于26年下半年与市场见面，可触及的成长空间较大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

过去十年杰克的产品毛利率维持25%上下，近两年产品毛利率甚至提升至30%，这一业绩充分反映出公司通过持续的产品技术迭代与内部费用优化，有效巩固了盈利水平。

缝制设备(4星):

缝制设备同质化特征显著，单台价值低但其性能高度影响生产效率，客户采购时看重其性价比与附加值。杰克通过产品迭代升级，解决换料频繁易出现跳针断线起皱等问题，获客户一致好评反馈。25年9月即将推出的新款AI缝纫机定位于高端市场，价格预计比快反产品高出一倍以上，公司依托高价值量大单品推动产品均价与毛利率同步提升；此外公司加大自动化、智能化产线布局，持续优化经营效率，盈利能力预计稳步向好。

人形机器人(3星):

杰克人形机器人尚处于设计验证阶段，参考人形机器人与工业机器人的盈利水平，产品初期销售规模小、毛利率偏高，研发、销售等高额费用侵蚀产品盈利能力，净利率相对较低，甚至亏损。预计随着产品规模量产、零部件成本技术成熟带来成本价格双跌，产品毛利率与净利率逐步趋于中枢水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

目前行业呈现“需求饱和、天花板有限”的特征，市场增长潜力相对受限；且行业整体盈利均值偏低，存在规模生产、供应链等壁垒，导致新玩家缺乏入局动力，产业格局保持相对稳定。

缝制设备(4星):

工业缝纫机行业尽管客观壁垒不高，但制造商对于上下游供应链培育、场景应用的理解需要时间沉淀，新进入的综合难度还是比较高。此外行业处于成熟阶段，盈利能力一般，周期性明显叠加增长空间不足，几乎没有新玩家愿意进入，竞争格局良好。

人形机器人(4星):

杰克敏锐洞察行业需求，早于同行业加大对产品迭代、产品创新的研发力度，以顺应缝纫行业自动化、智能化、甚至无人化的发展趋势，技术层面具备先发优势；人形机器人与设备的协同配套进一步加深其产品竞争力与排他性；此外作为工业缝制机全球龙头，杰克在经销商及终端客户层面的渠道优势中短期难以撼动；国内友商竞争力偏弱，海外日本重机、日本兄弟工业难以烧钱投入AI，较难形成有效冲击。

5.4 护城河

★★★★☆

随着杰克持续推进产品迭代，同步构筑渠道与技术壁垒，以及规模化生产带来的显著成本与效率优势，公司领先地位稳固。

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
缝制设备	(4.5星) 杰克在关键指标上表现突出：经壹评级调整后的ROIC为17.2%，具备10.2%的超额护城河；公司全球市占率31%、排名位列第一，彰显其在行业中的绝对龙头地位；业务控制力4.5分，反映出公司在供应链协同、经销商管理上的精细化运营能力，现金流回款及时，业务持续稳定运作。	(4.5星) 杰克护城河主要由线下渠道、规模经济、技术优势及管理运营四大维度构筑。公司与下游经销商及终端客户建立长久的合作关系，渠道优势相对稳固，未来衰退较为缓慢；积极投入自动化产线，规模经济优势明显，不过随着时间推移，生产成本的领先优势衰退程度较大；基于对产业与需求理解深刻，公司大幅投入研发，产品持续迭代以解决客户需求，技术护城河的持续性强；管理层具备三十年行业管理运营的经验，管理因子的衰退速度较慢且幅度较小。
人形机器人	(1星) 杰克的人形机器人产品尚未落地，经壹评级调整后的ROIC为负数。公司现阶段市占率较高，上下游客户与缝制设备有重合，业务控制性星级相对较高。经销商和终端客户的渠道优势明显，公司有望在未来服装制造无人化浪潮中获取更高的市场份额。	(3.5星) 公司的护城河主要由品牌、线下渠道、规模经济、技术优势四大维度构筑。人形机器人技术处于探索阶段、且尚未形成规模化生产，护城河归因为负收益。在服装厂垂类场景中，公司掌握核心渠道、丰富的场景数据与经验，技术的领先优势明显。随着公司机器人商业化量产，规模经济、技术护城河归因转正，品牌与线下渠道的护城河优势略有增强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们的假设，缝纫设备支撑公司业务稳健增长，人形机器人业务打开成长空间，根据DDM及动估测算，杰克股价处于合理估值的位置，市值弹性来自于创新业务的具体落地进展。

6.1 核心假设及逻辑

杰克产品分为缝纫设备和人形机器人，我们分产品假设，进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

1. 缝纫设备：缝纫设备为公司的核心业务，分为工业缝纫机、裁床、衬衫及牛仔自动缝制设备三大产品。缝纫设备周期一般为3-5年，以工业缝纫机为例，经历2年的下跌通道后，24年工业缝纫机产销重回正增长。我们推测25~26年可能是周期向上的尾声，27年后行业开始承压。

1) 工业缝纫机：a) 销量：基于上述行业周期判断，我们预测25~29年产品销量呈现先高后降再回升的态势，五年复合增速接近1%，销量口径公司的市占率逐步提升；b) 价格：爆品的持续推出带动中高端产品占比提升，整体单价逐步走高，预计25~29年每年约3%的复合增速；c) 毛利率：24年毛利率的提升主要由于产品结构变动、成本下降以及汇率变动影响所致，预期25年毛利率会有所回落，后续随着高价值量占比提升带动毛利率小幅走高。

2) 裁床：a) 销量：公司持续开拓新客户，增幅高于工业缝制机，而整体波动受纺服设备影响，预计25~29年同样呈现先增后降再回升的特征，五年复合增速为2%；b) 价格：随着裁床中高端销售占比提升，25~29年价格复合增速为2%；c) 毛利率：剔除海运费、汇率、原材料等客观因素影响，产品结构变化带动毛利率未来五年小幅提升1个点。

3) 衬衫及牛仔自动缝制设备：a) 销量：产品基数小，其高成长性部分抵消周期波动，25~29年复合增速为7%；b) 价格：随着产品迭代、销售结构优化，25~29年复合增速约4%；c) 毛利率：产品价值量提升及成本端改善，带动未来五年毛利率小幅逐步提升1个点。

2. 人形机器人：杰克推出的与模版机配套的人形机器人，预计于26年下半年与市场见面，现阶段尚未形成收入。因历史数据空白，我们将结合人形与工业机器人的数据指标，进行产品预测。

1) 收入端：我们测算假设为：以全球市场为业务界定，平缝机（模板机可以替代大部分平缝机的工序）销量*杰克销量市占率*杰克人形机器人配套率*价格。a) 全球平缝机销量：平缝机是工业用缝纫机中最大的细分产品，占约40%的市场份额，每年需求量稳定；b) 杰克全球销量市占率：杰克竞争优势凸显，预计未来15年市占率尚有10个点提升；c) 杰克人形机器人配套率：新品落地到规模量产需要时间，我们假设27年出货300台机器人，预计2040年配套率达10%，对应机器人出货量约13万台；d) 价格：参考人形和工业机器人价格，假定杰克产品落地价格为20万元，折旧年限为5年，现阶段机器替代人效为40%，工时为人工的2倍，操作人员工资为6w一年，同等工效下，机器人每年4万折旧费较每年4.8万人工成本，具备一定经济性。随着零部件成熟带动机器人成本与价格同步下降，机器效率进一步提升，预计机器人的终局售价为8万元。机器替代人的经济型逐步凸显，带动机器需求快速提升。

2) 利润端：a) 毛利率：基于前期价格假设，新品落地毛利率可能偏高，随着后续规模生产、技术成熟、市场打开，带动产品价格成本同步下降，终局毛利率降低到30%；b) 费用率：前期尚未规模量产，研发处于高位置，研发费用率超15%，管理费用率及销售费用率亦居高，后续随着产品逐步形成收入技术走向成熟，各项费用率有很大的下降空间；c) 净利率：初期受困于技术、规模、营销等因素，净利率可能亏损，长期收入形成规模带来费用优化、净利率提升，我们假设净利率终局为6%。

表2：公司整体业绩预测

杰克股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	55.0	52.9	60.9	66.8	72.8	68.7	69.2	76.1
归母净利润(亿)	4.9	5.4	8.1	9.8	10.6	10.3	9.9	10.2
归母净利润增速(%)	5.8	9.1	50.8	20.1	8.5	-3.1	-3.2	2.7
经营性净利润(亿)	5.0	5.2	7.9	9.4	10.2	9.9	9.6	9.8
经营性净利润增速(%)	7.0	4.9	51.9	18.6	9.0	-3.3	-3.4	2.8
经营性归母净利润(亿)	4.9	5.2	7.8	9.2	10.1	9.7	9.4	9.7
经营性归母净利润增速(%)	7.7	6.2	49.6	19.0	9.0	-3.3	-3.4	2.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

缝制设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	55.0	52.9	60.9	66.8	72.7	68.1	67.6	72.2
收入增速(%)	-9.1	-3.8	15.1	9.6	8.9	-6.4	-0.7	6.8
经营性净利润(亿)	5.0	5.2	7.9	9.4	10.2	9.9	9.5	9.7
经营性净利率(%)	9.0	9.8	13.0	14.0	14.0	14.5	14.1	13.5
经营性净利润增速(%)	7.0	4.9	51.9	18.6	8.9	-3.4	-3.6	2.2
人形机器人	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	1.6	3.9
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	526.3	177.8	147.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	2.8	2.7	2.6
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	476.2	168.3	142.7

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)
缝制设备	3.0%	中低	较好	强	7.5%	16.5	11.6
人形机器人	14.6%	中高	较好	较强	9.0%	27.5	2.8
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
缝制设备(亿)	49.6	115.8	165.4	15.4	1.8	1.0	180.0
人形机器人(亿)	-8.2	36.0	27.8	-	-	-	27.8
公司整体测算(亿)	41.4	151.8	193.2	15.4	1.8	1.0	207.8

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
缝制设备(亿)	91.2	76.0	167.2	15.4	1.8	1.0	181.8
人形机器人(亿)	-3.9	35.8	31.9	-	-	-	31.9
公司整体测算(亿)	87.3	111.9	199.1	15.4	1.8	1.0	213.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

杰克与资本市场交流密切，信息相对公开，数据可跟踪性较高。传统缝制设备行业处于成熟期，公司业绩实现的确定性相对较高；人形机器人板块处于创新期，需后续持续跟踪。基本盘业务托底，创新业务打开成长空间，综合来看公司的估值确定性对较高。

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作有悖原意的引用、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。