

公牛集团（603195.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	47.21
总市值	853.83亿
PE-TTM	20.86
PB-MRQ	5.81

估值结果

价值	722.53亿
DDM估值	上行空间 -15%
状态	合理估值
价值	725.86亿
动态估值	上行空间 -15%
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

公牛集团是中国知名的民用电工企业，专注于转换器（市占率约70%）、墙壁开关插座、LED照明及新能源充电设备等产品的研发、生产和销售，并拥有覆盖全国的超过110万家终端销售网络。

公司的成长空间有限，主要系公司的三大核心产品转换器、墙壁开关、LED业务下游应用以地产为主，属于成熟行业；公司新开拓的新能源业务受到新能源汽车渗透率较高的影响，近年增速明显放缓。公司的所处行业受地产下行周期、宏观经济底部徘徊等负面影响，供需关系有所恶化，盈利能力有所下降，盈利趋势情况整体一般。公司在两大核心业务转换器和墙壁开关行业均属于绝对龙头，产业格局较好。公司凭借其强大的渠道护城河和品牌护城河，在转换器和墙壁开关行业拥有领先的市场地位，护城河较深。

基于我们对墙壁开关和转换器行业短期可能持续承压、长期可能增长平稳的假设，公牛集团的估值相对合理。

我们区别于市场的观点

长期以来，市场对于公牛集团的韧性深信不疑，从历史业绩可以验证公司在行业逆风期仍能平稳发展。但我们认为，地产景气的不佳最后仍然会影响到公司的成长速度，这一点在中报已有所体现。考虑地产的景气仍在恶化，公司的转换器和智能电工业务短期可能持续承压，利润亦同步恶化。

风险提示

地产销售或持续低迷，景气度恶化；消费降级，消费者购买力或持续下滑；部分强势玩家或闯入市场，竞争格局恶化；新能源业务或内卷严重，盈利能力持续承压。

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	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	9
6. 公司估值	10
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	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	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	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

公牛集团是中国领先的民用电工企业，专注于转换器（市占率约70%）、墙壁开关插座、LED照明及新能源充电设备等产品的研发、生产和销售，并拥有覆盖全国的超过110万家终端销售网络。

2. 业务介绍

对于公牛集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

转换器：

公牛集团的起家业务，核心产品是家用和办公用的电源插座（排插）。凭借“安全可靠”的品牌形象，占据全国70%的市场份额，相当于每10个插座中就有7个是公牛生产。近年通过创新推出高端产品（如可滑动轨道插座、带USB接口的智能插座），实现年均10%的价格提升，持续巩固行业“现金牛”地位。公司的业务界定为我国的转换器行业。

墙开业务：

墙壁开关插座核心作用是安全控制电路通断与提供稳定电源接口，在满足家庭、商用场景基础用电需求的同时，通过技术设计强化安全防护与使用便利性。公牛产品以高颜值、智能化（如手机远程控制）为特色，毛利率超50%，市场份额约30%，位居行业第一。公司的业务界定为我国的墙壁开关行业。

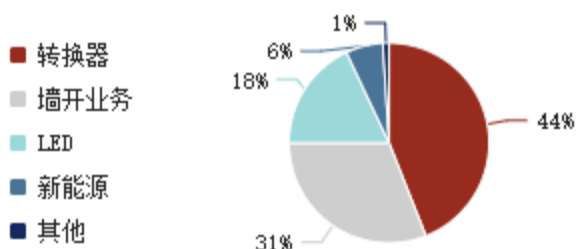
LED：

LED电工照明产品就是“能亮的灯+方便安全的控制配件”的组合，核心就是帮客户在各种地方用好灯。公司聚焦健康智能照明，重要产品是“无主灯”（分布式光源系统），通过独立品牌“沐光”运营。产品融合AI技术，提供护眼功能（如儿童学习灯），已开设超300家体验店，逐步成为照明领域的新增长点。公司的业务界定为我国的照明行业。

新能源：

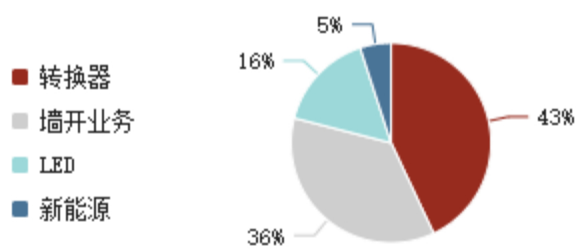
公司的新能源业务主要从事充电桩、充电枪等产品的生产和销售。产品适配严寒、酷热等极端环境（如“无极”系列），同时布局家庭储能设备（储存太阳能供电）。公司的业务界定为我国的新能源汽车充电桩/枪及储能行业。

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

公牛集团的商业模式是以“渠道为王+研发创新”为双轮驱动。公司业务涵盖电连接、墙壁开关、LED照明、新能源四大板块。在产品方面，公司持续推陈出新，推出了智能轨道插座等创新产品，累计专利超2785项。营销上，线下通过“配送访销”模式覆盖超110万家终端网点，线上以直销+经销模式覆盖主流电商平台。这种商业模式使公牛集团能够不断推出满足市场需求的产品，并通过强大的渠道网络将产品高效地推向消费者。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司属于传统制造业，资产强度处于中等星级。截至2024年，公司拥有古窑、龙山等五大生产基地，生产能力强大。公司2024年的固定资产周转天数约为55天，整体的资产周转效率尚可。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司高度重视研发工作，近年的研发费用率维持在4%左右，持续推陈出新，推出了一系列包括智能轨道插座在内的创新产品，累计专利超2785项，研发强度较高。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公牛集团高度重视渠道培育和营销投入，2024年公牛集团的销售费用率高达8%，用于推进装饰渠道旗舰店+新零售变革，营销强度略高于行业平均水平。

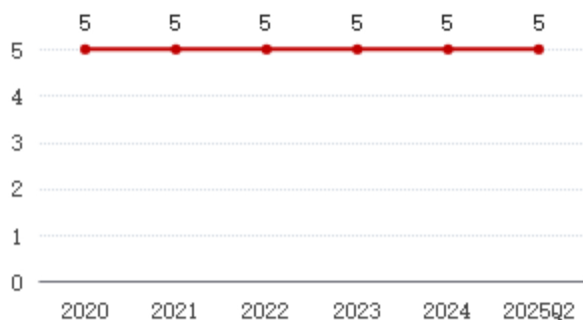
4. 历史经营绩效

公司凭借其强大的渠道，在转换器等领域处于利基市场垄断的地位，市场占有率较高，得以享有极高的盈利水平。但随着居民购买力下降，叠加房地产行业持续下行，公司近年的成长能力有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



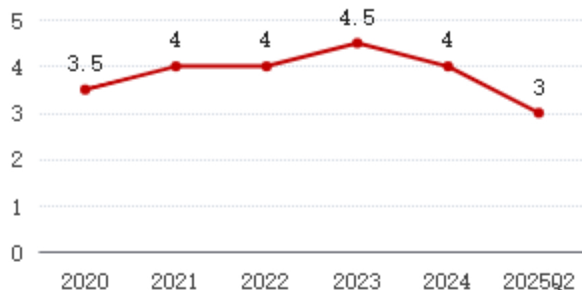
公司的历史盈利能力极好，净利率长期维持在20%以上。拉长时间来看，随着产品的高端化，公司的净利率呈现上升的趋势。公司凭借其强大的渠道，在转换器等领域处于利基市场垄断的地位，市场占有率较高，得以享有较高的利润水平。

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



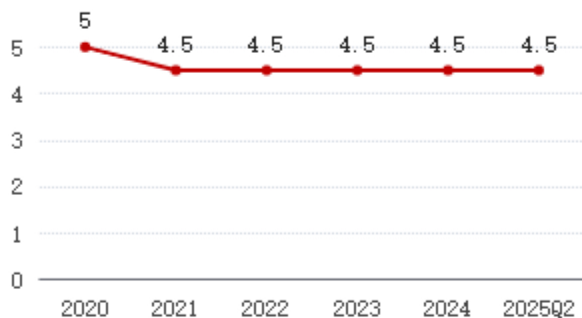
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力呈现出“两头低，中间高”的特点。2020年，受到疫情影响，全年收入端持续承压。2021年-2023年，随着终端消费需求的恢复，公司在转换器领域持续推出高端化产品，并在照明领域发布专业品牌“沐光”，公司的营业收入增速较高；2023年以后，随着居民购买力下降，叠加房地产行业持续下行，公司的营业收入持续承压，成长能力下行。

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



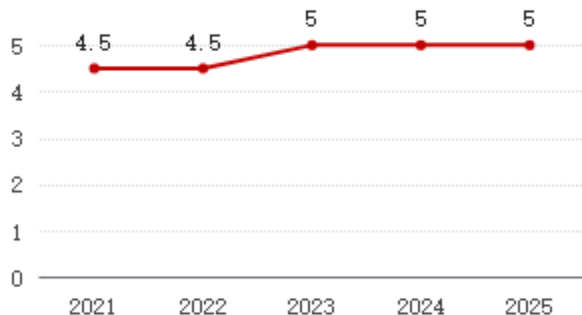
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力水平处于较高水平，上下游议价能力较强，通过无偿占用上下游款项取得优势。公司建立了从原材料到成品的垂直供应链体系，转换器、墙壁开关等核心产品实现100%自制，并通过大规模集中采购铜、塑料等大宗原材料，利用规模优势争取更有利的采购价格和付款条件，实现对上游的强议价能力。

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

公司的盈利能力较强，净利率常年超过20%，有较为丰厚的利润进行分红。此外，公司较为重视股东回报，自2019年以来股利支付率均维持在50%以上，2024年的股利支付率更是高达72%，股东回报评级较高。

5. 四维评级

公司的核心业务受到地产下行、居民购买力承压的影响，成长性较差。需求承压，公司的利润水平亦可能出现一定的程度的恶化。尽管管理层表示其会持续调整产品结构，并在内部降本增效以维持毛利率，但我们认为公司短期内的利润水平均将下行，主要系下游的需求不振，且公司交流透露可能会让利给消费者，盈利趋势可能不佳。公司凭借其较高的品牌和渠道壁垒，核心业务如转换器、墙壁开关市场的市占率较高，产业链中的话语权较强，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的核心业务主要为转换器、墙壁开关、LED照明业务，这三个行业均受到地产较大的影响。随着地产行业的持续下行，公司近年三大业务的增速均持续承压，成长性较差。公司的另一大业务新能源业务虽然近年维持了较高的成长速度，但受到新能源车渗透率提升放缓的影响，新能源业务未来几年的收入增速可能会快速回落，成长性相对一般。综上所述，公司的成长能力较弱。

转换器(1.5星):

华经产业研究院的数据显示，我国的转换器行业已经进入成熟期，近五年收入的CAGR在3%左右。具体需求拆分来看，居民的需求占据主要部分，属于可选消费。随着宏观经济下行，居民购买力减弱，整个转换器行业的需求持续恶化，成长性较差。

墙开业务(1星):

墙壁开关业务受到地产周期的影响较大。随着地产销售持续恶化，墙壁开关行业的需求持续下行。公牛作为行业龙头，亦难独善其身，墙壁开关业务的成长性较差。

LED(1.5星):

随着房地产行业越过了繁荣的顶点，其下游的LED照明行业近年来也进入存量竞争阶段。公司的光源产品近年主打差异化竞争，公司把渠道逐渐从家用到工商业场景进行拓展（如饭店、餐厅、办公场所的平板灯等等），并推出“沐光”等品牌抢占市场。但由于宏观经济下行，工商业的照明需求萎缩，LED业务近年增长停滞，LED业务的成长能力相对有限。

新能源(2星):

新能源业务虽然近年维持了较高的成长速度，但受到新能源车渗透率提升放缓的影响，未来几年私人充电桩的增长速度可能都会明显回落，整个市场趋向于存量的竞争，成长性亦相对一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

地产景气的不佳和宏观经济在底部徘徊影响到公司的需求情况，供需关系在短期内会有所恶化，盈利能力承压，盈利趋势较为一般。

转换器(2.5星):

随着转换器行业的需求下滑,转换器行业的盈利能力可能承压,盈利能力在短期有恶化的趋势。但从中长期来看,随着居民购买力的恢复,转换器行业的盈利能力有望修复。整体来看,公司转换器业务的盈利趋势相对一般。

墙开业务(3星):

墙壁开关的同质化程度较高,且受到地产行业影响较大。随着地产行业景气度的下降,墙壁开关行业短期的盈利能力可能会有所承压。

LED(2.5星):

由于宏观经济低迷,工商业的照明需求萎缩,且传统居民用灯需求萎缩,供需关系恶化,公司的LED业务短期的盈利能力可能会有所承压,盈利趋势一般。

新能源(2星):

新能源充电桩行业产品同质化较为严重,行业更多的采取性价比竞争的方式,价格竞争较为激烈。此外,随着未来受到新能源车渗透率提升放缓的影响,充电桩行业需求可能承压,公司的盈利能力下滑,整体的盈利趋势相对一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的主要业务均有一定的消费品属性,品牌和渠道壁垒较高;公司在核心业务如转换器、墙壁开关市场的市占率较高,产业链中的话语权较强,产业格局很好。

转换器(4.5星):

公司凭借其较强的渠道壁垒和品牌壁垒,在转换器行业的市占率超过70%,是典型的垄断的市场格局,市场格局非常好。

墙开业务(4.5星):

公司与西门子、施耐德等外资品牌形成了一超多强的市场格局,公司的市占率超过30%,且市占率仍在持续提升,产业格局较好。

LED(3.5星):

LED行业是典型的“大行业,小公司”,行业的市场份额非常分散。公司通过复用其传统的五金等渠道开拓LED照明业务,并推出“沐光”等品牌,持续抢占市场份额,竞争格局尚可。

新能源(3星):

根据攀达披露的竞争格局情况,充电桩市场的CR5的销量占比已达65.8%,其集中度并不低,产品同质化严重,竞争较为激烈,整体产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★★

作为全国知名品牌，公司的品牌知名度较高，110万家终端网点遍布全国，拥有较深的品牌护城河、渠道护城河和利基市场垄断护城河。

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
转换器	(5星) 公司作为转换器龙头，在行业内处于垄断地位，市占率超过70%，业务控制力较高，也凭借其垄断地位获取了较高的超额利润。经壹评级调整，转换器业务的ROIC超过100%，具有明显的超额收益，护城河宽度星级极高。	(5星) 公司的转换器业务的超额利润可以主要解释为利基市场垄断护城河和品牌护城河。1) 利基市场垄断护城河：转换器市场规模不过百亿体量，公牛的市占率超过70%，是典型的利基市场。公牛凭借其垄断地位，赚取了较高的超额利润。在新的挑战者出现之前，公司的地位相对稳固，未来受到侵蚀的水平较轻。2) 品牌护城河：公牛作为全国知名品牌，在一定意义上已经成为了转换器的代名词，公司的品牌力较高。考虑到市场地位相对稳固，公司的品牌护城河衰退的速度较慢。
墙开业务	(5星) 公司作为墙壁开关龙头，凭借其上游零部件的高度自制和规模优势，拥有较强的业务控制力和超额利润。经壹评级调整，墙壁开关业务的ROIC超过100%，具有明显的超额收益，护城河宽度星级极高。公司业务控制力较高，也凭借其领先地位获取了较高的超额利润。经壹评级调整，公司的ROIC超过100%，具有明显的超额收益，护城河宽度星级较高。	(5星) 公司的墙壁开关业务的超额利润可以主要解释为品牌护城河和渠道护城河。1) 品牌护城河：公牛作为全国知名品牌，在墙壁开关领域处于领先地位，且公司的品牌力较强。考虑到市场地位仍在强化，公司的品牌护城河持续性相对较好。2) 渠道护城河：公牛集团的渠道能力在行业内具有显著优势。公司总计有超过110万家终端网点，覆盖了国内的广大地区，渠道覆盖面广。此外，公司在线上的渠道领域亦同样拥有较高的市场占有率，渠道优势明显，护城河持续性较强。
LED	(3.5星) LED照明业务是公司近些年来积极拓展的业务，整体市占率相对较低，公司凭借其品牌优势和渠道优势，拥有一定的业务控制力。经壹评级调整，LED业务的ROIC超过20%，具有明显的超额收益，护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司的LED业务的超额利润可以主要解释为品牌护城河和渠道护城河。1) 品牌护城河：公牛作为全国知名品牌，品牌信任度较高。近年公司持续推出包括护眼灯在内的创新产品，拥有相当的品牌溢价。考虑到公司仍在持续培育其照明品牌，公司的品牌护城河未来受到侵蚀的幅度可能相对有限。2) 渠道护城河：公牛集团的渠道能力在行业内具有显著优势。在渠道方面，公司借力墙开&转换器渠道优势，照明产品迅速铺开市场，渠道能力较强，护城河衰退的速度较慢。
新能源	(1星) 新能源业务是公司近年积极拓展的新业务，整体市占率相对较低。公司凭借其强大的规模优势和渠道，在成本管控和销售等环节拥有一定的优势，业务控制力中等。经壹评级调整，新能源业务的ROIC超过5%，具有一定的超额收益，护城河宽度星级相对较高LED。	(3星) 公司的新能源业务的超额利润可以主要解释为规模护城河。公司建立了从原材料到成品的垂直供应链体系，并通过大规模集中采购铜、塑料等大宗原材料，利用规模优势争取更有利的采购价格和付款条件。但考虑到公司在该领域并没能实现核心零部件的自制，且未来景气度可能恶化，成本领先的优势被削弱，规模护城河的持续性一般。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对墙壁开关和转换器行业短期可能持续承压、长期可能增长平稳的假设，公牛集团的估值相对合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司以转换器、墙壁开关、LED等业务为核心主业，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1、转换器业务：考虑到该业务属于可选消费，居民购买力短期内可能仍将承压，我们预计公司的转换器业务短期内可能仍然将会负增长，此后有所恢复，整体增长保持平稳。我们预计转换器业务2024-2029年收入的CAGR为1%左右。
- 2、墙壁开关业务方面：考虑到墙壁开关业务受到地产影响较大，且当前地产销售仍然较为萎靡，我们预计其未来数年均将承压，2024年-2029年收入的CAGR为-2%。
- 3、LED业务：尽管工商业的用灯需求有所下降，但公司仍在积极扩张渠道，且整体规模不大，我们预计未来几年将维持平稳的增长速度，2024-2029年收入的CAGR为4%。
- 4、新能源业务：尽管公司积极发展新能源等新业务，但受限于新能源渗透率已经较高，未来新能源车的销售增速预计将回落，公司的新能源业务增速预计也将快速回落。我们预计其2024-2029年营业收入的CAGR为11%左右。

盈利能力假设：

- 1、毛利率：受到宏观经济下行、居民消费能力下降、房地产行业下行的影响，公司的传统三大业务（转换器、墙壁开关、LED照明业务）的需求均将承压。尽管管理层表示其会持续调整产品结构，并在内部降本增效以维持毛利率，但我们认为公司短期内的利润水平平均将承压，主要系下游的需求不振，且公司交流透露会让利给消费者，毛利率可能会出现小幅恶化。
- 2、费用水平：考虑到公司过去费用控制良好，和存在降本增效的预期，公司的费用水平预计将维持稳定。

表2：公司整体业绩预测

公牛集团	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	140.8	156.9	168.3	163.4	160.7	161.8	166.8	176.3
归母净利润(亿)	31.8	38.6	42.8	39.6	38.1	38.0	38.5	40.6
归母净利润增速(%)	14.7	21.3	10.8	-7.4	-4.0	-0.1	1.3	5.4
经营性净利润(亿)	28.7	35.9	37.6	36.0	34.5	34.4	34.9	37.0
经营性净利润增速(%)	13.4	25.0	4.8	-4.2	-4.4	-0.1	1.4	6.0
经营性归母净利润(亿)	28.8	36.0	37.6	36.0	34.5	34.4	34.9	37.0
经营性归母净利润增速(%)	13.5	25.0	4.7	-4.3	-4.4	-0.1	1.4	6.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

转换器	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	70.5	73.9	76.8	73.0	71.5	73.0	75.2	78.9
收入增速(%)	3.9	4.8	4.0	-5.0	-2.0	2.0	3.0	5.0
经营性净利润(亿)	13.2	17.9	18.1	17.2	16.9	17.5	18.0	18.9
经营性净利率(%)	18.7	24.3	23.6	23.6	23.6	24.0	24.0	24.0
经营性净利润增速(%)	-6.1	36.1	1.1	-5.1	-2.1	3.9	3.0	5.0
墙开业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	45.0	52.0	54.0	50.2	46.7	44.4	44.4	47.5
收入增速(%)	18.4	15.6	3.8	-7.0	-7.0	-5.0	0.0	7.0
经营性净利润(亿)	13.5	15.2	16.3	15.4	14.1	13.2	13.0	14.1
经营性净利率(%)	30.1	29.3	30.1	30.6	30.2	29.7	29.2	29.7
经营性净利润增速(%)	37.4	12.6	6.8	-5.4	-8.4	-6.4	-1.6	8.5
LED	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	23.8	27.2	29.1	29.9	30.5	31.7	33.6	35.3
收入增速(%)	33.0	14.3	7.0	2.6	2.0	4.0	6.0	5.0
经营性净利润(亿)	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8	2.0	2.2	2.3
经营性净利率(%)	7.9	8.2	6.7	6.5	6.0	6.4	6.4	6.4
经营性净利润增速(%)	28.9	19.2	-12.3	-0.7	-5.7	11.2	5.7	4.6
新能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.5	3.8	8.4	10.3	12.0	12.8	13.7	14.7
收入增速(%)	0.0	148.6	120.0	23.3	16.5	6.7	7.0	7.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.5	1.3	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
经营性净利率(%)	9.6	13.3	15.0	14.4	14.0	13.2	12.7	11.8
经营性净利润增速(%)	0.0	244.6	147.0	19.0	13.1	0.3	3.1	-0.7

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)
转换器	2.8%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	18.6
墙开业务	4.2%	中低	非常好	强	8.3%	15.97	13.7
LED	2.4%	中低	较好	强	8.3%	14.52	2.0
新能源	5.0%	中等-	较好	较强	8.3%	14.4	1.5
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
转换器(亿)	74.0	253.2	327.2	57.2	-	-	384.4
墙开业务(亿)	58.4	159.6	218.0	49.1	-	-	267.1
LED(亿)	7.2	21.4	28.6	19.5	-	-	48.1
新能源(亿)	5.1	15.8	20.9	5.3	-	-	26.2
公司整体测算(亿)	144.7	450.1	594.8	131.1	-	-	725.9

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
转换器(亿)	176.4	148.3	324.7	57.2	-	-	381.9
墙开业务(亿)	132.4	84.5	216.9	49.1	-	-	266.0
LED(亿)	17.3	11.7	29.0	19.5	-	-	48.5
新能源(亿)	10.9	9.9	20.8	5.3	-	-	26.1
公司整体测算(亿)	337.1	254.4	591.4	131.1	-	-	722.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

整体来看，公司的估值确定性处于中等水平。公司的核心业务的高频数据不易跟踪，部分关键信息披露较少，但好在整体业务在行业中的地位相对稳固，整体估值确定性处于中等水平。

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。