

中国移动（600941.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	108.11
总市值	2.34万亿
PE-TTM	16.41
PB-MRQ	1.68

估值结果

DDM估值	价值	28588亿
	上行空间	22%
	状态	合理估值

动态估值	价值	28143亿
	上行空间	20%
	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

中国移动是全球领先的通信及信息服务企业，国内三大电信运营商“一哥”。公司是全球网络和客户规模最大的电信企业，主营业务包括移动通信、宽带及数字化服务等。

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。公司盈利趋势稳健，盈利能力已处行业领先地位，后续预计随主营成本优化而稳中有升。公司产业格局良好，传统业务龙头地位稳固，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。公司护城河极深，电信运营商在国内基础电信市场处于寡头垄断地位，凭借牌照资源、庞大用户基础和全国性网络覆盖而占据市场主导地位。公司在网络和客户规模方面显著领先友商，且优势难以撼动。

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，公司业务规模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及卫星互联网等技术变革带来的不确定性；创新业务市场需求和拓展或不及预期；政企市场等业务规模扩大带来应收账款增加，存在潜在的减值风险；电信市场政策等可能变动对市场份额和盈利能力或带来负面影响等。

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 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
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

公司是电信运营商龙头，成立于1999年，于2022年1月5日在上交所主板上市，是中央直接管理的国有特大型电信运营商，主营业务包括移动语音、数据、宽带及多媒体数字化等。公司拥有全球通、动感地带、神州行等知名品牌，移动客户总数超10亿户，连续20年位居全球第一，超过中国电信和中国联通的总和，是全球网络和客户规模最大的电信企业。公司正积极推动业务数字化转型，发展从通信服务向信息服务拓展延伸，业务市场从ToC为主向CHBN全向发力、融合发展，大力发展5G、云计算、人工智能等新兴业务。

2. 业务介绍

对于中国移动公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

传统业务：

主要聚焦于个人市场与家庭市场，以基础通信服务为核心，涵盖移动通信、固定通信及增值服务等业务领域。移动通信提供包括本地、国内及国际语音通话，短信与彩信业务，以及覆盖2G/3G/4G/5G的移动数据服务；固定通信以家庭宽带接入为主，依托铁通宽带的资源与合作，提供光纤高速接入服务，面向家庭及企业用户提供高质量的网络连接解决方案；增值服务提供包括来电提醒、彩铃、139邮箱、语音信箱、国际长途与漫游业务等功能型服务。

该业务的竞争市场界定为国内。

创新业务：

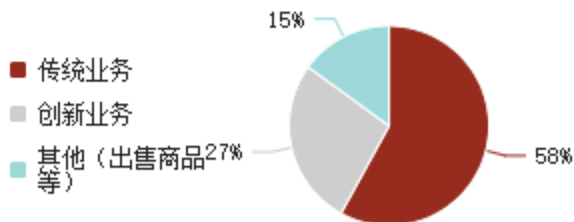
主要涵盖政企市场和新兴市场，在推动全社会数字化转型中扮演重要角色，构建“网+云+DICT”一体化服务模式。在政企市场，面向政府、企业等客户，提供以“5G+AICDE”（即人工智能、物联网、云计算、大数据、边缘计算）为核心能力的综合解决方案。在新兴市场，积极拓展边界，布局具有高成长性的新业务板块，包括国际业务、数字内容（如“咪咕”平台）、金融科技、未来产业（如低空经济）等。

该业务的竞争市场界定为全球。

其他（出售商品等）：

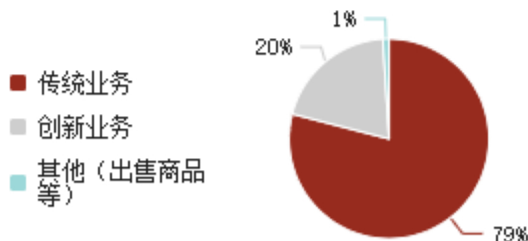
不仅包括传统的手机和通信设备，还涵盖了智能家居、云服务及各类日常消费品，通过线上线下融合的电商模式提供多元化产品。

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“连接+算力+能力”为核心战略，依托全球最大的5G网络（基站超259万座）和光纤基础设施，构建了覆盖个人、家庭、政企及新兴市场的多元化服务体系。公司作为主导电信基础设施运营商，采用重资产运营模式，每年需要投入较大数额的资本开支用于电信网络、数字化基础设施的建设、完善、运营等。

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2.07万亿元、2.09万亿元，其中非流动资产占比达72.46%、74.16%，固定资产常年在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，公司作为全球最大的电信运营商，需要持续投入巨资建设、升级和维护庞大的网络基础设施，包括数百万个基站和覆盖全国的光缆线路。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 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末研发投入为281.63亿元，研发人员数量为58885人，人均研发投入47.83万元，研发高端度较高，主要源于通信基础设施领域技术更新换代快，需要持续高质量研发投入以保持领先。

3.3 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545.64亿元、287.84亿元，销售费用率分别为5.24%、5.29%。主要得益于公司庞大的客户规模优势带来的自然流量和品牌效应，同时持续优化渠道体系和营销模式，加强了营销资源的精准投入，业务规模的维持和增长对销售投入依赖程度不高。

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4%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30%左右，供应商集中度低，且对供应商依赖度低。主要得益于公司作为通信基础设施领域“链主”的强势地位，其业务涵盖广泛的产品与服务品类，所需原材料及设备类型多样，因此建立了高度多元化的供应商准入与考核体系，并在采购中拥有较强的话语权和议价能力。

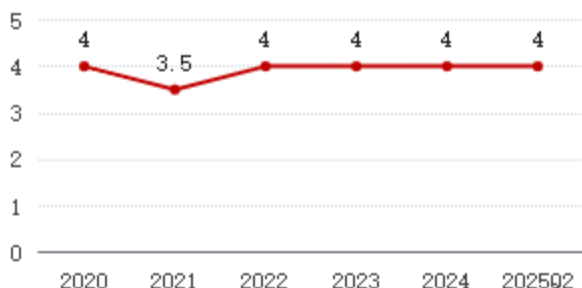
4. 历史经营绩效

公司盈利能力良好，业务控制力强，财务健康情况优秀，非常重视股东回报，整体历史经营绩效较好。

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

公司盈利能力良好、且历史表现稳定。公司2024年毛利率29.02%，ROE（调整后）21.2%，ROIC（调整后）19.2%，持续优于同行。公司在网络和客户规模方面显著强于同行，并通过技术革新（如700MHz 5G网络共建）、折旧政策优化（如延长5G设备折旧年限）和精细化运营等手段有效降低运营成本，盈利情况保持较高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



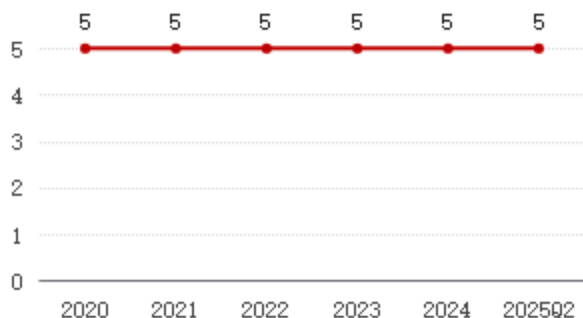
数据来源：公司财报，壹评级

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。公司整体收入端稳健增长，近年来受益于折旧摊销成本下降而利润端有较好释放。

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



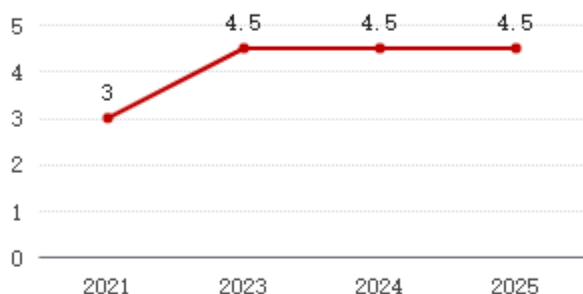
数据来源：公司财报，壹评级

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2.28倍，自由现金流是净利润的1.15倍，上下游净占款占总资产的比例超过20%。公司个人市场业务采用预付费模式，超10亿用户基础提供稳定现金流入，家庭市场与政企市场回款情况良好，整体现金流情况充沛。

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

公司股东回报优秀，分红持续慷慨，近年来进一步提升利润分配比例。公司已承诺从2024年起，未来三年内将全年派息比率提升至75%以上，2025年中报已达到73%水平。

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，护城河极深。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司成长空间较小。个人市场和家庭市场需求逐步饱和，收入规模呈现缓慢增长态势；政企市场和新兴市场也随着收入规模体量变大而出现增速放缓。整体未来收入规模增速为0-5%水平区间。

传统业务(2星):

成长空间有限。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。政企市场方面：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。新兴市场方面：数字支付、数字媒体、国际业务等方面增长点较多，但业务体量不大，预计未来5年收入规模复合增速为5%-10%，同样随着业务基数变大，增速相较此前将出现边际放缓。公司新兴业务整体前景较好，预计未来5年收入规模将呈现5%-10%的较高年复合增速，该领域市场竞争较激烈、业务模式以项目制为主，收入确定性相对一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健。公司盈利能力稳定，且EBITDA率、ROE、ROIC等显著优于同行。公司资本开支投入高峰期已过，未来随着折旧摊销等主营业务成本下降，盈利能力有望稳中有升。

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。公司是国内电信运营市场的绝对领导者，网络基站数量和客户市场份额超过友商之和，盈利能力持续优于同行且有望维持。

创新业务(3星):

盈利趋势稳健。政企市场和新兴市场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；“连接+算力+能力”综合服务战略使得公司整体盈利能力在行业中处于较为领先水平。

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。公司用户规模和网络覆盖优势显著，行业龙头地位稳固。

传统业务(5星):

产业格局极好。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；公司行业龙头地位稳固，用户基础、网络规模效应等优势难以撼动；公司作为“链主”企业，业务规模庞大，上下游均分散，在产业链中的议价能力极强。

创新业务(3.5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。不过，公司作为电信运营商龙头在国资背景、网络资源能力、用户规模等方面具备一定的相对独特优势，与主要对手云厂商相互间逐步合作多于竞争，相互间优势互补共同服务于数字经济。

5.4 护城河

★★★★★

公司护城河极强。国内电信行业有特殊性，基础设施层面（如铁塔、基站、光纤网络）因其巨大的投资和规模经济特性，具有一定的自然垄断属性；此外，要从事基础电信业务需要拥有牌照，国内数量稀缺。公司护城河得益于牌照资源、网络规模、用户规模等方面带来的相较友商或其他企业不可撼动的优势。

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
传统业务	(5星) 护城河宽度极好。公司是国内电信运营商绝对龙头，基站数量和市场份额超过友商之和；业务控制力极强，在产业链中处于“链主”地位；2024年EBITDA率37.5%左右，ROE和ROIC（经过壹评级调整后）均在20%以上，高于同行，且超额收益显著。	(5星) 护城河主要来源于相较同行在品牌、网络规模 and 用户规模等方面的显著优势，可持续性均极好，竞争者建立同样优势的难度大，未来被颠覆的风险极小，龙头地位稳固。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，预计优秀的ROE、ROIC情况将稳中有升。
创新业务	(3星) 护城河宽度一般。行业市场规模大，参与者较多，公司市占率处于TOP10级别；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8%左右，超额收益一般。	(4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独特优势，持续性均较好，被颠覆的风险小。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，业务毛利率将稳中有升；预计公司较好的ROE、ROIC情况有望保持。

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%，其后逐步衰减至0增长。

1) 个人市场（C端）：2025-2029年5G后周期时代，主要考虑到5G套餐渗透率已较高，随着优惠力度加大、新增用户多为中低价值，预计ARPU值有一定小幅下滑；同时，市场需求逐步饱和，用户数基本保持稳定：预计收入小幅下滑。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（H端）：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：预计收入年复合增速4%左右。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，预计收入年复合增速3%。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40%，并保持稳定；2030-2033年受6G基建投入带来的早期折旧摊销成本明显增加影响，毛利率有一定向下波动，其后恢复到40%稳定水平。

2) 费用率：随着网络规模和用户规模扩大，管理费用率提升0.5个百分点，其他费用率保持稳定。

业务二：创新业务，包括政企市场和新兴市场。

1. 收入假设：预计2025-2030年年复合增速5%左右，其后逐步衰减至2%的低速水平。

1) 政企市场（B端）：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：预计2025-2030年收入年复合增速5%，其后逐步衰减至2%的低速水平。

2) 新兴市场（N端）：在咪咕视频等数字媒体、数字支付、国际业务等方面增长带动下，预计2025-2030年收入年复合增速7%左右，其后逐步衰减至2%的平稳水平。

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，预计未来毛利率稳定在22%水平，相较此前5年平均的21.3%水平略有提升。

2) 费用率：随着服务客户规模和业务类型增加，预计销售、管理、研发费用率均有小幅提升。

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，预计收入年增速2%，盈亏基本平衡。

表2：公司整体业绩预测

中国移动	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	9372.6	10093.1	10407.6	10509.6	10703.6	10954.5	11193.4	11392.2
归母净利润(亿)	1254.4	1317.7	1383.7	1412.6	1438.8	1474.1	1507.2	1526.6
归母净利润增速(%)	8.2	5.0	5.0	2.1	1.9	2.5	2.2	1.3
经营性净利润(亿)	1032.9	1080.9	1110.7	1201.1	1227.4	1262.7	1295.9	1315.4
经营性净利润增速(%)	11.2	4.7	2.8	8.1	2.2	2.9	2.6	1.5
经营性归母净利润(亿)	1031.7	1079.5	1109.5	1199.3	1225.5	1260.8	1293.9	1313.4
经营性归母净利润增速(%)	11.3	4.6	2.8	8.1	2.2	2.9	2.6	1.5

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)	6054.0	6221.0	6268.0	6160.4	6143.4	6207.1	6256.8	6290.9
收入增速(%)	3.7	2.8	0.8	-1.7	-0.3	1.0	0.8	0.5
经营性净利润(亿)	934.8	970.2	988.5	1057.7	1072.1	1097.0	1119.4	1131.0
经营性净利率(%)	15.4	15.6	15.8	17.2	17.5	17.7	17.9	18.0
经营性净利润增速(%)	9.9	3.8	1.9	7.0	1.4	2.3	2.0	1.0
创新业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2067.0	2414.0	2627.0	2806.1	2986.2	3141.9	3299.0	3430.9
收入增速(%)	23.5	16.8	8.8	6.8	6.4	5.2	5.0	4.0
经营性净利润(亿)	98.1	110.8	122.2	143.4	155.3	165.8	176.5	184.4
经营性净利率(%)	4.7	4.6	4.7	5.1	5.2	5.3	5.3	5.4
经营性净利润增速(%)	25.3	12.9	10.3	17.4	8.2	6.8	6.5	4.5
其他（出售商品等）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1251.6	1458.1	1512.6	1543.2	1574.0	1605.5	1637.6	1670.4
收入增速(%)	29.1	16.5	3.7	2.0	2.0	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	2.7%	中低	非常好	强	6.5%	15.6	1168.0
创新业务	2.7%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	107.5
其他（出售商品等）	2.0%	中低	一般	一般	10.0%	8.35	0.7
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)	5110.3	14163.9	19274.2	4729.7	48.1	1642.0	25597.8
创新业务(亿)	217.4	1086.8	1304.2	1069.3	3.8	130.3	2500.0
其他（出售商品等）(亿)	-5.3	4.0	-1.2	43.9	0.1	2.3	44.9
公司整体测算(亿)	5322.4	15254.7	20577.2	5842.9	52.0	1774.6	28142.7

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)	11395.7	8453.3	19849.0	4729.7	48.1	1642.0	26172.5
创新业务(亿)	606.3	571.9	1178.3	1069.3	3.8	130.3	2374.1
其他（出售商品等）(亿)	-4.4	-0.7	-5.1	43.9	0.1	2.3	41.0
公司整体测算(亿)	11997.5	9024.6	21022.1	5842.9	52.0	1774.6	28587.6

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。