

伊利股份（600887.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	消费品
当前股价	28.21
总市值	1784.38亿
PE-TTM	21.97
PB-MRQ	3.35

估值结果

	价值	2642亿
DDM估值	上行空间	48%
	状态	偏低估
	价值	2344亿
动态估值	上行空间	31%
	状态	偏低估

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

伊利股份为中国及亚洲最大、全球五强的乳制品企业。

公司成长空间中等，主要因为伊利整体业务相对成熟，液体乳作为核心业务已进入平稳增长阶段，后续低温奶以及奶粉业务有望带动收入的增长，整体未来成长空间确定性较高。公司盈利趋势稳健，其上游奶源布局能够有效稳定原奶成本；且公司未来盈利能力有望进一步提升，具体驱动因素包括：1) 行业竞争格局改善带动毛销差提升，2) 产品结构优化，3) 销售费用效率提高。公司产业格局非常好，乳业进入壁垒较高、规模经济显著，龙头议价能力强且替代风险低。公司护城河来自于全产业链规模优势、全渠道管理能力、多元品牌矩阵，且护城河宽度及持续性均具备很强实力。

基于我们对乳制品行业恢复快于市场预期、以及长期公司护城河稳固的假设（线下渠道优势持续巩固，新零售布局积极推进，液态奶在电商及 O2O 领域稳居行业领先，品牌力与规模效应同步夯实），我们认为伊利当前处于低估状态。

我们区别于市场的观点

我们对未来乳制品行业的恢复以及伊利的长期增长更加乐观：1) 乳制品行业：我们在盈利预测模型中给予了乳制品行业更快增速，源于预期行业需求恢复快于市场（常温奶在下沉渠道与中青年群体中的渗透率提升，且低温奶随冷链成熟和超巴奶加速渗透）；2) 公司市占率：预计公司液体乳 & 奶粉市占率上升的速度高于市场预期，这来自于公司库存较行业更健康、奶粉行业集中度提升，及产品创新与新渠道布局。

风险提示

1) 未来上游奶价恢复或不及预期，传导到下游导致乳制品行业恢复疲软；2) 行业有竞争加剧的可能性，来自线上及新型渠道的品牌对伊利的市场份额造成冲击；3) 伊利或未能打造出差异化或高端化新品，或将导致消费者对其品牌心智逐渐减弱。

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 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	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	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	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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

伊利主要从事各类乳品及健康饮品的生产与销售，覆盖液态奶、奶粉及乳制品、冷饮、健康饮品等领域，服务全球60+国家和地区；销售渠道以经销为主、直营为辅，形成覆盖商超、便利店、传统渠道、零食店、电商、O2O等的全渠道管理体系。

2. 业务介绍

对于伊利股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

液体乳：

液体乳业务涵盖：常温与低温白奶、常温与低温酸奶，此外还包括乳饮料。其中常温奶板块优势显著，金典（常温白奶）、安慕希（常温酸奶）两大高端品类市占率均稳居行业高位；低温奶领域则以金典鲜牛奶（低温白奶）、畅轻（低温酸奶）为关键产品；乳饮料品类中，优酸乳是其代表性品牌。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

奶粉及奶制品：

奶粉及奶制品业务涵盖：婴幼儿配方奶粉、成人奶粉与奶酪等奶制品。其中婴配粉业务竞争力突出，2025年上半年市占率跃居行业第一，核心品牌有金领冠及有机奶粉塞纳牧等，2022年公司通过收购澳优填补羊奶粉市场空白；成人奶粉以功能性产品欣活为代表；奶酪业务产品包括奶酪棒、淡奶油、黄油等。我们对该业务的竞争市场主要界定在中国国内，少部分收入来自于海外。

冷饮产品：

伊利冷饮业务涵盖：冰淇淋、雪糕等核心品类，旗下坐拥巧乐兹、甄稀、冰工厂等国民级知名品牌，国内市场份额持续稳居第一。在海外布局上，其在东南亚、中东市场凭借本土化口味创新实现关键突破，全球化业务版图正不断拓展。我们对该业务的竞争市场主要界定在中国国内，少部分收入来自海外。

其他业务：

其他业务涵盖：矿泉水、茶饮料、以及一些新兴赛道产品。我们对该业务的竞争市场主要界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比

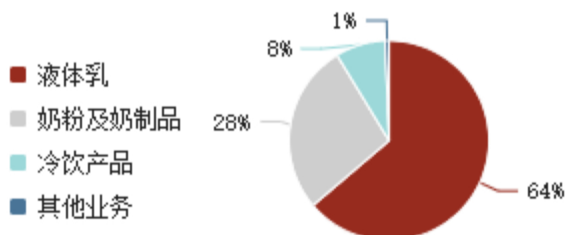
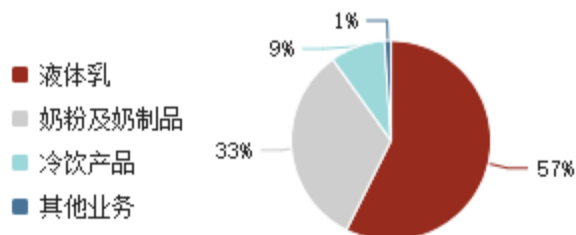


图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

伊利的资产强度高于行业水平，依托全产业链布局，构筑起显著的规模经济优势；营销端投入强度突出，通过多元化策略强化品牌与大单品竞争力；且上下游客户与供应商集中度均处于较低水平，这一结构赋予其对产业链更强的议价能力。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

快消行业整体属于轻资产领域，资产强度普遍处于中等水平，但伊利凭借全产业链布局，资产强度高于行业平均。从2024年数据来看，其固定资产占总资产比例达23%，固定资产周转率约2.2次/年。这种高于行业的资产强度，具体体现在伊利对上游奶源的强掌控（原奶自给率约40%），以及生产基地的布局（2024年底拥有81个生产基地）。这些全链路布局为伊利构筑了显著的规模经济优势。

3.2 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

伊利的营销强度较高，公司通过体育赛事合作、综艺节目赞助等多元化营销路径，为旗下大单品构筑了强劲的品牌影响力。其中，其综艺节目赞助数量显著领先于行业内其他品牌，营销覆盖广度与深度优势突出。2024年伊利销售费用率达19%，且62%的销售费用投向广告营销领域，这一费用率水平高于行业平均。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

伊利的客户集中度较低，因其快消品的属性，其主要客户为分散的终端个体消费者。2024年公司前五大客户销售额仅占年度销售额的6%。

3.4 供应商集中度

低 **较低** 中等 较高 高

伊利的外部供应商集中度较低，其原奶采购模式主要为：控股牧场+社会牧场+进口奶源。2024年前五名供应商采购额占年度采购额的40.3%，但其中控股牧场（包括优然牧场）占比为24.8%，前五中供应商中来自社会牧场的采购额仅占15.5%。这种采购模式使伊利对上游有较强的议价权。

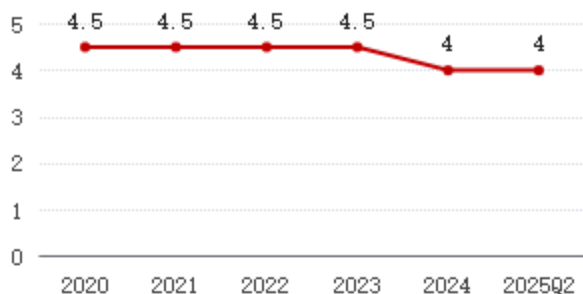
4. 历史经营绩效

伊利盈利能力较强，近期成长能力略有回落；尽管业务控制力及财务健康水平较2024年下滑，但整体仍处于行业较好水平。此外，公司高度重视股东回报，整体经营业绩稳健。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



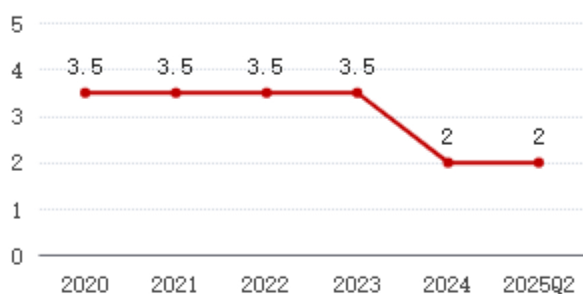
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较好，主要系上控奶源下掌渠道，且费用管控优秀，盈利能力稳定在良好水平。2024年开始下滑主要因为澳优乳业的一次性商誉减值所导致。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



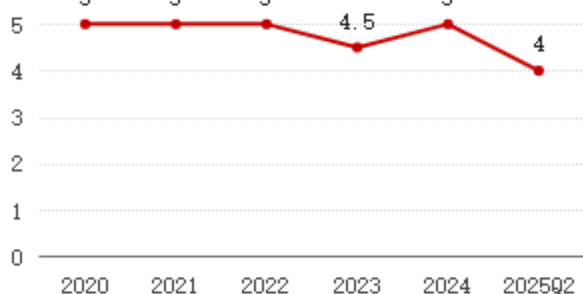
数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司成长能力星级有所下降，主要因为2024年乳制品行业竞争激烈，叠加宏观消费弱复苏，公司常温白奶以及酸奶业务承压，但奶粉业务仍保持增长的态势。

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



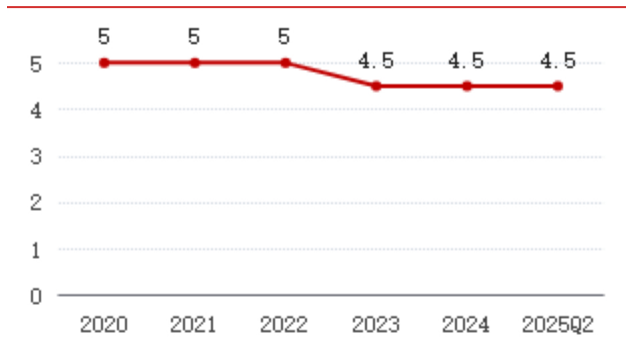
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力优秀，2025年上半年盈利质量虽有所下滑，主要因为利息收入减少，导致其经营性现金流的减少，整体仍处于行业良好水平。此外，公司夯实全产业链布局，上下游控制能力显著领先同行。

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

公司十分重视股东回报，公司自2019年来维持70%以上分红率，且明确指引未来分红率不低于70%，2024年虽受一次性减值等影响，但公司进一步将分红率提升至91%，股息率截至9月达到4.3%，未来公司预计维持分红额的提升。

5. 四维评级

公司成长空间中等，盈利趋势稳健，产业格局极好，同时具有极深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，主要因为伊利主要业务已进入成熟阶段，增长较稳定。

液体乳 (3.5星)：

液体乳作为伊利的核心业务已步入成熟阶段，后续增长预计主要源于常温奶行业需求的恢复，以及低温奶渗透率的持续提升。其中，低温奶因国内渗透率仍处低位，未来增长潜力更突出、增速有望更高。预计液体乳行业在未来五年维持约低单位数的复合增长（CAGR），公司液体乳预计CAGR约5%，业务成长确定性较高。

奶粉及奶制品 (3.5星)：

奶粉及奶制品业务作为伊利的第二增长曲线，即便近年行业规模呈下滑态势，依旧实现逆势增长。这一逆势增长主要得益于三方面：公司对母乳研究的持续深耕、新渠道的精准布局，以及行业集中度提升，推动自身市占率逐年攀升。展望未来，这一市占率提升的趋势预计将持续延续，带动未来五年奶粉及奶制品业务CAGR约8%，显著跑赢行业（预计CAGR为低单位数），业务增长具备较强确定性。

冷饮产品 (3.5星)：

伊利冷饮产品在2025上半年重新回到了正增长（同比增长12%），原因是库存水平恢复健康，同时与会员店合作打造爆品。未来预计五年内伊利的冷饮产品业务CAGR为7%，增长来自于海外市场份额的提升以及平均单价的增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健，上游奶源布局稳定原奶价波动，同时盈利能力有望在未来提高，来自于竞争格局改善、产品结构优化（提毛利）及销售费用效率提升。

液体乳 (3.5星):

公司液体乳的盈利能力受原奶价格直接影响，当前原奶价格处于相对底部区间。在此背景下，地方乳企依托低成本采取低价策略，引发行业价格战，导致竞争格局恶化；龙头乳企为守住市场份额不得不加大促销力度以及费用投放，同时由于龙头乳企与上游关联牧场深度绑定，前者会通过喷粉来消耗过剩奶源，导致库存减值损失。预计未来原奶供需关系恢复相对平衡后，竞争格局有望改善（伊利市占恢复），从而带动毛销差的改善，伊利也能通过产品结构的优化或提价来抵消原奶成本的上涨，叠加公司的销售费用使用效率的提升以及喷粉减值的减少，整体盈利能力有望提升。

奶粉及奶制品 (4星):

奶粉及奶制品拥有更高的盈利趋势星级。相较于液体乳31%的毛利率，2024年奶粉及奶制品的的毛利率达41%，奶粉差异化空间更大：高端产品的毛利率与经营性利润率显著高于主流产品；当前行业奶粉高端化趋势显著，未来其价格仍有进一步提升空间，进而带动毛利率与净利率持续改善。同时，伊利能够通过奶粉及奶制品业务市场份额的提升保持领先于行业的盈利能力。

冷饮产品 (3.5星):

伊利冷饮产品的盈利趋势星级较好，2024年毛利率达37%，且营业成本中原奶占比相对更低，对原奶价格波动的敏感度较弱，毛利韧性突出。从未来增长潜力看，随着伊利持续开拓海外市场，产品平均价格仍有上行空间；加之其冷饮业务长期稳居行业龙头地位，规模效应与品牌溢价支撑下，盈利能力持续高于行业平均水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

乳制品行业产业格局非常好，乳企进入壁垒较高、规模经济显著，龙头议价能力强且替代风险低。

液体乳 (4.5星):

液体乳行业拥有较高的品牌与渠道壁垒：品牌端需长期沉淀“安全信任 + 品类心智”，头部企业通过优质奶源背书与大单品强化认知，新进入者难突破；渠道端依赖全国网点覆盖与低温冷链体系，中小品牌因成本高、资源匮乏难以竞争。同时，头部企业全渠道规模化有着显著的单位成本优势，以及对上游奶源的强掌控、下游分散格局下的有更高的议价权。替代风险上，液体乳因其营养属性和功能属性（酸奶），被饮料茶饮等替代的风险低。

奶粉及奶制品(4.5星):

奶粉及奶制品行业同样有着较高的品牌与渠道壁垒，且因消费者对其专业性与安全性敏感度极高，品牌门槛比液体乳更严苛；渠道端依托母婴店等核心场景绑定与线上精准触达，形成强管控网络。同时，行业对上下游议价能力强，上游靠规模化采购锁定奶源、掌握定价权，下游借分散渠道格局掌握话语权；加之婴幼儿刚需、中老年易吸收的特性，替代风险低。

冷饮产品(4星):

与液体乳行业类似，冷饮行业同样具备较高的品牌与渠道壁垒以及上下游议价权；加之冷饮兼具“休闲消费 + 场景适配”特性，虽面临部分零食、饮品的轻微分流，但核心消费需求（如夏季解暑）难以被替代，行业替代风险整体较低。

5.4 护城河



公司有着极深的护城河，来自于全产业链规模优势、全渠道管理能力、多元品牌矩阵。

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
液体乳	(5星) 公司在液体乳行业市场占率超30%，稳居龙头地位。2024年ROIC超10%，超额收益明显，同时有着较高的业务控制力星级。	(5星) 公司液体乳的护城河来自于其品牌优势、渠道优势、以及全产业链规模经济优势。渠道端，伊利积极布局新零售渠道，液态奶电商及O2O居行业领先，渠道护城河难被侵蚀、持续性强；品牌端，依托数十年国民级品质认知，用户粘性与信任度难撼动，品牌优势可持续性突出；全产业链布局则支撑其实现“降本 - 提份额 - 扩规模”正向循环，规模经济优势可持续性高。
奶粉及奶制品	(5星) 公司为奶粉及奶制品行业的龙头，2025年上半年婴配粉市占首次超过飞鹤成为全国第一，成人奶粉也稳居行业龙头。2024年ROIC超15%，超额收益明显，同时有着较高的业务控制力星级。	(5星) 伊利奶粉及奶制品拥有强劲的品牌力与产品力，这源于公司多年深耕母乳研究领域，通过持续推出差异化配方产品，有效推动市场份额提升。品牌护城河方面，奶粉业务依托伊利母公司的强大品牌背书，根基尤为稳固；同时，公司凭借深厚的研发积累与强劲的产品创新能力，进一步筑牢了产品力护城河。
冷饮产品	(5星) 公司在冷饮业务同样稳居龙头地位。2024年ROIC超15%，超额收益明显，同时有着较高的业务控制力星级。	(4.5星) 伊利冷饮依托公司规模经济优势、渠道与品牌力构筑坚实护城河。相较液体乳与奶粉，其因休闲属性可能面临零食、饮品的轻微分流，未来竞争或更激烈，渠道优势或小幅弱化，但规模、品牌与渠道的协同效应仍在，整体护城河持续性稳固。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对伊利股份采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值被低估。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

业务1：液体乳

- 1) 常温白奶/酸奶：行业规模仍有增长空间，具体来看，随着行业逐步回暖，有望推动产品价格实现修复，且消费量仍有渗透空间（下沉市场 + 中青年人群）；伊利常温奶市场份额有望回升，受益于竞争格局改善、产品创新、及新渠道布局，长期龙一位置稳定。
- 2) 低温鲜奶/酸奶：行业的增长驱动力为高端化带来价格增长（低温鲜奶高端占比预计从40% → 60%），以及渗透空间大（冷链技术成熟+消费者认知度提升+超巴奶渗透），预计行业增速将明显快于常温奶；未来预计伊利将加速布局低温奶，依靠其渠道优势和品牌力，预计市占率逐年提升。
- 3) 其他液态乳：其他液态乳包括优酸乳等，未来收入复合增速维持约低单位数。

业务2：奶粉及奶制品

- 1) 婴配粉：婴配粉业务增长主要来自市场份额的提升（新国标导致行业集中度提升、国产替代、自身产品力提升），对标海外龙一预计未来市占达到30%；婴配粉行业规模预计维持稳定。
- 2) 成人奶粉：行业有望保持中高单位数增长，受益于银发经济以及渗透率提高；伊利在成人奶粉的市场份额预计不断提升（新国标、自身产品力提升），预计长期市占率达30%（2024为24%）。
- 3) 奶酪：我国奶酪市场仍处于早期阶段，未来随着深加工技术的发展以及消费者教育，该市场有望迅速发展，预计未来行业CAGR达双位数；伊利的奶酪市场份额假设保持稳定。

业务3：冷饮

- 1) 价格：因伊利库存水平恢复（折扣减少），同时联合会员店合作打造差异化产品，预计价格保持小幅度上涨。
- 2) 销售量：预计2025 年全年销量预计同比增长8%（上半年表现超预期）。长期来看，伊利海外拓展路径逐步清晰，伴随海外市场份额持续提升，其销量预计将保持中单位数的年复合增长率。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：液体乳：2025 年库存改善助力毛利率提升，短期原奶反弹以提价对冲，长期靠高端产品拉至33% 稳态毛利率；奶粉及奶制品：高端产品拉动毛利率逐年提高，长期稳态45%（对标海外45-55%）；冷饮：2025 年上半年库存健康，叠加会员店合作与海外增长，毛利率预计逐年略增。
- 2) 费用率：公司主要费用为销售费用，短期内预计液体乳销售费用率有所下降，因为：1) 公司2024年库存数加大投放，2025年预计回归常态，2) 销售费用使用效率提高；长期液体乳销售费用率预计保持稳定。对于奶粉及冷饮业务，预计其销售费用率还是会逐年略有提高，从而换取更快的市场份额提升。公司整体管理费用率及研发费用率预计长期保持稳定，同时预计随着上游原奶供需平衡的恢复，公司喷粉减值减少，整体盈利能力有望提升。

表2：公司整体业绩预测

伊利股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1231.7	1261.8	1157.8	1205.4	1271.4	1357.9	1456.2	1543.3
归母净利润(亿)	94.3	104.3	84.5	118.4	131.1	139.9	150.0	160.2
归母净利润增速(%)	8.3	10.6	-18.9	40.1	10.7	6.7	7.2	6.8
经营性净利润(亿)	77.1	82.6	79.6	103.2	115.9	124.7	134.8	145.0
经营性净利润增速(%)	0.8	7.1	-3.6	29.6	12.3	7.6	8.1	7.6
经营性归母净利润(亿)	78.0	83.7	79.5	103.0	115.7	124.5	134.6	144.9
经营性归母净利润增速(%)	2.3	7.3	-5.0	29.6	12.3	7.6	8.1	7.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

液体乳	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	849.3	855.4	750.0	758.3	781.6	828.3	891.8	949.7
收入增速(%)	0.0	0.7	-12.3	1.1	3.1	6.0	7.7	6.5
经营性净利润(亿)	39.7	50.4	40.1	55.3	60.8	64.0	70.4	77.2
经营性净利率(%)	4.7	5.9	5.3	7.3	7.8	7.7	7.9	8.1
经营性净利润增速(%)	-15.5	27.0	-20.5	38.0	10.0	5.2	9.9	9.8
奶粉及奶制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	262.6	276.0	296.8	327.0	361.4	394.5	422.1	445.0
收入增速(%)	62.0	5.1	7.5	10.2	10.5	9.1	7.0	5.4
经营性净利润(亿)	27.6	22.0	30.8	37.6	43.1	47.8	51.1	53.8
经营性净利率(%)	10.5	8.0	10.4	11.5	11.9	12.1	12.1	12.1
经营性净利润增速(%)	60.2	-20.1	40.1	22.0	14.5	10.9	6.9	5.3
冷饮产品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	95.7	106.9	87.2	96.1	103.9	110.2	116.8	122.7
收入增速(%)	33.6	11.7	-18.4	10.2	8.1	6.0	6.0	5.0
经营性净利润(亿)	5.6	6.0	4.7	6.9	8.4	9.3	9.8	10.4
经营性净利率(%)	5.9	5.6	5.4	7.2	8.1	8.5	8.4	8.5
经营性净利润增速(%)	-15.5	7.1	-21.4	46.2	21.3	10.9	4.9	6.0
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	24.2	23.5	23.8	24.1	24.5	25.0	25.4	25.9
收入增速(%)	4.4	-2.7	1.2	1.2	1.8	1.8	1.8	1.8
经营性净利润(亿)	4.2	4.1	4.0	3.3	3.6	3.6	3.6	3.6
经营性净利率(%)	17.3	17.6	16.7	13.7	14.5	14.3	14.1	14.0
经营性净利润增速(%)	-25.6	-1.1	-4.3	-16.7	7.4	0.3	0.6	1.2

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)
液体乳	4.7%	中低	非常好	强	7.0%	17.21	74.9
奶粉及奶制品	5.0%	中等-	非常好	强	7.0%	19.8	52.9
冷饮产品	5.0%	中等-	较好	强	7.5%	16.5	10.2
其他业务	2.7%	中低	一般	一般	8.3%	9.48	3.6
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
液体乳(亿)	213.0	984.0	1197.0	-	25.0	14.0	1186.0
奶粉及奶制品(亿)	160.2	798.9	959.1	-	14.0	19.0	964.1
冷饮产品(亿)	28.2	125.9	154.1	-	-	-	154.1
其他业务(亿)	14.9	24.9	39.9	-	-	-	39.9
公司整体测算(亿)	416.4	1933.7	2350.0	-	39.0	33.0	2344.0

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
液体乳(亿)	622.1	745.1	1367.2	-	25.0	20.0	1362.2
奶粉及奶制品(亿)	462.3	591.0	1053.2	-	14.0	19.0	1058.2
冷饮产品(亿)	77.6	93.2	170.8	-	-	-	170.8
其他业务(亿)	31.3	19.9	51.2	-	-	-	51.2
公司整体测算(亿)	1193.3	1449.1	2642.4	-	39.0	39.0	2642.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性较高，常温奶、婴配粉等主要业务都处于成熟阶段，加上第三方数据提供品牌的动销来交叉验证，收入可预测性较高。同时伊利的盈利能力稳健，波动较小。

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。