

亿联网络（300628.SZ）

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	38.1
总市值	482.54亿
PE-TTM	19.09
PB-MRQ	5.61

估值结果

DDM估值	价值	521.20亿
	上行空间	8.0%
	状态	合理估值

动态估值	价值	486.56亿
	上行空间	0.8%
	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

亿联网络是全球领先的企业通信解决方案提供商，主营业务包括IP语音通信设备（如SIP话机）、云+端视频会议系统、云办公终端（如商务耳麦）等，产品覆盖全球140多个国家和地区。

公司成长空间一般，传统主业渗透率已较高，新兴业务能否复制主业的爆发式增长尚存不确定性。公司盈利趋势稳健，盈利水平长期优异，提升空间有限；新兴业务放量或对整体利润率带来一定压力。公司产业格局较好，主业龙头地位稳固，难有挑战者；新兴业务竞争相对激烈，公司具备明显优势。公司护城河较深，主要体现在自主品牌Yealink建立的市场认知度、覆盖全球的经销商网络带来的渠道优势，及轻资产运营和核心材料自研带来的成本竞争力等方面。

公司估值当前处于合理水平。预计公司未来传统主业收入稳健增长，新兴业务收入较高增长，各业务毛利率及整体毛利率小幅下滑、但仍保持在高水平，总体费用率稳定。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：预计公司营收规模未来三年复合增速实现15%左右的年复合增速；盈利水平稳定。

我们的观点：公司营收规模未来三年复合增速为10%左右，其产品终端目标客户渗透率已较高，整体高增长难延续；盈利水平有一定下滑，新兴业务市场竞争较激烈，新产品放量影响整体利润率。

风险提示

传统主力产品需求萎缩、竞争加剧；新兴业务市场拓展情况不及预期，竞争激烈情况超预期；国际贸易政策及关税风险以及产能转移带来的潜在负面影响；产品品控和兼容性等挑战对自主品牌的冲击。

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 研发强度	5
3.4 营销强度	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	10
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

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	12
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

亿联网络是全球领先的企业通信解决方案提供商，自2001年成立以来，一直聚焦深耕企业通信领域，面向全球企业用户提供 智能、高效的统一通信解决方案，2017年3月17日在深交所创业板上市。

公司主营业务包括IP语音通信设备（如SIP话机）、云+端视频会议系统、云办公终端（如商务耳麦）等，产品覆盖全球140多个国家和地区，连续多年稳居全球IP话机市场占有率第一，并深度绑定微软Teams、Zoom、腾讯会议等国际平台，是国内唯一获得三大巨头认证的民族品牌。

2. 业务介绍

对于亿联网络公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

桌面通信终端：

公司最早发展、也是目前规模最大的业务。该业务的需求主要来源于IP通信对传统模拟通信的替换。凭借强大的产品兼容性、可扩展的功能、丰富的解决方案以及出色的用户体验，公司推出了多样化的产品形态，包括SIP话机、DECT无线话机、微软Teams话机及会议话机等，尤其以T3、T4、T5系列的SIP话机为主。广泛适配各类企业通信系统，能够满足不同规模客户的多样化办公需求。

该业务的竞争市场界定为海外。

会议产品：

公司目前第二大业务线。该业务始于2015年，以“云+端”为核心设计理念——通过自主研发的云平台和软件提供流畅服务，再搭配智能硬件终端（会议室系列产品、会议摄像机/麦克风/扬声器等）满足实际会议场景需求，形成软硬件深度协同的一站式解决方案，核心产品包括智能会议平板（如MeetingBoard系列）、视频会议终端（VC系列）及融合通信平台（YMS），系统兼容微软Teams、Zoom、腾讯会议等主流平台。

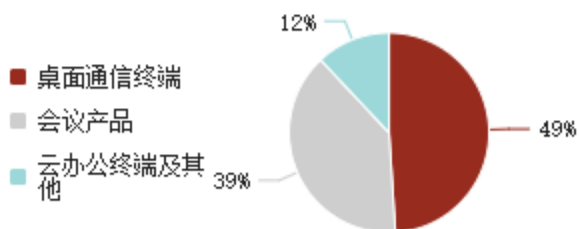
该业务的竞争市场界定为海外。

云办公终端及其他：

公司第三大业务线。2019年开始布局，并于2020年正式成立，进一步提升了公司统一通信解决方案的完整性。主要提供支持远程和移动办公的智能硬件设备，核心产品包括商务耳机（如UH3X有线系列、BH7X蓝牙系列）、便携式会议电话和个人移动办公摄像头，其中商务耳机占比最高，该业务瞄准混合办公趋势，重点解决移动场景下的高质量沟通需求。此外，公司还拓展了消费级助听器产品业务。

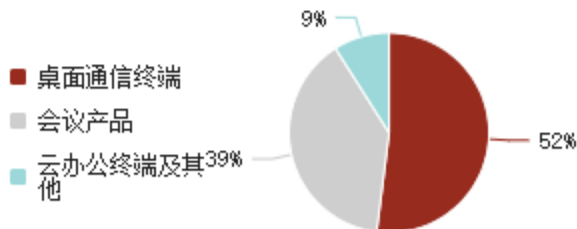
该业务的竞争市场界定为海外。

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

公司采用“轻资产运营+全球经销网络+自主品牌”的商业模式。生产环节，将人力密集型的产品生产以送料加工的模式外包给外协加工厂，将主要资源投入到技术研发、产品销售、客户服务、品牌建设等核心业务环节中，坚持自主研发；销售环节，坚持以自主品牌方式开拓海外市场，以全球经销商为主要销售渠道，并通过与微软、腾讯会议、Zoom等巨头的战略合作强化技术整合与市场渗透。

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97.75亿元、94.51亿元，其中非流动资产占比仅17.78%、18.16%，远低于一般人力密集型产品的制造业水平（35%以上）。主要由于公司采用外协加工占比超过90%，将非核心生产环节外包，由外协厂完成成品组装。

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5.59亿元，研发人员数量为1117人，人均研发投入超50万元，研发高端度较高，主要源于公司坚持核心原材料和产品自主研发策略，以保持产品的技术领先，需要高级研发人才作为支撑。

3.3 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末、2025年中研发费用率分别为9.95%、8.08%，持续保持高比例研发投入。主要源于公司始终坚持技术驱动，把产品技术水平作为首要核心竞争力：底层音视频技术（降噪算法、编解码、低延时传输）等均持续自主可控并保持领先；此外，适配微软Teams、Zoom等80+个主流通信平台需要不断的协议兼容性开发和认证投入。

3.4 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2.91亿元、1.48亿元，销售费用率分别为5.18%、5.58%，销售人员占比25%左右。公司的产品以通用市场的标准品为主；同时，综合考虑销售规模、产品推广效率、营销成本和服务模式等因素后，采用分级经销模式，提高了面向全球企业客户的销售效率，降低了对销售投入的依赖。

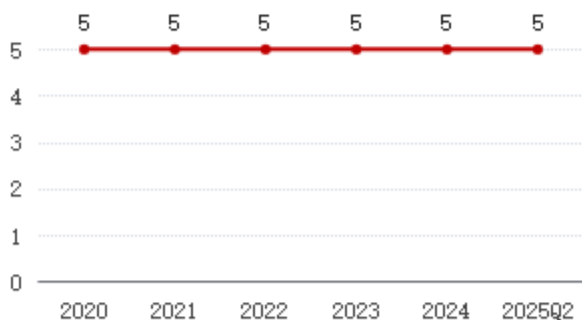
4. 历史经营绩效

公司盈利能力和股东回报持续表现优秀，主要源于良好的商业模式、强竞争力的产品、以及注重股东回馈的管理理念等，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



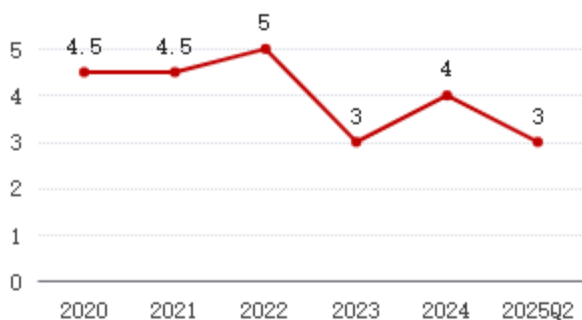
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力优秀、且历史表现稳定。公司2024年毛利率65.4%，ROE（调整后）大于50%，ROIC（调整后）大于50%，处于优秀水平。公司坚持“轻资产运营+全球经销网络+自主品牌”的优秀商业模式，产品竞争力强、销往欧美等高端市场、生产成本低，盈利情况保持高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



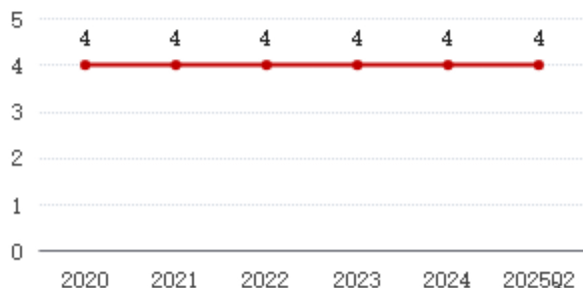
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，近年来波动加大。公司主业SIP话机等企业办公通信终端渗透率已较高，欧美等高端市场布局已较充分，业务规模体量变大，收入增速有明显放缓，2023-2024年收入年复合增速为10%，低于此前30%+的水平。此外，受下游经销商库存调整，国际贸易政策扰动，产能向海外切换等因素影响，需求侧和供给侧均出现较大波动，对收入的平稳性带来影响。

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



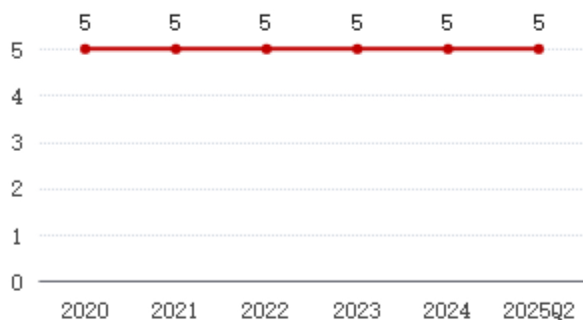
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力和财务健康良好，且历史表现稳定。截至2024年末，公司经营性现金流占净利润的比例近90%，自由现金流占净利润的比例超80%。公司销售采用分级经销模式，企业终端客户较分散，整体回款情况良好，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，股利支付率常年超过40%、且近年来逐步提升至60%以上，股息率TTM为5%左右。

5. 四维评级

公司整体成长空间一般，盈利趋势稳健，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间一般。主业产品在终端客户渗透率已较高而市场需求偏饱和，新兴业务规模体量逐步变大而增速边际下降，预计未来5年收入规模年复合增速在5%-10%水平，相较此前五年30%+增速有显著放缓，且由于下游经销商库存、国际贸易政策、产能切换等因素扰动，波动性加大。

桌面通信终端(2星)：

成长空间较小。公司产品渗透率已较高，欧美等高端市场布局已较充分，预计未来5年收入规模年复合增速在0-5%水平，确定性较高。

会议产品(2.5星):

成长空间一般。预计未来5年收入规模仍将实现10%-15%的较高复合增速，但相较此前5年30%以上的高复合增速有一定放缓，主要由于业务规模技术变大；同时，相较传统主业，新兴业务市场参与者较多，竞争较激烈，确定性一般。

云办公终端及其他(4星):

成长空间较大。公司商务耳麦、助听器等更多新品类、新产品陆续迎来放量阶段，预计未来5年收入规模年复合增速超过15%，市场竞争较激烈，新品尚需终端客户检验，确定性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健。主业情况较稳定，新兴业务或存在一定的压力，整体盈利水平将有一定下滑，但总体仍处于优秀水平。

桌面通信终端(3星):

盈利趋势稳健。公司龙头地位稳固、无强力竞争对手，产品不断升级迭代涨价对后续盈利形成较强支撑，预计高水平的毛利率、ROE、ROIC将基本维持。

会议产品(2.5星):

盈利趋势稳健。市场竞争较激烈，更多国内厂商出海参与欧美高端市场，公司打造云-端一体化、全系列企业视频会议系统产品，业务结构变化，盈利水平预计将出现一定下滑。

云办公终端及其他(2星):

盈利趋势较差。市场竞争较激烈，作为配件产品处于快速放量阶段，业务结构变化，盈利水平预计有一定下滑；同时，更多新品类、新产品的上市推广，后续市场份额情况有一定不确定性。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。传统主营业务市场格局成熟，公司龙头地位稳固，暂无强力竞争者；新兴业务市场参与者较多，竞争情况相对更激烈，公司在品牌、渠道、技术等方面具备一定优势。

桌面通信终端(4星):

产业格局较好。市场格局已较为成熟，公司龙头地位稳固，市场份额连续8年稳居全球第一，具备较强的品牌和渠道壁垒；公司上游（外协加工厂等）和下游（全球中小企业、大型跨国集团等）较分散，产品核心技术自主研发，议价能力较强。

会议产品(3.5星):

产业格局较好。相较主业市场参与者较多，竞争较激烈，但公司可以复用主业的品牌、渠道和技术等优势，深度绑定微软Teams、Zoom、腾讯会议等国际巨头生态，形成较高壁垒；同时，公司采用外协加工与全球分级经销的商业模式，面对上下游议价能力较强。

云办公终端及其他(3星):

产业格局一般。相较主业市场参与者较多，竞争较激烈，目前处于产品市场拓展阶段，有望复制桌面通信终端和会议产品的竞争优势但仍需观察，壁垒一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深。主要得益于其强大的品牌影响力、成熟的渠道体系，以及轻资产、轻销售的优质商业模式——包括外协加工和全球分级经销体系。公司在主业领域龙头地位稳固，市场份额持续领先且优势显著；新兴业务也能够充分复用主业的品牌、渠道和资源等方面的积累，在市场竞争中实现领先。

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
桌面通信终端	(5星)护城河宽度极好。公司产品销往全球140多个国家和地区，主力产品SIP话机全球市占率超过40%，连续8年稳居第一；业务控制力较强，面对上下游议价能力良好；2024年毛利率67.6%，ROE和ROIC（经过壹评级调整后）均在50%以上，超额收益显著。	(4.5星)护城河主要来源于品牌、线下渠道和利基市场垄断，持续性均良好。公司采用外协加工的本土生产、海外销售、分级经销轻资产模式，业务模式良好，品牌和渠道优势凸显，被颠覆的风险较低，行业龙头地位稳固，预计优秀的ROE、ROIC情况将基本保持。
会议产品	(4.5星)护城河宽度良好。公司产品全球市占率位居TOP5；业务控制力较强，面对上下游议价能力良好；2024年毛利率65.7%，ROE和ROIC（经过壹评级调整后）均在50%以上，超额收益显著。	(3.5星)护城河主要来源于品牌、线下渠道和资源，预计未来有小幅衰退，品牌和线下渠道持续性相对较好。公司是唯一一家可实现全生态、全产品矩阵覆盖的厂商，且兼具性能和性价比，产品通过微软Teams、Zoom、腾讯会议认证。依托话机渠道和软件巨头生态继续拓展市场，并打造垂直行业解决方案，其品牌和渠道优势被颠覆的风险较低。考虑到该领域市场竞争情况较激烈，中国企业出海较多，预计公司毛利率、ROE和ROIC会有一定下滑，但总体仍保持高水准。
云办公终端及其他	(4星)护城河宽度较好。公司产品全球市占率位居TOP5；业务控制力较强，面对上下游议价能力良好；2024年毛利率52.7%，ROE和ROIC（经过壹评级调整后）均在50%以上，超额收益显著。	(3星)护城河主要来源于品牌、线下渠道和资源，持续性一般。主要是复用公司主业的品牌和渠道优势，依托较低的生产成本、较高的生产和研发效率参与全球市场，快速拓展新品类、新产品，产品结构变化大、更新快使得未来情况不确定性较大，护城河优势可能面临一定衰退风险，对应毛利率、ROE和ROIC未来5年有25%左右幅度的衰减。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来传统主业收入稳健增长、新兴业务收入较高增长、各业务毛利率及整体毛利率小幅下滑但仍保持高水平、总体费用率稳定等假设，公司处于合理估值水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括桌面通信终端、会议产品、云办公终端及其他。

业务一：桌面通信终端

1. 收入假设：

- 1) 单价：产品升级迭代带动ASP提升，预计未来将实现1%-3%的年增速。
- 2) 市占率：公司目前全球市占率40%，已达到很高水平，预计后续保持稳定。
- 3) 收入规模：SIP话机渗透率已较高，未来市场需求增速为0-5%的缓慢增长态势，预计2025年收入下滑5%（主要由于产能切换，海外代工厂产能爬坡等）、2026年相较2024年收入增长5%左右，2027-2030年复合增速5%左右，其后稳定在2%水平。

2. 盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到产能外迁及产品升级迭代可能带来主营成本增加，但总体影响不大。预计后续毛利率有小幅下滑，降至65%水平（2023-2024年平均水平为67.5%）。
- 2) 费用率：所处市场已较成熟，品牌和渠道维护投入下降，预计销售、管理、研发费用率均呈现小幅下降态势。

业务二：会议产品

1. 收入假设：企业统一办公市场需求增加，公司市占率基本保持稳定（10%水平），增速随业务规模扩大而有一定边际下滑，预计2025年-2030年年复合增速9%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：考虑到市场竞争较激烈，更多中国企业出海，产品结构多元化以及产能切换带来的不确定性，预计后续毛利率有明显下滑，降至55%水平（2023-2024年平均水平为65.7%），相较主业低10个百分点。
- 2) 费用率：市场需求仍处于较快增长阶段，预计销售费用率有小幅提升，研发费用率因初期新产品拓展节奏较快而现升后降，管理费用率保持稳定。

业务三：云办公终端及其他

1. 收入假设：新品类、新产品放量助力业务规模快速增长，预计2025年-2030年复合增速19%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：市场竞争较激烈，配件壁垒较低以及产品结构逐步多元化影响下，预计后续毛利率会有较明显下滑，降至45%水平（2023-2024年平均水平为52.8%），相较主业低20个百分点。
- 2) 费用率：市场拓展、新品发布等使得销售、管理、研发费用率均有小幅提升。

表2：公司整体业绩预测

亿联网络	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	48.1	43.5	56.2	59.3	66.7	73.3	78.9	83.6
归母净利润(亿)	21.8	20.1	26.5	25.8	28.1	30.1	31.6	32.7
归母净利润增速(%)	34.7	-7.7	31.7	-2.5	8.7	7.2	5.0	3.7
经营性净利润(亿)	20.9	18.5	24.9	24.5	26.8	28.8	30.3	31.5
经营性净利润增速(%)	41.8	-11.4	34.7	-1.6	9.2	7.6	5.2	3.8
经营性归母净利润(亿)	20.9	18.5	24.9	24.5	26.8	28.8	30.3	31.5
经营性归母净利润增速(%)	41.8	-11.4	34.7	-1.6	9.2	7.6	5.2	3.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

桌面通信终端	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	31.5	25.4	30.8	29.3	32.2	34.5	36.2	37.6
收入增速(%)	23.5	-19.1	21.1	-5.0	10.0	7.0	5.0	4.0
经营性净利润(亿)	13.8	11.1	14.1	12.9	14.1	15.2	16.0	16.7
经营性净利率(%)	44.0	43.7	45.8	44.2	43.6	44.0	44.4	44.4
经营性净利润增速(%)	33.8	-19.7	27.0	-8.3	8.6	7.9	5.8	4.2
会议产品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	13.0	14.7	20.0	23.0	25.7	28.3	30.6	32.4
收入增速(%)	42.3	12.8	36.2	15.0	12.0	10.0	8.0	6.0
经营性净利润(亿)	5.8	6.2	8.9	9.3	10.0	10.6	11.0	11.1
经营性净利率(%)	44.6	42.6	44.5	40.6	39.0	37.5	35.9	34.2
经营性净利润增速(%)	56.9	7.7	42.4	4.8	7.7	5.6	3.5	0.8
云办公终端及其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.7	3.4	5.4	7.1	8.8	10.6	12.2	13.6
收入增速(%)	63.4	-7.6	60.6	30.0	25.0	20.0	15.0	12.0
经营性净利润(亿)	1.3	1.2	1.9	2.3	2.7	3.1	3.3	3.7
经营性净利率(%)	34.9	34.3	35.7	32.2	30.5	28.9	27.1	27.0
经营性净利润增速(%)	79.3	-9.3	67.3	17.3	18.5	13.5	7.7	12.0

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)
桌面通信终端	2.2%	中低	较好	强	8.0%	15.13	16.4
会议产品	3.2%	中低	较好	较强	8.5%	12.69	10.9
云办公终端及其他	6.6%	中等	较好	较强	9.0%	13.93	3.5
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
桌面通信终端(亿)	59.7	182.2	241.9	34.6	—	0.7	277.2
会议产品(亿)	37.9	99.8	137.7	21.8	—	0.4	159.9
云办公终端及其他 (亿)	9.6	34.9	44.6	4.8	—	0.1	49.5
公司整体测算(亿)	107.2	317.0	424.2	61.1	—	1.3	486.6

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
桌面通信终端(亿)	144.9	106.6	251.5	34.6	—	0.7	286.7
会议产品(亿)	93.5	62.9	156.4	21.8	—	0.4	178.6
云办公终端及其他 (亿)	29.4	21.6	51.0	4.8	—	0.1	55.9
公司整体测算(亿)	267.8	191.0	458.8	61.1	—	1.3	521.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。尽管主营业务所处行业已较成熟，但公司主要市场均在海外，下游经销商分布在海外多个国家和地区、且有多个分级，业务情况的能见度一般。此外，公司日常经营情况披露和信息交流等频次一般、内容较少，可跟踪性较低。因而，公司盈利预测确定性一般。

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。