

信捷电气（603416.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周小龙
机械、轻工、地产
行业研究员

2026年1月19日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	64.5
总市值	101.35 亿
PE-TTM	43.23
PB-MRQ	3.85

估值结果

价值	85.49 亿
DDM 估值	上行空间 -16%
状态	合理估值
价值	78.74 亿
动态估值	上行空间 -22%
状态	偏高估

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

信捷电气是国内小型PLC国产品牌第一、伺服系统大陆品牌前列的工业自动化核心部件及整体解决方案供应商，深耕控制层、驱动层等多领域产品研发与服务。

公司成长空间较好，主要原因是工业自动化下游应用广泛，兼具“周期”与“成长”，其中新能源、半导体及人形机器人等新兴领域终端需求增速较高。盈利趋势向好，主要原因是传统行业复苏叠加新兴赛道拓展导致需求端景气度上行，同时产品结构优化与降本增效推动盈利能力修复。产业格局较好，主要系国内小型PLC市场国产替代加速，公司作为国产龙头市占率持续提升，且在中大型PLC及高端伺服领域逐步突破外资垄断，行业进入壁垒较高所致；公司的护城河较高，来源于拥有涵盖控制层、驱动层的技术优势，深度绑定下游大客户带来的转换成本优势，以及作为国产龙头的规模优势。

基于公司工控主业稳健增长、人形机器人与中大型PLC等新业务开启第二成长曲线的假设，根据壹评级的DDM估值与动态估值模型，公司估值处于合理区间。

风险提示

除人形机器人、新能源等新兴赛道外，信捷电气大部分工控产品（如小型PLC、伺服系统）的下游需求增速与宏观经济及制造业投资周期高度挂钩，若宏观经济持续下行或复苏乏力，行业需求或不及预期；若行业竞争加剧或产能投放引发价格战超预期，或导致供需格局恶化、公司盈利修复不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 人力资源密集度	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	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	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司是国内工业自动化控制领域的领军企业，是国内小型可编程控制器（PLC）市场的绝对龙头，2025年上半年小型PLC国产品牌市占率排名第一，市场份额约8%；公司是国内少数拥有“控制层+驱动层+执行层+传感层”全产业链布局的企业，在伺服系统、人机界面等领域也占据重要市场地位，产品广泛应用于纺织、包装、机床等OEM行业。

2. 业务介绍

对于信捷电气公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

PLC：

PLC是工业自动化设备的“大脑”，核心作用是进行逻辑运算、顺序控制和指令下发，直接决定了自动化设备的运行精度、稳定性与智能化水平。公司小型PLC凭借高性价比和深厚的技术积累，稳居国内品牌市场份额第一梯队，并正通过推出XG、XL系列加速向中大型PLC高端领域突围，以满足新能源、半导体等高端场景需求。我们对于此业务的竞争市场范围界定为国内PLC市场。

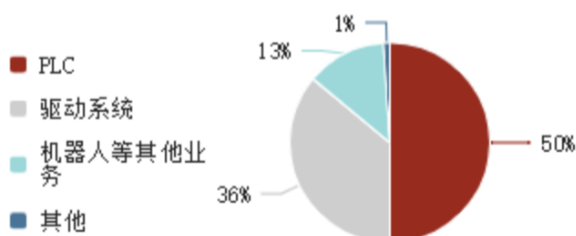
驱动系统：

驱动系统（主要包括伺服系统和变频器）是工业设备的“肌肉”，核心作用是接收PLC的控制指令并驱动机械部件进行精准的位置、速度和转矩控制。公司驱动系统坚持从电机到驱动器的完全自主研发，拥有高性能、多机传动、直驱等丰富产品线，通过“PLC+伺服”的配套销售策略，实现了市场份额的快速扩张。我们对于此业务的竞争市场范围界定为国内驱动系统市场。

机器人等其他业务：

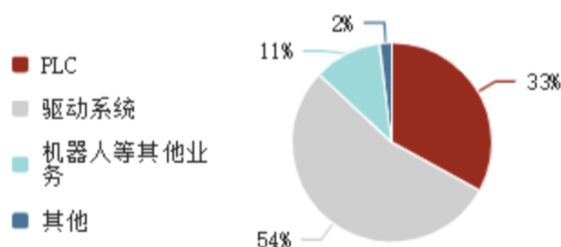
机器人等其他业务主要包括人形机器人配件、工业机器人、机器视觉及人机界面，核心作用是提升产线的柔性化、智能化与感知能力。公司不仅提供SCARA、六轴机器人及机器视觉系统，还积极布局具身智能领域，开发空心杯电机、无框力矩电机等机器人核心零部件，致力于打造“眼+脑+手”的一体化智能解决方案。我们对于此业务的竞争市场范围界定为全球人形机器人市场。

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

信捷电气是工业自动化控制产品的核心供应商，隶属高端装备制造业，其商业模式的核心是赚取“技术创新附加值”与“解决方案服务”的溢价。公司通过“高研发投入驱动产品快速迭代、技术营销深度绑定长尾客户、全产品线布局平滑行业周期”的模式实现了企业价值与市场份额的持续增长。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

信捷电气是典型的“研发驱动”型企业，高强度的技术投入是其核心竞争力的基石。公司长期深耕PLC、驱动系统等核心底层技术，需持续投入大量资金用于算法优化、芯片应用开发及新产品线（如中大型PLC、伺服系统）的拓展。根据公司披露数据，2024年公司研发费用为1.68亿元，研发费用率高达9.81%，远超一般制造业水平；截至2024年，公司研发人员达952人，占员工总数的比例约为36.5%，资产结构中“智力资本”特征显著，属于高研发强度企业。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

工业自动化解决方案行业属于“智力密集型”的人力资源较高行业，非标方案的设计与实施高度依赖高素质的研发工程师与技术销售人员。公司采用“直销+经销”结合的模式，需要庞大的技术团队快速响应客户的定制化需求。截至2024年，公司员工总数为2,611人，其中研发人员与销售合计占比超过55%，高比例的技术与营销人才构成了公司主要的人力成本投入，因此公司属于较高人力资源密集度型企业。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

信捷电气下游应用场景极其多元化，产品广泛应用于机床、电子半导体、纺织、包装、物流等多个领域，单一行业波动对公司影响有限。公司终端客户呈现“小而散”的特性，主要通过庞大的经销商网络覆盖中小设备制造商。根据2024年数据，公司下游应用中占比最高的机床行业仅占26%，电子及半导体占12%，其余行业占比均较低，无单一过度依赖的大客户，客户集中度较低，有效分散了市场风险。

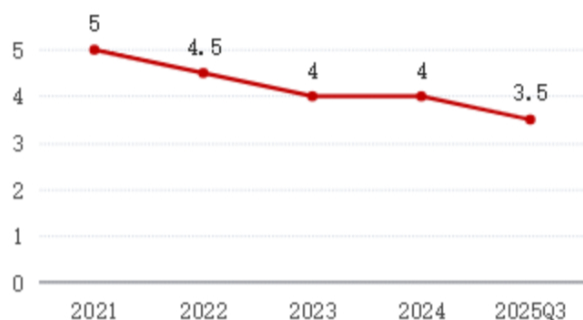
4. 历史经营绩效

自2020年以来，受到公司口罩机需求爆发和伺服业务发展的双重影响，公司的成长能力经历了从爆发式增长到增速回落，再到企稳回升的演变过程。在此阶段，信捷电气处于“大客户战略转型期”与“扩张期”，公司的经营现金流净额明显下滑，业务控制力有所恶化。

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

公司盈利能力经历了“高位持续回落”的过程，盈利能力处于中等水平。2020年受益于口罩机需求爆发，公司的盈利能力到达历史高点；随后因低毛利的驱动系统业务占比提升、原材料价格上涨及研发销售费用投入增加，净利率连续三年下滑，星级持续下降。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



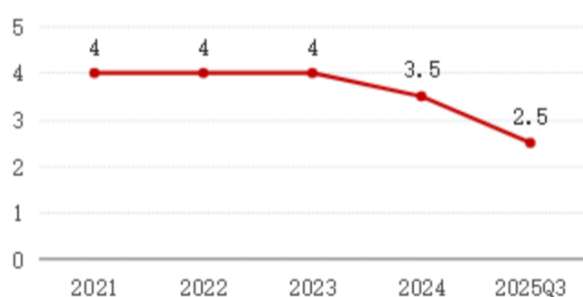
数据来源：公司财报，壹评级

自2020年以来，公司的成长能力经历了从爆发式增长到增速回落，再到企稳回升的演变过程。2020年受益于口罩机需求爆发，公司的收入大幅度增加。但是随着口罩机带来的非常规需求在2021年迅速消退，公司的成长星级有所回落。2023-2025年，通过PLC带动伺服销售的策略成效显著，伺服业务成为第一大业务，带动了公司收入的提升，公司的成长能力星级明显回升。

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

自2023年以来，信捷电气处于“大客户战略转型期”与“业务扩张期”，导致支付货款（备货）、职工薪酬（人员扩张）及研发投入等刚性现金流出大幅增加，公司的经营现金流净额明显下滑，业务控制力有所恶化。

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

2020-2023年，公司侧重于将利润留存用于业务扩张和研发投入，分红情况和股东回报星级逐年下降；2024年，公司分红政策发生重大转折，年度现金分红比例从之前的约15%跃升至75%以上（含回购），并首次在2025年实施高比例的中期分红，且明确了未来三年的股东回报规划，股东回报星级大幅度上升。

5. 四维评级

随着“PLC+伺服”搭售策略的深化以及中大型PLC在高端场景的突围，叠加人形机器人核心零部件（如空心杯电机、编码器）的商业化落地，未来五年公司的业务规模有望保持10-15%的复合增速，成长空间处于较高水平。PLC是自动化行业的重要大脑，客户对于价格的敏感程度较低，PLC业务的利润水平仍有望维持在较高水平；驱动系统是公司过去几年重点投入的核心业务，伴随着市占率的提升，叠加投入期的结束，公司在驱动系统业务的利润率有望持续改善，利润水平向好。作为国产小型PLC的龙头，公司的市占率稳居国产品牌第一的地位；随着国产替代的进程持续，公司的市占率有望继续提升，公司的产业格局好；公司的护城河较高，来源于拥有涵盖控制层、驱动层的技术优势，深度绑定下游大客户带来的转换成本优势，以及作为国产龙头的规模优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

随着“PLC+伺服”搭售策略的深化以及中大型PLC在高端场景的突围，叠加人形机器人核心零部件（如空心杯电机、编码器）的商业化落地，未来五年公司的业务规模有望保持10-15%的复合增速，成长空间处于较高水平。

PLC (3.5星)：

下游的包装、3C等行业的复苏带动了小型PLC的销售，叠加国产替代的过程仍在持续，公司的11月订单增速超过20%，小型PLC的周期有望持续向上，我们预计未来5年PLC业务的增速有望维持在10%-15%的水平，成长空间较大。

驱动系统(3.5星)：

受益于“PLC+伺服”搭售策略及锂电等下游需求，公司近年的驱动系统业务维持较快增长，2025年前三季度的增速超过两位数。随着下游锂电、3C等行业的复苏，我们预计驱动系统未来5年仍然能够维持10%-15%的增速，成长空间较为广阔。

机器人等其他业务(5星):

公司积极布局人形机器人业务，绑定了部分国产链大客户，目前核心零部件已小批量出货；随着人形机器人未来销量的快速增长，我们预计人形机器人业务未来5年的增速有望超过20%，实现爆发式增长，成长空间大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

PLC是自动化行业的重要大脑，产品性能和稳定性对于客户至关重要，客户对于价格的敏感程度较低，PLC业务的利润水平仍有望维持在较高水平；驱动系统是公司过去几年重点投入的核心业务，投入费用较高；伴随着市占率的提升，叠加投入期的结束，公司在驱动系统业务的利润率有望持续改善，利润水平向好。

PLC (3.5星):

PLC是自动化行业的重要大脑，产品性能和稳定性对于客户至关重要，客户对于价格的敏感程度较低，这也给了产品相对稳定且较高的盈利水平。随着下游需求改善，叠加公司的大型PLC产品持续进行国产替代，我们预计公司PLC业务的利润水平仍将维持在较高水平，盈利趋势较好。

驱动系统(3.5星):

驱动系统是公司过去几年重点投入的核心业务，投入费用较高；伴随着市占率的提升，叠加投入期的结束，公司在驱动系统业务的利润率有望持续改善，利润水平处于较好水平。

机器人等其他业务(2星):

人形机器人市场竞争较为激烈，且公司在该领域的优势不算明显；随着未来人形机器人的放量，下游本体厂商对于降本的诉求强烈，公司的利润率可能会受到一定程度的压降，利润水平可能恶化，盈利趋势一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

作为国产小型PLC的龙头，公司的市占率稳居国产品牌第一的地位；随着国产替代的进程持续，公司的市占率有望继续提升，公司的产业格局好。

PLC (4星):

作为国产小型PLC的龙头，公司的市占率稳居国产品牌第一的地位；根据睿工业（MIR）统计，2024年中国小型PLC市场中，信捷电气市占率达到9.5%（较2023年的7.5%提升2个pct），仅次于西门子、三菱等外资巨头；随着国产替代的进程持续，公司的市占率有望继续提升，公司的产业格局好。

驱动系统(3星):

公司在驱动系统领域处于追赶者的地位，市占率较低，行业竞争较为激烈；根据睿工业（MIR）统计，2024年市占率约3.7%，2025年上半年提升至3.9%-4%，稳居内资品牌前列；随着“PLC+伺服”搭售策略的深化，公司的市占率有望继续提升，产业格局相对较好。

机器人等其他业务(2星):

公司的人形机器人业务主要以编码器等零部件为主，市占率相对较低，行业竞争较为激烈；从产品来看，公司的竞争优势不明显，产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较高，来源于拥有涵盖控制层、驱动层的技术优势，深度绑定下游大客户带来的转换成本优势，以及作为国产龙头的规模优势。整体来看，由于PLC业务是公司最核心的业务，其转换成本较高，客户替换难度大，且覆盖客户数量持续增多，护城河的持续性较强。

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
PLC	(4.5星) 信捷电气是国产小型PLC的龙头企业，国内市场的市占率达9%，排名第二；该业务经壹评级调整后的ROE超过70%，超额收益明显；由于下游大客户相对强势，业务控制力一般；整体来看，公司的整体护城河宽度星级高，护城河深厚。	(5星) 公司该业务的护城河主要是转换成本、规模优势和技术优势，持续性尚可。PLC涉及到较多软件端的内容，更换PLC意味着需要重新编程和调试，这也导致客户的转换成本高，客户粘性好，公司拥有较深的转换成本护城河；公司作为小型PLC国产龙头，技术和规模优势均较为明显；随着公司加强对大型PLC的研发，叠加国产替代的进程仍在持续，公司的规模优势和技术优势有望维持，因此公司的整体护城河的持续性较强。
驱动系统	(0.5星) 信捷电气近年积极布局通用伺服等行业，市占率达3.6%，位居市场第7位；该业务经壹评级调整后的ROE为负，没有超额收益，业务控制力一般，业务的护城河宽度星级较低，护城河较弱。	(4星) 公司的驱动业务短期仍处于投入期，费用投入大，盈利能力弱，业务没有超额利润；但随着投入期的结束和业务规模的逐步扩大，公司的盈利能力有望提升，并享有一定的超额利润。
机器人等其他业务	(0.5星) 信捷电气近年积极布局人形机器人等行业，市占率较低，属于尾部玩家，业务竞争力不强；该业务经壹评级调整后的ROE为9.7%，拥有一定的超额利润；由于下游大客户相对强势，业务控制力较弱；整体来看，公司的整体护城河宽度较低，护城河较弱。	(3星) 公司该业务的护城河主要是客户资源优势，公司目前已切入了睿尔曼和乐聚机器人的产业链，并实现了小批量供货；但考虑到人形机器人行业竞争激烈，公司的护城河存在衰退的可能性，该业务的护城河持续性较差。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司工控主业稳健增长、人形机器人与中大型PLC等新业务开启第二成长曲线的假设，根据壹评级的DDM估值与动态估值模型，公司估值处于合理区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们试图将公司的主要业务拆分成PLC、驱动系统和人形机器人业务三大部分，并对其进行盈利预测和估值，预测的核心假设和逻辑如下：

业务1：PLC业务

收入假设：

- 1) 小型PLC市场规模：随着包装、3C和机床行业的复苏，小型PLC市场有望进入新一轮上行周期，我们预计到2025-2029年的市场规模增速的CAGR将维持在接近5%的水平。
- 2) 市占率：随着国产替代的进行，公司持续获取市场份额，公司的市占率有望提升至14%的水平。
- 3) 毛利率：考虑到公司历史上的毛利率基本稳定，我们预计公司的毛利率未来将维持在56%左右的水平。
- 4) 费用率：公司的业务模式相对成熟，我们预计其费用水平维持相对稳定。

业务2：驱动系统业务

收入假设：

- 1) 驱动系统市场规模：驱动系统业务以通用伺服业务为主，随着下游电子制造、机床、机器人等行业的改善，通用伺服行业有望迎来上行周期，我们预计其2025-2029年的市场规模的CAGR将超过5%。
- 2) 市占率：公司持续投入研发费用，并推出高性价比的产品抢占市场份额，我们预计其市占率将逐步上升至5.4%的水平。
- 3) 毛利率：随着驱动系统业务规模的扩大，规模效应显现，叠加景气有所改善，我们预计公司的毛利率未来将上升至28%左右的水平。
- 4) 费用率：公司驱动系统业务仍处于投入期，我们预计随着规模的逐步扩大，未来的研发和营销费用会有所下降，公司的研发费用率和销售费用率会分别下降至9%和11%的水平。

业务3：人形机器人业务

收入假设：

1) 人形机器人市场销量：考虑到当前人形机器人在成本方面和工业机器人相比没有优势，且自动化程度较高的领域如汽车等已广泛使用工业机器人。我们预计远期人形机器人的密度将低于工业机器人。2024年，每1万个工人使用162个工业机器人，未来人形机器人的替代率（或者密度）可能为1%左右。中性情景下，人形机器人2029年的销量将达到53万台。

2) 配件数量和价格：考虑到公司刚切入空心杯电机业务，因此我们采取相对保守的态度，预测中仅考虑编码器和无框力矩电机部分的出货。从配件的数量来看，一个机器人需要配备54个编码器，一个编码器的价格为60元。特斯拉机器人一个机器人配备28个无框力矩电机，公司的无框力矩电机大约300元左右。

3) 市占率：随着公司的积极切入，公司在人形机器人业务的市占率有望持续提升，我们预计其在编码器市场和无框力矩电机的市场份额将提升至3%和1%。

4) 毛利率：由于下游的机器人大客户较为强势，我们预计人形机器人业务将下滑至31%左右的水平，毛利率可能恶化。

5) 费用率：考虑到公司的编码器等业务相对成熟，我们预计其费用水平维持相对稳定。

表2：公司整体业绩预测

信捷电气	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	13.4	15.1	17.1	19.1	23.0	27.6	30.9	33.8
归母净利润(亿)	2.2	2.0	2.3	2.6	3.3	4.2	5.0	5.9
归母净利润增速(%)	-26.8	-10.4	14.6	15.5	26.9	25.4	20.0	17.5
经营性净利润(亿)	2.0	1.7	2.1	2.3	3.0	3.9	4.7	5.5
经营性净利润增速(%)	-26.6	-17.3	23.9	13.7	30.4	27.9	21.5	16.9
经营性归母净利润(亿)	2.0	1.7	2.1	2.3	3.0	3.9	4.7	5.5
经营性归母净利润增速(%)	-26.6	-17.4	24.0	13.7	30.4	27.9	21.5	16.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

PLC	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.1	5.3	6.5	6.9	8.5	10.0	11.8	12.9
收入增速(%)	-1.0	4.7	21.3	6.5	22.8	18.0	17.7	9.8
经营性净利润(亿)	1.9	1.8	2.3	2.6	3.2	3.8	4.4	4.7
经营性净利率(%)	36.6	33.7	35.3	37.3	37.9	38.2	37.7	36.5
经营性净利润增速(%)	-4.2	-3.7	27.3	12.5	24.6	18.8	16.2	6.3
驱动系统	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.0	7.3	8.1	9.7	11.8	13.9	15.0	16.0
收入增速(%)	12.1	22.5	10.6	20.1	21.5	17.9	8.3	6.7
经营性净利润(亿)	-0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.6
经营性净利率(%)	-0.4	-3.7	-4.8	-3.8	-2.6	-0.7	0.8	3.6
经营性净利润增速(%)	-104.1	-1124.7	-44.3	5.2	18.9	67.1	215.3	408.2

机器人等其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7	3.7	4.1	4.8
收入增速(%)	-8.7	4.8	5.0	0.4	6.7	35.8	12.0	16.5
经营性净利润(亿)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	6.7	5.2	5.9	4.8	4.7	4.5	4.2	4.6
经营性净利润增速(%)	-35.2	-19.1	20.0	-17.8	3.0	31.6	3.6	29.0

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)
驱动系统	3.0%	中等-	较好	较强	8.3%	14.4	0.3
PLC	3.8%	中等-	较好	强	8.3%	15.84	4.6
机器人等其他业务	24.5%	超高+	较好	较强	9.5%	18.67	0.2
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
驱动系统(亿)	-2.8	3.2	0.5	5.4	-	-	5.8
PLC(亿)	12.2	52.6	64.8	4.3	-	-	69.1
机器人等其他业务 (亿)	-0.4	2.5	2.1	1.7	-	-	3.8
公司整体测算(亿)	9.1	58.3	67.4	11.4	-	-	78.7

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
驱动系统(亿)	1.2	4.0	5.2	5.4	-	-	10.5
PLC(亿)	36.7	30.8	67.5	4.3	-	-	71.8
机器人等其他业务 (亿)	-0.5	2.0	1.5	1.7	-	-	3.2
公司整体测算(亿)	37.4	36.8	74.1	11.4	-	-	85.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性相对一般，核心原因在于公司历史上受到下游需求的影响较大，历史上的营业收入和盈利的波动性较大；从信息披露的角度来看，公司和市场交流较为频繁，但行业的公开信息相对较少；综合来看，公司的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。