



漫步者 (002351.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

2025年12月15日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	12.28
总市值	109.18亿
PE-TTM	26.57
PB-MRQ	3.80

估值结果

价值	86.17亿
DDM估值 上行空间	-21%
状态	偏高估
价值	99.68亿
动态估值 上行空间	-8.7%
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

漫步者是中国领先的音频设备制造商，从多媒体音箱业务起家，逐步发展成为全球化的音频企业，产品涵盖耳机、音响、汽车音响、麦克风等领域，并在全球80多个国家和地区建立了营销网络。

公司成长空间较低，主营TWS耳机市场增速放缓，新开拓的AI音频和OWS耳机赛道虽有机会，但短期内难以支撑大规模增长。公司盈利趋势较好，通过自建产业园、垂直整合供应链、持续推出中高端产品（如Hi-Res认证耳机、静电耳机等），使整体毛利率能够长期稳定在40%的高位。公司的产业格局中等，个人音频市场由苹果、三星等巨头主导，华为、小米等手机厂商也凭借生态优势切入。作为独立的音频品牌，漫步者面临的竞争压力较大。公司的护城河较深，公司在声学技术、多品牌矩阵、供应链垂直整合以及线上线下一全渠道运营上构建了综合优势，确保了其在市场中的领先地位。

基于主业耳机、音响需求稳定增长，公司盈利能力短期内保持高位，长期在市场竞争下逐渐回落的假设，公司当前DDM估值偏高估，主要由于当前市场走势较好，公司为品牌消费电子龙头，市场给予较高估值。

我们区别于市场的观点

市场观点认为，短期内耳机和音响业务市场份额还有较多提升空间，我们认为公司两项业务都已经是全球前十，目前面临的市场竞争较为激烈，短期内的市场份额增速不会高。此外，市场认为公司品牌优势和技术优势带来的产品溢价将会长期保持，我们认为随着市场竞争逐渐加剧，公司产品会面临小米等产品的竞争，五年以后的毛利率将会降低至35%，我们对于营收增速和盈利能力的预期比市场更保守。

风险提示

业务结构单一风险：耳机业务长期占据漫步者营收的60%以上，但该领域增长动能显著减弱；市场竞争加剧
风险：小米等依托生态链协同和低价策略快速抢占市场份额，漫步者在中低端市场的性价比优势被稀释，高端市场仍被索尼等国际品牌主导，形成两端受限的局面。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	4
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	5
4.2 历史成长能力	5
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	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
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	5
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	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

深圳市漫步者科技股份有限公司创立于1996年，总部位于广东省东莞市，是中国领先的音频设备制造商。漫步者从多媒体音箱业务起家，逐步发展成为全球化的音频企业，产品涵盖耳机、音响、汽车音响、麦克风等领域，并在全球80多个国家和地区建立了营销网络。

2. 业务介绍

对于漫步者公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

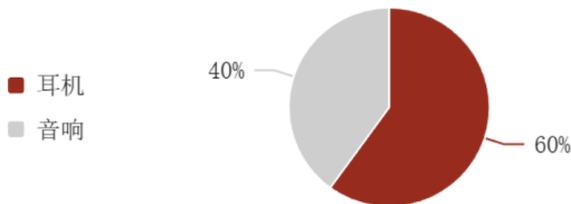
耳机：

耳机是公司当前最重要的收入来源，覆盖从百元入门到万元旗舰的全价位段，以出色的降噪、音质和高性价比为核心竞争力，上游为电池、PCB、麦克风、扬声器等原材料，下游主要为经销商等渠道客户，我们对该业务的市场界定为全球耳机市场。

音响：

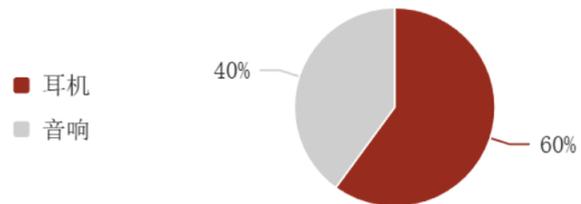
音响为漫步者的起家业务，产品线极长，从几十元的桌面音箱到万元级的旗舰Hi-Fi产品，满足从日常娱乐到专业音乐制作的不同需求，以扎实的声学功底和性价比著称。上游为电池、PCB、麦克风、扬声器等原材料，下游主要为经销商等渠道客户，我们对该业务的市场界定为全球音响市场。

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

公司主业为音频类硬件产品的研发与销售，产品的升级换代较快，业务性质决定了公司的研发强度、人力资源密集度、客户集中度均较高。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度较高，公司2024年研发费用1.84亿元，研发费用率6.24%，单位收入研发费用625万元，主要由于公司产品中耳机、音响等更新换代较快，公司需要配套下游客户做每一代产品的研发测试。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

公司为传统的硬件制造服务厂，生产人员占总人数的一半以上。截至2024年底，公司在职员工约为2784人，人均创收105.72万元，人员薪酬成本15.85万元，占营业收入比例中等，人力资源密集度较高，

3.3 客户集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的客户集中度较高，漫步者2024年前五大客户累计占比47%，第一大客户京东自营占比预计超过25%，京东是公司直销的主力渠道，其他直销客户还有天猫与亚马逊等；经销的客户主要为各自区域的独家总经销商。

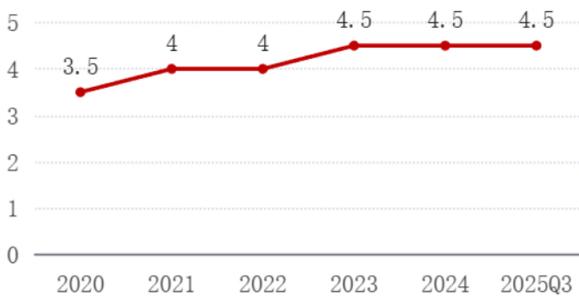
4. 历史经营绩效

公司盈利能力较好，主要由于产品毛利率稳定以及产品结构持续优化；公司的成长能力与业务控制力也是保持在较高位置，主要由于音频类产品需求增长，公司对上游产业链话语权较强且负债率低；公司股东回报极好，主要由于公司销售净利率较高，分红率较高且稳定。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



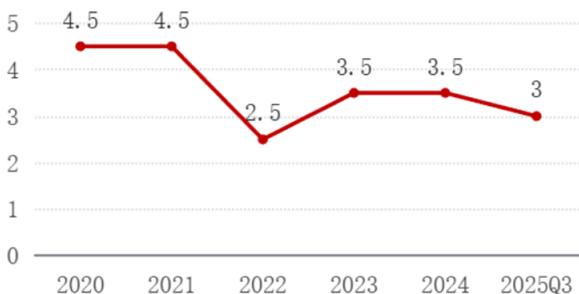
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力较强，毛利率持续优化，公司毛利率从2020年以来持续优化，从20年的35%逐步提升至2024年的40.35%，主要得益于中高端产品占比提升（如STAX高端耳机系列）和品牌溢价能力增强。销售费用率则大幅攀升，24年销售费用达3.8亿元（同比+31.52%），费用率升至12.92%，主要用于明星代言（如王一博）和海外市场拓展。净利率受费用激增拖累稳定在15%附近。

4.2 历史成长能力

★★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



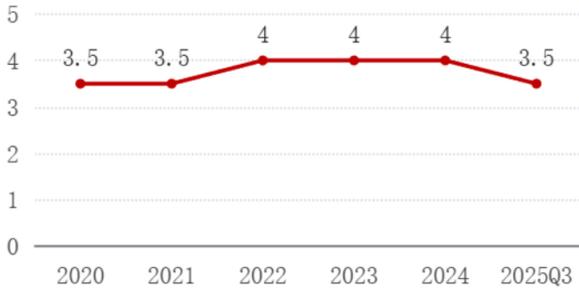
数据来源：公司财报，壹评级

公司的营收增速中枢下移，营收从2020年的19.34亿元增至2024年的29.43亿元（CAGR11.1%），其中2022年由于下游需求下滑导致业绩增速降低，不过2023年之后开始反弹，2025上半年同比下降1.95%至13.53亿元。增长动能从早期的耳机业务（2020年增速超50%）转向音响和海外市场。2025上半年两者合计占比仍不足50%。

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



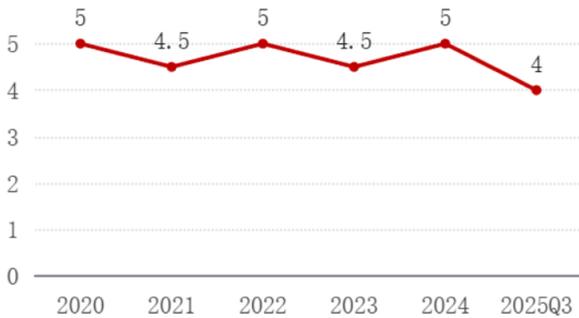
数据来源：公司财报，壹评级

漫步者始终保持着低负债运营模式，其资产负债率长期低于20%，且账面上货币资金和交易性金融资产（主要为银行理财）充裕，截至2025年第一季度合计约19.68亿元，而有息负债极低。这意味着公司财务风险极低，抗风险能力强。公司的存货周转天数长期保持在低位，也显示出公司营运效率持续高效。

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

公司的股东回报较好，不过近期有所降低。加权平均ROE从2020年的18.4%降至2024年的16.80%，主要受净利率下降和资产周转率放缓拖累。公司连续五年实施现金分红，2020-2025年累计分红6.05亿元，股息率维持在1.5%-2.0%。分红率从2020年的54.3%降至2024年的44.5%，整体股东回报较好，近期有所降低。

5. 四维评级

公司成长能力较弱，主要由于公司为国内独立音频品牌龙头，市占率已经较高，耳机与音响未来的成长空间有限。公司的盈利趋势较好，主要由于公司品牌效应与技术优势带来了产品的溢价，产品盈利能力优于同行。公司的产业格局中等，主要由于公司目前面临业务天花板较低，以及市场竞争逐渐加剧的情况。公司护城河又宽又深，主要由于公司已经在声学技术、多品牌矩阵、供应链垂直整合以及线上线下一全渠道运营上构建了综合优势，其在市场中具有领先地位。

5.1 成长空间

★★★☆☆

公司成长空间较弱，主要由于耳机、音响等产品需求与宏观经济高度相关。2025年上半年，中国社会消费品零售总额增速放缓至4.5%，居民可支配收入增长乏力，导致非刚需消费支出收缩。其中耳机作为漫步者收入占比超60%的核心业务，由于耳机市场已进入成熟期，导致2025H1营收同比下降1.95%，净利润下滑9.07%，直接反映出短期需求疲软的压力。

耳机(2星):

耳机市场竞争白热化，公司需与华为、苹果、小米等拥有生态优势的手机巨头直接竞争，在AI、智能交互等关键技术领域，相比科技巨头存在短板，作为独立音频厂商处境艰难，增长明显乏力。耳机市场已进入成熟期，公司未来5年以及5到10年的收入复合增速预计分别在5-10%和0-5%之间。行业与公司的业务增速趋势未来预计稳定，主要由于公司的产品集中为TWS耳机，全球需求未来保持低速增长，不过考虑到存在年度与季节波动，整体成长确定性一般。

音响(2星):

音响市场也是进入成熟期，传统多媒体音箱市场与PC销量伴生，增长持续承压，行业整体萎缩。智能音箱市场被小米、百度、天猫精灵等品牌占据96%份额，生态壁垒难以突破。汽车音响业务规模尚小，主要以售后改装市场为主，前装市场突破需要时间。公司未来5年以及5到10年的收入复合增速预计分别在5-10%和0-5%之间。公司的音响业务为起家业务，发展时间长，产品覆盖传统音响与智能音响，行业与公司的业务增速趋势未来预计稳定。

5.2 盈利趋势



公司的盈利趋势较好，主要得益于其成功的自主品牌战略、持续优化的产品结构以及有效的成本控制，毛利率常年保持在35%以上。25年上半年尽管耳机收入同比下降，但中高端产品占比提升；音响业务则是实现结构性增长，2.0音箱、桌面一体式音箱等高端产品表现突出，推动音响业务毛利率达41.63%。此外公司将战略重心转向更具增长潜力的OWS开放式耳机和集成AI技术的智能耳机新赛道，为其未来的盈利增长打开了新的空间。

耳机(3星):

目前耳机行业存在供大于需的情况，存在一定的价格战情况。公司作为国内主流独立音频品牌厂，开放式耳机（OWS）已上市十余款产品，覆盖耳挂式、后挂式、耳夹式全形态，2025年上半年国内线上市占率达8.4%，稳居国产品牌前三。AI功能落地，AI耳机接入豆包和DeepSeek双大模型，支持21种语言实时互译，成为差异化卖点。未来市占率预计保持稳定，短期盈利能力凭借品牌优势预计保持稳定，不过长期随着市场竞争加剧可能会面临小幅下滑。

音响(3星):

目前音响行业存在供大于需的情况，存在一定的价格战情况。公司作为国内主流独立音频品牌厂，25年推出搭载语音助手的MW380音乐保鲜盒等产品，产品的智能交互能力升级，支持多轮对话、智能家居控制，2025年线上销量同比增长120%。未来市占率预计保持稳定，受益于差异化、中高端的2.0音箱及桌面一体式音箱等新品，短期盈利能力预计稳定，不过长期随着市场竞争加剧可能会面临小幅下滑。

5.3 产业格局



漫步者的产业格局处于中等水平，尽管公司市场份额领先，但是面临较大竞争压力。TWS耳机市场陷入夹心层困境，在高端市场苹果、索尼凭借生态闭环和品牌溢价占据500元以上市场60%的份额；在中低端市场，红米、realme等品牌通过极致性价比挤压利润空间。音响业务市场空间仅为TWS耳机市场的1/3。公司虽长期保持蓝牙音箱品牌第一，但小米通过智能生态联动快速切入，生存空间同样被压缩。

耳机(2.5星):

TWS耳机全球市场呈现“两超多强”格局，苹果（21.9%）与三星（12%）占据高端市场，小米（16%）、华为（15%）通过生态协同主导中端市场。漫步者以9%的市占率位列第四，主力产品集中在200-600元价格带，面临小米Redmi Buds系列（150-350元）和华为Free Buds系列（500元以下）的双重挤压，且无法像华为、小米那样通过手机-耳机-音箱的全设备联动提升用户粘性。公司的下游客户集中度适中，且上游无大供应商，整体公司产品的议价能力较好，此外由于音频类产品存在一定的技术替代性，对于有技术等储备的公司容易渗透进入，行业存在一定替代风险。

音响(2.5星):

全球市场由哈曼卡顿（15.2%）、Marshall（12.6%）等国际品牌主导，漫步者以10.8%的市占率位列线上市场第三（国内品牌第一），主打高性价比的中低端桌面音箱，但高端市场（单价5000元以上）仍被B&O、宝华韦健垄断，漫步者份额不足3%。智能音箱领域漫步者因智能交互体验差（唤醒率82%vs小米98%）和生态兼容性弱（仅支持部分Matter协议），市场份额较低。音响行业的进入壁垒较高，行业玩家需要较多的技术储备、经验曲线与客户关系建立。公司的下游客户集中适中，且上游无大供应商，整体公司产品的议价能力中等，此外由于音频类产品存在一定的技术替代性，对于有技术等储备的公司容易渗透进入，行业存在一定替代风险。

5.4 护城河



公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于公司的资产周转迅速以及盈利能力较高，因此护城河宽度较高；预计短期耳机和音响市场份额保持国内领先，未来随着市场竞争加剧预计盈利能力会降低，不过降低幅度有限（20%以内），护城河持续性较强。

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
耳机	(4.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为49.9%，超额ROIC为47.7%，整体超额收益率非常高，主要由于公司产品盈利能力高于同行且资产周转迅速。业务控制力较强为3.5星，主要由于公司对产业链上下游的话语权均较高。此外公司作为国内独立品牌厂龙头，全球市占率3.3%，常年保持全球第十。	(3星) 公司的护城河为技术优势、品牌优势，各自占比接近二分之一，超额收益率未来5年基本不变，未来15年预计将会小幅下滑。主要由于短期内由于开放式耳机（OWS）上市十余款产品的影响，公司将会保持品牌与技术带来的市场溢价，公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间。长期公司将会面临市场竞争加剧的情况，品牌与技术带来的超额收益率预计会缩减20%以内。
音响	(4.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为52.4%，超额ROIC为51.9%，整体超额收益率非常高，主要由于公司产品盈利能力高于同行且资产周转迅速。业务控制力较强为3.5星，主要由于公司对产业链上下游的话语权均较高。此外公司作为国内独立品牌厂龙头，全球市占率5%，常年保持全球第十。	(3星) 公司的护城河为技术优势、品牌优势，各自占比接近二分之一，超额收益率未来5年基本不变，未来15年预计将会小幅下滑。主要由于短期内智能音箱领域公司还有新品上市，预计公司将会保持品牌与技术带来的市场溢价，公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间。长期公司将会面临市场竞争加剧的情况，品牌与技术带来的超额收益率预计会缩减20%以内。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对公司采用了动态估值和DDM估值方法，基于主业耳机、音响需求稳定增长，公司盈利能力在短期内保持高位，长期在市场竞争下逐渐回落的假设，公司当前DDM估值偏高估，主要由于当前市场走势较好，公司为品牌消费电子龙头，市场给予较高估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括音响与耳机两种业务。

业务一：耳机，以TWS耳机为主。

收入假设：

1) 市场份额：考虑到公司目前正在积极拓展海外市场与配件市场，公司目前全球音频市场第六，全球份额在3-5%之间，预计未来5年公司份额相比现在还有5-10%的提升空间(4.5%)。

2) 下游需求：耳机目前还在产品需求上涨阶段，预计未来5年保持7%左右的复合增速，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：考虑到公司短期内品牌优势与技术优势存在，同时叠加新品上市，预计3年内公司毛利率保持40%左右，3年后随着市场竞争加剧开始缓慢降低，远期毛利率35%。

2) 费用率：公司费用端主要为销售费用，考虑海外销售渠道的建立，后续费用率将会逐渐走低至9.5%。

业务二：音响，传统音响与多媒体音箱并重。

1) 市场份额：公司目前全球多媒体音箱排名第三，中国多媒体音箱占有率超过25%，国内行业第一。近年来，公司通过签约泰国、日本等地有影响力的明星作为代言人，持续深耕亚洲等重要市场，考虑到公司目前正在积极拓展海外市场与配件市场，预计未来5年国内份额稳定，海外份额还有5%的提升空间(提升至20%)。

2) 下游需求：智能音箱目前还在产品渗透率提升阶段，预计未来5年保持7%左右的复合增速，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：与耳机的发展情况类似，短期内品牌优势、技术优势、叠加新品上市，预计3年内公司毛利率保持40%左右，3年后随着市场竞争加剧开始降低，远期毛利率为35%。

2) 费用率：音箱的业务模式与耳机类似，公司费用端主要为销售费用，后续费用率将会逐渐走低至9.5%。

资产负债假设：

1) 公司长期资产未来会随着折旧而减少，从而提升公司资产周转率。

2) 考虑到公司整体盈利非常稳健，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

漫步者	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	22.1	26.9	29.4	30.8	33.8	36.5	39.0	41.2
归母净利润(亿)	2.5	4.2	4.5	4.5	4.7	4.9	5.0	5.1
归母净利润增速(%)	-21.9	70.2	7.2	1.1	4.4	3.6	2.2	2.4
经营性净利润(亿)	2.4	3.9	4.6	5.0	5.2	5.4	5.5	5.6
经营性净利润增速(%)	-20.3	64.5	16.4	9.0	4.4	3.6	2.2	2.4
经营性归母净利润(亿)	2.2	3.6	4.1	4.5	4.7	4.9	5.0	5.1
经营性归母净利润增速(%)	-23.6	62.6	15.2	9.7	4.4	3.6	2.2	2.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

耳机	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.6	17.9	18.4	18.4	20.3	21.9	23.4	24.8
收入增速(%)	-3.0	22.5	2.8	0.0	10.0	8.0	7.0	6.0
经营性净利润(亿)	1.4	2.5	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4
经营性净利率(%)	9.6	14.0	15.1	16.2	15.4	14.8	14.1	13.7
经营性净利润增速(%)	-24.3	79.0	11.3	7.4	4.4	3.5	2.5	2.6
音响	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.5	9.0	11.0	12.4	13.6	14.7	15.6	16.4
收入增速(%)	-5.6	20.0	22.1	12.1	9.9	8.1	6.2	5.3
经营性净利润(亿)	1.0	1.4	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
经营性净利率(%)	13.3	15.9	16.3	16.3	15.4	14.8	14.2	13.7
经营性净利润增速(%)	-14.1	44.3	25.1	11.5	4.3	3.6	1.7	1.9

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)
耳机	2.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	3.4
音响	2.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	2.2
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
耳机(亿)	12.3	32.2	44.5	10.6	0.5	6.0	60.6
音响(亿)	8.1	21.4	29.4	6.3	0.3	3.6	39.1
公司整体测算(亿)	20.3	53.6	73.9	17.0	0.8	9.6	99.7

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
耳机(亿)	25.4	11.0	36.4	10.6	0.5	6.0	52.5
音响(亿)	16.7	7.3	24.0	6.3	0.3	3.6	33.7
公司整体测算(亿)	42.1	18.3	60.4	17.0	0.8	9.6	86.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的收入规模、市占率确定性较强，此外耳机等均有公开数据跟踪，公司对外交流较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司未来的盈利能力较为不确定，主要由于公司目前还有多款产品上市，支撑盈利能力高位，不过长期预计会受到市场竞争影响而下滑。公司整体确定性较高。

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%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥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。