

## 恒玄科技（688608.SH）

公司报告 | 首次评级报告



吴梦瑶

2026年3月24日

## 基本信息

所属行业	TMT
当前股价	157.94
总市值	266.43亿
PE-TTM	45.29
PB-MRQ	3.78

## 估值结果

价值	202.85亿
DDM估值 上行空间	-24%
状态	偏高估
价值	189.91亿
动态估值 上行空间	-29%
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

恒玄科技是国产低功耗可穿戴端侧SoC龙头，产品主要应用于中高端TWS耳机、智能腕戴设备、智能眼镜和AIoT等下游市场。

恒玄科技成长空间优秀，TWS耳机芯片业务受益于国产品牌的市场份额提升，可穿戴设备芯片业务则依托智能手表市场的渗透率提升与AI眼镜的蓝海潜力，多重驱动长期增长。公司盈利趋势乐观，公司在两大业务领域凭借技术领先与产品溢价能力，精耕中高端市场，基本不受低端市场价格战影响，有望维持稳定的利润水平。公司所处产业格局良好，公司在中高端市场占据优势地位，客户结构优质且供应链关系稳固，竞争环境相对良性。公司护城河深厚且可持续性较强，通过持续的高研发投入构建了深厚的技术与专利壁垒，在低功耗可穿戴SoC领域长期维持领先地位。

基于蓝牙耳机、智能手表市场进入成熟期，AI眼镜尚未进入高速发展期的市场情况，以及耳机和手表市场中高端产品份额增长的假设，公司当前估值高估。

## 我们区别于市场的观点

市场看好恒玄科技作为端侧AI芯片龙头的业绩成长性，认为AI眼镜将成为公司的新成长动力。我们认为公司显性期内业绩成长主要还是来自于智能手表芯片的渗透率持续提升和TWS耳机的市场增长，AI眼镜短期出现成熟产品、两到三年内行业大幅成长的可能性较小，不宜过度乐观。

## 风险提示

TWS耳机及智能手表市场逐渐进入成熟期，增长势能减弱；下游耳机、手表厂商自研高端芯片，有上下游一体化的风险；端侧AI发展不及预期。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源高端度	5
3.4 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	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	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
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	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 .....	5
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 .....	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 .....	12

## 1. 基本信息

恒玄科技主营低功耗蓝牙SoC，产品主要面对中高端市场，下游主要应用为TWS蓝牙耳机和智能手表，AI眼镜、智能家居业务占比较少。客户包括三星、OPPO、华为、小米、荣耀、小天才等各大消费电子厂商。

## 2. 业务介绍

对于恒玄科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

蓝牙音频芯片：

主要包括TWS耳机、OWS耳机及其他蓝牙耳机的主控芯片。蓝牙音频SoC高度集成，包含双核或三核异构处理器，搭载NPU集成专用AI引擎，并集成无线连接单元、音频处理单元等，不仅要满足稳定、高流量、高保真的传输需求，还需要搭配先进的ANC算法。恒玄、高通等公司面对中高端市场，产品通常为6nm/12nm制程甚至更先进。我们对蓝牙音频芯片业务的主要竞争市场界定为全球第三方蓝牙音频芯片市场。

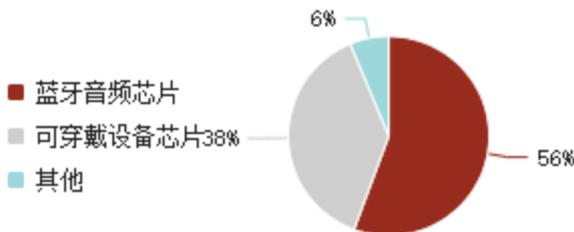
可穿戴设备芯片：

主要包括智能手表、手环主控芯片和AI眼镜主控芯片。恒玄科技采用“一芯多用”的平台化战略，同一颗芯片既可以用于蓝牙耳机，也可以用于智能手表、智能手环、智能眼镜等，用于高端TWS耳机的主控芯片BES2800/BES2700也广泛应用于各大品牌的中高端腕戴设备和智能眼镜。我们对可穿戴设备芯片业务的主要竞争市场界定为全球第三方可穿戴设备主控芯片行业。

其他：

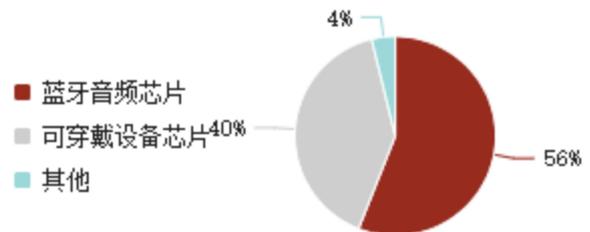
其他业务包括AIoT智能家居芯片、Type-C音频芯片等占营业收入比例较小的业务。

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

公司是无晶圆厂（Fabless）半导体设计公司，仅从事无线低功耗SoC等芯片的设计业务，晶圆制造和封装测试外包给上游供应商。公司资产轻，毛利率高，员工中研发人员占多数，下游客户高度集中。

### 3.1 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发人员的人均研发费用较高，芯片设计需进行流片和测试验证，若测试结果不理想需重新设计、流片，单次流片费用高昂。公司产品不断迭代，集成度和制程不断提升，人均研发费用长期维持在较高水平。

### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司以芯片研发设计为主，研发费用投入较高。公司产品主要应用于消费电子市场，对产品技术和性能上快速迭代升级的要求较高，公司产品主要应用于中高端市场，需要持续投入高额研发费用保持技术领先。此外，公司持续投入资源研发新产品、拓展新市场，寻找新的业务增长点。

### 3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司作为无晶圆厂芯片设计公司，核心团队由高素质研发设计人员和技术人员组成。截至2024年底，研发技术人员占总员工数量的86.29%，以40岁以下高学历人才为主，其中60%以上拥有硕士或博士学位。

### 3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游客户高度集中，前五大客户集中度超过70%。公司营业收入中直销占比约70%，客户主要为各大消费电子品牌厂商，分销渠道主要是通过电子元器件分销商触及中小客户。

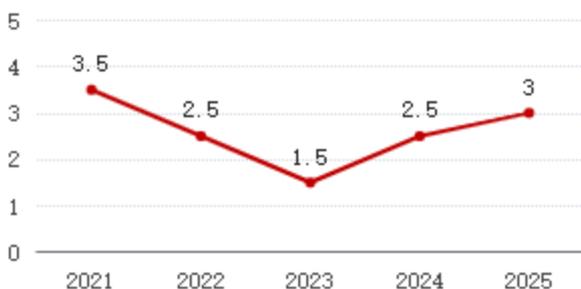
## 4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效较好，业务控制力较强。伴随TWS耳机快速增长渗透，公司早期作为蓝牙耳机芯片Fabless厂商成长性强、利润率高，2022-2023年由于消费电子不景气盈利能力和成长性承压，近年随着在智能手表芯片市场快速渗透放量和消费电子需求修复，公司业绩高速增长，盈利能力强。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



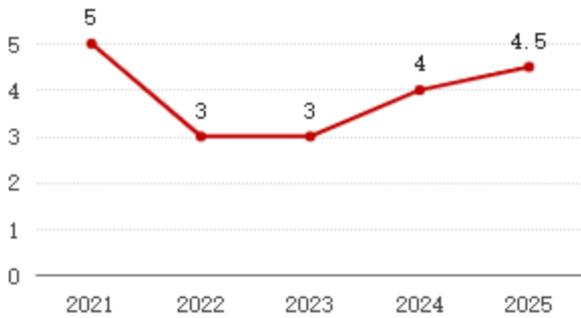
数据来源：公司财报，壹评级

公司属于无晶圆厂芯片设计公司，利润率较高，盈利能力强。2020-2021年TWS耳机快速增长，产品供不应求，公司利润率较高、盈利能力较强；2022-2023年TWS耳机处于行业周期底部，需求量下降库存积压，公司利润率下滑、盈利能力承压。2024年以来随着新产品成功导入，消费电子景气度有所修复，公司盈利能力回升。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



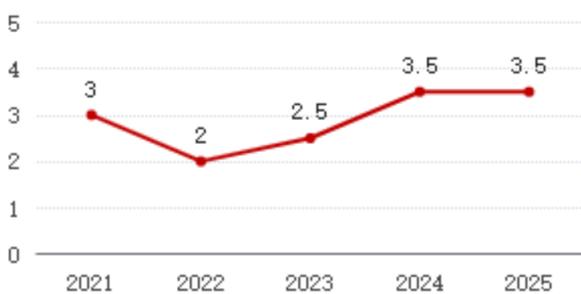
数据来源：公司财报，壹评级

公司2019-2021年主要营收来自于蓝牙耳机芯片，得益于产品在各大厂商渗透率提升以及下游市场景气，公司成长性极强；2022-2023年耳机市场增速下滑导致公司成长性疲软；2023年后公司智能手表芯片放量，AIoT、WIFI芯片业务持续成长，TWS耳机需求修复，公司成长性强。

## 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



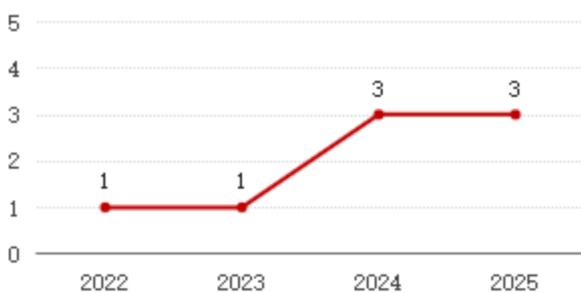
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力较好，净占款水平一般，经营性现金流收入比为10%-20%之间，略高于A股及行业平均水平，现金流情况良好。

## 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

2022-2023年行业不景气，公司ROE、ROIC较低，2022年未分红、2023年分红较少。2024-2025年行业景气修复，公司利润率以及ROE、ROIC回升，2024年股息率为0.99%。

## 5. 四维评级

恒玄科技作为智能音频与低功耗可穿戴芯片领域的领先企业，已构建起覆盖声学、穿戴与AIoT的多元化产品矩阵。公司的高成长性不仅来自蓝牙耳机市场的持续渗透与结构升级，更在于智能手表芯片的快速放量及AI眼镜这一新兴赛道的长期潜力。盈利层面，其中高端产品具备显著性能与制程优势，支撑较强定价能力，整体毛利结构有望保持稳定。竞争格局上，公司在安卓品牌中高端市场占据重要份额，且下游客户自研威胁相对有限。企业护城河体现为深厚的低功耗SoC设计能力、持续高强度的研发投入以及“音频+AI+可穿戴”的技术复用和市场拓展，为其长期发展奠定了坚实的技术与生态基础。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较大。蓝牙音频芯片业务主要得益于耳机市场的持续增长、国产中高端耳机的份额扩张以及公司产品的渗透率继续提升。可穿戴设备芯片业务成长空间大主要是由于公司智能手表芯片的渗透率还有较大提升空间，以及AI眼镜处于发展初期，行业具有较大成长空间。

#### 蓝牙音频芯片(3.5星):

蓝牙音频芯片业务的成长空间较大。要从行业发展空间看，TWS耳机经过10年的发展，从高速成长期逐渐迈向成熟期，行业增速放缓；OWS耳机作为新兴产品，由于非入耳式结构佩戴更舒适，更适合运动、户外等应用场景，继续强势增长。从市场结构看，低端耳机市场竞争激烈，“白牌”耳机份额虽然逐渐萎缩，但在印度、非洲等新兴国家的渗透率提升；中高端耳机市场由于先进功能下放，占比有所扩张，国产品牌耳机强势崛起，苹果份额有所收缩。公司产品不断迭代，制程和性能领先，有望继续提升渗透率，夺取竞品份额。

#### 可穿戴设备芯片(4.5星):

可穿戴设备芯片的成长空间较大。中国智能手表市场增速远超全球，恒玄的主控芯片近年进入国产品牌中高端产品线快速放量，未来渗透率有望继续提升，成长空间可观。AI眼镜目前全球出货量仅一两千万，国内出货量仅几百万。短期来看，各大厂商不断推出AI眼镜新品刺激品类销量持续增长，长期来看，AI眼镜目前产品形态比较原始，若未来能出现应用场景明确、生态成熟、续航较长的成熟产品，成熟期出货量或能达到数亿台，成长空间巨大。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好。一方面，中高端低功耗可穿戴SoC市场竞争格局较好，公司产品的性能和制程明显领先，具有一定的议价能力，所以低端SoC厂商难以追赶，不容易形成价格战。另一方面，智能手表和AI眼镜主控芯片ASP较高，公司在智能手表市场渗透率仍有提升空间，AI眼镜市场增长空间高且技术溢价较高，若产品成熟可带动公司盈利能力增长。

#### 蓝牙音频芯片(3.5星):

公司在蓝牙音频芯片领域盈利趋势较好。公司的主动降噪、低功耗等技术领先，产品覆盖主流蓝牙耳机品牌客户，在中高端市场凭借低功耗、高音质及集成化优势占据较高份额，盈利水平保持稳定，对下游客户具有一定的议价能力，价格战风险较小，预期毛利率和价格可保持稳定。

#### 可穿戴设备芯片(3星):

公司的可穿戴设备芯片业务盈利趋势较好。智能手表、手环市场，公司BES2700/2800系列芯片凭借低功耗和高集成度，成功切入三星、华为、小米、佳明等高端客户供应链，替代了部分海外竞品；智能眼镜市场，AI眼镜对芯片的算力（NPU）、功耗和多模态交互（语音+视觉）要求极高，主控芯片属于高技术溢价产品，市场的扩大有利于公司的盈利能力增强。

### 5.3 产业格局



公司产业格局较好。公司在第三方中高端的耳机和智能手表主控芯片市场占有率高，国产中高端AI眼镜大多采用高通、恒玄双芯片结构，竞争格局较好。公司上游主要为晶圆厂、封测厂，下游以直销为主，客户主要为各大消费电子厂商，约有三分之一的收入来自分销渠道。

#### 蓝牙音频芯片(3星):

公司在蓝牙音频芯片市场的产业格局较好。公司在整个TWS耳机市场的出货量占比达10%，在中高端市场主要竞争对手为高通，其他厂商主要在中低端市场竞争，投入研发费用较少，性能和公司产品相差较大。

#### 可穿戴设备芯片(3星):

公司在可穿戴设备芯片市场的产业格局较好。公司已成功进入各大品牌的中高端产品线，性能和制程上较为领先。虽然面临下游客户自研主控芯片的风险，但从历史来看，一般下游厂商仅自研旗舰产品的主控芯片，次高端、中端产品仍然从第三方采购，公司面临的上下游一体化的威胁不大。

### 5.4 护城河



公司护城河深厚，具有难以超越的技术和专利壁垒。公司深耕低功耗端侧计算SoC，旗舰产品BES2800率先采用6nm FinFET工艺并集成NPU，在算力与功耗的极致平衡上确立了显著的优势。其竞争优势的持续性源于“平台化+AI化”战略的成功演进，公司已从单一音频芯片扩展至智能手表及AI眼镜等多元赛道，随着下一代BES6000系列在端侧AI领域的落地，公司在智能可穿戴市场的领先地位将更加稳固。

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
蓝牙音频芯片	(4星)公司在蓝牙音频芯片领域护城河深厚，业务控制力较好，经壹评级调整后的超额ROIC为20.6%，超额ROE为21%。公司核心客户覆盖三星、小米、OPPO、vivo、华为、荣耀等全球主流安卓手机品牌以及哈曼、安克创新等专业音频厂商，在中高端TWS耳机芯片市场占有率高，受到广泛认可。	(3.5星)公司的护城河主要来自于技术优势和专利优势。公司在低功耗端侧SoC上技术领先，最新一代BES2800集成度高、制程先进，在低功耗、降噪效果、算力等方面均领先国产同行。公司的研发投入比例和规模高于大部分国产蓝牙音频芯片厂商，在中高端TWS耳机芯片市场具有较强的技术壁垒，产品毛利较高，基本不受白牌低端市场的内卷价格战影响。
可穿戴设备芯片	(4.5星)公司在可穿戴设备领域护城河深厚，业务控制力较好，经壹评级调整后的超额ROIC为31%，超额ROE为30.8%，具有显著的超额收益能力。公司近年来切入智能手表市场，份额快速增长，展现出极强的市场竞争力；公司产品在AI眼镜这一新兴领域成功卡位，已导入夸克、小米等国产中高端AI眼镜。	(3.5星)公司的护城河主要来自于技术优势和专利优势。公司在TWS耳机主控芯片上的技术积累可以复用到可穿戴设备主控芯片上，实现“一芯多用”，且在针对性研发AI眼镜专用芯片，增加自研图像信号处理等功能。公司产品可满足高端智能手表和AI眼镜对低功耗、高算力的双重需求，随着下一代BES6000等芯片性能升级，公司有望延续技术优势，在中高端可穿戴设备市场保持竞争力。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于蓝牙耳机、智能手表市场进入成熟期，AI眼镜尚未进入高速发展期的市场情况，以及耳机和手表市场中高端产品份额增长的假设，公司当前估值高估。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司主营业务为低功耗可穿戴主控SoC设计，基于下游市场，我们分蓝牙音频芯片和可穿戴设备芯片两大业务进行盈利预测并估值，各市场的预测核心假设及逻辑如下：

蓝牙音频芯片：

1) 收入假设：根据TWS耳机及OWS耳机出货量x各耳机品牌市占率x中高端耳机占比x公司产品渗透率x产品ASP测算公司收入。TWS耳机市场步入成熟的平稳增长期，随着高端产品功能逐渐向中端下放，中高端蓝牙耳机市场有望持续扩大；此外，国产品牌如小米、华为等占有率持续提升，也为公司打开了更大的市场空间。

假设在75美元以上的中高端产品销量占比从2024年的55%提升到65%左右，国产品牌市占率略微增长，公司产品市占率稳定，ASP正常年降，预期公司显性期在蓝牙音频市场CAGR约为7.6%。

2) 毛利率假设：第三方中高端蓝牙音频芯片市场产业格局较好，竞争者较难进入，预期公司保持毛利率稳定。

可穿戴设备芯片：

1) 收入假设：可穿戴设备主要指腕带的智能手表、手环，以及智能眼镜。根据腕戴设备出货量 $x$ 各品牌市占率 $x$ 中高端手表手环占比 $x$ 公司产品渗透率 $x$ 产品ASP测算公司在腕戴设备市场的收入，根据成熟期智能眼镜出货量 $x$ 中高端智能眼镜占比 $x$ 公司产品渗透率 $x$ ASP估算公司在智能眼镜市场的收入。

腕戴设备进入成熟期，但苹果占有率逐渐降低、国产品牌崛起，中端产品功能升级、性价比提升，需求有所增长，第三方中高端主控芯片的需求仍有增长空间。假设公司产品ASP正常年降，中高端手表手环占出货量的比例远期可达到65%，国产品牌如小米、华为等占有率微增，公司产品渗透率仍有提升空间，远期可达到在蓝牙耳机市场的占有率，公司在手表、手环市场的收入增长空间较高。

而智能眼镜目前仍处于产品发展初期，相比耳机、手表而言，佩戴和续航方面均有一定的不便，假设成熟期渗透率略低于智能手表，出货量为1.5亿。AI眼镜主控芯片通常要求更高的性能和更低的功耗，假设AI眼镜专用芯片ASP高于智能手表芯片，公司远期市占率达到20%，这一市场在成熟期可以每年为公司带来19-20亿的收入。

2) 毛利率假设：可穿戴设备芯片市场格局与蓝牙音频芯片格局类似，公司在中高端可穿戴芯片市场竞争优势强，预计可保持稳定的毛利率。

表2：公司整体业绩预测

恒玄科技	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.8	21.8	32.6	35.2	43.5	51.5	56.3	60.0
归母净利润(亿)	1.2	1.2	4.6	5.8	7.1	8.4	9.2	9.7
归母净利润增速(%)	-70.0	1.1	272.5	25.7	23.2	18.0	9.6	5.3
经营性净利润(亿)	0.4	0.5	3.8	5.8	7.1	8.4	9.2	9.7
经营性净利润增速(%)	-86.8	17.2	704.0	53.7	23.2	18.0	9.6	5.3
经营性归母净利润(亿)	0.4	0.5	3.8	5.8	7.1	8.4	9.2	9.7
经营性归母净利润增速(%)	-86.8	17.2	704.0	53.7	23.2	18.0	9.6	5.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

蓝牙音频芯片	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	11.0	15.4	20.2	20.4	23.9	27.3	28.8	29.7
收入增速(%)	-22.2	40.6	30.9	1.0	16.9	14.4	5.2	3.1
经营性净利润(亿)	0.4	0.1	1.8	3.4	4.0	4.5	4.8	4.9
经营性净利率(%)	3.3	1.0	8.8	16.8	16.8	16.6	16.6	16.4
经营性净利润增速(%)	-86.2	-59.3	1104.4	92.1	16.8	13.2	5.1	2.0
可穿戴设备芯片	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.8	4.8	10.4	12.1	16.0	20.2	23.3	25.6
收入增速(%)	99.8	69.7	118.1	15.7	32.8	26.0	15.1	10.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.3	1.3	2.3	3.0	3.8	4.3	4.7
经营性净利率(%)	5.3	5.9	12.8	18.8	18.8	18.6	18.6	18.4
经营性净利润增速(%)	-53.5	90.0	371.7	69.9	32.7	24.6	15.0	8.8
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.0	1.5	2.0	2.7	3.6	3.9	4.3	4.7
收入增速(%)	-50.9	46.5	28.5	39.7	30.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	-0.1	0.0	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-11.0	2.4	32.7	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8
经营性净利润增速(%)	-369.0	131.5	1668.5	-87.6	29.2	9.3	9.2	9.3

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)
蓝牙音频芯片	2.7%	中低	较好	较强	7.5%	15	4.8
可穿戴设备芯片	9.8%	中等+	较好	较强	7.5%	18.64	4.4
其他	3.2%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.1
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
蓝牙音频芯片(亿)	14.7	53.8	68.5	30.8	-	-	99.3
可穿戴设备芯片(亿)	9.7	61.3	71.0	15.9	-	-	86.9
其他(亿)	-0.4	1.1	0.7	3.0	-	-	3.7
公司整体测算(亿)	24.0	116.2	140.2	49.7	-	-	189.9

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
蓝牙音频芯片(亿)	38.7	32.6	71.3	30.8	-	-	102.1
可穿戴设备芯片(亿)	36.9	44.1	81.0	15.9	-	-	96.9
其他(亿)	0.1	0.8	0.9	3.0	-	-	3.8
公司整体测算(亿)	75.7	77.4	153.1	49.7	-	-	202.8

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要是由于AI眼镜处于产品发展初期，尚未出现现象级的成熟单品，市场发展具有较大的不确定性。公司SoC产品主要面向消费电子市场，需要频繁迭代以保证技术、性能领先，中低端竞品的性能也在不断提升，公司的技术和专利优势能否长期保持具有一定的不确定性。

## 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% ≤ 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作有悖原意的引用、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。