

亿联网络 (300628.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

王征宇
通信行业研究员

2026年3月18日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	33.86
总市值	428.92 亿
PE-TTM	16.50
PB-MRQ	4.60

估值结果

价值	521.20 亿
DDM 估值 上行空间	22%
状态	合理估值
价值	486.56 亿
动态估值 上行空间	13%
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，传统主业市场渗透率已处于较高水平，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，未来提升空间有限；新兴业务放量可能对整体利润率构成一定压力。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，但公司具备明显优势。公司护城河较深，主要体现在“Yealink”自主品牌建立的市场认知度、覆盖全球的经销商网络带来的渠道优势，以及轻资产运营和核心材料自研所带来的成本竞争力。

当前公司估值处于合理水平。预计未来传统主业收入将稳健增长，新兴业务保持较高增速，各业务毛利率及整体毛利率虽会小幅下滑，但仍将维持在高位，总体费用率保持稳定。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：预计公司未来三年营收年复合增速将实现15%左右的高水平；盈利水平保持稳定。

我们的观点：公司未来三年营收年复合增速将相较此前有所放缓（10%左右的较高水平），其产品在终端客户中的渗透率已较高，整体难以延续过往的高增长；盈利水平将面临一定下行压力，主要因新兴业务市场竞争激烈，新品放量将影响整体利润率。

风险提示

传统主力产品需求萎缩或竞争加剧；新兴业务市场拓展不及预期，竞争激烈程度超预期；国际贸易政策及关税变动风险，以及产能转移带来的潜在负面影响；产品品控与兼容性等挑战对自主品牌声誉的冲击。

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	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	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	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

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，始终专注于企业通信领域，面向全球企业用户提供智能、高效的统一通信解决方案，于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。公司SIP话机市占率连续多年稳居全球第一，并深度集成微软Teams、Zoom、腾讯会议等主流平台，是国内唯一获得这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：

公司发展最早、目前规模最大的业务。其需求主要源于IP通信对传统模拟通信的替代。凭借出色的产品兼容性、可扩展功能、丰富的解决方案及优质用户体验，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，其中以T3、T4、T5系列SIP话机为核心。产品广泛适配各类企业通信系统，能满足不同规模客户的多样化办公需求。

我们对该业务的市场界定为中国境外。

会议产品：

公司目前的第二大业务线，始于2015年。该业务以“云+端”为核心设计理念——通过自研云平台和软件提供服务，并搭配智能硬件终端（如会议平板、摄像机、麦克风等）满足实际场景需求，形成软硬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。

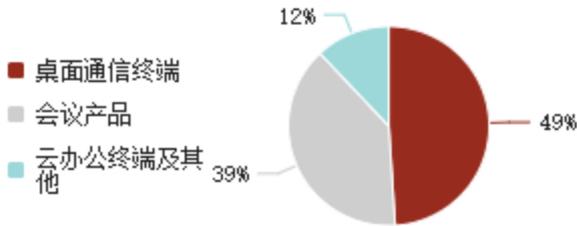
我们对该业务的市场界定为中国境外。

云办公终端及其他：

公司的第三大业务线，于2019年布局，2020年正式成立，进一步完善了公司统一通信解决方案的完整性。该业务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。

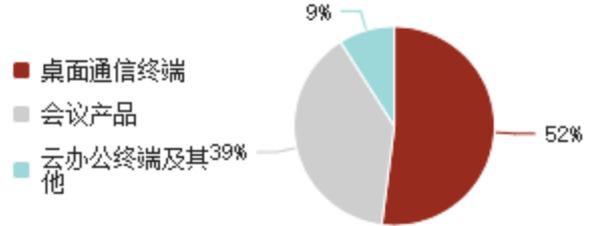
我们对该业务的市场界定为中国境外。

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。在生产环节，将人力密集型的组装制造以外协加工模式外包，将核心资源集中于技术研发、产品销售、客户服务及品牌建设，并坚持自主研发。在销售环节，坚持以自主品牌开拓海外市场，以全球经销商网络为主要渠道，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



2024年及2025年上半年，公司资产总额分别为97.75亿元、94.51亿元，其中非流动资产占比仅为17.78%、18.16%，远低于典型人力密集型制造业（通常35%以上）。这主要得益于公司超过90%的生产环节采用外协加工模式，将非核心的成品组装外包。

3.2 研发高端度



2024年，公司研发投入为5.59亿元，研发人员1117人，人均研发投入超过50万元，研发高端度较高。这源于公司坚持核心原材料与产品的自主研发策略，以保持技术领先性，需要高级研发人才作为支撑。

3.3 研发强度



2024年及2025年上半年，公司研发费用率分别为9.95%、8.08%，持续保持高强度研发投入。这源于公司始终坚持技术驱动，将产品技术作为首要核心竞争力：底层音视频技术（如降噪算法、编解码、低延时传输）均实现自主可控并保持领先；此外，为适配微软Teams、Zoom等超过80个主流通信平台，需持续进行协议兼容性开发与认证投入。

3.4 营销强度

低 较低 **中等** 较高 高

2024年及2025年上半年，公司销售费用分别为2.91亿元、1.48亿元，销售费用率分别为5.18%、5.58%，销售人员占比约25%。公司的产品以通用市场的标准品为主，并结合销售规模、推广效率、营销成本与服务模式等因素，采用分级经销模式。这有效提升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。

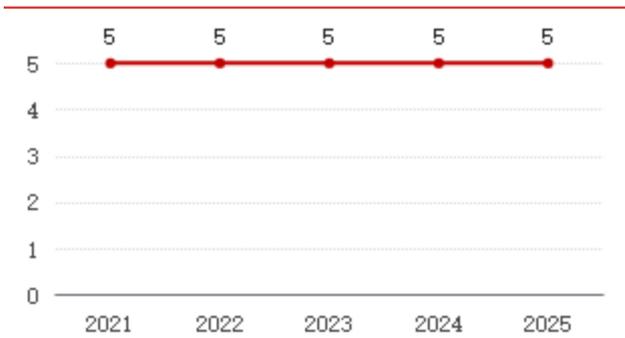
4. 历史经营绩效

公司凭借优秀的商业模式、强大的产品竞争力及注重股东回报的管理理念，在盈利能力和股东回报方面持续表现优异，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



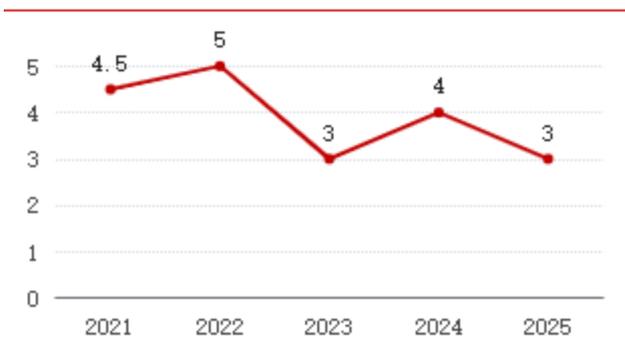
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力优异且历史表现稳定。2024年毛利率为65.4%，调整后ROE与ROIC均超过50%，处于行业优秀水平。这得益于其“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、主销欧美高端市场以及较低的生产成本。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



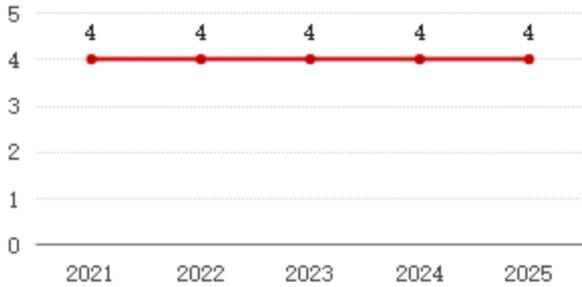
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，且近年来波动加大。其主业（SIP话机等）在企业办公通信终端市场的渗透率已较高，在欧美等高端市场的布局也较为充分，业务规模基数变大导致收入增速明显放缓。2023-2024年收入年复合增速为10%，低于此前30%以上的水平。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，供需两侧均出现较大波动，对收入的平稳性造成影响。

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



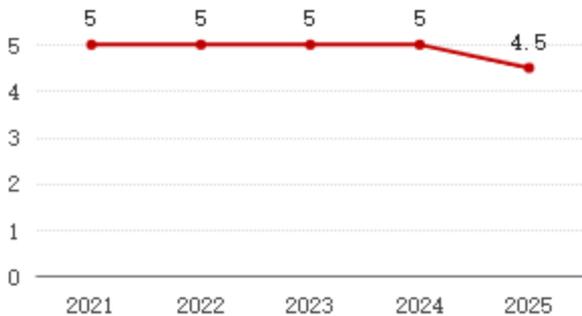
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司业务控制力和财务健康状况良好, 且历史表现稳定。2024 年年报显示, 公司经营性现金流占净利润的比例接近90%, 自由现金流占净利润的比例超过80%。公司采用分级经销模式, 终端企业客户较为分散, 整体回款情况良好, 现金流充沛。

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, 持续进行慷慨分红, 股利支付率常年超过40%, 且近年来已逐步提升至60%以上, 股息率 (TTM) 约为5%。

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。传统主业产品在终端客户中的渗透率已较高, 市场需求趋于饱和; 新兴业务规模逐步扩大, 增速呈现边际下降趋势。预计公司整体业务未来5年收入年复合增速在5%-10%之间, 较此前5年30%以上的增速显著放缓。且受下游经销商库存、国际贸易政策、产能切换等因素扰动, 增长波动性加大。

桌面通信终端 (2星):

成长空间较小。公司产品渗透率已较高, 在欧美等高端市场的布局已较充分。预计未来5年收入年复合增速在0-5%之间, 增长确定性较高。

会议产品 (2.5星):

成长空间一般。预计未来5年收入仍能实现10%-15%的年复合增速，但相较此前5年30%以上的高增速有所放缓，主要因业务规模基数变大。同时，相较于传统主业，该市场参与者较多，竞争较为激烈，增长确定性一般。

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、新产品正陆续进入放量阶段。预计未来5年收入年复合增速将超过15%。由于市场竞争激烈，新品仍需终端客户检验，增长确定性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健。传统主业盈利情况较为稳定，新兴业务可能带来一定压力，整体盈利水平将有所下滑，但仍将维持在优秀水平。

桌面通信终端 (3星):

盈利趋势稳健。公司龙头地位稳固，暂无强力竞争对手，产品通过升级迭代带动均价上涨，对后续盈利形成有力支撑。预计高水平的毛利率、ROE、ROIC将基本得以维持。

会议产品 (2.5星):

盈利趋势略微承压。市场竞争较为激烈，更多国内厂商出海参与欧美高端市场竞争。公司致力于打造云-端一体化、全系列的企业视频会议系统，业务结构变化可能导致盈利水平出现一定下滑。

云办公终端及其他 (2星):

盈利趋势较差。市场竞争激烈，且作为配件产品正处于快速放量阶段，业务结构变化预计将导致盈利水平下滑。同时，更多新品类、新产品的上市推广，使其未来市场份额存在一定不确定性。

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，暂无强力挑战者；新兴业务市场参与者较多，竞争相对激烈，但公司在品牌、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）和下游（全球中小企业、大型跨国集团）均较为分散，且产品核心技术为自主研发，议价能力较强。

会议产品 (3.5星):

产业格局较好。相较于主业，该市场参与者较多，竞争较为激烈。但公司可复用主业的品牌、渠道和技术优势，并深度绑定微软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，面对上下游具有较强的议价能力。

云办公终端及其他 (3星):

产业格局一般。相较于主业，该市场参与者众多，竞争激烈。目前处于产品市场拓展阶段，虽有望复制桌面通信终端和会议产品的竞争优势，但仍有待观察，市场壁垒相对一般。

5.4 护城河



公司护城河较深。这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；新兴业务也能充分复用主业的品牌、渠道和资源积累，在市场竞争中占据领先地位。

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，面对上下游拥有良好的议价能力。2024年毛利率为67.6%，经调整后的ROE和ROIC均超过50%，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“外协加工生产、海外销售、分级经销”的轻资产模式，业务模式优异，品牌和渠道优势突出，被颠覆的风险较低，行业龙头地位稳固。预计优秀的ROE、ROIC水平将基本保持。
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前五。业务控制力较强，面对上下游拥有良好的议价能力。2024年毛利率为65.7%，经调整后的ROE和ROIC均超过50%，超额收益显著。	(3.5星) 护城河主要来源于品牌、线下渠道和资源优势，预计未来将有小幅衰退，其中品牌和线下渠道的持续性相对较好。公司是唯一可实现全生态、全产品矩阵覆盖的厂商，且兼具性能与性价比，产品已获得微软Teams、Zoom、腾讯会议认证。依托于话机业务的渠道基础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激烈，且中国出海企业较多，预计公司毛利率、ROE和ROIC会有所下滑，但总体仍将保持较高水准。
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前五。业务控制力较强，面对上下游拥有较好的议价能力。2024年毛利率为52.7%，经调整后的ROE和ROIC均超过50%，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。这主要源于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竞争，快速拓展新品类。由于产品结构变化大、更新快，未来情况不确定性较大，护城河优势可能面临一定的衰退风险，对应的毛利率、ROE和ROIC在未来5年或有25%左右的衰减幅度。

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、各业务及整体毛利率小幅下滑但仍维持高位、总体费用率稳定等核心假设，公司当前处于合理估值水平。

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：产品升级迭代带动平均售价（ASP）提升，预计未来将实现1%-3%的年增速。
- 2) 市占率：公司当前全球市占率已达40%的高位，预计后续将保持稳定。
- 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。预计2025年收入下滑5%（主要受产能切换、海外代工厂产能爬坡影响），2026年收入较2024年增长约5%，2027-2030年年复合增速约5%，之后稳定在2%的水平。

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成本增加，但总体影响有限。预计后续毛利率将小幅下滑至65%左右（2023-2024年平均水平为67.5%）。
- 2) 费用率：所处市场已较为成熟，品牌和渠道维护投入下降，预计销售、管理、研发费用率均呈小幅下降趋势。

业务二：会议产品

1. 收入假设：企业统一办公需求增加，公司市占率基本保持稳定（约10%），增速随业务规模扩大而边际放缓。预计2025-2030年年复合增速约9%，之后逐步衰减至2%的平稳水平。

2. 盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到市场竞争激烈、更多中国企业出海、产品结构多元化及产能切换带来的不确定性，预计后续毛利率将有较明显下滑，降至55%左右（2023-2024年平均水平为65.7%），较主业低约10个百分点。
- 2) 费用率：市场需求仍处于较快增长阶段，预计销售费用率将小幅提升；研发费用率因初期新产品拓展节奏较快而先升后降；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、新产品放量将推动业务规模快速增长。预计2025-2030年年复合增速约19%，之后逐步衰减至2%的平稳水平。

2. 盈利能力假设：

- 1) 毛利率：在市场竞争激烈、配件产品壁垒较低及产品结构逐步多元化的影响下，预计后续毛利率将有较明显下滑，降至45%左右（2023-2024年平均水平为52.8%），较主业低约20个百分点。
- 2) 费用率：市场拓展、新品发布等因素将使销售、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为成熟，但公司主要市场均在海外，下游经销商分布广泛且层级较多，业务能见度一般。此外，公司日常经营情况的披露和信息交流频次一般、内容相对有限，可跟踪性较低。因此，公司盈利预测的确定性一般。

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，并对这些护城河的可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。