

## 立讯精密 (002475.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

李明伟  
消费电子、元器件  
行业研究员

2026年4月2日

## 基本信息

所属行业	TMT
当前股价	49.89
总市值	3634.98亿
PE-TTM	21.57
PB-MRQ	4.56

## 估值结果

价值	2907亿
DDM估值 上行空间	-20%
状态	偏高估
价值	2816亿
动态估值 上行空间	-23%
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

公司现已发展为全球领先的多元化精密制造平台，提供从核心零部件到系统集成的一体化解决方案，业务覆盖消费电子、通信与数据中心、汽车电子、医疗等多个领域。

公司的成长空间中等，消费电子基本盘增速放缓，但AI硬件与汽车/通信业务呈现高增长。公司的盈利趋势中等，毛利率受产能调整、市场竞争等因素影响，但通过精细化管理与效率提升，净利率实现小幅改善，整体盈利能力稳健。公司的产业格局中等，凭借深度绑定大客户、垂直整合与全球化产能占据有利位置，但需持续应对行业价格战与技术迭代压力。公司的护城河较深，由“客户绑定+垂直整合+全球制造”构成的综合壁垒。与苹果等大客户的深度互信、从零件到整机的全链条能力、以及遍布全球的快速响应体系，是其最核心的竞争优势。

基于公司目前收购较多，盈利能力预期短期承压，长期回归正常，消费电子需求保持稳定，通信与汽车继续快速增长的假设，公司当前偏高估。

## 我们区别于市场的观点

我们与市场的差异在于短期与长期的空间：市场观点认为公司在AI服务器的高速互联、汽车电子的全域布局上所展现的技术领先性和全栈解决方案能力，更接近一家高科技平台公司，短期内对公司的估值提升（劳动密集型公司往科技类公司估值转变）。我们认为消费电子业务未来有增速下滑风险，汽车与通信近年来增速较高，但是远期面临竞争加剧与需求波动的风险，公司如果不继续拓展业务边界，远期空间会低于市场预期，估值端因此也不宜过分高估。

## 风险提示

客户集中风险：2024年第一大客户（苹果）收入占比达70.74%，也导致了公司的议价权相对较弱；消费电子行业周期：全球智能手机市场增长乏力，未来可能面临下滑风险。

## 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 研发强度	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	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	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 .....	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 .....	11

## 1. 基本信息

公司由前富士康员工王来春女士创立，成立于2004年，总部位于广东东莞，公司从连接器制造起步，于2010年登陆深交所。通过一系列关键收购，公司成功切入新领域。例如，2011年收购昆山联滔电子，切入苹果供应链；2012年收购福建源光电装、2013年收购德国SUK，布局汽车电子领域；2024年收购德国汽车线束巨头莱尼（Leoni AG），大幅增强了在汽车领域的全球竞争力。公司构建了从精密零件→模组→系统整机的全产业链能力，正从“果链一哥”向“全球智造平台”跨越，业务覆盖消费电子、通信与数据中心、汽车电子、医疗等多个领域。

## 2. 业务介绍

对于立讯精密公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

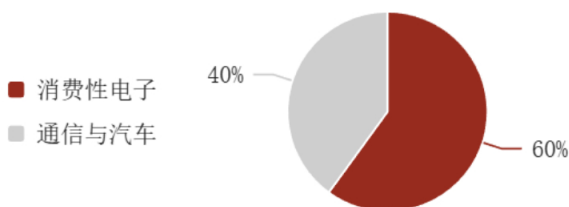
消费性电子：

消费电子产品有连接器/线、声学组件（如AirPods）、线性马达、无线充电模组等，并为智能手机、电脑、AI硬件、AR/VR等提供零组件与系统组装。消费电子是核心基本盘，与全球顶尖客户深度绑定，公司依托苹果AI终端（iPhone17系列、Vision Pro二代、AI智能眼镜）带来价值量提升，同时拓展华为等非苹果客户，降低单一客户依赖。上游原材料为主芯片（如高通）、存储器、显示屏等，公司设计组装后将产品付给下游苹果、华为、小米等主流手机品牌。我们对该业务的市场界定为全球智能手机、PC与智能穿戴市场。

通信与汽车：

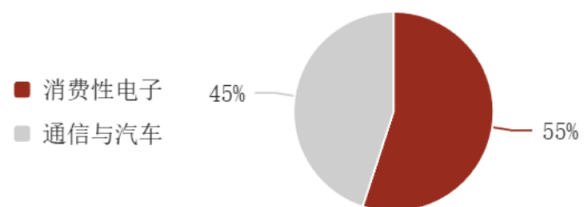
汽车电子产品有整车线束、连接器、智能座舱、智能底盘、充电枪等；通信产品有AI服务器高速线缆、光模块（如800G/1.6T）、电源与散热管理系统等。公司通过莱尼并购协同效应持续释放，目标2026年营收突破300亿元，4年增长近7倍。数据中心方面AI算力建设持续加码，高速连接器、光模块等产品成为最高毛利增长引擎。上游原材料为铜材、结构件等，公司制造完成后将产品付给下游特斯拉、英伟达等主流厂商。我们对该业务的市场界定为全球汽车与通信连接器市场。

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

公司主业为智能硬件产品的ODM代工与连接器的制造，客户集中度高，资产强度、研发强度为中等。

#### 3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的资产强度中等，公司2024年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为591亿，占总资产的比例为26.4%，主要由于公司业务以连接器的研发和制造、硬件ODM组装为主，不过产线建造时间，折旧已经较多，目前资产强度中等。

#### 3.2 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的研发强度中等，公司2024年研发费用85.6亿元，研发费用率3.18%，单位收入研发费用318万元，主要由于公司产品中手机、PC、可穿戴更新换代较快，公司需要配套下游客户做每一代产品的研发测试。

#### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 **高**

公司的客户集中度高，2024年前五大客户累计占比超80%，第一大客户苹果占比超过70%，主要由于公司为苹果ODM主力代工厂，手机、PC、可穿戴等份额均较多，此外还有联想、华硕、小米等客户。

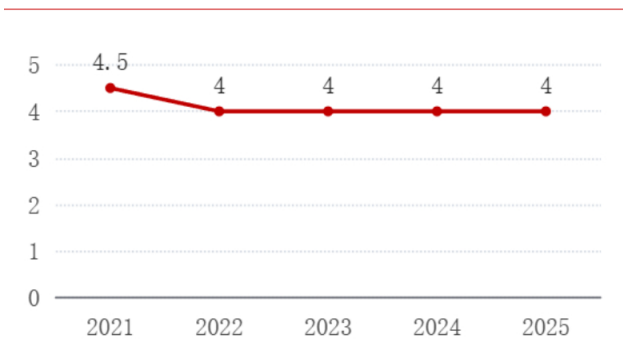
### 4. 历史经营绩效

立讯精密展现了一条规模快速增长但盈利能力承压、同时积极开拓新增长曲线的转型路径，表现为规模快速扩张、盈利能力经受住考验，并正全力开辟新赛道的制造巨头。其投资逻辑的核心在于：汽车和通信等新业务能否成功崛起为新的支柱，有效降低对消费电子（特别是苹果）的依赖，并在此过程中维持健康的财务状况。

#### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



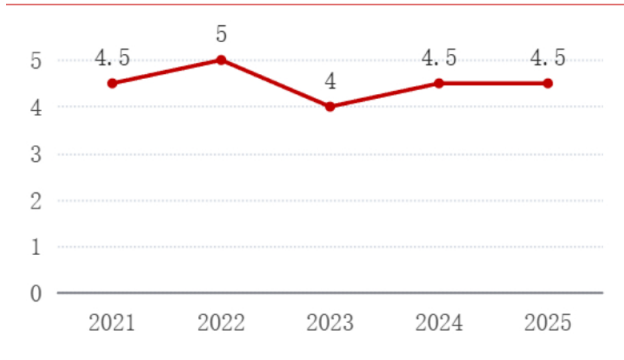
数据来源：公司财报，壹评级

2022年毛利率下滑主因消费电子业务占比高（约78%），苹果议价能力强，每年降价压力3-5%；之后得益于高毛利产品（Vision Pro、AI服务器连接器）占比提升，以及汽车电子（15-18%）、通信与数据中心（20-22%）增长，高毛利业务占比提升带动整体净利率上行。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



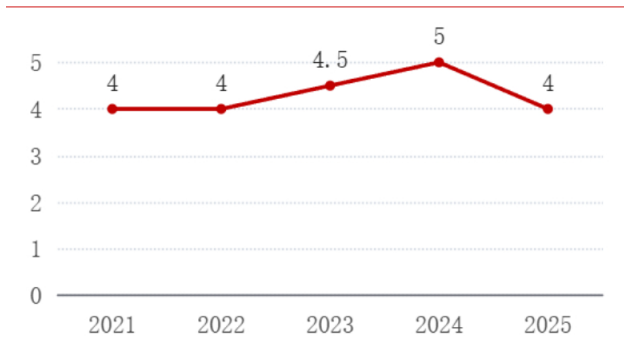
数据来源：公司财报，壹评级

2021年收购纬创昆山厂切入iPhone组装，2023年收购莱尼汽车业务，每次并购都精准补强核心竞争力。iPhone组装份额从2021年的15%提升至2025年的45%，AirPods市占率70%，Vision Pro独家代工贡献增量。汽车电子与通信与数据中心快速增长，收购莱尼后全球线束份额达15%，2025年为英伟达供应高速连接器订单超400亿元。

## 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



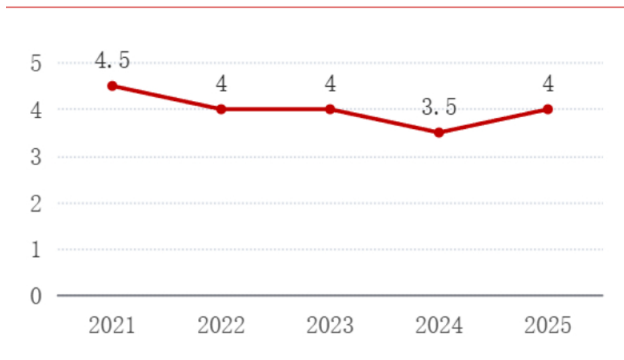
数据来源：公司财报，壹评级

与苹果、特斯拉、英伟达等前五大客户合作年限均超10年，形成“研发-生产-交付”一体化模式，新进入者难以替代。自制率85%带来垂直整合的成本优势10-15%，自动化产线+规模效应进一步强化成本领先地位。2025年公司资产负债率高于制造业平均50%，但主要为经营性负债（应付账款等），有息负债占比低，财务风险可控。

## 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

上市以来坚持现金分红，分红率稳定在10%左右，2024年分红13.37亿元，同比增长22.0%，与净利润增速匹配。2021-2024年股价年化收益率约12-15%，跑赢大盘和行业平均，核心源于业绩持续增长。公司的股东回报保持稳定。

## 5. 四维评级

公司的成长空间中等，消费电子基本盘增速放缓，但AI硬件与汽车/通信业务呈现高增长。公司面临“天花板”可见与“第二曲线”高增的并存局面，整体空间取决于新业务的放量速度。公司的盈利趋势中等，利润率承压但保持稳定。毛利率受产能调整、市场竞争等因素影响，但通过精细化管理与效率提升，净利率实现小幅改善，整体盈利能力稳健。公司的产业格局中等，竞争激烈但地位稳固。在红海市场中凭借深度绑定大客户、垂直整合与全球化产能占据有利位置，但需持续应对行业价格战与技术迭代压力。公司的护城河较深，由“客户绑定+垂直整合+全球制造”构成的综合壁垒。与苹果等大客户的深度互信、从零件到整机的全链条能力、以及遍布全球的快速响应体系，是其最核心的竞争优势。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间中等，消费电子基本盘稳固，但是面临远期增速放缓；AI硬件与汽车/通信业务呈现高增长，然而目前这两块业务合计营收占比仍低于16%，要成长为足以替代消费电子的新支柱，还需要时间。汽车电子从订单到量产需2-3年认证周期，AI算力业务面临华为、中兴等企业的竞争。公司面临“天花板”可见与“第二曲线”高增的并存局面，整体空间取决于新业务的放量速度。

#### 消费性电子(2星):

消费电子基本盘稳固：苹果AI终端（iPhone17系列、VisionPro二代、AI智能眼镜）带来价值量提升，2025年苹果业务订单价值量达2000亿元以上。不过传统业务体量巨大但增速放缓：消费电子业务贡献了近八成的营收，其中来自苹果公司的收入占比超过70%。这一基本盘保证了公司庞大的营收基数，但随着全球智能手机市场进入成熟期，该业务的增速已从过去的高位回落至10%左右。消费电子行业成熟，全球智能手机出货量增长放缓，预期2026年同比仅增长2-3%，立讯需依赖份额提升而非行业增长。预计公司未来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。

#### 通信与汽车(3.5星):

公司的汽车业务（2025年上半年同比增长82.07%）和通信与数据中心业务（同比增长48.65%）是两大亮点。汽车电子高速增长：2025年通过收购莱尼切入欧美主流车企供应链，2025年目标营收300亿元。AI算力业务爆发：通信与AI业务2025年开始为英伟达供应高速连接器、光模块等核心产品，订单金额超400亿元。它们直接受益于汽车智能化和全球AI算力投资浪潮，增速极为迅猛。立讯精密管理层也明确指出，这两大领域未来十年的增长空间“没有天花板”。预计公司未来5年以及5到10年的收入复合增速分别在15+%和0-5%之间。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

立讯精密的盈利趋势中等，盈利能力展现了其在成本控制与规模效应之间的平衡。毛利率受产能调整、市场竞争等因素影响，但通过精细化管理与效率提升，净利率还有改善空间，整体盈利能力稳健。公司不再单纯依赖消费电子的规模增长，而是成功地培育了通信和汽车两大高增长的新引擎。当前的投资和整合是为未来更广阔、更多元的盈利空间打下基础。未来的看点在于通信和汽车业务能否持续放量，以及AI能否为消费电子业务带来显著的盈利提升。

### 消费性电子(2.5星):

消费电子行业正迈入AI驱动的创新周期，AI手机、AI PC等新终端对公司高精度零组件的需求激增，这为公司带来了提升产品单机价值和盈利能力的机遇。不过毛利率承压是常态，作为精密制造企业，立讯精密的毛利率长期在10%左右。这主要受到几个因素影响：一是激烈的行业竞争带来的价格压力；二是为应对全球贸易环境变化而进行的产能调整（如在越南、墨西哥建厂）会产生前期成本。净利率稳中有升显功力：尽管毛利率面临压力，但公司通过智能制造、AI应用和严格的费用管控，成功地将净利率稳定在5%-6%的水平，这反映出公司卓越的运营管理效率和精细化管理能力，远期盈利能力预期稳定。

### 通信与汽车(2.5星):

通信与数据中心是立讯精密当前增长最快的业务板块之一，直接受益于全球AI浪潮。特斯拉、英伟达等新客户订单毛利率高于苹果业务，改善整体盈利水平。公司提供的高速互联、光模块、散热解决方案等产品精准卡位AI算力基础设施建设的需求，在全球头部云服务商中份额持续提升。收购莱尼汽车后的全球整合、产能建设以及新客户开拓需要持续投入，短期内会对利润率产生一定影响。因此，该业务的“中等”盈利趋势意味着其正处于“用当下的投入换取未来更大市场份额和盈利空间”的关键爬坡期。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局中等，竞争激烈但地位稳固。立讯精密凭借技术、客户、垂直整合、全球化优势，在消费电子、汽车电子、AI 算力三大领域形成稳定增长格局。虽然产业格局未形成绝对垄断，但公司通过业务结构优化、技术升级与全球化布局，有望在未来成为全球精密制造领域的标杆企业。

### 消费性电子(2.5星):

立讯精密所处的制造业赛道竞争异常激烈，但它通过独特的策略占据了有利地形。深度绑定顶级客户：公司与苹果等大客户建立的不仅是供应商关系，更是深度协同开发的伙伴关系，甚至参与新产品引入（NPI），这种信任和依赖构成了强大的客户壁垒。垂直整合构建成本与效率优势：通过一系列成功的并购和内部整合，立讯精密实现了从精密零件→模组→系统整机的全产业链覆盖。这种模式使其能更好地控制成本、保证供应链安全并快速响应客户需求，这是许多单一环节的竞争对手难以复制的。

### 通信与汽车(3星):

汽车电子方面，汽车线束全球份额15%（收购莱尼后），高压连接器份额8%，与安波福、矢崎、莱尼等传统巨头竞争，国内排名第一；AI 算力互联方面，高速连接器数据中心份额25%，仅次于华为的 30%，与华为、中兴、罗森伯格等竞争，技术差距逐步缩小。连接器全球份额8%，仅次于泰科电子的 15%，在汽车电子、AI 算力等领域逐步替代外资企业，国内市场份额提升快于全球，产业格局较好。

## 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汽车与通信盈利能力较高，因此护城河宽度较高；预计短期在苹果的市场份额保持国内领先，安卓与/汽车/通信市场份额还有提升空间。公司管理能力强，预计盈利能降低幅度有限（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
消费性电子	(4.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为14.5%，超额ROIC为7.4%，整体超额收益率较高，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4星，不过由于代工性质，公司对产业链上下游的话语权均一般。此外公司作为国内代工厂龙头，全球市占率8%，常年保持全球前三。	(4.5星) 公司的护城河为规模优势、技术优势、管理运营，各自占比接近三分之一，超额收益率未来5年与15年基本不变。主要由于短期内收购闻泰ODM业务拓宽市场空间，未来5年市占率预计还有小幅提升空间。长期来看，公司在全球29个国家拥有105个生产基地，使其能灵活应对不同区域的关税政策，贴近客户进行本地化生产和快速交付，形成了强大的供应链韧性，未来份额还有增长空间。
通信与汽车	(4.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为17%，超额ROIC为18.5%，整体超额收益率较高，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4星，公司为连接器细分领域龙头，对产业链上下游有一定的话语权。公司作为国内连接器龙头，全球市占率7%，常年保持全球前二，仅次于泰科，在汽车线束与高端通信领域则有领先优势。	(4星) 公司的护城河为规模优势、技术优势、管理运营，各自占比接近三分之一，超额收益率未来5年与15年基本不变。公司将其在消费电子领域积累的精密制造、高速连接器、热管理等技术，成功地横向复用到汽车和通信服务器等新领域。这种平台化的技术能力是其打开新增长空间的钥匙。长期来看，预计公司在汽车电子、AI 算力等领域将会逐步替代外资企业，国内市场份额提升也会快于全球。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于公司目前收购较多。盈利能力预期短期承压，长期回归正常，消费电子需求保持稳定，通信与汽车继续快速增长的假设，公司当前偏高估。

### 6.1 核心假设及逻辑

业务一：消费性电子

收入假设

1) 市场份额：考虑到公司目前正在积极进入安卓类市场，国内手机厂等也在积极推进国产替代，公司目前全球份额在7%附近，预计未来5年公司份额相比现在还有20%的提升空间(8.4%)。

2) 下游需求：消费电子产品整体目前已经进入产品存量需求阶段，还有眼镜、手表等新品，预计未来5年保持4%左右的复合增速(主要是可穿戴等需求拉动)，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：考虑到公司短期收购后需要做费用管理，预计3年内公司毛利率逐渐增长到10%，3年后随着市场格局稳定，远期毛利率维持在10%。

2) 费用率：公司费用端主要为研发与管理费用，考虑公司管理能力的稳定，后续费用率将会逐渐稳定至6.5%。

业务二：通信与汽车

### 收入假设

1) 市场份额：考虑到公司目前正在积极拓展两大市场，国内主机厂与海外英伟达等也在积极推进产品验证，公司目前全球份额在15%附近，预计未来5年公司份额相比现在还有33%的提升空间(20%)。

2) 下游需求：汽车产品整体目前已经进入存量需求阶段，主要由于渗透率空间有限。通信产品则在AI算力建设持续加码情况下，高速连接器、光模块等产品成为最高毛利增长引擎。预计未来5年保持10%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：公司此项业务依旧面临费用管理，预计3年内公司毛利率逐渐增长到17%，3年后随着市场格局稳定，远期毛利率维持在17%。

2) 费用率：公司费用端主要为研发与管理费用，考虑公司管理能力的稳定，后续费用率将会逐渐稳定至6.5%。

### 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

立讯精密	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2140.3	2319.1	2687.9	3602.6	3923.9	4206.5	4440.2	4647.9
归母净利润(亿)	91.6	109.7	134.0	164.3	185.7	202.0	204.8	210.5
归母净利润增速(%)	29.4	19.8	22.1	22.7	13.0	8.8	1.4	2.8
经营性净利润(亿)	94.3	101.4	104.0	178.6	201.8	219.6	222.6	228.8
经营性净利润增速(%)	28.3	7.6	2.5	71.7	13.0	8.8	1.4	2.8
经营性归母净利润(亿)	82.4	90.7	95.4	164.3	185.7	202.0	204.8	210.5
经营性归母净利润增速(%)	24.0	10.2	5.1	72.3	13.0	8.8	1.4	2.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

消费性电子	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1796.7	1971.8	2240.9	2847.7	3083.3	3296.2	3461.1	3605.1
收入增速(%)	33.4	9.7	13.6	27.1	8.3	6.9	5.0	4.2
经营性净利润(亿)	66.9	67.7	60.0	100.5	114.3	125.7	125.0	127.7
经营性净利率(%)	3.7	3.4	2.7	3.5	3.7	3.8	3.6	3.5
经营性净利润增速(%)	27.6	1.2	-11.4	67.5	13.7	10.0	-0.6	2.2
通信与汽车	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	343.6	347.2	447.0	755.0	840.6	910.2	979.2	1042.8
收入增速(%)	78.0	1.0	28.7	68.9	11.3	8.3	7.6	6.5
经营性净利润(亿)	27.4	33.7	44.0	78.1	87.6	93.9	97.7	101.1
经营性净利率(%)	8.0	9.7	9.8	10.3	10.4	10.3	10.0	9.7
经营性净利润增速(%)	30.2	23.1	30.5	77.6	12.1	7.2	4.0	3.5

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)
消费性电子	2.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	125.6
通信与汽车	2.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	98.5
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
消费性电子(亿)	242.2	1397.2	1639.3	-	121.4	59.2	1577.1
通信与汽车(亿)	259.4	995.8	1255.3	-	32.2	15.7	1238.8
公司整体测算(亿)	501.6	2393.0	2894.6	-	153.6	74.9	2815.9

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
消费性电子(亿)	785.9	855.4	1641.3	-	121.4	59.2	1579.1
通信与汽车(亿)	759.7	584.7	1344.4	-	32.2	15.7	1327.9
公司整体测算(亿)	1545.5	1440.1	2985.7	-	153.6	74.9	2907.0

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的盈利能力确定性较强，此外手机、笔电、平板、服务器等均有公开数据跟踪，此外公司对外交流较多，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。公司未来的收入规模、市占率较为不确定，主要由于公司目前有新收购安卓代工与汽车线束业务，增速较高，未来具体规模不确定。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。