

周大生 (002867.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

赵泽阳
消费行业研究员

2026年4月16日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	12.45
总市值	135.14亿
PE-TTM	13.03
PB-MRQ	2.16

估值结果

价值	199.04亿
DDM估值	上行空间 47%
状态	偏低估
价值	198.17亿
动态估值	上行空间 47%
状态	偏低估

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

周大生是国内中高端珠宝企业，依托“轻资产、重品牌”加盟模式，正以“国宝+非遗”多品牌矩阵推进高端化与差异化转型。

公司的成长空间较好，主要系：自营门店持续扩张夯实渠道基础，电商业务保持高速增长贡献增量，加盟体系同店销售增速有望稳步回升；我国黄金珠宝行业有望维持高单位数的复合增长。公司的盈利趋势未来向好，一方面是公司的产品结构优化，另一方面是金价红利逐渐释放，推动盈利质量稳步提升。公司的产业格局星级较高，黄金珠宝行业逐渐向差异化发展，公司也正从大众化产品向高端及轻量化转型，行业有着一定的品牌渠道壁垒。公司的护城河主要来自于：1) 规模效应带来的渠道护城河；2) 品牌力。

基于金价持续上涨的假设，我们认为行业消费需求有望逐步回暖，叠加库存升值带来的盈利增长；周大生凭借直营门店的潜在扩张，还具备一定的成长弹性。我们认为周大生目前整体估值偏低。

我们区别于市场的观点

我们虽认为管理层的5年开到1000家直营门店的目标偏乐观，但代表了公司向“高毛利零售+高端IP运营”转型的尝试。市场目前对此几乎暂未定价，一旦“国家宝藏”单店模型跑通或直营增速超预期，望触发戴维斯双击。我们认为可以将这个直营门店的发展目标看做公司的一个看涨期权，短期关注行业β的修复，叠加目前公司估值偏低和高分红有着较好的安全边际，或有向上估值修复空间。

风险提示

1) 金价波动:若金价持续震荡或进入下行通道，可能引发消费者观望情绪，同时加盟商为规避存货跌价而降低补货意愿； 2) 直营模式转型不及预期: 直营门店若单店产出未达预期，将导致扩张节奏放缓、投资回收期延长，拖累整体盈利质量与现金流健康度； 3) 新品推广或子品牌销售情况不及预期: 新品系列或子品牌若市场接受度不及预期，将延缓公司的品牌高端化/年轻化战略落地。

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 营销强度	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	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	9
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

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	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	6
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	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

周大生成立于1999年，公司早期以钻石镶嵌产品起家，通过轻资产运营、差异化定位等方式抢占市场份额，在中端市场建立了品牌力。近年公司积极调整产品结构，落实以黄金产品为主线的产品战略。公司的主要产品包括黄金首饰、钻石镶嵌首饰。渠道端，周大生的收入主要来自于加盟商渠道，自营（线上+线下）占比有逐年提高的趋势；为持续优化店效，公司正构建多元化门店矩阵：周大生主品牌、周大生经典（国潮IP）、国家宝藏（高端门店）、以及转朱阁（轻量化产品）。

2. 业务介绍

对于周大生公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

自营：

公司的自营业务主要是指公司商场联营/专卖店向顾客销售产品。公司对产品和经营拥有控制权和所有权，享有店面产生的利润，同时承担店面发生的所有费用和开支。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

电商：

公司的电商业务销售主要集中在在天猫、京东、抖音、快手等第三方平台，其中天猫占比较大（2024年占比线上收入36%）。我们对该业务该业务的竞争市场界定在中国国内。

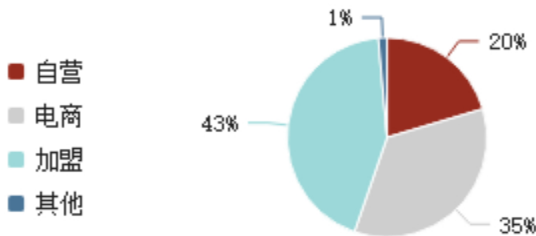
加盟：

公司的加盟业务指公司授权加盟商在指定区域按统一标准开设门店，由加盟商独立运营、自负盈亏。公司收入主要来源于产品批发、品牌使用费及管理服务费。近年来，公司不断提升品牌使用费占比，推动毛利率的增长。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他：

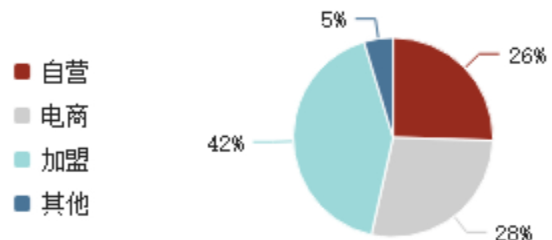
公司的其他业务主要包括供应链服务、小贷金融、工程管理等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

周大生有着轻资产以及轻研发生产的商业模式，公司将生产外包；公司的营销强度高于行业水平，反映了其在加大自营&高端门店的投入；公司的下游客户集中度低，主要以终端消费者为主。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

周大生的资产强度较低，主要因为公司采用加盟主导的轻资产运营模式。截至2025年三季度，公司拥有加盟商门店4275家、自营店400家。在该模式下，门店的固定资产投资、存货及日常运营成本主要由加盟商承担，周大生总部主要负责品牌运营、供应链管理和配货，这使得公司资产负债表上不需要承载庞大的终端门店资产。2024年公司的固定资产金额为3100万元，仅占总资产不到1%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

周大生的研发强度较低，2024年公司的研发费用率仅为0.1%，公司研发人员仅74人，占比1.75%。低研发强度也是公司“轻资产、重运营”战略的自然体现—公司将珠宝首饰行业附加值较低的生产环节委托生产商生产和加工，强调品牌建设、推广和终端渠道管理等附加值高的核心环节。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司的营销强度为中等，但整体费用投入比例高于行业水平。公司2024-2025年前三季度的销售费用率逐步提升（分别为8.4%/13.3%），主要因为自营门店持续加码、《国家宝藏》等优质IP合作推广力度加大（以及加盟业务收入收缩也使得分母变小），进一步推高了费用率。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

周大生的客户集中度低，主要客户是面向分散的终端个体消费者，不存在对单一或少数大客户的依赖风险。2024年公司前五大客户销售额合计占年度销售总额的比例仅为5%。

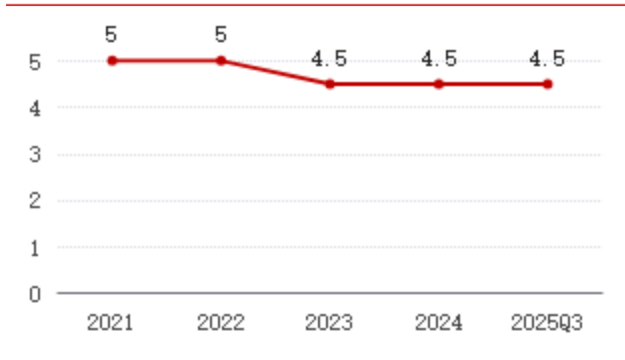
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力突出，轻资产高周转模式支撑ROE长期保持高位；成长性近年有所放缓，主要受金价上行影响；业务控制力指标偏低，实为公司主动调整库存与信用策略以应对金价波动所致；与此同时，股东回报持续亮眼。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



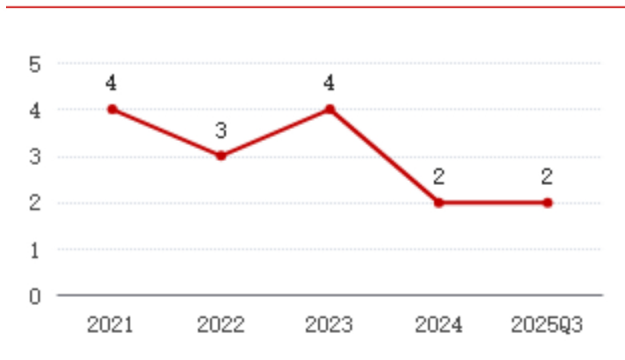
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力保持高位，得益于公司的轻资产高周转的运营模式带来高ROE（2024年的ROE为17.3%）。同时，自2024年起，加盟业务中品牌使用费占比稳步提升，叠加产品结构持续优化，共同推动毛利率上行。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



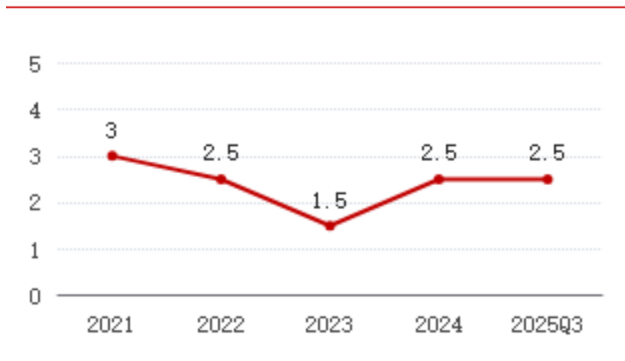
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力低，主要是2024年以来受到金价不断上涨的影响，公司的加盟业务调整，业绩同比下滑，导致星级整体下降。

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



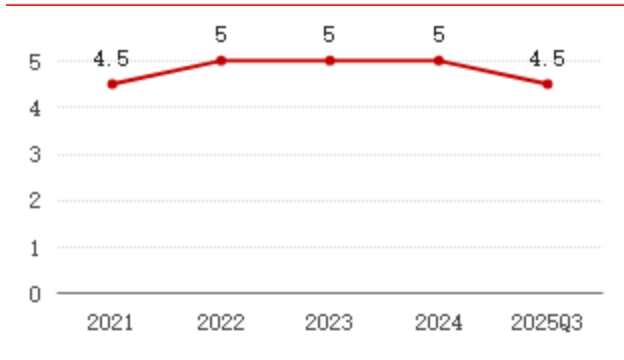
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制能力星级偏低，主要源于为应对金价波动而主动调整库存与信用策略，导致经营性现金流出现较大波动。2023年金价开始逐步上涨，公司处于加盟门店扩张期，采取了激进的赊销政策以支持加盟商开店；而在2024年金价急涨，公司进入闭店周期，采取低风险策略，降低加盟客户赊销额度。

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

公司的股东回报评级高，2023/2024年的分红率分别为78%/102%，股息率超7%，公司也制定了《未来三年（2024年-2026年）股东回报规划》，承诺任意连续三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的累计可分配利润的50%。

5. 四维评级

公司的成长空间中等偏上，未来增长将主要依托自营门店拓展、单店效能持续提升，以及电商业务的增长；盈利趋势星级中等偏上，未来的利润增长主要来自于高毛利产品占比提升及金价红利释放；产业格局以及护城河等级中等偏上。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等偏上。加盟业务近年虽有所收缩，但随金价上行预期有望逐步修复；未来增长将主要依托自营门店拓展、单店效能持续提升，以及电商业务的增长。

自营(4星)：

公司的自营业务预计未来3年收入的复合增长为16%，主要因：1) 产品结构优化（一口价产品占比提高）；2) 多元门店矩阵拓展（国家宝藏、转朱阁等）；3) 直营门店拓展。预计未来该业务增速将快于行业。

电商(3.5星)：

公司的电商业务收入增速在2025年预计为22%，主要受益于小件商品销售增长，公司加大了轻量化、高性价比产品的线上供给。未来三年，电商业务复合增速有望维持双位数以上，核心支撑在于公司线上运营体系已日趋成熟，在渠道布局与用户运营方面较同业具备扎实优势。

加盟(3星)：

公司的加盟业务收入预计在2025年下降50%，主要的下降原因：一是公司主动调整收入结构，将加盟收入确认方式由批发全额法转向以品牌使用费为主（虽短期拉低收入规模，但契合轻资产战略、提升盈利质量）；二是前三季度加盟门店净减少380家，反映行业短期承压。随着加盟商与消费者逐步适应金价走势，叠加消费信心回暖，加盟网络有望企稳修复，需求与拓展意愿将同步回升。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级中等偏上，未来的利润增长主要来自于高毛利产品占比提升、品牌使用费提价以及金价红利释放。

自营(3.5星):

自营业务有着更高的毛利率，省去中间加盟环节使利润空间更厚。在金价上行周期中，自营业务对库存增值红利的捕捉更为直接，利润弹性更强；同时，未来“国家宝藏”等高端门店更多会以自营门店的形式开设，这一战略举措将持续夯实公司盈利。

电商(3.5星):

公司的电商业务未来保持以轻量化珠宝产品为主，这类产品有着较高的毛利率；同时，部分渠道转向代理合作模式后，虽单品毛利率略有收窄，但渠道费用显著降低，整体盈利效率实现提升。

加盟(3星):

加盟业务正逐步将加盟业务从“产品批发”向“品牌使用费”模式倾斜，导致毛利率结构上提升，同时公司近期将品牌使用费从12元/克至24元/克，对毛利率贡献显著；除此以外，加盟业务也会受到金价持续上涨带来的库存红利，只是因盈利传导依赖加盟商经营表现，反应速度与弹性较直营模式更为平缓。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局星级中等偏上，黄金珠宝行业加速迈向差异化竞争，公司顺势推进产品高端化与轻量化转型；行业品牌与渠道有着一定的壁垒，其中直营模式准入门槛较高。

自营(3.5星):

直营业务进入壁垒较高，源于开店投入与库存备货压力；但这也强化了品牌对终端渠道的掌控力，使直营店能聚焦高端化、轻量化等差异化产品策略。黄金珠宝产品兼具情感与保值属性，被相邻行业替代的风险较低。

电商(3星):

周大生电商业务依托轻量化、一口价饰品等差异化策略构建线上竞争力，但线上渠道进入壁垒相对低于线下直营模式，行业竞争更为充分，因此在产业格局维度上的竞争力评级略低于公司整体水平。

加盟(3.5星):

加盟渠道准入门槛相对较低，依托轻资产、高周转模式运作，在产业格局维度上的竞争力略弱于直营渠道，这也与行业渠道结构的差异化特征相契合。

5.4 护城河

★★★★☆

周大生的护城河等级处于中等水平，其护城河来自于：1) 规模效应带来的渠道护城河；2) 品牌力；3) 产品力。

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
自营	(3星) 自营渠道的护城河宽度处于一般水平，2024年经壹评级调整的ROIC为23%（有着一定的超额收益），但公司的市占率偏低（预计仅为低个位数），相较于老凤祥、周大福等老牌黄金珠宝企业，在品牌底蕴上略显不足，且业务控制力处于一般水平。	(4.5星) 公司自营业务的护城河主要体现在品牌力、线下渠道、以及产品力，且具有较强的持续性。在品牌端，公司通过多品牌门店策略构建了坚实的品牌矩阵，未来随着“国家宝藏”系列门店的规模化，周大生的品牌力有望持续受益。在线下渠道端，周大生深度布局下沉市场，并通过引入省级代理机制，提升加盟商整体韧性，后续公司准备加大直营渠道的布局，有望进一步增强公司的渠道控制力。在产品力方面，公司依托独家合作的“国家宝藏”IP与独创的“情景风格珠宝”体系，在行业中具备一定的辨识度与差异化竞争力。
电商	(3星) 电商渠道的护城河宽度处于一般水平，2024年经壹评级调整的ROIC为27%（有着一定的超额收益），整体业务控制力处于一般水平，该业务的护城河宽度略高于直营，	(4星) 公司电商业务的护城河主要体现在品牌力、以及产品力，且具有较强的持续性。周大生在线上以轻量化、低客单价产品作为引流抓手，凭借扎实的产品设计能力和已建立的品牌认知，支撑电商业务的快速增长。后续公司携手无忧传媒，补强内容传播与用户触达，提升品牌声量与转化效率，电商护城河持续性较强。
加盟	(3星) 加盟渠道的护城河宽度处于一般水平，2024年经壹评级调整的ROIC为16%（有着一定的超额收益），但该业务同样的市占率不高，且业务控制力处于一般水平。	(4星) 公司加盟业务的护城河主要体现在品牌力、线下渠道、以及产品力，且具有较强的持续性。与自营业务的护城河一致。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于金价继续上涨的假设，我们认为行业消费需求有望逐步回暖，叠加库存升值带来的盈利增长；周大生凭借直营门店的潜在扩张，还具备一定的成长弹性。我们认为周大生目前整体估值偏低。

6.1 核心假设及逻辑

我们将公司业务按渠道类型拆分，分别开展盈利预测与估值分析，覆盖渠道包括自营、加盟、电商及其他业务；各业务板块的核心预测假设与推导逻辑如下：

业务1：自营

收入假设：

门店：我们预计公司自营门店数量将保持持续增长。公司曾披露“五年内开设1000家直营门店”的战略目标，但综合考虑以下因素：（1）资金面承压；（2）单店盈利模型尚待进一步验证；（3）未来黄金价格可能存在波动，我们认为该目标或趋于保守调整。据此，我们预测2025至2027年每年新开约60家直营门店，截至2030年，公司直营门店总数将达到约830家。

单店收入：预计镶嵌首饰的单店收入（自营）在2025年上涨50%，后续有望保持持续增长，得益于金价上涨时一口价产品以及足金镶嵌等产品有着更高的性价比，而素金首饰的单店收入在2025年预计下跌12%，后续随着未来金价缓慢上涨，消费者对素金首饰消费恢复，叠加国家宝藏系列、IP类、轻首饰等带动增长，长期预计单店收入保持高单位数的CAGR。

盈利能力假设：

毛利率方面，公司2025年开始减少了黄金租赁，利润跟金价相关性更高；随着高毛利产品占比提升及金价上涨带来的库存红利释放，直营业务的毛利率有望获得双重支撑，预期长期毛利率达到37%。

费用率方面，随着公司持续开设直营门店（包括国家宝藏、转朱阁等），预计整体销售费用率因直营门店的投入有所上升。预计管理费用率以及研发费用率保持稳定。

业务2：加盟

收入假设：

门店：公司未来更加追求加盟门店质量，数量预计维持稳定。预计2025年全年关店400家至4255家，2026年继续优化，预计关店100家，2027-2030年随着门店质量提升和运营体系完善，公司每年预计稳定增加100家。

单店收入：伴随加盟商对税收政策的逐步适应、消费者对金价预期趋于平稳，预计2026年黄金首饰消费量将企稳回升，加盟商补货意愿同步提升。同时加盟商的产品结构也望得到优化，镶嵌类首饰以及一口价产品占比的提升有望提高整体店效。

盈利能力假设：

毛利率方面，加盟业务亦受益于高毛利产品占比提升、品牌使用费提价及金价上涨带来的库存红利，推动毛利率上行。

费用率方面，预计2025年销售费用率有所提升（主要因分母收入的下降），长期销售费用率预计保持稳定；预计管理费用率以及研发费用率保持稳定。

业务3：电商

收入假设：

电商渠道的素金首饰依托小克重、高保值属性的产品优势，有望保持双位数高增长；镶嵌类首饰则预计维持中单位数的复合增速。公司已与头部MCN无忧传媒深度合作，借助其流量与内容能力高效触达消费者，带动电商业务的收入增长。

盈利能力假设：

毛利率方面，部分渠道转向代理合作模式后，毛利率略有收窄，但渠道费用显著降低，整体盈利效率实现提升；叠加产品结构的优化，预计长期电商毛利率维持在22%。

费用率端，预计电商业务的销售费用率有所收缩，管理费用率以及研发费用率保持稳定。

表2：公司整体业绩预测

周大生	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	111.2	162.9	138.9	98.9	110.8	123.0	135.2	146.9
归母净利润(亿)	10.9	13.2	10.1	11.7	12.7	13.4	15.3	15.8
归母净利润增速(%)	-10.9	20.6	-23.2	15.7	8.5	5.9	13.5	3.7
经营性净利润(亿)	10.7	13.5	10.7	11.6	12.6	13.3	15.1	15.7
经营性净利润增速(%)	-9.7	25.9	-20.8	8.3	8.5	5.9	13.5	3.7
经营性归母净利润(亿)	10.8	13.6	10.8	11.7	12.7	13.4	15.3	15.8
经营性归母净利润增速(%)	-9.6	25.8	-20.3	8.3	8.5	5.9	13.5	3.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

自营	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.7	16.2	17.4	17.5	22.6	27.7	31.6	35.1
收入增速(%)	-15.1	51.3	7.8	0.3	29.5	22.3	13.9	11.1
经营性净利润(亿)	1.5	2.1	2.5	2.6	3.6	4.3	4.9	5.4
经营性净利率(%)	14.0	13.0	14.6	14.8	15.8	15.4	15.6	15.5
经营性净利润增速(%)	-21.4	41.0	20.6	2.1	38.1	19.3	15.3	10.4
电商	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.5	25.1	27.9	34.2	38.6	41.5	44.6	47.1
收入增速(%)	34.6	62.3	11.4	22.3	13.0	7.5	7.5	5.6
经营性净利润(亿)	1.8	2.8	3.3	3.6	3.9	4.0	4.3	4.7
经营性净利率(%)	11.6	11.3	11.7	10.4	10.2	9.5	9.7	9.9
经营性净利润增速(%)	22.6	58.7	14.8	9.2	10.3	1.0	9.2	7.9
加盟	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	83.0	119.7	91.9	45.6	47.9	52.2	57.4	63.1
收入增速(%)	27.2	44.3	-23.3	-50.3	5.0	8.9	10.1	9.8
经营性净利润(亿)	6.4	7.6	4.2	4.7	4.3	4.3	5.1	4.8
经营性净利率(%)	7.7	6.4	4.5	10.3	9.0	8.3	8.9	7.6
经营性净利润增速(%)	-12.6	18.5	-45.2	12.6	-8.2	0.2	18.2	-5.9
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
收入增速(%)	-8.2	-7.0	-13.6	-5.0	0.8	0.6	0.6	0.6
经营性净利润(亿)	1.0	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
经营性净利率(%)	50.2	50.3	45.0	48.1	48.9	48.8	48.8	48.8
经营性净利润增速(%)	-12.5	-6.8	-22.7	1.5	2.4	0.4	0.5	0.6

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)
自营	4.8%	中低	较好	强	8.0%	15.13	5.0
加盟	4.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	5.1
电商	3.3%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	4.4
其他	0.1%	中低-	一般	一般	8.0%	9.45	0.8
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
自营(亿)	6.1	55.7	61.8	-	-	-	61.8
加盟(亿)	23.3	51.1	74.3	-	-	-	74.3
电商(亿)	9.2	44.3	53.5	-	-	-	53.5
其他(亿)	3.1	5.5	8.6	-	-	-	8.6
公司整体测算(亿)	41.6	156.5	198.2	-	-	-	198.2

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
自营(亿)	27.4	35.2	62.6	-	-	-	62.6
加盟(亿)	39.8	24.5	64.3	-	-	-	64.3
电商(亿)	30.8	30.4	61.2	-	-	-	61.2
其他(亿)	6.8	4.2	10.9	-	-	-	10.9
公司整体测算(亿)	104.8	94.3	199.0	-	-	-	199.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性中等，短期受益于市场普遍预期金价上行，行业景气度有所提升；但中长期受金价波动影响较大，业绩能见度相对较低。

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。