

蓝思科技（300433.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月22日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	55.77
总市值	2943.95亿
PE-TTM	85.60
PB-MRQ	5.39

估值结果

价值	920.49亿
DDM估值	上行空间 -69%
状态	严重高估
价值	879.49亿
动态估值	上行空间 -70%
状态	严重高估

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

蓝思科技为全球消费电子玻璃盖板龙头，智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商，已形成智能手机+智能汽车+新智能终端三大增长曲线，深度绑定苹果、华为等头部客户。

公司的成长空间较好，消费电子基本盘稳健，智能汽车、AI硬件（眼镜/头显）、人形机器人等新赛道提供数倍于当前市场的增量空间。公司的盈利趋势中等，盈利改善的核心驱动力在于公司独特的“结构件-功能模组-整机组装”垂直整合模式，垂直整合战略推动利润率提升，但受行业周期影响。公司的产业格局中等，消费电子结构件领域呈“双寡头”格局；通过多元化战略成功降低对单一客户（苹果）的依赖，客户结构更健康。公司的护城河较深，具备“材料-模组-整机”全链条垂直整合能力、领先的工艺技术及专利壁垒、以及深度绑定全球顶级客户的认证优势。

基于主业智能手机与电脑类产品需求稳定，汽车、智能眼镜、机器人业务预计在全球端侧AI与电动汽车需求的拉动下保持较高增长的假设，公司当前处于高估状态。

我们区别于市场的观点

我们与市场不同的地方有两点。第一市场低估其材料-模组-整机全链条垂直整合模式在盈利方面的弹性。这种模式能全面提升公司在客户端的单机价值量、有效控制自身生产成本、提升产品良率，因此我们预期三年后公司的毛利率就会保持基本稳定。第二市场高估新兴业务盈利性，机器人、AI硬件等新业务目前规模仍小，且面临投入大、竞争激烈的问题，我们目前中性预期公司在未来三年保持22%的较低毛利率，未来十年成长空间约为一倍。

风险提示

大客户依赖风险：苹果产品销量或供应链策略的任何调整都会直接冲击蓝思科技的营收；技术路线不确定与迭代压力：智能眼镜、人形机器人等新兴领域技术路线尚未统一，存在颠覆性迭代风险；

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
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	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	9
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2026年收入占比	4
图2：预测2026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

蓝思科技为全球消费电子玻璃盖板龙头，智能终端全产业链一站式精密制造解决方案提供商，已形成智能手机+智能汽车+新智能终端三大增长曲线。公司与全球多家知名的消费电子和汽车品牌建立了长期稳定的战略合作关系，其客户群体包括苹果、三星、华为、小米、OPPO、vivo等手机厂商，以及特斯拉、宝马、奔驰、理想、蔚来等新能源汽车品牌。蓝思科技核心优势在于其“材料-模组-整机”的垂直整合能力。这意味着它不仅能生产单个零部件，还能提供从产品设计、结构件加工、模组配套到最终整机组装的全链条服务。

2. 业务介绍

对于蓝思科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

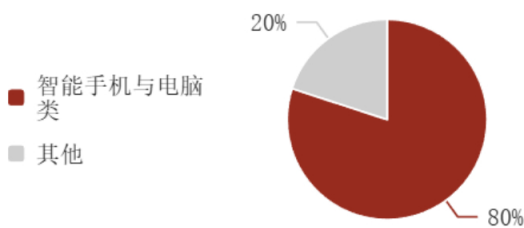
智能手机与电脑类：

公司的产品涵盖玻璃、蓝宝石、陶瓷、金属等多种材质的防护面板、触控模组、生物识别模组等外观结构及功能组件。公司产品广泛应用于中高端智能手机、智能穿戴设备（如手表、AR/VR）、平板电脑、笔记本电脑等领域，上游为玻璃原片、金属、陶瓷粉等原材料，公司加工为结构件成品后将产品交付给下游苹果、小米等全球领先品牌。我们对该业务的市场界定为全球消费电子结构件市场。

其他：

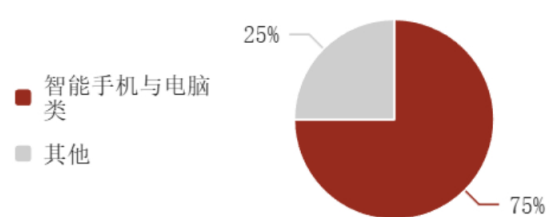
智能汽车与座舱类产品有中控模组、仪表面板、智能B/C柱、充电桩、座舱装饰件；智能头显与智能穿戴类产品有AI眼镜/XR头显镜片、智能手表表壳/表镜、智能手环组件；人形机器人与其他智能终端产品有关节、灵巧手、躯干/头部壳体及面罩、智能家居组件。上游为玻璃原片、金属、陶瓷粉等原材料，公司加工为结构件成品后将产品交付给下游特斯拉、Rokid、智元等全球领先品牌。我们对该业务的市场界定为全球智能硬件结构件市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主业为结构件产品的研发与制造，且下游主要以消费电子为主，业务性质决定公司的资产强度、人力资源密集度较高、客户集中度为高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度较高，公司2024年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为460亿，占总资产的比例为56%，主要由于公司业务以研发和制造为主，资产强度较高。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司的人力资源高端度较高，2024年员工薪酬总数为61.5亿元，公司2024年员工总数为136458人，单位收入薪酬0.088，主要由于公司以生产和研发人员为主，且技术难度一般，2024年研发与生产人员占比累计超过90%。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度高，公司2024年前五大客户累计占比超过80%，第一大客户苹果占比常年超过50%，主要由于公司为苹果手机盖板玻璃的主力供应商，自身技术领先叠加生产规模较大，客户关系稳定。

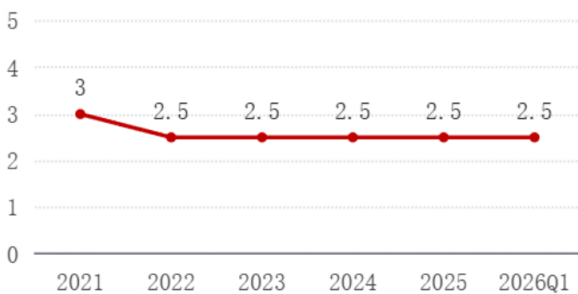
4. 历史经营绩效

2020年以来蓝思科技成功地将业务从高度依赖单一消费电子客户，拓展至智能汽车、AI硬件等多元赛道，展现了强大的制造能力和战略执行力。尽管转型过程中的投入对短期盈利能力造成了压力，但财务根基依然稳健，且目前盈利质量已出现改善迹象。2020年是业绩巅峰，2021-2022年持续承压，2023-2025年企稳复苏；盈利能力显著回落但结构优化，成长重心从单一消费电子转向多元赛道，客户集中度改善，财务健康度提升，股东回报呈现先高后稳格局。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



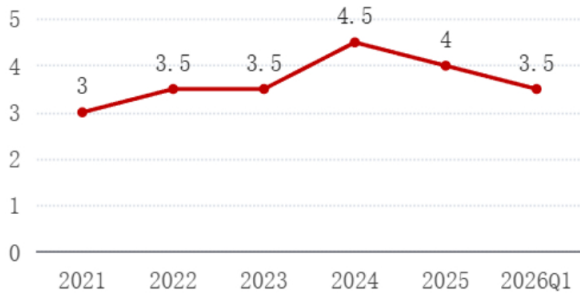
数据来源：公司财报，壹评级

智能手机业务毛利率从2020年30%降至2025年的15%，主因苹果持续压价+整机组装低毛利业务占比提升，其中2022年中报亏损：历史首次单季亏损，因苹果订单下滑+行业需求疲软。尽管公司积极布局智能汽车、AR眼镜、机器人等新兴业务，但截至2025年，这些业务营收占比仍不足10%，尚未形成对传统业务的替代效应，难以有效提升整体盈利能力。市场竞争加剧也使得公司需要投入更多资源以维持竞争力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



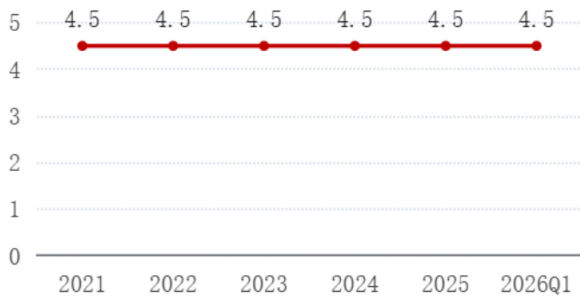
数据来源: 公司财报, 壹评级

成长动力结构变迁: 核心业务增长放缓, 智能手机与电脑业务营收占比从20年90%+降至24年82.63%。第二曲线崛起, 汽车与座舱业务2024年营收59.35亿(+18.73%), 2025年为64.62亿元, 占比8.68%, 为第二大收入来源; 头显与穿戴业务2025年营收39.78亿(+14%), AI眼镜业务快速增长; 智能汽车、AR/VR、机器人等新业务增速较高, 但新业务占营收比例仍较低, 尚未成为主要增长引擎。

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



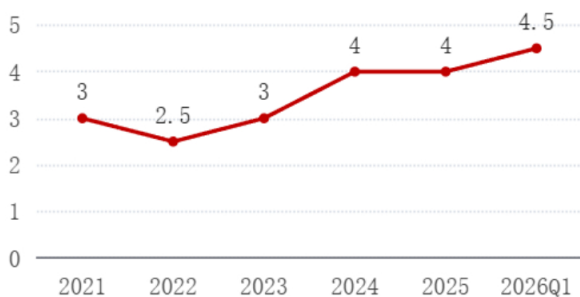
数据来源: 公司财报, 壹评级

消费电子龙头地位稳固: 玻璃盖板全球市占率50%+, 苹果核心供应商地位未变; 全产业链垂直整合, 原材料、模组、整机组装一站式服务, 成本降低15%; 湘潭基地玻璃/金属/塑胶等材料共线生产, 效率提升。资产负债率持续下降, 从2024年末的39.71%降至2026年一季度的33.9%。同时, 速动比率和流动比率保持在健康水平, 利息保障倍数充足, 表明公司短期偿债风险可控, 财务结构稳健。

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

公司自2020年起持续分红, 且2024年分红力度显著提升, 体现了对股东的回报意愿。尽管近年净利润有所波动, 但公司通过优化成本、拓展新业务(如智能汽车、AI穿戴设备)逐步改善盈利能力, 为股东回报提供了支撑。2020年股息率为1.3%, 2021年为0.95%, 2022年为1.72%, 2023年为1.72%, 2024年股息率约为1.12%, 分红率保持45%-65%区间, 向市场传递信心。

5. 四维评级

公司的成长空间较好，消费电子基本盘稳健，智能汽车、AI硬件（眼镜/头显）、人形机器人等新赛道提供数倍于当前市场的增量空间。公司的盈利趋势中等，盈利改善的核心驱动力在于公司独特的“结构件-功能模组-整机组装”垂直整合模式，垂直整合战略推动利润率提升，但受行业周期影响。公司的产业格局中等，消费电子结构件领域呈“双寡头”格局；通过多元化战略成功降低对单一客户（苹果）的依赖，客户结构更健康。公司的护城河较深，具备“材料-模组-整机”全链条垂直整合能力、领先的工艺技术及专利壁垒、以及深度绑定全球顶级客户的认证优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司稳健的核心业务与充满爆发力的新兴业务形成了良好互补。这种“传统+新兴”双轮驱动的模式，不仅降低了公司对单一市场和客户的依赖风险（如其对最大客户苹果的销售占比已显著下降），也为其在AI驱动的新硬件时代打开了广阔的成长空间。核心在于：产品结构升级+客户结构优化+垂直整合+新兴业务拓展，形成了消费电子基本盘稳固、新兴业务快速增长的双轮驱动格局，未来成长前景广阔。

智能手机与电脑类(3星):

智能手机与电脑类业务基本盘稳固，成长动力充沛。整机组装业务爆发，打开新增长空间，湘潭基地2024年营收同比+97.42%，成为小米等品牌重要供应商，ODM能力获大客户认可；UTG超薄柔性玻璃：批量供应华为/三星折叠屏，单机价值200元+，全球核心供应商地位稳固。苹果营收占比从2020年65%降至2025年49.5%，客户多元化成效显著。安卓高端市场拓展顺利，OPPO、vivo、小米等订单增长迅速，2025年非苹果业务占比达30%。未来5年智能手机与电脑类业务收入增速在10%附近。

其他(3.5星):

智能汽车与座舱业务客户拓展迅速，合作特斯拉、比亚迪等30余家车企，从单一中控屏拓展至充电桩、无线充电模组等，单车价值量从300元提升至500元。AI眼镜与头显业务在玻璃盖板、光学组件领域拥有专利，适配VisionPro等高端产品，2025年全球AI眼镜出货量预计达350万台，公司作为核心供应商直接受益。人形机器人业务在2025年初成功批量交付智元机器人的灵犀X1人形机器人，进入商业化阶段。其他类业务多点开花，爆发式增长成第二曲线，未来5年智能手机与电脑类业务收入增速在18%附近。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

蓝思科技未来整体盈利趋势为中等，预计净利率维持5-6%，毛利率稳定在15-16%；智能手机与电脑类业务呈“规模稳定增长+毛利率低位徘徊”特征，盈利贡献占比70%+但增长质量有限；其他类业务（汽车/AI眼镜/机器人）呈“高增长低毛利”或“高毛利低规模”分化，短期难以成为盈利主力。两类业务均表现为“稳定有余、爆发不足”，共同支撑公司未来中等盈利趋势的持续。

智能手机与电脑类(2.5星):

总体来说智能手机业务稳而不强：规模增长稳定但毛利率低位运行，盈利贡献占比高但增长质量有限，是中等盈利的核心支撑。其中整机组装拉低毛利率：该业务毛利率仅5-8%，占比提升导致智能手机业务整体毛利率进一步下滑。苹果压价常态化：作为第一大客户，苹果每年要求3-5%降价幅度，2026年iPhone17改款带来的价值提升将被部分抵消。行业需求疲软：全球智能手机出货量预计2025-2028年复合增长率仅1-3%，增长依赖份额提升而非行业扩张。

其他(2.5星):

智能汽车与座舱业务稳健增长但盈利有限，中控屏全球市占率20.9%（第一），合作30余家车企，单车价值量从300元提升至500元，不过汽车行业竞争激烈，新客户拓展带来的增量收入被价格战抵消。AI眼镜与头显业务：玻璃盖板、光学组件领域技术领先，适配Vision Pro、Rokid等高端产品，但是研发投入大，2025-2027年每年投入8-10亿元，影响短期盈利。人形机器人业务爆发式增长但商业化尚早，2027年营收占比预计达8%，盈利贡献仅5-7%，短期难改盈利格局。

5.3 产业格局



消费电子玻璃盖板绝对龙头，苹果超瓷晶玻璃独家供应商，折叠屏UTG玻璃占苹果70%份额。垂直整合能力强，具备“结构件-功能模组-整机组装”全链条服务能力，客户资源优质，深度绑定苹果、华为、小米、三星等头部品牌，形成长期战略合作壁垒。客户依赖度高，苹果营收占比虽降至45%以下，但仍是第一大客户，议价权弱。系统集成与软件能力不足，在智能座舱、AI硬件等领域难以与德赛西威、华为等竞争。新兴业务市场份额有限，汽车业务市占率20.9%但竞争激烈，机器人业务份额仅10%+。消费电子领域伯恩光学、蓝思科技双寡头格局被立讯精密、歌尔股份等打破，整机组装业务面临闻泰科技、华勤技术等竞争。汽车领域传统Tier1（德赛西威、华阳集团）与科技巨头（华为、百度）双重挤压，蓝思科技仅在硬件制造端有优势。AI硬件领域国际巨头（苹果、Meta）与国内初创企业（Rokid、PICO）共存，蓝思科技作为供应商而非品牌商，话语权有限。

智能手机与电脑类(2.5星):

智能手机与电脑类业务中，整机组装业务扩张，湘潭基地成为小米、荣耀等重要ODM供应商，2025-2026年营收预计+50-60%，带来100亿+增量收入。高端化与材料升级，超瓷晶玻璃在iPhone17系列渗透率达70%，UTG超薄玻璃在折叠屏手机渗透率达40%，单机价值量提升20-30元。客户多元化深化，苹果营收占比降至45%以下，安卓高端市场份额提升，非苹果业务营收占比达35%+。不过价格战与毛利率下滑：苹果每年要求3-5%降价幅度，安卓阵营客户成本控制严格，非苹果业务毛利率仅为1.26%，大幅低于苹果业务的17.97%。整机组装业务拉低产业地位，该业务毛利率仅5-8%，虽带来规模增长，但使公司从“高端材料供应商”向“低端代工厂”转变，产业附加值降低。全球智能手机出货量预计2025-2028年复合增长率仅1-3%，增长依赖份额提升而非行业扩张，天花板明显。

其他 (2.5星):

智能汽车与座舱业务中控屏全球市占率20.9%（第一），合作30余家车企，单车价值量从300元提升至500元，产能将达百万辆级，但是面临传统Tier1（德赛西威、华阳集团）在系统集成方面的竞争，以及华为、百度等科技巨头提供的全栈式智能座舱解决方案带来的挑战。AI眼镜与头显业务的玻璃盖板、光学组件领域技术领先，适配VisionPro、Rokid等高端产品，超瓷晶玻璃与UTG技术在折叠式AI眼镜中具有独特优势。作为硬件供应商，在品牌、软件与生态方面缺乏话语权，产业附加值低。人形机器人业务增长迅速但行业格局未定。总体来说新兴业务短期难成行业主导者，产业格局呈“多极平衡”状态。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于智能手机与电脑类盈利能力较强，护城河宽度较高:消费电子类产品预计市场份额保持领先，其他业务有放量与盈利改善预期，护城河持续性也是较强。

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
智能手机与电脑类	(3星)业务经壹评级调整过的超额ROE为1.1%，超额ROIC为0.1%，整体超额收益率一般，主要由于公司的技术领先、订单较满，不过资产周转速度一般。业务控制力较强为4星，主要由于公司对上游的产业链话语权较高。此外公司作为结构件行业龙头，市占率20%，常年保持全球第一。	(4.5星)公司的护城河为转换成本、规模经济、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持增长。主要由于公司业务需求稳定(绑定苹果大客户)，市占率高且稳定增长(新业务+新客户拓展)，转换成本、规模经济、管理运营优势预计将会保持。此外公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间，主要由于组装市场份额的提升与安卓类客户的增长。
其他	(1.5星)业务经壹评级调整过的超额ROE为-0.6%，超额ROIC为-1%，整体超额收益率为负，主要由于公司的其他业务目前盈利能力一般，汽车业务由于受到产品价格战影响毛利率较低，其他业务则是投入阶段，费用率较高。业务控制力较强为4星，主要由于公司对上游的产业链话语权较高。此外公司作为结构件行业龙头，市占率20%，常年保持全球第一。	(4.5星)公司的护城河为转换成本、规模经济、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来5年与10年预计由负转正。主要由于公司汽车业务预计逐渐反内卷成功，AI眼镜等迎来放量，机器人商业化逐渐落地，转换成本、规模经济、管理运营优势预计将会保持。此外公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间，主要由于新型终端销量的增长以及公司份额的逐渐提升。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于主业智能手机与电脑类产品需求稳定，汽车、智能眼镜、机器人业务预计在全球端侧AI与电动汽车需求的拉动下保持较高增长的假设，公司当前高估，主要由于公司业务布局较多，智能眼镜与机器人未来增速预计较高，市场给予公司较高估值。

6.1 核心假设及逻辑

业务一：智能手机与电脑类。

收入假设：

1) 市场份额：考虑到公司目前正在积极扩展安卓类客户，国内手机厂等也在积极推进国产替代，公司目前份额在20%附近，预计未来5年公司份额相比现在还有5%的提升空间(25%)。

2) 下游需求：消费电子目前已经进入产品存量需求阶段，考虑公司份额增长预计未来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：考虑到公司业务结构变化，预计3年内公司毛利率逐渐降低到14%，3年后随着市场格局稳定，远期毛利率维持在14.5%。

2) 费用率：公司费用端主要为研发费用与管理费用，后续费用率将会逐渐稳定至7.6%。

业务二：其他。

收入假设：

1) 下游需求：AI眼镜、机器人目前还在高速增长阶段，考虑公司份额增长预计未来5年保持18%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：考虑到公司规模效应的体现，预计3年内公司毛利率逐渐增长到22%，3年后随着市场格局稳定，远期毛利率维持在22%附近。

2) 费用率：公司费用端主要为研发费用与管理费用，后续费用率将会逐渐稳定至11%。

资产负债假设：

1) 公司属于重资产行业，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

蓝思科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	544.9	699.0	744.1	865.3	955.3	1005.3	1069.9	1100.6
归母净利润(亿)	30.2	36.2	40.2	42.8	48.8	55.0	62.4	65.0
归母净利润增速(%)	23.2	20.0	10.9	6.6	13.9	12.8	13.5	4.1
经营性净利润(亿)	29.2	34.5	38.8	42.8	48.8	55.0	62.4	65.0
经营性净利润增速(%)	17.4	18.2	12.3	10.4	13.9	12.8	13.5	4.1
经营性归母净利润(亿)	29.0	34.0	38.6	42.8	48.8	55.0	62.4	65.0
经营性归母净利润增速(%)	20.0	17.3	13.3	11.0	13.9	12.8	13.5	4.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

智能手机与电脑类	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	449.0	577.5	611.8	690.7	759.8	790.2	837.6	854.4
收入增速(%)	42.5	28.6	5.9	12.9	10.0	4.0	6.0	2.0
经营性净利润(亿)	20.2	26.9	31.3	33.1	35.9	37.7	43.0	44.1
经营性净利率(%)	4.5	4.7	5.1	4.8	4.7	4.8	5.1	5.2
经营性净利润增速(%)	5.8	33.3	16.2	5.9	8.4	5.1	14.1	2.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	95.9	121.4	132.3	174.6	195.5	215.0	232.2	246.2
收入增速(%)	-36.8	26.6	8.9	32.0	12.0	10.0	8.0	6.0
经营性净利润(亿)	9.0	7.6	7.5	9.7	12.9	17.3	19.4	20.9
经营性净利率(%)	9.4	6.3	5.7	5.6	6.6	8.0	8.4	8.5
经营性净利润增速(%)	55.6	-15.7	-1.3	28.9	32.9	34.2	12.3	7.5

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)
智能手机与电脑类	2.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	44.0
其他	2.0%	中低	一般	强	8.0%	13.61	20.7
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
智能手机与电脑类(亿)	142.4	489.5	631.9	17.7	1.5	2.6	650.7
其他(亿)	17.2	207.5	224.7	3.8	0.4	0.7	228.8
公司整体测算(亿)	159.6	697.0	856.5	21.5	1.9	3.3	879.5

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
智能手机与电脑类(亿)	391.6	263.8	655.4	17.7	1.5	2.6	674.2
其他(亿)	131.4	110.8	242.2	3.8	0.4	0.7	246.3
公司整体测算(亿)	523.0	374.5	897.6	21.5	1.9	3.3	920.5

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，此外下游如手机、笔电、平板、AI眼镜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、市占率确定性也较高，主要由于公司传统主业稳定，机器人与AI眼镜产品处于上升导入阶段，增速较高，但是占比较少，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。