

若羽臣（003010.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月14日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	21.85
总市值	67.97亿
PE-TTM	28.40
PB-MRQ	8.59

估值结果

	价值	107.22亿
DDM估值	上行空间	58%
	状态	低估
	价值	116.25亿
动态估值	上行空间	71%
	状态	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

若羽臣是一家领先的全球消费品牌数字化管理公司。公司以代运营业务起家，近年来持续打造出绽家、斐萃等自有品牌，现已形成了代运营+品牌管理+自有品牌三大业务协同发展的布局。

公司成长空间优秀，主要系绽家和斐萃当前尚处品牌成长初期，随着消费升级以及高端衣物护理和口服美容抗衰等细分赛道的需求增加，未来增长潜力较大，有望通过线上渠道持续的营销推广提升品牌影响力。公司盈利趋势较好，核心自有品牌定位中高端，盈利能力较强。公司产业格局较好，自有品牌所处行业进入壁垒不高，但公司凭借以往服务国际品牌沉淀的多品类消费者洞察与丰富的运营经验，发掘细分赛道潜力机会。公司护城河较深，主要系代运营与品牌管理业务与客户深度绑定，专属运营体系、用户数据沉淀及渠道资源筑起较高转换成本，同时凭借行业口碑与资源形成正向循环，长期被侵蚀的风险较小。

预计公司未来业绩增长一方面来自绽家和斐萃两大核心自有品牌的增长潜力，同时持续扩大自有品牌矩阵、拓展渠道布局；另一方面来自品牌管理业务引入新的合作伙伴。基于以上假设，公司当前估值低估。

我们区别于市场的观点

市场担忧公司自有品牌高销售费用下流量驱动增长的模式难有持续性，且绽家与斐萃的成功案例在未来的可复制性尚待更多样本验证。我们认为，随着规模效应显现、品牌势能提高，费用投入有望边际改善；公司的消费者洞察、运营与全链路操盘能力已得到印证，自有品牌的孵化成果有较大概率可持续复制。

风险提示

市场竞争加剧：公司自有品牌所处行业未来可能面临较多新品牌进入，竞争随之加剧。作为相对新兴的品牌，绽家及斐萃面临发展初期特有的风险，市场认可度、消费者忠诚度等方面均存在不确定性。

市场投入费用加大：公司自有品牌仍处于市场拓展期，营销推广投入较大，可能对盈利能力产生影响。

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 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	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	12

1. 基本信息

广州若羽臣科技股份有限公司于2011年在广州成立，以母婴品类代运营业务起家，后开拓美妆个护、保健品等品类。2020年起陆续孵化出绽家、斐萃、纽益倍等自有品牌，2022年开始开拓品牌管理业务，现已形成代运营+品牌管理+自有品牌三大业务协同发展的布局。

2. 业务介绍

对于若羽臣公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

自有品牌：

自有品牌业务包括LYCOCELLE绽家、FineNutri斐萃和NuiBay纽益倍三个主要品牌。绽家聚焦高端香氛家居清洁护理，产品包括香氛洗衣液、洗衣凝珠、内衣洗衣液等；斐萃专注科学抗衰，产品为以麦角硫因为主要成分的口服抗衰胶囊；纽益倍定位大众膳食营养补充剂，产品主要包括麦角硫因胶囊和姜黄素胶囊。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

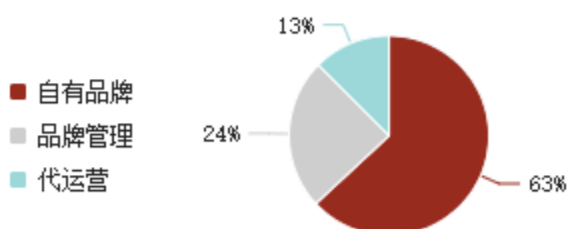
品牌管理：

品牌管理业务根据不同合作模式分为总代、经营权买断和合资品牌三种类型。公司积极引进优质的消费品品牌及产品，全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，并拥有该区域的销售定价权和客户资源。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

代运营：

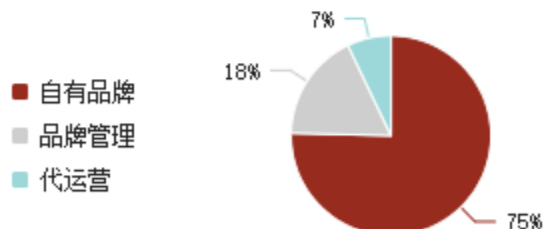
代运营业务主要包括店铺代运营、渠道分销和品牌策划三种模式，分别对应为品牌方在天猫、京东、拼多多、抖音等第三方电商平台运营品牌旗舰店；向品牌方或其授权代理商采购商品后销售至分销商（京东自营/天猫超市等）；为品牌方提供数字营销服务。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

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

公司自有品牌产品以代工生产，代运营及品牌管理办公场地多为租赁，主要为轻资产运营。营销强度高，自有品牌尚处培育期、依赖电商渠道，流量投放与达人佣金推高营销投入。公司合作品牌众多、自有品牌直接面向消费者，客户集中度较低。公司头部供应商以电商平台、合作品牌方为主，供应商集中度较高。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司的资产强度较低，2025年固定资产和在建工程占总资产比重约7.7%，占营业收入比重约4.9%。公司自有品牌产品以代工形式生产，无自建生产厂房、产线设备等，且代运营及品牌管理核心资源为人力和数字化能力，办公场地多为租赁，因此资产投入相对较低。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司营销强度高，2025年销售费用率为48%。公司自有品牌仍处发展初期，且渠道集中于电商，对付费流量的依赖度较高。为实现品牌推广和流量转化，公司需投入较高的平台投流费用和达人佣金，进行抖音竞价投放、品牌直播、短视频/笔记内容营销种草等。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较低，2025年前五名销售客户仅占年度销售总额的15.24%。公司代运营及品牌管理业务合作品牌众多、单品牌体量有限，自有品牌业务客户为终端消费者，均较为分散，因此客户集中度不高。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司供应商集中度较高，2025年前五名供应商采购额占年度采购总额的50.76%。公司的主要供应商为品牌合作伙伴、仓储物流服务提供商、原材料提供商、OEM以及提供推广服务的电商平台。2025年前五名供应商主要为店铺运营及市场推广服务提供商（电商平台）和品牌合作伙伴。

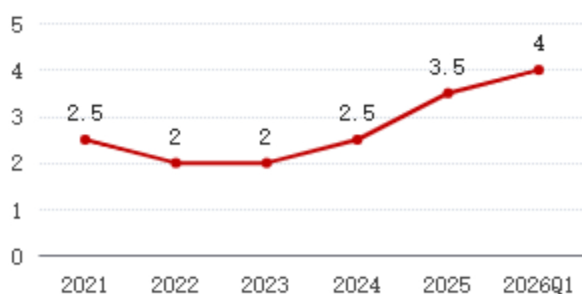
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，随着自有品牌放量、收入占比提升，代运营业务向品牌管理转化，公司盈利能力与成长能力持续提升。随着业绩高速增长，公司重视股东回报，分红比例维持较高水平。但由于备货及投流费用前置导致现金流出需求较高，以及对上游电商及品牌方话语权较弱，业务控制力一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



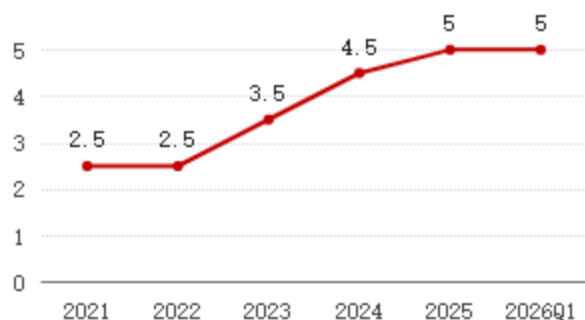
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力持续增强，主要系自有品牌占比提升以及代运营业务向品牌管理转化。2025年ROE为22.75%，2026年Q1扣非净利率为6.78%。随着高毛利自有品牌产品进一步放量，驱动公司毛利率提升，自2021年起公司盈利能力持续爬坡。

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

公司成长能力优秀。2022-2023年，公司精准切入高端家清细分赛道，绽家内衣洗衣液等产品带动业绩高增。2024年推出绽家大单品香氛洗衣液，并布局口服美容抗衰赛道，推出新品牌斐萃，自有品牌持续放量，同时品牌管理业务增势亮眼。2025-2026年Q1自有品牌新品持续推出迭代，业绩延续高增，成长能力进一步增强。

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



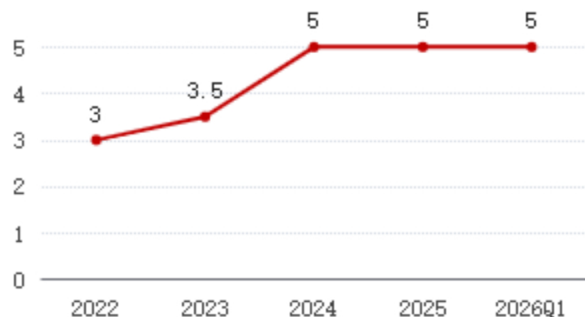
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力一般。2025年公司的经营性现金流净额/营业收入比例为4.4%，净占款/总资产比例为-9.48%。一方面，公司需增加对应库存备货，并提前向电商平台预存推广费、预付达人款项，现金流出需求较高；另一方面，公司上游的电商平台、品牌合作方话语权较强，公司难以占款。

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

公司股东回报能力较好，近年来有所提升。2025年公司分红比例达81.55%，股息率为1.46%。随着自有品牌占比提升，公司业绩高速增长、盈利持续提升，分红意愿较高。

5. 四维评级

公司具有优秀的成长空间，主要系自有品牌所在细分赛道均处发展初期，未来增长空间广阔。公司盈利趋势和产业格局较好，主要系自有品牌核心产品定位中高端，盈利能力较强，随着产品不断迭代和渠道拓展，市占率具备提升空间。公司护城河较深，主要系品牌管理业务护城河持续性较强，长期不易被侵蚀。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较好，预计未来收入CAGR约为25-30%。一方面，自有品牌“绽家”定位高端衣物护理，紧抓高端香氛洗护消费赛道；“斐萃”布局含麦角硫因等热门成分的口服美容抗衰赛道，两大核心品牌均具备充足发展潜力，同时公司有望持续孵化更多新品牌。另一方面，公司正收缩传统代运营业务，转向更高价值的品牌管理业务，目前已合作多个国际品牌，随着线上渠道渗透率持续提升，未来增长可期。但受优质海外品牌资源制约，长期成长存在一定天花板。

自有品牌(5星):

公司自有品牌业务成长能力优秀，预计未来5年收入CAGR约30-35%。随着消费者生活品质需求提升、悦己及情绪消费兴起，含香氛概念的个护家清产品兴起，公司“绽家”品牌定位高端衣物护理赛道，以香氛洗衣液为核心填补高端香氛洗护空白，未来具备较大发展空间。随着以女性为代表的消费者群体对美丽健康及抗衰老等新兴功效的需求增强，公司“斐萃”品牌布局口服美容抗衰赛道，中高端膳食补充剂市场中以麦角硫因为主要成分的产品空间广阔。

品牌管理(3星):

公司品牌管理业务成长能力中等，预计未来5年收入CAGR约25%。公司战略收缩代运营业务，向更高附加值的品牌管理业务转型。随着电商生态系统不断发展，线上渠道渗透率持续提升，本地化及品牌管理服务需求日益增长。公司已与拜尔康王、艾维诺等多个国际品牌展开代理合作，但考虑到优质国际品牌资源有限，远期成长天花板可能受限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好。自有品牌方面，绽家及斐萃均定位中高端，毛利率较高，为盈利提供稳健支撑，在各自的细分赛道市占率领先，未来随着产品持续迭代、渠道拓展，市占率均有提升空间。品牌管理业务方面，公司作为行业龙头，依托服务头部国际品牌积累的代运营经验与全链路操盘能力，后续将持续拓展更多合作品牌。

自有品牌(4星):

公司自有品牌业务盈利趋势较好。绽家通过发掘差异化需求切入高端香氛家清赛道，避开了与专业清洁与大众洗衣液品牌的正面竞争，毛利率水平也相对更高。我国衣物清洁护理行业较集中，CR5超50%，公司在线上渠道已跻身二线龙头，并在高端香氛洗衣液、洗衣凝珠、内衣洗衣液等细分赛道份额领先。而我国以膳食补充剂为代表的保健品行业较分散，斐萃在美容抗衰细分赛道布局领先，市占率为10-20%。随着公司自有品牌持续拓展并进行产品迭代，未来市占率有望持续提升。

品牌管理(3.5星):

公司品牌管理业务盈利趋势较好。品牌管理本质为轻资产的B2B服务，行业参与者众多。公司为行业龙头，通过此前服务宝洁、强生、Ecostore等国际品牌，积累了在保健品、家清品类的长期深厚经验。未来随着公司拓展品牌合作，凭借成熟的品效销协同经验与全链路操盘能力，市占率仍有提升空间。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。自有品牌方面，衣物护理和膳食补充剂行业进入壁垒均较一般，下游客户分散，而绽家靠差异化定位高端香氛洗护赛道，斐萃抢先布局新兴的麦角硫因口服美容抗衰产品。品牌管理方面提供的服务较为同质化、进入难度不大，但公司长期积淀的运营体系、数据及渠道资源难以复刻，品牌方替换服务商转换成本较高，被替代风险较低。

自有品牌(3.5星):

公司自有品牌业务产业格局较好。长期来看绽家所在的衣物护理行业同类产品间功能平衡、进入壁垒一般，下游直接面向消费者，客户分散，但公司凭借差异化布局填补高端香氛洗护空白；斐萃所在膳食补充剂行业由于原材料成分、作用功能众多，需求较为分散，公司作为率先布局以麦角硫因为主要成分的美容抗衰产品的品牌之一，被替代风险较小。

品牌管理(3.5星):

公司品牌管理业务产业格局较好。品牌管理提供的服务差异化程度不高、进入壁垒一般，下游主要面对品牌方。但公司沉淀了适配合作方的运营体系、数据资产、渠道资源与品类实操经验，新合作方或服务商难以快速复制，且品牌方更换合作主体的转化成本较高。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要是由于品牌管理业务护城河表现较好，由转换成本和网络效应带来的竞争优势未来可持续性较强。自有品牌业务主要护城河来源于线上渠道和产品力。

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
自有品牌	(3星) 该业务的护城河宽度中等，经壹评级调整后的ROE为33.2%，ROIC为25.3%。绽家所在的衣物护理行业进入门槛较低，品牌众多，格局较为分散，公司为新兴二线龙头，仅在高端细分产品赛道市占率领先。斐萃所在的以麦角硫因为主要成分的美容抗衰产品赛道仍处初期发展阶段，相关品牌较少，公司市占率为10-20%。公司业务控制力较弱，因销售渠道主要为线上，电商平台话语权较强，公司难以占款。	(3星) 该业务的护城河持续性中等，核心护城河来源为线上渠道和产品力。一方面，公司主要销售渠道为线上，高度依赖平台流量推荐，在线下经销商、商超等渠道布局弱于传统品牌，若后续投流及转化不及预期，长期可能面临侵蚀。另一方面，绽家当前可凭借开辟差异化新兴赛道、香型数量占据领先地位，斐萃所在麦角硫因领域尚处早期阶段，品牌知名度有限，公司当前由产品带来的竞争优势未来可能随着进入品牌增加而减弱。
品牌管理	(3星) 该业务护城河宽度中等，经壹评级调整后的ROE为30.5%，ROIC为23.6%。公司为品牌管理龙头，行业格局较集中。公司业务控制力较弱，主要系下游合作客户多为国际较知名品牌，话语权较强，公司难以对其占款。	(4.5星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河来源为转换成本和网络效应。一方面，公司深度绑定合作品牌，沉淀了高度适配特定客户的运营体系、数据资产、渠道资源等，品牌更换服务商的转换成本较高。另一方面，公司依托服务多家国际头部品牌积累口碑与行业资源，优质的品牌合作资源、渠道人脉、运营经验形成正向循环，合作品牌越多，平台服务能力与行业吸引力越强，未来被侵蚀的可能性较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司未来业绩增长主要来自于：1) 自有品牌业务绽家和斐萃两大核心品牌受消费升级及细分领域消费者需求拉动，具备较大增长潜力，随着未来品牌持续扩大规模、渠道布局持续拓展，业绩将保持快速增长态势；2) 品牌管理业务得益于公司长期以来服务头部国际品牌积累的代运营经验与全链路操盘能力，随着未来持续引入新的品牌管理合作伙伴，有望持续增长。基于壹评级的动态估值和DDM估值模型，公司当前估值低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务包括：自有品牌、品牌管理和代运营。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

对于自有品牌业务：

收入假设：

1) 绽家：产品端，核心大单品香氛洗衣液贡献主要销售额，公司已推出阳光限定和奥黛丽赫本联名系列等拓展香型，后续预计通过更多IP合作释放单品潜力。未来如有出海计划，香氛洗衣液也将作为核心单品。同时内衣洗衣液、洗衣凝珠、香氛衣物喷雾、地板清洁剂等单品也将持续迭代升级、拓展家清其他细分类目。渠道端，线上通过达人矩阵及品牌自播实现内容种草和转化，注重场景化营销助力品牌破圈；线下持续深化与山姆的战略合作，推出定制化产品等，同步入驻其他优质渠道。因此未来5年给予其23%左右增长。

2) 斐萃等保健品品牌：斐萃抗衰小紫瓶作为科学抗衰品牌的核心单品，预计后续将作为品牌主推并持续保持高增长，其余鎏金瓶、红宝石油等产品也将分别针对各自细分市场稳健增长。新品牌纽益倍麦角硫因、AKK益生菌产品等正处于快速起量阶段，得益于其更为平价的定位，预计将实现更广的人群覆盖。未来公司在保健品品类有望进一步丰富品牌矩阵，实现从超高端、中端到平价市场的全价格带覆盖，以差异化产品矩阵覆盖更全面的消费群体。因此未来5年给予其40-50%左右增长。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司绽家品牌定位中高端，随着规模扩大及新品推出，预计未来5年毛利率有望小幅提升至约69.5%。但远期随着高端洗护细分赛道竞争者增多，毛利率可能降至中枢水平。斐萃等保健品多品牌矩阵将持续释放规模优势，未来5年毛利率有望实现小幅提升。但远期随着口服抗衰赛道进入者增加，产品及价格带有所丰富，依赖流量营销和早期产品稀缺性带来的高端溢价空间可能被压缩，毛利率预计将有所下降。

2) 费用率：由于公司自有品牌主要依赖线上渠道销售，均处于品牌成长初期，为维持一定的营销力度，线上投放的销售费用将保持较高水平。

对于品牌管理业务：

收入假设：

公司深度参与合作品牌的全链路业务流程，2026年已新增美斯蒂克等品牌合作，预计未来将持续引入新的品牌管理合作伙伴带来规模扩张，现有合作品牌也将持续贡献稳健的业绩增长。因此未来5年给予其25%左右的增长。

盈利能力假设：

随着品牌管理业务规模扩张带来规模优势，运营及直播团队所需的人力、技术等固定成本被摊薄，同时通过AI赋能运营营销、内容生产、用户洞察等业务全流程实现提质增效，预计未来5年毛利率有望提升至约47%。

对于代运营业务：

公司代运营业务预计未来将延续战略缩减态势，主要向自有品牌和品牌管理业务发力。因此预计未来将选择性终止部分代运营品牌的合作或切换合作方式，以提质增效为主，毛利率有望小幅提升。

表2：公司整体业绩预测

若羽臣	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	13.7	17.7	34.3	55.1	70.7	84.3	98.1	111.1
归母净利润(亿)	0.5	1.1	1.9	4.0	5.3	6.5	7.5	8.6
归母净利润增速(%)	60.3	95.0	83.6	105.1	34.0	22.4	14.4	15.3
经营性净利润(亿)	0.5	1.0	1.9	4.0	5.3	6.5	7.5	8.6
经营性净利润增速(%)	37.0	110.6	87.2	108.2	34.0	22.4	14.4	15.3
经营性归母净利润(亿)	0.5	1.0	1.9	4.0	5.3	6.5	7.5	8.6
经营性归母净利润增速(%)	37.3	110.6	87.2	108.2	34.0	22.4	14.4	15.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

自有品牌	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.6	5.0	18.1	34.8	46.1	56.2	66.9	76.4
收入增速(%)	63.6	90.2	262.0	92.0	32.4	21.9	19.1	14.2
经营性净利润(亿)	0.1	0.4	1.3	2.9	3.9	4.8	5.5	5.8
经营性净利率(%)	5.5	8.7	7.1	8.3	8.5	8.5	8.2	7.7
经营性净利润增速(%)	64.0	200.5	194.6	125.8	35.4	22.6	13.7	7.2
品牌管理	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.6	5.0	9.0	13.4	18.1	21.8	25.0	28.8
收入增速(%)	0.0	212.2	78.6	50.0	35.0	20.0	15.0	15.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.2	0.4	0.9	1.2	1.5	1.8	2.5
经营性净利率(%)	3.3	4.0	4.3	6.4	6.6	6.9	7.1	8.8
经营性净利润增速(%)	0.0	270.1	94.6	123.7	38.5	25.0	19.3	42.8
代运营	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	9.4	7.6	7.2	6.9	6.5	6.3	6.1	6.0
收入增速(%)	-10.8	-19.0	-5.3	-5.0	-5.0	-3.0	-3.0	-3.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	3.0	5.1	3.4	3.3	3.5	3.9	3.9	3.8
经营性净利润增速(%)	8.0	35.6	-36.5	-6.9	-0.3	6.4	-3.0	-3.1

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)
自有品牌	10.6%	中高	较好	较强	8.3%	17.6	5.8
品牌管理	9.2%	中等	较好	强	7.5%	19.5	2.5
代运营	-1.2%	小幅负增长	一般	一般	7.5%	9.2	0.2
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
自有品牌(亿)	3.0	74.5	77.5	-	-	-	77.5
品牌管理(亿)	0.5	36.2	36.7	-	-	-	36.7
代运营(亿)	0.5	1.6	2.1	-	-	-	2.1
公司整体测算(亿)	3.9	112.3	116.2	-	-	-	116.2

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
自有品牌(亿)	21.4	40.6	62.0	-	-	-	62.0
品牌管理(亿)	13.3	29.4	42.6	-	-	-	42.6
代运营(亿)	1.4	1.1	2.6	-	-	-	2.6
公司整体测算(亿)	36.1	71.2	107.2	-	-	-	107.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性一般，主要系公司历史收入和盈利能力波动较大。公司与市场积极交流，自有品牌产品相关电商销售数据具备一定的可持续跟踪性。但公司自有品牌均处发展初期，品牌增长高度依赖流量营销，且消费者习惯日益变化，整体较难以定量预测，因此对估值确定性星级有所拖累。

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	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
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。