

百亚股份（003006.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年10月12日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	消费品	价值	97.21亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	22.84	DDM估值 上行空间	-0.9%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	98.13亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	49.33	价值	87.30亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	6.82	动态估值 上行空间	-11%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

百亚股份是国内集研发、生产与销售于一体的一次性卫生用品龙头企业，产品主要涵盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域，下游以经销商、KA和电商为主要销售渠道。

公司成长空间中等，主要系卫生巾刚需属性强，需求相对稳定，但由于卫生巾渗透率已达100%，且我国育龄女性数量逐年减少，行业增长主要靠价增拉动，未来增速将有所放缓。公司盈利趋势较好，大健康系列产品定位中高端，未来具备一定提价空间，盈利能力较强。公司产业格局中等，其所处行业进入壁垒不算高，品牌众多导致格局趋于分散，但品类被替代的风险较低。公司护城河较深，核心产品自由点具备一定品牌力，在川渝等核心地区市占率领先，线下渠道覆盖及下沉程度较深，长期被侵蚀的风险较小，且经销商选择、精细化运营等优势可向全国复制。

预计公司未来业绩增长来自“她经济”趋势下卫生巾高端化带来的片单价提升，以及公司通过线上品牌影响力增强、线下新地区渠道的拓展带来的市占率的提升。基于以上假设，公司当前估值基本合理。

我们区别于市场的观点

市场担忧公司在线上营销费用投放力度较大，以此换取的增长不具备长期可持续性，或将持续压制净利润。我们认为公司加大抖音渠道投放具备一定合理性，抖音作为内容电商，短期以小幅亏损或微利主要聚焦拉新和品牌传播，长期随着投放效率提升，可通过抖音流量的外溢反哺天猫等传统电商复购率提升以及线下渠道协同，促进全渠道共同发展。

风险提示

外围市场拓展不及预期：外围省份消费者的消费习惯和价格敏感度各不相同，且可能对全国性大品牌心智较强，对公司品牌认可度存在不确定性，异地扩张效果可能不及预期。

行业竞争加剧：若国内外品牌间竞争加剧，或不断有新品牌进入市场，可能对公司盈利能力有所影响。

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第1页

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

百亚股份成立于2010年，前身为重庆丝爽卫生用品有限公司，2020年于深交所上市，旗下拥有卫生巾品牌“自由点”、婴儿纸尿裤品牌“好之”、成人失禁用品品牌“丹宁”等。公司精耕川渝市场，并有序拓展云南、贵州、陕西、湖南、广东、江苏等全国市场，已成长为国内一次性卫生用品行业领先的本土企业。

2. 业务介绍

对于百亚股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

线下渠道：

该业务的竞争市场界定为国内线下渠道的女性卫生用品市场，主要包括经销渠道（如地区性连锁超市、便利店等）和KA渠道（如知名大型连锁超市和大卖场，如永辉超市、沃尔玛、重庆百货等）。其中经销渠道是公司与经销商签订合同，经销商在合同约定的地域内通过其下游零售终端将产品销售给消费者。KA渠道是公司与KA客户签订年度框架销售合同，以委托代销的方式销售给商场超市等。

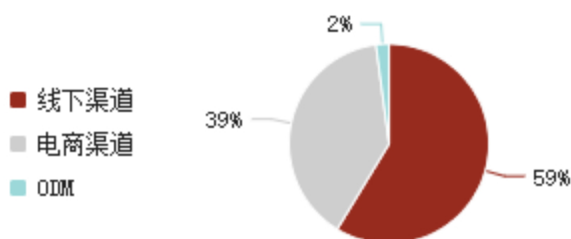
电商渠道：

该业务的竞争市场界定为国内电商渠道的女性卫生用品市场，主要包括传统货架电商（如天猫、京东）、社交电商（如拼多多）、内容电商（如抖音、小红书）以及O2O即时零售平台（如美团、淘宝闪购自营超市）等。该渠道是以互联网为载体，依托物流体系，实现产品从品牌方到消费者的线上交易过程。

ODM：

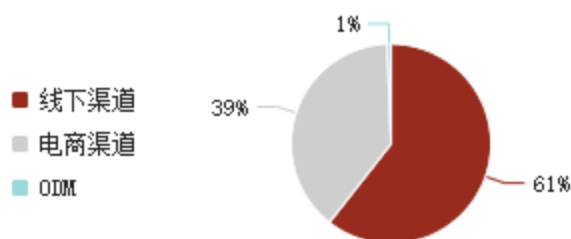
该业务的竞争市场界定为国内的一次性卫生用品的代工市场。该业务主要是为消费品企业设计、开发和代工贴牌生产卫生巾、纸尿裤等产品，以先款后货的形式与客户（如苏州绿叶、名创优品等）结算。

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

公司作为自主生产的一次性卫生用品企业，虽具备自有厂房及生产线，但资产强度较低。公司的主要产品具备较强的消费品属性，因此需要高营销强度增强消费者对品牌的了解以及终端对产品的销售推广。公司客户和供应商集中度低，在产业链中具备一定议价能力，有助于实现稳健经营和良好盈利水平。

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33.6%。百亚股份作为自主生产型公司，其固定资产主要为生产厂房和卫生巾、纸尿裤等产线所需的配套生产设备，资产投入高于以代工模式为主的小品牌公司，但整体较低。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的营销强度高，2025年销售费用率为41.8%。线下渠道通过开展校园营销/节日营销、给予导购与渠道激励、在商超和社区门店定制货架等，实现场景渗透和终端下沉。线上渠道通过投入大量营销费用进行电商平台投流、品牌自播/达人合作直播、短视频/笔记内容种草等，实现品牌推广和营销转化。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的客户集中度低，2025年前五名销售客户仅占年度销售总额的9.2%。线下渠道主要面对各类渠道经销商以及KA客户，线上渠道直接面对消费者，因此客户集中度较低。公司对下游的话语权较强，对经销商采取先款后货的模式，应收账款情况良好。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司的供应商集中度低，2025年前五名供应商占年度采购总额的19.9%。公司的主要供应商为无纺布、膜、高分子、胶、无尘纸和浆板等原材料公司，公司通常会在综合考虑供应商产品质量、价格、服务能力等因素的情况下，通过不断引进优秀供应商的方式加强供应商资源储备。

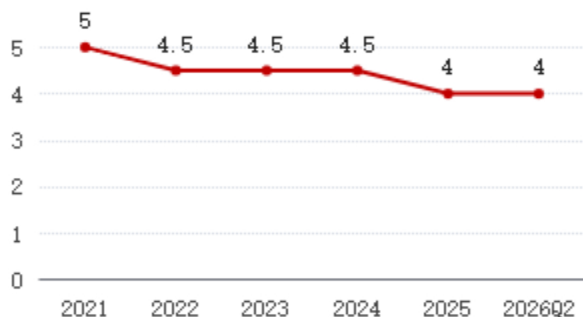
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司盈利能力较好，整体水平优于同行，股东回报能力优秀，分红意愿较强。成长能力一般，近年来受电商渠道调整有所下降。业务控制力水平中等，近年受外围省份渠道拓展以及电商平台布局等影响有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



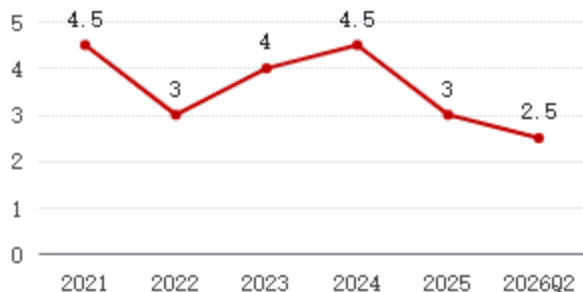
公司的盈利能力较好，随着大健康系列卫生巾的推出，公司产品结构升级，定位中高端价格带，单片价格的提升带动毛利率有所提升。2025年ROE约为14.83%，归母净利率为6%。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



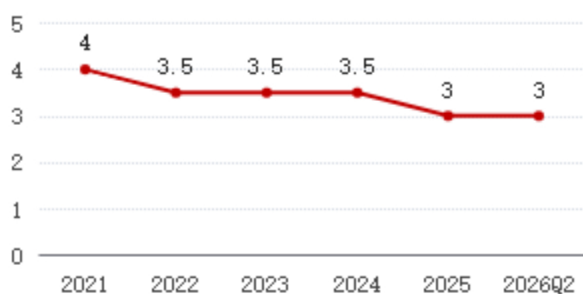
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力一般。其中2022年由于受疫情影响，传统线下渠道销售有所承压，成长星级有所下降。2023年随着电商渠道高速增长和线下外围市场增长提速，以及2024年益生菌系列大单品快速放量，成长星级持续回升。2025年受315舆情事件的负面影响，以及Q4电商直播调整导致公司线上销售承压，星级有所下降。

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



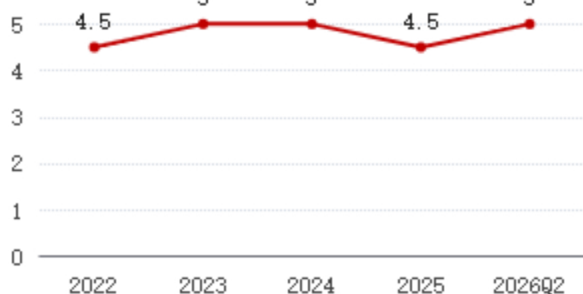
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力中等。2025年公司的经营性现金流净额/营业收入比例为5.7%，公司对经销商具备一定话语权，可以实现一定占款。2025年上下游净占款/总资产比例略有下降，主要系公司在向外围省份扩张过程中渠道控制力有所减弱。

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

公司的股东回报能力优秀，分红比例维持较高水平，2020-2025年分红比例均高于50%，2025年分红比例达82.6%，股息率为1.5%。主要系公司盈利能力较好，重视股东回报，分红意愿较强。

5. 四维评级

公司具有较好的盈利趋势，护城河较深，主要系公司线下渠道具备丰富的渠道拓展和下沉经验，未来将持续向外围省份拓展，同时电商渠道中抖音流量的外溢也可提升天猫等传统平台复购率的提升和线下品牌影响力的提升，未来市占率有望持续提升。公司的成长空间和产业格局中等，其所处行业需求较为稳定，进入壁垒并不算高、产品差异化程度也不高，但公司上下游议价能力良好，品类被替代的风险较低。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间处于中等水平，预计未来5年收入CAGR约10-15%。由于卫生巾具有较强刚需属性，未来行业需求相对稳定。一方面，线下渠道将随着外围省份的持续拓展实现较快增长。另一方面，电商渠道短期考虑到流量成本、新玩家进入等，增速将有所放缓。长期随着抖音平台流量外溢至传统电商和线下协同，公司整体有望实现稳健增长。

线下渠道(3星):

公司线下渠道业务成长能力中等，预计未来5年收入CAGR为10-15%。卫生巾具有较强刚需属性，消费者需求相对稳定。川渝云贵陕核心五省线下渠道覆盖率已较高，虽仍有一定下沉空间但整体增长天花板有限，未来增速将有所放缓。该业务未来增长主要来自于外围省份的渠道拓展，随着公司筛选当地优质的经销商合作、动销精细化运营等，各外围市场将实现快速增长。

电商渠道(3星):

公司电商渠道业务成长能力中等，预计未来5年收入CAGR为10-15%。公司近年来及时把握抖音等内容电商渠道红利，该业务收入实现高增。由于入局者激增，以及平台流量政策调整带来投流成本上升，预计未来增速将有所放缓。但随着抖音等平台持续投流产生的流量外溢效应，也将带动天猫等传统电商的复购增长，整体实现稳健增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好，卫生巾行业内产品的差异化程度虽不算高，但得益于公司大健康系列产品高端化带动片单价提升，盈利能力较为领先。此外，公司在核心五省的渠道拓展和下沉经验可复制至外围省份渠道扩张，叠加线上如抖音电商带来的流量外溢效应和品牌知名度提升，预计未来市占率仍有较大提升空间。

线下渠道(3.5星):

公司线下渠道业务盈利趋势较好，主要系自由点大健康系列产品带来领先同行的毛利率，未来卫生巾高端化带来片单价的提升也将为盈利提供稳健支撑。当前所处行业较集中，CR5约30%，公司为二线龙头（头部主要为外资品牌如苏菲、护舒宝等），在川渝云贵陕核心五省市占率领先。随着公司持续向外围省份拓展，未来市占率仍有较大提升空间。

电商渠道(3.5星):

公司电商渠道业务盈利趋势较好。电商平台的入驻门槛较低，流量分配及推荐算法使得新品牌有更多机会通过营销投流获得曝光，故行业格局较为分散。公司在该渠道为二线龙头，一方面抖音渠道投入较多，以拉新和品牌推广为主，店铺销售排名领先；另一方面天猫等传统平台作为线上复购主阵地，盈利能力稳健。未来随着抖音流量外溢至传统电商平台带动复购率上升，整体市占率有望进一步提升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，卫生巾行业的进入壁垒并不算高，产品也并无明显差异化，但上下游议价能力较好、品类被替代的风险较小。一方面，上游主要为原材料供应商，行业格局分散，公司作为自主生产型企业，相比靠代工的企业更能把控生产环节，对上下游更具话语权。另一方面，卫生巾具备高频使用、场景通用性强的属性，其余品类如卫生棉条、安睡裤等多为场景补充，被替代风险较小。

线下渠道(3星):

公司线下渠道产业格局中等，长期来看该行业产品差异化程度不高、进入壁垒一般，但其上下游议价能力较好、被替代风险较小。公司下游客户为分散的经销商及大型商超，对经销商销售为卖断模式，上游原材料来源分散，对供应商依赖度较低，因此产业链议价权得以增强。由于卫生巾需求多具备临时性和周期性，多样的渠道可满足不同需求，被替代风险也较小。

电商渠道(2.5星):

公司电商渠道产业格局一般，该行业进入壁垒不高，新兴品牌总有不同的流量入口，且行业内产品并无明显差异化。但另一方面电商渠道凭借长期沉淀的用户消费习惯、便捷的消费场景，已成为消费行业的核心触达渠道之一，被替代风险较小。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要具备渠道护城河和品牌护城河。其中线下渠道相较于电商渠道的护城河更深，主要系公司在线下渠道核心五省市占率领先，渠道覆盖广度和下沉程度较深，具备丰富经验，未来有望将此优势复制到外围省份拓展，可持续性更强。

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
线下渠道	(3.5星) 该业务的护城河较宽，经壹评级调整后的ROE为29.2%，ROIC为28.9%。卫生巾行业线下格局较集中，公司自由点品牌在该渠道位列二线龙头，市占率约占6.3%。公司在川渝、云南市场市占率排名第一，在贵州、陕西排名第二。公司业务控制力中等，不断完善渠道布局，对经销商掌控力较强。	(4.5星) 该业务的护城河持续性强，核心护城河来源为线下渠道和品牌。一方面公司在川渝云贵陕核心五省市占率领先，得益于渠道覆盖广度和下沉程度较深，筛选优质经销商并给予可观的渠道利润，以及团队在渠道动销、营销活动等的精细化运营，未来有望将此优势复制到外围省份拓展中，长期被侵蚀的可能性较低。另一方面公司在核心区域品牌认可度较高，未来也将在外围扩张中通过当地KA大客户与经销覆盖范围优势互补，提升品牌影响力，未来被侵蚀的可能性较低。
电商渠道	(3星) 该业务的护城河宽度中等，经壹评级调整后的ROE为23.9%，ROIC为23.5%。一方面，电商渠道进入门槛较低，行业格局分散，公司为二线龙头，市占率约4.3%。但另一方面，公司在抖音渠道投入费用较多，转化效果良好，店铺销售排名保持领先，且电商运营及投流团队集中在杭州，决策效率较高，故使其护城河宽度也得到一定支撑。	(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品牌。公司线上渠道主要为天猫和抖音平台，抖音短期注重拉新和品牌推广，虽然随着流量成本上升、新品牌众多，渠道力有一定被侵蚀的可能性，但长期流量的外溢将反哺天猫等其他平台复购率的提升，增强品牌的全域影响力，形成多平台协同效应，整体可持续性中等。

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）线下渠道在核心五省下沉程度加深，以及向外围省份拓展带来经销和新渠道市占率的提升；2）电商渠道短期通过抖音的营销投入进行拉新和品牌传播，长期通过抖音流量外溢带动天猫、拼多多等平台复购率提升和线下渠道协同。随着公司自由点大健康系列产品占比提升，以及在未来卫生巾高端化的趋势下，卫生巾片单价预计稳中有升，盈利能力仍有提升空间。基于壹评级的DDM估值模型，公司当前估值基本合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务包括：线下渠道、电商渠道及ODM。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：

对于线下渠道业务：

收入假设：

1) 核心五省地区：公司在川渝地区起家，品牌知名度与市场份额领先。2025年自由点卫生巾在重庆和四川省市占率排名第一，重庆地区已基本实现终端网点和下沉流通渠道全覆盖，四川地区网点覆盖度接近7-8成、下沉流通小店略有提升空间。云贵陕地区也是公司的核心布局区域，2025年自由点卫生巾在云南省市占率排名第一，贵州、陕西排名第二（第一为七度空间）。考虑到公司大健康系列产品正处放量期，但未来核心区域的拓展空间有限，因此未来5年给予其5%左右增长，远期3-5%增速预期。

2) 其他地区：其他地区为公司未来重点拓展方向，公司复制核心五省成功经验，将有序拓展广东、湖南、湖北、江苏、河北等外围省份。随着自由点品牌势能提升、新品放量和线下渠道的持续开拓，未来5年给予20%左右的增速。

盈利能力假设：

受益于大健康系列产品占比提升带动产品片单价稳健提升，以及外围省份规模的逐步释放，该业务毛利率短期预计稳中有升，有望稳步提升至约58%。长期考虑到在外围消费力较弱的地区，中高端产品占据一定份额后，需补充中低端价格带产品提升整体竞争力，毛利率将有所回落。线下渠道的多数费用为固定费用，可被规模充分摊薄，随着未来外围省份规模迈过盈亏平衡点，盈利弹性有望加速兑现。

对于电商渠道业务：

收入假设：

公司在抖音销售渠道持续霸榜，益生菌系列产品线上表现较好，但随着抖音渠道日渐成熟，预计较难维持前期翻倍级的高增速，长期在流量外溢下天猫、拼多多等平台销售有望提速。公司未来策略将更重视ROI，从单一抖音的投放转向品牌的全域投放，追求高质量增长，因此未来5年给予其14%左右增长。

盈利能力假设：

2023年公司电商渠道已基本实现盈亏平衡，后续在实现精准投流、提高投放效率的基础上，也将受益于大健康系列产品占比提升带动产品片单价稳健提升，显性期毛利率预计稳中升至约56%，半显性期随着品牌竞争加剧、高端溢价减弱，毛利率可能面临回落。线上投放的销售费用率短期可能仍将维持较大营销力度，后续随着ROI持续修复，营销压力将有所减小。

对于ODM业务：

收入假设：

当前公司主要聚焦于自由点自有品牌卫生巾业务，已不再主动接洽新客户的ODM业务，预计该业务占比将逐年降低，因此未来5年给予其-5%左右增长。

盈利能力假设：

由于ODM业务已经较为成熟，预计未来将维持16.5%左右毛利率不变。

表2：公司整体业绩预测

百亚股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	21.4	32.5	34.9	38.3	44.7	50.3	56.0	61.4
归母净利润(亿)	2.4	2.9	2.1	3.5	4.3	5.1	5.8	6.5
归母净利润增速(%)	27.3	20.6	-27.7	67.6	23.8	17.3	15.0	12.1
经营性净利润(亿)	2.2	2.7	2.1	3.4	4.2	5.0	5.7	6.5
经营性净利润增速(%)	24.2	21.3	-23.8	64.2	24.4	17.6	15.3	12.3
经营性归母净利润(亿)	2.2	2.7	2.1	3.4	4.2	5.0	5.7	6.5
经营性归母净利润增速(%)	23.8	21.4	-23.8	64.2	24.4	17.6	15.3	12.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

线下渠道	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.7	16.2	20.6	22.5	25.9	28.8	31.9	34.9
收入增速(%)	14.8	26.7	27.6	9.2	15.1	11.3	10.5	9.6
经营性净利润(亿)	1.4	1.4	1.3	2.5	2.9	3.3	3.7	4.2
经营性净利率(%)	10.8	8.8	6.2	11.2	11.3	11.5	11.5	11.9
经营性净利润增速(%)	2.1	3.1	-10.8	98.3	16.5	12.9	10.5	13.6
电商渠道	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.5	15.2	13.4	15.0	18.0	20.8	23.5	25.8
收入增速(%)	101.5	103.8	-11.9	12.0	20.0	15.0	13.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.8	1.3	0.8	0.9	1.3	1.6	2.1	2.3
经营性净利率(%)	10.9	8.3	5.9	5.7	7.1	7.9	8.8	8.8
经营性净利润增速(%)	102.0	54.4	-37.6	9.7	48.2	28.7	25.0	10.1
ODM	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
收入增速(%)	-7.3	-6.1	-23.4	-10.0	-5.0	-5.0	-5.0	-3.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	3.7	3.0	1.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
经营性净利润增速(%)	-7.7	-24.7	-53.6	41.8	-5.0	-5.0	-5.0	-3.0

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)
线下渠道	7.2%	中等	较好	强	8.0%	17.88	4.0
电商渠道	7.4%	中等	一般	较强	8.8%	13	2.2
ODM	0.0%	中低	一般	一般	6.8%	14.07	0.0
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
线下渠道(亿)	8.8	52.0	60.8	2.1	-	-	63.0
电商渠道(亿)	2.4	20.3	22.7	1.3	-	-	24.0
ODM(亿)	0.1	0.2	0.3	0.0	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	11.3	72.5	83.8	3.5	-	-	87.3

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
线下渠道(亿)	29.8	38.1	67.9	2.1	—	—	70.1
电商渠道(亿)	10.8	14.7	25.5	1.3	—	—	26.8
ODM(亿)	0.2	0.1	0.3	0.0	—	—	0.4
公司整体测算(亿)	40.8	52.9	93.7	3.5	—	—	97.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性良好，主要系公司历史盈利能力波动性较小，且公司与市场积极交流，电商销售数据也具备一定可持续跟踪性。但公司线下外围渠道具体拓展情况不一，线上品牌格局随着消费者习惯日益变化，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。