

水星家纺（603365.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年10月13日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	17.34
总市值	45.52亿
PE-TTM	10.95
PB-MRQ	1.47

估值结果

价值	95.93亿
DDM估值	上行空间 111%
状态	严重低估
价值	87.24亿
动态估值	上行空间 92%
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

水星家纺是国内家纺行业龙头企业，专注床上用品领域，以被芯为核心优势品类，推进多品牌与全渠道协同布局。

公司的成长空间星级较低，旗下品类发展分化显著，被芯市场趋于饱和、增长后劲不足，套件受家居消费环境制约增量空间有限。盈利趋势星级中等偏上，未来伴随产品结构的升级，公司的盈利能力有望继续提升。产业格局星级中等偏上，公司稳居行业头部梯队，依靠品牌积淀、渠道布局与产品差异化构筑竞争壁垒，行业头部集聚趋势逐步显现。公司具备较深的品牌和渠道护城河，被芯与枕芯业务壁垒稳固。

根据公司未来在被芯、套件、枕芯行业中的市占率能够维持稳定的假设，基于壹评级的ddm估值和动态估值，公司当前处于低估状态。

我们区别于市场的观点

我们认为水星家纺当前处于低估状态。公司各大主营品类盈利水平持续稳步改善，依托多年积淀的品牌口碑、全域布局的成熟渠道以及行业领先的经营规模，构筑起坚实的竞争护城河，整体经营基本面稳健扎实。公司财务状况表现优异，经营现金流充裕，长期保持稳定的分红回报，企业抗风险能力与经营韧性突出。当前睡眠消费升级成为行业主流趋势，为家纺赛道带来广阔的长期发展空间。公司持续推进产品结构优化，由此释放的盈利增长潜力尚未得到市场合理定价，综合来看，后续公司业绩与估值均具备可观的修复空间。

风险提示

大单品推广不及预期存在战略失效隐患。行业同质化竞争不断加剧，市场争夺压力加大。原材料价格频繁波动，容易压缩盈利空间。品牌风格偏传统，年轻化转型效果存在不确定性。同时运营费用若持续攀升，会进一步侵蚀整体利润。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	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	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	12
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	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	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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

水星家纺于2000年正式成立，2017年登陆上交所。作为中国现代家纺业奠基者，公司集研发、设计、生产、销售于一体，主打床罩多件套、被子、枕芯等十大系列产品水星家纺。秉持“让家人睡个好觉”使命，以“智造睡眠”理念提供健康床品，综合实力稳居行业前三，被芯品类连续多年全国销量第一，旗下拥有水星家纺、水星kids、百丽丝等多品牌矩阵。

2. 业务介绍

对于水星家纺公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

被芯：

公司核心支柱业务，主打雪糕被、闪睡被等功能性大单品，连续三年（2023-2025）全球销量第一，连续四年全国销量第一。市场覆盖国内外，以国内为主，全球布局加速，聚焦健康睡眠需求，是品牌核心心智“好被芯选水星”的载体。

套件：

公司的第二大业务，涵盖床罩多件套、婚庆四件套等，连续三年（2022-2024）全国结婚床品销量第一。产品兼具设计感与实用性，覆盖大众至中高端市场。以国内为主要市场，线上线下渠道协同发力，适配自用与送礼场景，是全品类布局的重要组成部分。

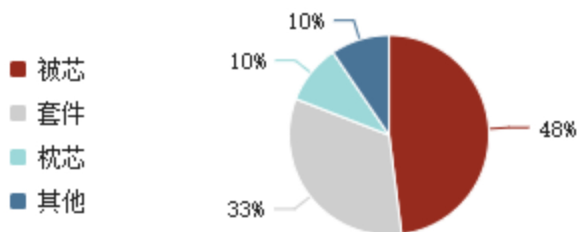
枕芯：

公司增长最快的业务，核心大单品为人体工学枕，定位高性价比专业健康枕。主打深睡枕等功能性产品，精准匹配颈椎健康需求。主要面向国内市场，通过大单品策略带动品类爆发，成为继被芯后又一增长引擎。

其他：

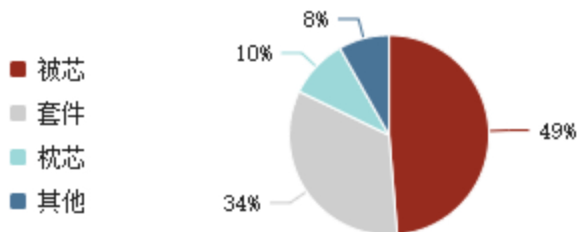
涵盖儿童床品、蚕丝被、家居服饰等，其中儿童床品连续两年全国销量第一，蚕丝被亦连续两年全国销量第一。多品牌矩阵运营（水星kids等），覆盖全年龄段需求。以国内市场为主，补充核心品类，完善健康睡眠生态，提升客单价与复购率。

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

水星家纺营销强度高，坚持全渠道全域投放，线上线下协同引流，强化“好被芯选水星”心智，近年加大核心商圈与交通枢纽广告力度。客户集中度适中，以分散的线上平台与线下加盟商为主，无单一客户依赖，电商渠道占比持续提升。供应商集中度低，采用多源采购策略，供应链柔性化，保障交付与成本优势，降本增效趋势明显。

3.1 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的营销强度较高，2025年销售费用率达27.99%，其中广告宣传与推广费7.35亿元，同比大增45.08%。策略上全渠道全域投放，强化“好被芯选水星”心智，加大核心商圈、交通枢纽广告力度，线上线下协同引流，助力大单品快速起量。

3.2 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司的客户集中度较低，2025年前五大客户销售额占比22.97%。以分散的线上平台（天猫、京东等）与线下加盟商为主，无单一客户依赖风险。电商渠道占比持续提升，客户结构多元，有效分散经营风险，保障营收稳定性，契合家纺大众消费属性。

3.3 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年前五大供应商采购额占比11.95%。采用多源采购策略，供应链柔性化程度高，降低单一供应商依赖。通过规模化采购与供应商协同，既保障交付效率，又形成成本优势，支撑公司高性价比产品定位与降本增效趋势。

4. 历史经营绩效

公司历史的经营较为稳健。2021至2025年水星家纺经营呈现先承压后稳步回暖态势。盈利水平阶段性回落后续持续改善，产品结构优化与精细化成本管控有效增厚利润。营收增长随市场环境起伏，依托渠道升级与爆款品类拉动逐步复苏。企业上下游议价能力稳步提升，供应链抗风险实力增强。公司现金流表现稳健，分红比例维持合理区间，分红机制不断优化，整体经营质量持续向好。

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

公司的历史盈利能力相对比较稳定。2021年处于盈利高位，2022年受外部环境及成本压力回落，2023-2025年持续修复且增速快于营收，2025年净利润增速显著提升。核心因大单品战略深化优化产品结构，供应链数智化与全球采购强化成本管控，线上渠道占比提升释放规模效应，品牌力增强支撑定价权。2026年上半年，水星家纺主业盈利能力稳步提升，盈利质量持续优化，毛利率延续上行态势，核心受益于大单品战略下的产品结构升级与精益运营带来的降本增效。

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有所波动。2021年增长稳健，2022年增速放缓，2023-2025年逐步复苏，2025年营收恢复增长，驱动源于线上多平台精细化运营扩大先发优势，线下门店提质增效提升单店效率，全渠道协同形成引流与体验闭环，枕芯等大单品带动全品类协同发展。2026年上半年，水星家纺经营规模稳健扩张，盈利增速优于收入端，主业成长动能持续释放，核心得益于大单品战略落地与渠道运营效率的稳步提升。

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

公司的历史业务控制能力相对稳定。上游因全球优质原料采购网络+规模化采购、数智化供应链系统优化、与核心供应商战略合作及自有产能保障，抵御原材料波动能力增强；下游因全渠道布局降低依赖、品牌力提升增强定价权、加盟模式优化与数字化赋能，终端掌控力提升。

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较好。2021-2025年分红率维持高位稳定，2025年创新实施中期分红形成双分红模式。原因系净利润持续增长提供业绩支撑，经营现金流稳健保障分红资金，长期主义战略强化股东权益保护，合理资本结构支持持续分红，稳定分红传递发展信心提升投资者认可度。

5. 四维评级

公司为国内家纺行业的龙头公司，在家纺行业耕耘多年，具备品牌+线上渠道护城河。公司稳居行业头部梯队，依靠品牌积淀、渠道布局与产品差异化构筑竞争壁垒，行业头部集聚趋势逐步显现。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

水星家纺整体成长能力评级2星，整体增长弹性中等偏低。旗下品类发展分化显著，被芯市场趋于饱和、增长后劲不足，套件受家居消费环境制约增量空间有限。仅枕芯依托睡眠消费趋势具备较好成长性。公司依靠渠道与产品优化稳固基本盘，但行业竞争激烈，主业偏存量属性，整体扩张速度较为平稳。

被芯(1.5星)：

该业务的成长空间较低。被芯业务是公司的核心业务，但是已经具备一定的规模，行业渗透率高，同质化竞争激烈，功能创新空间有限，主要依赖结构优化与提价，整体成长弹性偏弱。

套件(2星)：

该业务的成长空间偏低。受地产周期与消费习惯影响，更换频率低，设计同质化严重。虽通过婚庆、儿童等细分场景拓展，但增量有限，增长主要依靠渠道升级与品牌溢价。

枕芯(3星)：

该业务的成长空间中等偏上。人体工学、功能性（深睡、抗菌）等创新空间大，单价低、更换频率高，线上渠道适配性强，大单品战略带动下有望持续释放增长潜力。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利能力整体仍然有改善的空间。被芯依托产品迭代与规模效应增厚收益，套件凭借细分场景布局、品牌赋能提升利润空间，枕芯靠功能创新与市场放量拉动盈利增长。叠加供应链优化、渠道结构升级，公司整体盈利能力有望稳步抬升。

被芯(3星):

该业务的盈利能力仍然有一定的改善空间。依托“好被芯选水星”心智与大单品战略，功能化升级（如雪糕被）带动溢价，供应链优化与规模效应持续降本，线上渠道占比提升进一步放大盈利弹性。

套件(3星):

该业务的盈利能力仍然有一定的改善空间。婚庆、儿童等细分场景拓展优化结构，设计创新与品牌力增强定价权，全渠道协同降低费用率，数智化供应链提升周转效率，叠加提价策略，推动盈利能力持续改善。

枕芯(3星):

该业务的盈利能力仍然有一定的改善空间。深睡枕等大单品放量带动结构升级，人体工学与抗菌等功能创新提升溢价，低单价高周转特性适配线上渠道，规模扩大与成本管控将持续释放盈利空间。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好。各品类格局呈现明显分化，被芯业务具备较强市场领跑优势，套件市场较为分散、同业竞争激烈，枕芯赛道集中度持续抬升。公司稳居行业头部梯队，依靠品牌积淀、渠道布局与产品差异化构筑竞争壁垒，行业头部集聚趋势逐步显现。

被芯(3.5星):

该业务的产业格局中等偏上。公司为“被子大王”，被子行业的集中度虽然低但是头部效应显现，水星凭借品牌心智与规模优势构筑壁垒。蚕丝被、控温被等功能化升级加速，与罗莱、亚朵形成差异化竞争，格局优于行业平均。

套件(3星):

该业务的产业格局中等，与罗莱、富安娜形成第一梯队。该行业产品的设计同质化严重，婚庆、儿童等细分场景竞争激烈，中小品牌价格战频发，格局改善依赖品牌力与渠道优势提升。

枕芯(4星):

该业务的竞争格局较好。睡眠经济驱动下格局优化，功能化（深睡、抗菌）与人体工学创新成壁垒，线上适配性强。头部品牌通过大单品战略扩大份额，中小品牌难突破技术与渠道壁垒，集中度提升潜力大。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较深。被芯与枕芯业务壁垒稳固，依靠品牌认知、技术研发、规模及渠道优势形成坚实防护。套件业务壁垒中等偏上，不过款式设计易被模仿，存在一定短板。综合来看公司壁垒扎实，可有效抵御行业竞争，稳固自身头部市场地位。

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
被芯	(4星) 该业务的护城河较深。品牌心智壁垒深厚，水星被芯品类认知深入人心。该业务的超额ROIC约为16.3%。依托庞大产销规模形成成本优势，成熟供应链体系保障生产效率，叠加线上线下全覆盖的渠道网络，长期积累消费用户粘性。	(4星) 品类品牌认知根深蒂固，规模化供应链与全域渠道壁垒难以被短期突破。公司持续推出功能性新品巩固用户心智，规模成本优势会逐步拉开与中小品牌差距，各项核心壁垒能够长期稳固延续。
套件	(3星) 该业务的护城河较深，拥有品牌口碑与全渠道布局壁垒，深耕婚庆、居家细分场景沉淀稳定客群，超额ROIC约为16.9%，款式设计与产品迭代形成差异化竞争力。	(3.5星) 品牌口碑和线下渠道资源可长期发挥价值，细分场景运营能力具备延续性。但产品设计易被同行效仿，同质化竞争始终存在，壁垒可以持续守护基本盘，长期稳定性略偏弱。
枕芯	(3.5星) 该业务的护城河较深，具备功能研发与爆款打造壁垒，深耕睡眠健康领域积累技术经验，超额ROIC约为19.1%。线上运营优势突出，规模化生产有效压缩成本，品类消费认知逐步绑定品牌，技术、渠道双重优势构筑起坚实的竞争壁垒。	(4星) 睡眠健康需求长期上行，功能研发技术持续迭代升级。成熟的线上运营与爆款打造模式可不断复用，品牌与品类绑定程度持续加深，技术、渠道双重壁垒具备长久存续能力。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据公司未来在被芯、套件、枕芯行业中的市占率能够维持稳定的假设，基于壹评级的ddm估值和动态估值，公司当前处于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为被芯、套件和枕芯，我们分业务进行预测，各业务的预测假设和逻辑如下：

收入假设：

1. 被芯业务：

被芯作为公司传统主力品类，整体市场基本盘有望保持稳固。目前该赛道参与者众多，市场竞争较为激烈，预计公司现有市占率将维持稳定。同时被芯行业发展已久，市场成熟度高、产品渗透率已处于高位，行业整体增长节奏偏平缓，因此我们预测2026-2030年被芯业务收入复合增速为3.5%。

2. 套件业务：

结合行业格局与公司现有布局来看，套件业务的市场份额将保持平稳状态，短期之内份额既难以实现大幅提升，也不会出现明显下滑。相比被芯品类，套件仍存有一定增长空间，综合判断2026-2030年套件业务收入复合增速为5%。

3. 枕芯业务：

枕芯具备较强的功能性，睡眠经济下枕芯业务有望持续保持较快的发展，以及产品有望持续升级。我们预测2026-2030年枕芯业务的复合增速为7%。

盈利能力假设：

公司当前产品结构仍有持续优化的空间，随着高附加值产品占比逐步提升，整体盈利水平有望稳步上行。据此测算，公司毛利率将由2026年的46%提升至2030年的46.8%，归母净利率将由2026年的9.6%提升至2030年的10.2%。

表2：公司整体业绩预测

水星家纺	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	42.1	41.9	45.3	47.2	49.3	51.4	53.7	56.0
归母净利润(亿)	3.8	3.7	4.1	4.5	4.9	5.1	5.4	5.7
归母净利润增速(%)	35.3	-2.7	10.9	10.4	7.0	5.1	6.0	5.1
经营性净利润(亿)	3.6	3.5	4.0	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8
经营性净利润增速(%)	37.3	-1.3	13.0	14.7	7.0	5.1	6.0	5.1
经营性归母净利润(亿)	3.6	3.5	4.0	4.5	4.9	5.1	5.4	5.7
经营性归母净利润增速(%)	37.4	-1.7	12.7	14.6	7.0	5.1	6.0	5.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

被芯	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	20.3	20.3	21.9	22.7	23.4	24.3	25.1	26.0
收入增速(%)	20.4	0.2	7.9	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
经营性净利润(亿)	1.9	1.6	1.9	2.3	2.4	2.5	2.7	2.8
经营性净利率(%)	9.3	8.0	8.9	10.1	10.4	10.4	10.6	10.6
经营性净利润增速(%)	38.8	-14.2	19.7	18.3	5.9	4.2	5.0	4.1
套件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.2	14.6	14.8	15.5	16.3	17.1	18.0	18.9
收入增速(%)	10.8	-4.2	1.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	1.5	1.5	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
经营性净利率(%)	9.7	10.3	9.7	10.2	10.4	10.5	10.6	10.7
经营性净利润增速(%)	54.2	1.2	-3.9	10.3	7.3	5.5	6.4	5.5
枕芯	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.9	3.2	4.3	4.6	4.9	5.2	5.6	6.0
收入增速(%)	5.8	8.2	34.8	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
经营性净利润(亿)	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
经营性净利率(%)	7.2	9.0	10.5	11.0	11.3	11.4	11.6	11.7
经营性净利润增速(%)	-18.2	34.6	56.9	12.3	9.9	7.9	8.9	7.9
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.7	3.9	4.3	4.5	4.6	4.8	5.0	5.1
收入增速(%)	12.0	5.1	11.0	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5
经营性净利润(亿)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
经营性净利率(%)	0.3	3.6	4.1	4.6	4.9	5.0	5.2	5.3
经营性净利润增速(%)	-74.1	1405.1	28.1	15.8	10.2	5.5	7.6	5.5

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)
被芯	3.0%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	2.8
套件	3.0%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	2.0
枕芯	3.0%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	0.7
其他	3.0%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	0.3
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
被芯(亿)	9.5	26.6	36.1	6.9	-	-	43.0
套件(亿)	6.2	19.4	25.6	4.7	-	-	30.2
枕芯(亿)	1.8	6.7	8.5	1.3	-	-	9.8
其他(亿)	0.7	2.1	2.8	1.4	-	-	4.2
公司整体测算(亿)	18.2	54.8	73.0	14.2	-	-	87.2

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
被芯(亿)	23.4	17.0	40.4	6.9	-	-	47.3
套件(亿)	16.7	12.3	29.0	4.7	-	-	33.6
枕芯(亿)	4.9	4.3	9.2	1.3	-	-	10.5
其他(亿)	1.7	1.5	3.2	1.4	-	-	4.5
公司整体测算(亿)	46.6	35.1	81.7	14.2	-	-	95.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

水星家纺的估值确定性较。首先，家纺行业与房地产强相关，新房销售低迷直接影响软装需求，需求端波动大。其次，棉花等原材料价格受政策、贸易、油价影响频繁波动，成本端难以稳定。再者，公司线上渠道占比近 60%，流量成本持续上升且竞争激烈，营销费用波动侵蚀利润。同时，消费偏好快速变化，大单品迭代与库存管理难度大，叠加行业同质化严重，盈利可预测性较低。

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