烽火通信（600498.SH）

公司首次评级

2026年11月2日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	26.18
总市值	355.57亿
PE-TTM	149.48
PB-MRQ	2.00

估值结果

DDM估值	价值	371.08亿
	上行空间	4.4%
	状态	合理估值
动态估值	价值	390.25亿
	上行空间	9.8%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★½☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

烽火通信是国内领先的光通信系统、光纤光缆及光电子器件供应商，聚焦光通信核心主业，同时提供算力与信息化服务、海洋通信等产品及解决方案。

烽火通信成长空间较好，短期受益于空芯光纤等新产品规模化落地及国产算力服务器需求的持续释放，有望打开多元增长空间。公司盈利趋势尚可，2025年受运营商投资收缩影响营收与利润承压，传统光网络业务毛利率偏低，整体盈利弹性与持续性仍有待验证。公司产业格局尚可，上游依托从光纤预制棒、光芯片到系统设备的全产业链自主能力，下游向智算中心、政企网等多元客户延伸，但通信系统设备作为核心收入来源仍依赖运营商集采模式，议价空间相对有限。公司护城河尚可，主要体现在覆盖光纤预制棒、系统设备的产业链一体化能力，但其核心更多体现在系统集成与服务能力，技术壁垒较龙头仍存在一定差距。

基于我们对公司的分析，公司虽在光通信系统设备领域具备一定市场地位，但公司主营的通信系统设备仍深度依赖运营商资本开支周期，当前运营商投资整体收缩，传统设备市场需求持续承压；同时公司盈利能力偏弱，新业务体量尚小，难以对冲主业下滑压力。目前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为，烽火通信的核心增长来自算力服务器业务爆发与空芯光纤商用化落地，叠加光通信存量业务企稳，推动公司向AI算力基础设施转型。

我们同样看好公司受益于国产算力及空芯光纤集采突破，但也认为传统通信设备市场压力不减，公司新业务尚不足以对冲存量业务下滑，利润受减值等非现金因素扰动，市场对业绩兑现节奏的预期或偏乐观。

风险提示

光纤价格短期暴涨由供需错配驱动，持续性存疑；空芯光纤商业化尚早，难以形成规模收入。

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 研发高端度 …… 5
3.3 研发强度 …… 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 …… 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 …… 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 …… 11
表5：公司整体及分业务DDM估值 …… 12

1. 基本信息

烽火通信是国内领先的光通信系统、光纤光缆及光电子器件供应商，聚焦光通信、算力与信息化、海洋通信三大核心产业，提供光传输与接入、光纤光缆、算力服务器及海洋通信等产品及解决方案。

2. 业务介绍

对于烽火通信公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

光纤光缆：

该业务是公司光通信产业链的重要延伸，涵盖光纤、光缆及光配线等产品，主要服务于电信基础设施及数据中心互联。公司目前已形成‘棒-纤-缆’一体化生产能力，产品性能处于行业前列。我们对该业务的市场界定为全球市场。

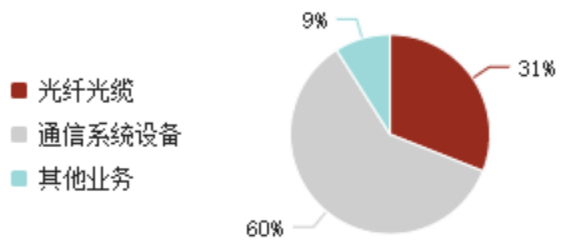
通信系统设备：

该业务是公司传统核心主业，覆盖光传输、光接入及数据通信等系统设备，广泛应用于运营商骨干网、城域网及5G承载网络建设。公司拥有从光芯片、光器件到系统设备的垂直整合能力，自研的系列化光传输产品奠定了其在光通信设备市场的领先地位。我们对该业务的市场界定为国内市场为主，逐步向海外市场拓展。

其他业务：

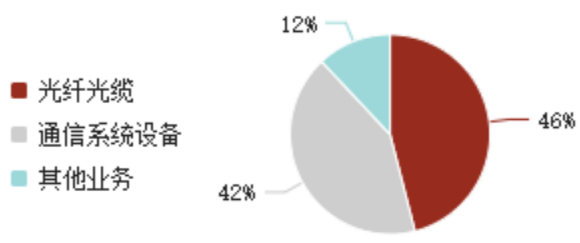
该业务是公司多元化布局的战略方向，主要包括算力服务器、海洋通信系统及智慧城市等信息化解决方案。公司通过整合国产算力生态与海洋工程能力，在AI服务器集采及海缆工程领域实现突破。我们对该业务的市场界定为全球市场。

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

烽火通信以“系统设备+光纤光缆+算力服务”协同模式为核心，深度绑定光通信与数字基础设施赛道，通过自主研发和产业生态构建，持续实现从“通信设备制造商”向“数字基础设施综合服务商”的升级。其中，通信系统设备业务覆盖光传输、光接入及数据产品，提供稳定的收入来源，支撑公司在前沿领域持续高强度研发投入。算力服务器与空芯光纤等新业务紧跟AI智算需求，在相关领域打开增量空间，共同推动公司向高价值系统集成与创新驱动型企业迈进。

3.1 资产强度

低 | **较低** | 中等 | 较高 | 高

烽火通信资产强度评级为“较低”。 截至2026年三季度末，公司总资产达498.95亿元，固定资产净额约39.73亿元、占总资产约8.0%，在建工程约11.55亿元，整体生产性实物资产占比偏低。此外，流动资产中应收账款高达148.71亿元、存货为101.27亿元，两项合计占流动资产约七成，营运资金沉淀规模较大，资产结构更偏向贸易与项目制运营，而非常规意义上的重资产制造模式。

3.2 研发高端度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

烽火通信研发高端度评级为“中等”。 公司掌握了从光模块、系统设备到整机交付的全链路自主能力，在空芯光纤领域攻克空芯反谐振光纤双嵌套结构研发难题，新一代超低损空芯光纤最低衰减值达0.06dB/km，时延较传统光纤降低31%，产品已通过中国信通院泰尔实验室权威认证，并以60%份额中标国内首个运营商规模化空芯光纤集采项目，客户涵盖三大运营商、头部云厂商及TOP10智算中心；在光芯片领域，攻克800G相干收发光芯片中探测器带宽与响应度的矛盾等核心技术难题。此类高壁垒技术成果直接推动公司中标多个高价值订单，展现了公司在AI智算时代的前沿技术竞争力。

3.3 研发强度

低 | 较低 | 中等 | **较高** | 高

烽火通信研发强度评级为“较高”。 公司研发人员占比约45%，研发费用占营业收入的比重长期稳定在12%-14%之间，持续投入强度位居行业前列，在通信系统设备领域仅次于中兴通讯，远超传统制造业的研发投入水平。公司自主研发Tbit级高速成帧芯片等底层核心器件，持续推动800G及以上全自主光传输系统的迭代演进，并围绕空芯光纤、3.2T硅光NPO等前沿方向保持高强度攻关，体现公司在光通信、网络安全及组网架构等领域的持续创新能力。公司以关键核心技术攻关为牵引组建高水平研发梯队，研发投入深度、覆盖广度和人才密度均处于行业较高水平。

4. 历史经营绩效

烽火通信成长能力星级和盈利能力星级表现较差、业务控制力星级表现较好，股东回报星级表现尚可。

4.1 历史盈利能力

★★☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



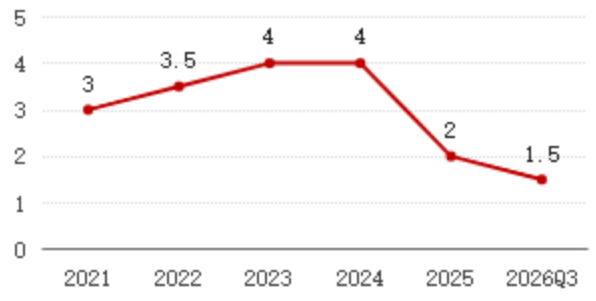
数据来源：公司财报，壹评级

2021年受益于营收增长，利润大幅提升，但毛利率仍处低位。2022年盈利能力有所提升，系统设备与海外业务稳步增长。2023年持续改善，国外业务毛利率提升带动利润增长。2024年明显提升，主要产品毛利率改善推动利润较快增长。2025年大幅下滑，运营商投资收缩拖累核心业务量价齐跌。2026年前三季度仍未明显改善，虽受益于高价值量订单回暖、第三季度单季毛利率环比有所修复，但归母净利润同比降幅进一步扩大，增收不增利态势延续。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



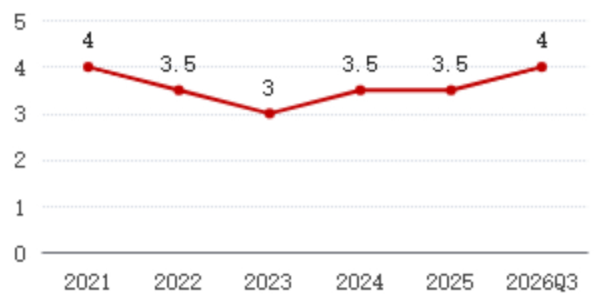
数据来源：公司财报，壹评级

2021年，公司成长能力尚可，主要受益于系统设备业务稳步增长及海外市场持续拓展。2022年，公司成长能力阶段性提升，光通信系统与光纤光缆业务协同放量，营收实现较快增长。2023年，公司成长能力持续提升，数据网络与算力服务器等新业务开始贡献增量，收入结构逐步优化。2024-2025年，受运营商资本开支下滑影响，公司成长能力有所下降，传统通信系统设备业务承压。2026年前三季度，成长能力仍未改善，营收虽同比回升但主要依赖低毛利项目，盈利端延续增收不增利态势，整体增长动能依然偏弱。

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



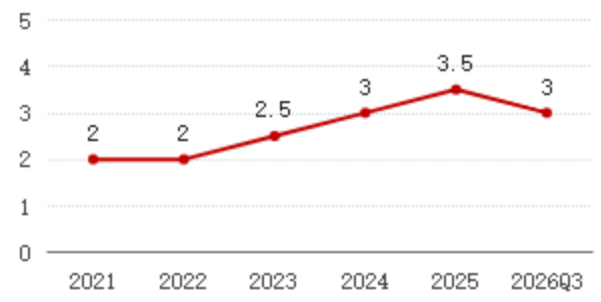
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2023年，受运营商集采主导及行业竞争激烈影响，公司回款周期偏长、营运资金沉淀较大，业务控制力与财务健康度处于较低水平。2024-2025年，随着算力服务器、空芯光纤等新业务客户结构趋于多元化，以及公司加强应收账款与存货管理，整体资金效率有所改善。2026年前三季度，高价值订单逐步交付带动毛利率环比修复，经营现金流明显改善，回款压力边际缓解，但应收账款与存货仍处相对高位，财务健康度较此前有所好转。

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

2021-2022年，公司股东回报评级整体偏低，盈利虽有所修复但现金流承压，分红比例维持在较低水平，基数较低。2023年，公司股东回报评级有所提升，伴随盈利改善及经营性现金流回暖，公司适度提高了现金分红金额。2024年至2025年，尽管运营商投资收缩对主业造成一定压力，但公司盈利质量改善及新业务逐步贡献，股东回报评级延续回升态势，分红力度稳步增强。2026年前三季度，盈利仍未明显改善，股东回报评级有所下降。

5. 四维评级

公司未来成长空间星级较高，盈利趋势、产业格局和护城河表现尚可。

5.1 成长空间

★★★½☆

公司成长能力较好，通信系统设备业务受益于国产算力服务器与空芯光纤等新产品的规模化落地，光纤光缆业务依托AI数据中心及海外FTTx需求维持稳健增长，两大业务协同发力，中期成长能见度逐步改善。

光纤光缆(4星)：

光纤光缆业务涵盖光纤预制棒、光纤及光缆，主要服务于电信基础设施及数据中心互联。受益于全球千兆光网建设、骨干网升级以及海外市场FTTx需求，基础光纤需求保持平稳增长。同时，公司在运营商集采中持续保持前列份额。虽然传统光纤价格面临周期波动，但海外市场布局深化及特种光纤在数据中心场景的渗透，为业务提供额外增长动能，整体成长保持稳健。

通信系统设备(2星)：

通信系统设备业务是公司当前承压的核心板块。该业务覆盖光传输、光接入及数据通信，主要依赖运营商集采。受国内运营商资本开支持续收缩影响，传统设备市场需求低迷，短期内成长动力不足。长期来看，若6G建设周期启动或海外市场拓展取得突破，该业务有望迎来修复性增长，但中期成长性仍需谨慎看待。

5.2 盈利趋势

★★★☆☆

公司盈利能力尚可，光纤光缆业务凭借一体化产能和海外布局维持较稳定的毛利率水平，空芯光纤等新业务毛利率较高但体量有限，而传统通信系统设备业务受运营商集采压价及需求萎缩影响，盈利能力持续承压，整体盈利提升空间较为有限。

光纤光缆(3.5星)：

光纤光缆业务是公司盈利能力的重要支撑。该业务涵盖光纤预制棒、光纤及光缆，依托“棒-纤-缆”一体化生产能力及海外产能布局，成本控制能力较强。受益于数据中心及海外FTTx需求拉动，特种光纤等产品占比逐步提升，毛利率维持在行业较好水平，为公司整体盈利提供稳健基础。

通信系统设备(2星)：

通信系统设备业务是公司盈利能力的主要拖累因素。该业务覆盖光传输、光接入及数据通信，下游客户以三大运营商为主，集采模式下产品毛利率长期处于15%-20%的偏低水平。随着运营商资本开支持续收缩，传统设备价格竞争加剧，短期内该业务毛利率难以显著改善，对整体盈利形成结构性压制。

5.3 产业格局 ★★★☆☆

公司产业格局尚可，在光通信系统设备领域位列国内第二梯队，仅次于华为、中兴；光纤光缆业务依托公司光棒产能较大，市场份额稳居国内前四。但通信系统设备业务对运营商集采依赖度较高，上游光芯片等核心器件部分依赖外购，下游议价空间有限，整体话语权弱于垂直一体化龙头。

光纤光缆(3星)：

光纤光缆业务：该业务提升了公司产业链上游的自控能力。公司预制棒自给率较高，成本控制优势明显。在国内运营商集采中份额稳定，海外市场通过产能布局和项目交付逐步拓展。受益于AI数据中心及特种光纤需求增长，产品结构有所优化，但整体仍以中低端产品为主，定价影响力弱于长飞、亨通等光棒巨头，产业格局处于行业中位水平。

通信系统设备(3星)：

通信系统设备业务确立了公司在国内光通信设备市场的头部地位。公司拥有从光芯片、光模块到系统设备的垂直整合能力，在运营商传输网、接入网集采中持续保持较高份额。但下游客户高度集中于三大运营商，集采模式下产品标准化程度高、价格竞争激烈，公司议价能力不强。

5.4 护城河 ★★★☆☆

公司护城河星级尚可，公司为全球少数具备“光通信系统、光纤光缆、光电子器件”光通信三大技术于一体的央企之一，掌握300mm超大光棒等独创核心工艺，在空芯光纤领域实现0.06dB/km超低衰减突破并中标国内首批3.46亿元规模化集采，构筑全产业链自主的技术与卡位壁垒。

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
光纤光缆	(3星)该业务护城河宽度星级尚可，公司为国内光纤光缆领域核心供应商之一，国内市占率排名第四。经壹评级调整后的ROE为18%，ROIC为16%。公司业务控制力星级较好，上游方面，光棒自给率较高且具备自主知识产权，核心材料成本可控；下游方面，在国内运营商集采中持续保持前列份额，海外市场通过产能布局和项目交付稳步拓展，客户对其中标产品的规模化交付能力充分认可。	(3星)光纤光缆业务护城河持续性尚可，护城河主要为技术优势和产业链垂直一体化带来的规模优势。技术优势体现在公司掌握300mm超大光棒等独创核心工艺，实现“棒-纤-缆”全栈自营，并率先突破0.06dB/km超低衰减空芯光纤技术；规模优势体现在光纤光缆年产能处于国内前列，连续多年运营商集采份额稳居前三。长期看，该业务护城河可能面临挑战，包括空芯光纤等下一代技术若被长飞等龙头率先实现更低成本量产、传统光纤价格随行业扩产周期波动导致盈利中枢下移，以及海外市场拓展中遭遇贸易壁垒及本土厂商竞争。
通信系统设备	(2星)该业务护城河宽度星级较差，公司为国内光通信系统设备领域第二梯队企业，仅次于华为、中兴，经壹评级调整后的ROE为8%，ROIC为7%。公司业务控制力星级一般，上游方面，部分核心光芯片及高端器件仍依赖外部采购，自主可控程度有限；下游方面，客户高度集中于三大运营商，集采模式下产品标准化程度高、价格竞争激烈，公司议价能力较弱，利润空间持续承压，整体产业链话语权不强。	(3.5星)通信系统设备业务护城河持续性较好，护城河主要为规模优势和先发优势。规模优势体现在公司为国内光通信系统设备第二梯队龙头，在运营商传输网、接入网集采中保持较高份额，全球光网络设备市场排名前三；先发优势体现在公司是国内最早进入三大运营商核心供应商体系的企业之一，三十余年深度参与通信网络建设，客户粘性与品牌信任度较高。长期看，该业务护城河可能面临挑战，包括华为、中兴等第一梯队厂商在高端市场持续挤压，运营商资本开支收缩导致设备需求增长放缓，可能削弱原有先发优势带来的壁垒。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司2025年营收与利润双降、2026年Q3增收不增利，空芯光纤等新业务收入占比仍较低，传统通信设备业务受运营商资本开支收缩持续承压，虽然光纤行业景气度受益AI大方向发展的利好而持续上行，但公司业绩预期在市场中已经较充分反应，目前公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

一、光纤光缆业务

收入假设：

1、根据行业预测，光纤光缆产业有望回归供需紧平衡，推动光纤价格整体向好，在位厂商近年来扩产决策相对谨慎，供给呈现相对刚性，整体竞争格局较为稳定，千兆、万兆光网建设，骨干网升级，以及海外市场的 FTTx 建设驱动基础电信光纤需求保持平稳，预计光棒产量缓慢提升，产能利用率逐步上行，且随着技术提升，光棒的拉丝效率保持稳定提升。

2、受益于AI数据中心建设与全球光纤供需错配，预计2026-2027年光纤价格持续上行，2028年起随新增产能投放逐步回落。公司依托全球领先的棒-纤-缆一体化产能与市占率优势，收入增速在2026-2027年大幅增长，2028-2030年逐步下滑，呈前高后低态势。2026-2030年收入复合增速为16%。

盈利能力假设：

2026-2027年，由于光纤行业的供需缺口仍在，新增产能落地时间较长，预计该业务毛利率提升至40%左右，2028年以后，行业供需达到平衡，预计毛利率持续下降，直至回归稳态，长期毛利率预计稳定在26%-28%。

二、通信系统设备：

收入假设：

1、国内运营商已全面告别5G建设高峰期，进入精准投资阶段，未来几年资本开支总额预计稳中略降，传统光传输及接入设备需求承压，但存量网络扩容升级及算力网络建设仍将形成一定支撑。
2、海外市场方面，东南亚、拉美等区域FTTx及4G/5G建设需求稳步增长，公司通过烽火国际等平台持续拓展海外份额，有望部分对冲国内需求下滑。
3、长期看，6G标准制定及商用部署有望在2028年后开启新一轮设备升级周期，为通信系统设备业务提供潜在增量空间。预计2026-2028年该业务收入呈小幅下滑态势，2028年后有望恢复增长。

盈利能力假设：

毛利率方面，运营商集采模式下设备价格竞争较为激烈，预计传统光传输及接入产品毛利率在2026-2030年处于15%-20%的区间，2030年之后，毛利率稳定在15%。

表2：公司整体业绩预测

烽火通信	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	311.3	285.5	249.2	268.5	284.1	297.3	314.6	333.0
归母净利润(亿)	5.0	7.0	4.4	8.6	10.8	11.6	18.8	20.4
归母净利润增速(%)	23.2	39.5	-37.8	96.2	26.8	7.1	61.8	8.7
经营性净利润(亿)	2.7	5.2	0.2	9.2	11.6	12.0	19.1	20.7
经营性净利润增速(%)	413.0	92.8	-95.9	4195.5	25.7	3.7	58.5	8.9
经营性归母净利润(亿)	2.8	5.1	0.2	8.9	11.2	11.7	18.5	20.1
经营性归母净利润增速(%)	434.9	84.5	-95.2	3495.1	25.7	3.7	58.5	8.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光纤光缆	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	56.0	48.5	46.5	69.8	87.3	100.4	112.4	123.6
收入增速(%)	-13.7	-13.4	-4.1	50.0	25.0	15.0	12.0	10.0
经营性净利润(亿)	-0.4	2.2	1.4	13.6	16.9	15.1	16.9	17.0
经营性净利率(%)	-0.7	4.6	2.9	19.6	19.4	15.0	15.0	13.8
经营性净利润增速(%)	57.0	670.5	-38.5	895.1	23.9	-10.7	12.0	0.7
通信系统设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	233.5	222.7	186.6	181.0	177.3	175.6	179.1	184.4
收入增速(%)	12.7	-4.6	-16.2	-3.0	-2.0	-1.0	2.0	3.0
经营性净利润(亿)	1.1	0.8	-3.2	-5.5	-6.6	-4.7	-0.0	1.5
经营性净利率(%)	0.5	0.4	-1.7	-3.0	-3.7	-2.7	-0.0	0.8
经营性净利润增速(%)	124.1	-26.1	-484.7	-72.1	-19.7	29.3	99.3	4729.3
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	21.8	14.3	16.1	17.7	19.5	21.4	23.1	25.0
收入增速(%)	-41.3	-34.5	12.6	10.0	10.0	10.0	8.0	8.0
经营性净利润(亿)	2.0	2.1	2.0	1.1	1.3	1.6	2.2	2.2
经营性净利率(%)	9.0	14.9	12.7	6.1	6.5	7.4	9.4	8.8
经营性净利润增速(%)	-68.0	8.5	-3.7	-47.0	17.3	24.7	37.4	0.3

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)
光纤光缆	7.0%	中等	较好	较强	7.2%	18.57	17.0
通信系统设备	4.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	0.9
其他业务	4.0%	中低	一般	一般	7.2%	12.73	2.2
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
光纤光缆(亿)	63.7	238.3	302.0	-	-	-	302.0
通信系统设备(亿)	46.5	9.4	55.9	-	-	-	55.9
其他业务(亿)	11.4	21.0	32.4	-	-	-	32.4
公司整体测算(亿)	121.6	268.6	390.3	-	-	-	390.3

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
光纤光缆(亿)	141.3	134.9	276.3	-	-	-	276.3
通信系统设备(亿)	52.2	12.1	64.3	-	-	-	64.3
其他业务(亿)	19.3	11.2	30.5	-	-	-	30.5
公司整体测算(亿)	212.8	158.3	371.1	-	-	-	371.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★☆☆

烽火通信的通信系统设备业务虽为传统核心，但受运营商资本开支持续收缩影响，需求承压、毛利率偏低，短期内难有显著改善；光纤光缆业务依托产业链一体化及海外布局保持稳健，但行业竞争激烈、价格周期波动，增长弹性有限。公司业务结构呈现传统业务拖累、新业务体量不足的特征，整体利润能见度偏低，市场对其长期盈利兑现能力存在较大分歧，导致公司整体估值确定性不高。

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任何变更。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。