佰维存储（688525.SH）

公司首次评级

2026年11月16日

基本信息	
所属行业	TMT
当前股价	135.61
总市值	644.98亿
PE-TTM	6.73
PB-MRQ	4.60

估值结果		
DDM估值	价值	585.49亿
	上行空间	-9.2%
	状态	合理估值
动态估值	价值	608.57亿
	上行空间	-5.6%
	状态	合理估值

四维评级	
成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★½☆☆
护城河	★★★½☆

核心评级结论

佰维存储是一家以存储模组为核心、兼具先进封装能力的存储企业，本质上属于存储产业链中的模组厂，通过采购存储晶圆及颗粒，结合封测、主控设计等能力，为下游客户提供定制化存储产品。

公司成长空间大，短期来自AI带动企业级存储需求增长，中长期则依托端侧AI存储及先进封装打开第二成长曲线；公司盈利趋势较强，存储价格上行周期叠加低成本库存释放带来较大利润弹性，但盈利波动仍具有明显周期属性；公司产业格局中等，模组厂商业模式决定其长期议价能力和市场份额存在天然瓶颈；公司护城河中等偏上，核心来自研发封测一体化能力以及AI端侧存储领域的差异化布局，而非传统模组业务本身。

在我们假设AI需求挤占消费需求给模组厂带来扩大份额的机遇、企业级模组市场空间受益于AI需求显著上修的情景下，当前估值合理。

我们区别于市场的观点

市场普遍将佰维存储视为一家受益于存储涨价周期的传统模组厂，对公司盈利增长的持续性仍存疑虑。而我们认为，当前市场对公司的定价已经较充分地反映了存储业务的周期属性，却相对低估了其产品结构升级带来的盈利能力改善。公司在AI端侧存储及先进封装领域的布局，有望逐步突破传统模组业务的成长边界。我们认为，公司的投资价值不应仅以单轮存储周期的盈利高点衡量，还应关注其向高附加值存储解决方案及先进封装平台转型的长期价值。

风险提示

若AI端侧产品渗透率提升缓慢，AI端侧存储业务成长空间可能受限；此外，模组厂商业模式决定公司长期议价能力有限，若原厂进一步收缩对模组厂供应份额或行业竞争加剧，可能对公司盈利能力形成压力。

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 研发强度 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 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
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

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

佰维存储成立于2010年，2022年在科创板上市。公司是一家以存储模组为核心，同时布局先进封装测试的存储企业，产品涵盖嵌入式存储、消费级存储、企业级存储及存储封测等业务。与江波龙等传统模组厂不同，公司较早布局自有封测能力，并持续加大研发投入，逐步形成"研发+封测+模组"一体化能力，在AI可穿戴、AI手机等端侧AI存储领域具备一定先发优势。

2. 业务介绍

对于佰维存储公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

存储产品：

存储产品是公司最核心业务，覆盖嵌入式存储（eMMC、UFS、eMCP、LPDDR等）、消费级及企业级存储、工业级及车规级存储三大方向。其中：1）嵌入式存储：公司重点发展方向，也是未来成长核心。受益于AI手机、AI PC、智能穿戴、智能汽车等终端存储容量持续提升，公司持续加大UFS、LPDDR等高端产品布局，并在Meta、小天才等AI智能穿戴客户实现突破。我们对该市场的界定是全球嵌入式存储市场。2）消费级及企业级存储：消费级市场整体成长较为有限，竞争较为激烈，公司主要依靠产品升级及品牌建设维持市场份额，对整体业绩贡献相对稳定。企业级市场受AI服务器、高性能计算及数据中心需求快速增长驱动，企业级SSD成为近年来增长最快的业务之一。公司持续布局PCIe SSD等产品，但整体规模仍低于国际龙头。3）工业级及车规级存储市场整体成长较为有限，对整体业绩贡献相对稳定。我们对该市场的界定是全球嵌入式存储、消费级及企业级存储、工业级及车规级存储市场。

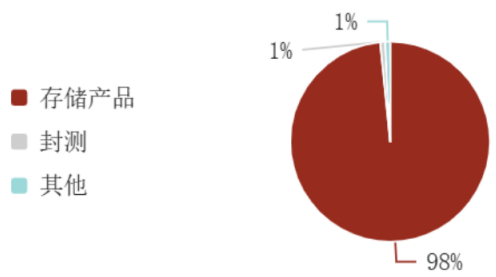
封测：

先进封装测试是公司区别于传统模组厂的重要业务，也是未来长期竞争优势的重要来源。公司拥有自主封测能力，并持续布局SiP、存储先进封装及Chiplet相关技术，通过封测工艺与产品研发协同，提高产品性能及定制化能力。我们对该市场的界定是国内存储封装测试及先进封装市场。

其他：

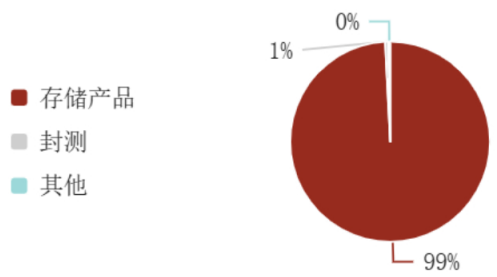
其他业务主要包括存储器相关的少量技术服务等，占公司整体收入比例较低，对主营业务形成协同。我们对该市场的界定是存储产业链相关配套服务市场。

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

佰维存储是中游存储模组与解决方案厂商，采用"研发设计+先进封装+存储模组"的轻资产运营模式，上游采购NAND Flash、DRAM晶圆及颗粒，自主完成主控开发、固件设计、封装测试及模组制造，下游销售至消费电子、智能终端、数据中心等客户。相比传统存储模组厂，公司最大的特点在于拥有自有先进封装能力，并持续围绕AI终端进行产品定义与联合研发，因此商业模式更偏向"高附加值模组+先进封装"。不过，公司本质仍属于存储产业链中游，盈利能力仍受存储价格周期影响较大。

3.1 资产强度

低 | **较低** | 中等 | 较高 | 高

公司资产强度较低。主要系公司是存储模组厂商，行业属性决定自身属于典型轻资产运营企业，无需大额长期固定资产投入。从财务数据来看，公司2021-2025年非流动资产与总资产的比值持续低于30%，长期资产占比偏低直接拉低整体资产强度指标。

3.2 研发强度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

公司研发强度中等。2021-2025年研发费用率保持在4%到7%之间，这是因为佰维存储作为存储模组厂商，其核心在于集成与方案整合，而非底层芯片设计。公司研发主要围绕选型、封装、测试及固件优化等环节，技术壁垒相对芯片制造较低，不需要承担巨额的基础制程研发与流片成本。因此，其研发费用率维持在4%至7%属行业常态，这与上游芯片设计企业动辄20%以上的高强度投入存在本质区别。

3.3 客户集中度

低 | **较低** | 中等 | 较高 | 高

公司客户集中度较低。公司客户覆盖智能手机、智能穿戴、PC、汽车电子、服务器等多个领域，近年来持续导入Meta、小天才等AI终端客户，同时积极拓展国内手机品牌及互联网客户。整体来看，公司前五大客户收入占比处于合理水平，不存在单一客户依赖风险。不过，由于公司主要客户仍集中于消费电子及智能终端领域，下游需求波动以及存储行业周期仍会对公司经营业绩产生较大影响。

4. 历史经营绩效

公司历史经营表现具有明显的存储行业周期特征。2022-2023年受存储价格大幅下跌、行业库存高企影响，公司盈利能力显著承压；2024年以来，随着存储行业进入新一轮上行周期，叠加公司前期储备的低成本库存逐步释放利润，以及企业级存储、AI终端产品放量，公司盈利能力快速修复。相比传统模组厂，公司通过研发封测一体化布局，在本轮周期中展现出更强的业绩弹性。

4.1 历史盈利能力

★★★★½

图3：近年公司盈利能力趋势图



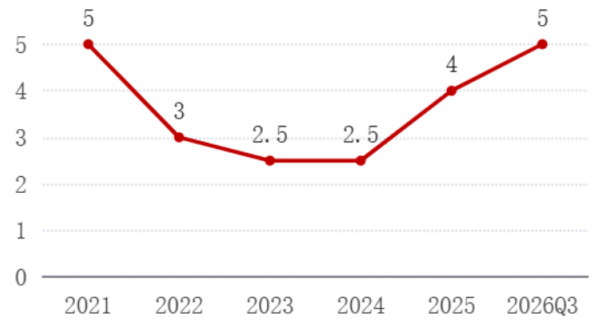
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力较强，但周期波动较大。2022-2023年受存储价格持续下跌、行业库存减值及终端需求疲弱影响，公司盈利能力降至历史低点；2025年以来，随着存储价格回升、低成本库存逐步兑现利润，同时企业级存储及AI终端业务快速增长，公司盈利能力明显改善，展现出较强的业绩弹性。

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

公司历史成长能力强。但是与历史盈利能力一样，整体仍受到存储行业周期及终端需求波动影响，周期波动大。近年来，公司持续优化产品结构，嵌入式存储占比不断提升，并积极布局企业级SSD、智能汽车及AI可穿戴等新兴市场。2025年以来，在行业景气回升和AI需求催化下，公司收入及利润实现快速增长，成长能力显著增强。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★½☆☆☆

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

公司历史业务控制力及财务健康表现较弱。本质上，公司仍属于存储产业链中游模组厂，上游依赖国际存储原厂供应，下游议价能力有限，因此业务控制力较弱，盈利能力也容易受到存储价格波动影响。

5.四维评级

公司成长空间大，盈利整体向好但存储业务受周期约束；存储模组赛道上游垄断、行业格局偏弱，先进封装格局相对更优但竞争持续加剧；整体护城河中等偏上，存储短期红利支撑优势、长期竞争力有限，封测依托一体化协同具备长期差异化发展潜力。

5.1 成长空间 ★★★★★

公司成长空间大。存储产品依托端侧 AI 拉动嵌入式存储需求，高端存储产品持续突破、客户场景持续拓展；叠加 AI 服务器带动企业级 SSD 需求，行业国产替代提速带来结构性增量。先进封装赛道市场高速增长，公司布局完整晶圆级封装技术，持续扩产并联动客户研发，可提升产品附加值，打造差异化增长曲线。

存储产品(5星)：

存储产品成长空间大。一方面，嵌入式存储是公司最核心的成长来源，AI手机、AI PC、AI眼镜等端侧AI产品带动嵌入式存储容量持续提升，公司在高端eMMC、UFS、LPDDR等产品持续突破，产品结构不断优化，场景客户覆盖不断拓宽；另一方面，AI服务器推动企业级SSD需求快速增长，美光退出移动NAND叠加企业级国产替代加速，打开结构性增量空间。

封测(5星)：

封测业务成长空间大。先进封装为AI算力突破的核心路径，全球市场高速扩容，中国市场增速领先全球。公司持续完善封测平台能力，构建覆盖Bumping、Fan-in、Fan-out、RDL等晶圆级先进封装技术，并加强与终端客户联合研发，产能持续爬坡。未来先进封装业务有望提升公司产品附加值，并逐步成为区别于传统模组厂的重要增长点。

5.2 盈利趋势 ★★★☆☆

公司盈利趋势较好。存储产品受益周期回暖与产品升级，低成本库存释放业绩弹性，高端产品拉升毛利率，但模组属性使其盈利难脱离行业周期波动。先进封装技术壁垒更高、盈利空间更佳，产能扩张摊薄成本，利润持续增厚，还能协同存储业务对冲周期，夯实长期盈利稳定基础。

存储产品(3.5星)：

存储产品盈利趋势较好。驱动力来自行业周期反转与公司自身产品结构升级。公司前期储备的低成本库存正逐步兑现为丰厚利润，有望带来显著的业绩弹性。同时，公司大力推动企业级SSD和高端嵌入式存储等高附加值产品上量，其占比的持续提升直接拉高了整体毛利率水平。但需注意，公司作为模组厂，长期来看仍难以完全摆脱存储价格周期性波动对盈利稳定性的影响，其盈利持续性仍受制于行业大周期。

封测(3星):

先进封装盈利趋势较好。相较于技术门槛和附加值较低的传统模组业务，先进封装代表着更高的技术壁垒，能为客户提供更大价值，从而享有更优的定价与利润空间。随着公司封测业务规模持续扩大，其产能利用率的不断提升将有效摊薄固定成本，驱动盈利能力进入上行通道。该业务不仅自身利润贡献有望增厚，更能通过增强存储产品综合竞争力，平滑模组业务的周期波动，构筑公司长期盈利稳定性的重要基石。

5.3 产业格局

★★⯪☆☆

公司产业格局中等。存储产品行业格局偏弱，上游海外原厂把控核心资源，模组环节门槛低、利润承压，AI 虽打开增量，但行业份额难向头部模组企业集中。先进封装格局中等偏上，摩尔定律放缓抬升封装产业价值，公司一体化布局形成局部优势，不过行业扩产与技术迭代加剧竞争，需深耕前沿工艺抵御产能过剩、价格战冲击。

存储产品(2.5星):

存储产品产业格局一般。全球存储产业集中度较高，上游SK海力士、美光等原厂掌握核心资源，模组厂主要承担产品集成和渠道服务功能，行业进入门槛相对较低，导致利润空间受挤压。未来AI需求有望带来新增市场空间，但长期市场份额仍较难向头部模组厂进一步集中。

封测(3星):

先进封装产业格局中等偏上。随着制程缩微逼近极限，后道封装工艺的重要性不断提升，公司依托研发封测一体化能力，在存储先进封装领域具备一定领先优势。不过，国内外封测厂持续加大投入，伴随未来行业技术迭代加速，竞争将愈发激烈，公司需持续强化异构集成等前沿工艺研发，以应对潜在的产能过剩和价格战风险。

5.4 护城河

★★★⯪☆

公司护城河中等偏上。存储产品目前护城河较宽但持续性中等，主要原因是当前的超额ROIC主要来自行业涨价带来的阶段性红利，公司依靠小型化封装在可穿戴赛道存储具备一定技术优势，长期靠高端产品升级维持中等竞争力。封测业务护城河偏窄，行业排位靠后，高收益源于产能紧缺，依托多年存储封测积累，叠加先进封装迭代与 AI 需求增长，产销研协同将打造长效差异化优势。

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
存储产品	(4星)存储产品护城河较宽。公司是国内头部存储模组厂商，在全球存储市场中市占率约1%，业务控制力较弱。经壹评级调整：2025年存储产品业务超额ROIC为21%，但这一超额收益主要来自存储行业涨价周期以及低成本库存带来的阶段性成本优势，因此不应完全视为护城河贡献。	(3星)存储产品业务护城河来自于技术优势。技术优势主要来自于公司擅长小型化封装，存储产品在可穿戴领域中领先于其他模组厂商，但封装技术仍弱于头部存储原厂。护城河持续性中等：公司持续向企业级存储、AI终端等高端市场升级，并依托研发能力提升产品附加值，但商业模式决定其技术优势仍将弱于存储原厂。
封测	(2星)先进封装护城河宽度较窄。公司在国内先进封装厂商中属于第三梯队，国内市占率约5%，业务控制力较弱。经壹评级调整：2025年封测业务超额ROIC为10%。超额ROIC主要系存储封测和国内先进封装壁垒较高，公司深耕存储封测多年，具备一定的技术优势。	(3星)封测业务护城河来自于技术优势。技术优势主要来自于公司深耕存储封测多年，在小型化封装领域具备一定技术积累。护城河持续性较强：未来随着先进封装技术持续迭代以及AI终端市场扩张，公司研发、封测与产品协同优势有望进一步强化，并形成区别于传统存储模组厂的长期竞争力。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

在我们假设AI需求挤占消费需求给模组厂带来扩大份额的机遇、企业级模组市场空间受益于AI需求显著上修的情景下，当前估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

佰维存储包括存储产品、封测业务、其他，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：

存储产品：

收入假设：

存储产品是公司收入的基本盘，可细分为嵌入式存储、消费级及企业级存储、工业级及车规级存储三大方向。

嵌入式存储：市场空间由手机和AI眼镜两大引擎驱动。手机市场作为成熟存量，其增长逻辑在于历史节奏下的容量升级。AI眼镜市场则充分受益于品类从0到1的爆发，存储规模预计从54亿元跃升至225亿元。市占率方面，AI眼镜存储对封装的定制化需求高，公司凭借在小型化封装领域的技术优势，全球份额已达70%，预计将维持这一领先地位；在手机存储市场，公司当前市占率仅0.86%，依托本土存储原厂的相对成本优势以及海外大厂将产能转向HBM等高毛利产品带来的结构性机遇，远期市占率有望提升至2%。

消费级及企业级存储：该板块内部呈现结构性分化。PC市场已步入成熟期，增长相对平缓。而企业级存储市场正迎来由AI算力需求驱动的爆发式增长，随着KV Cache等应用将数据存储下沉至SSD，市场规模预计将实现指数级增长。公司已在企业级存储领域推出了具备高IOPS、低功耗优势的PCIe SSD产品。当前公司在该领域市占率仅为0.2%，在行业高景气度与国产替代双重驱动下，远期市占率预计可达0.5%。

工业级及车规级存储：该市场增长稳定，公司在工车规领域推出了符合车规级标准的嵌入式存储芯片及模组。当前公司市占率约为0.6%，凭借车规级产品的长验证周期和高客户粘性，远期市占率有望提升至3%。

盈利能力假设：

存储产品的盈利能力核心特征是强周期弹性，长期中枢则在产品结构升级与垂直整合下稳步上移。预计2026年存储毛利率达到历史极值，2027年至2030年间短期毛利率会随着低价库存的消耗和存储价格回落回归至正常水平，远期毛利率保持在22%的水平。

封测业务：

收入假设：

公司正通过布局晶圆级先进封测，构建差异化的第二成长曲线。在先进封装领域的实力和产能布局属于国内的第三梯队。根据我们之前对于先进封装的测算，预计国内产能实际需求2040年达到107万片，假设公司继续保持国内第三梯队的水平，预计远期维持5%左右的市占率。

盈利能力假设：

公司封测业务历史毛利率平均水平35%，综合考虑到行业竞争格局、公司产能释放节奏、先进封装持续渗透，我们认为公司在五年内毛利率小幅下滑，远期毛利率稳定在30%。

其他：
收入假设：

由于这部分收入主要来自于围绕存储产品的少量技术服务，整体规模较小，更多用于提升客户黏性及产线利用效率，因此我们将其视为主业的自然延伸，假设这部分收入随公司主营业务增长而增长，给予5%的增速假设。

盈利能力假设：
按照历史均值，假设未来其他收入毛利率保持21%的水平。

表2：公司整体业绩预测

佰维存储	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	35.9	67.0	113.0	302.9	431.3	470.4	310.7	206.3
归母净利润(亿)	-6.2	1.6	8.5	104.8	130.2	97.4	47.6	19.9
归母净利润增速(%)	-977.9	126.2	422.6	1128.1	24.2	-25.1	-51.2	-58.2
经营性净利润(亿)	-6.4	0.8	8.0	104.3	129.6	96.9	47.1	19.4
经营性净利润增速(%)	-846.0	111.8	968.3	1197.9	24.2	-25.2	-51.4	-58.8
经营性归母净利润(亿)	-6.3	0.9	8.2	104.3	129.7	97.0	47.1	19.4
经营性归母净利润增速(%)	-838.3	114.2	811.2	1176.4	24.3	-25.2	-51.4	-58.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

存储产品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	33.5	63.4	108.5	297.3	424.2	460.8	297.0	186.3
收入增速(%)	15.7	89.5	71.1	174.0	42.7	8.6	-35.5	-37.3
经营性净利润(亿)	-5.9	0.8	7.7	103.2	128.2	94.9	44.5	16.0
经营性净利率(%)	-17.6	1.3	7.1	34.7	30.2	20.6	15.0	8.6
经营性净利润增速(%)	-777.1	113.5	865.3	1245.9	24.2	-25.9	-53.1	-64.1
封测	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	1.1	1.1	1.7	2.7	4.0	6.4	10.2	16.4
收入增速(%)	387.9	-6.1	58.2	60.0	47.5	60.0	60.0	60.0
经营性净利润(亿)	-0.5	-0.2	-0.1	0.6	1.0	1.5	2.2	3.0
经营性净利率(%)	-46.1	-22.4	-5.7	23.8	24.0	22.8	21.1	18.5
经营性净利润增速(%)	-609.8	54.4	59.5	764.5	48.7	52.0	47.8	40.8
其他	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	1.3	2.5	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6
收入增速(%)	85.2	88.8	14.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
经营性净利率(%)	3.9	8.0	16.5	15.8	16.1	15.9	11.3	10.3
经营性净利润增速(%)	-11.8	289.7	136.0	0.3	7.4	3.9	-25.6	-4.1

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)
存储产品	8.0%	中低	一般	较强	8.3%	11.88	30.3
封测	3.8%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	15.2
其他	5.0%	中等-	一般	一般	7.5%	13.25	0.4
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**
存储产品(亿)	264.2	261.9	526.0	-	-	-	526.0
封测(亿)	4.0	98.3	102.3	-	25.0	-	77.3
其他(亿)	1.5	3.8	5.3	-	-	-	5.3
公司整体测算(亿)	269.6	363.9	633.6	-	25.0	-	608.6

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
存储产品(亿)	340.6	131.5	472.1	-	-	-	472.1
封测(亿)	35.0	96.9	131.9	-	25.0	-	106.9
其他(亿)	3.3	3.2	6.5	-	-	-	6.5
公司整体测算(亿)	378.9	231.6	610.5	-	25.0	-	585.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★☆☆

公司估值确定性一般。主要原因在于公司本质仍属于存储产业链中游模组厂，盈利能力受存储价格周期影响较大，而AI终端、企业级存储及先进封装等新业务的长期成长空间仍存在一定不确定性。不及预期的可能主要来自存储价格上涨幅度低于预期、低成本库存提前消耗完毕，以及AI终端渗透率提升不及预期，导致公司盈利弹性回落。超预期的可能主要来自AI服务器、AI眼镜等新兴终端快速放量，公司研发封测一体化优势持续兑现，高附加值产品占比加速提升，从而推动盈利能力持续超预期改善。

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。