

# 芯碁微装（688630.SH）

公司报告 | 首次评级报告



钮舒越  
机械分析师

2025年11月8日

## 基本信息

|        |          |
|--------|----------|
| 所属行业   | TMT      |
| 当前股价   | 121.07   |
| 总市值    | 159.50 亿 |
| PE-TTM | 78.02    |
| PB-MRQ | 7.21     |

## 估值结果

|        |            |
|--------|------------|
| 价值     | 154.39 亿   |
| DDM 估值 | 上行空间 -3.2% |
| 状态     | 合理估值       |
| 价值     | 148.32 亿   |
| 动态估值   | 上行空间 -7.0% |
| 状态     | 合理估值       |

## 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

芯碁微装是微纳直写光刻领军龙头，专注于高精度直接成像设备与直写光刻系统的研发制造，下游主要涵盖PCB和半导体领域，产品功能涵盖微米到纳米的多领域光刻环节。

成长空间星级较高，核心在于AI基建带动下游资本开支，泛半导体进程加速，多点布局构筑公司成长曲线；盈利趋势星级较高，原因在于PCB及半导体的高端产品放量带动整体盈利能力稳中有升，以及其所处的竞争格局相对良好所致；产业格局星级较好，得益于其产品渠道与技术壁垒高；护城河星级中等，公司重研发、重运营，但随着时间流逝，技术和渠道的护城河优势会逐步衰退。

PCB 高端曝光设备为基本盘、泛半导体新兴领域为增长极，受益于下游PCB板厂扩张及半导体国产替代大背景下，公司将实现业务双轮动驱，基于以上的假设，结合动态估值及DDM模型测算，芯碁微装的股价目前偏高估。

## 我们区别于市场的观点

市场认为：公司围绕自身技术优势，结合行业发展趋势，持续进行产品研发创新。AI基建带动下游资本开支，二期产能扩充助力公司业绩释放；以及泛半导体产业化进程加速，公司实现多维突破。

我们认为：PCB及泛半导体终端消费市场需求存在周期波动，以及半导体升级趋势或遭全球宏观经济恶化而放缓，将直接影响上游设备的需求。2025~2027年PCB扩产项目支撑公司业绩爆发式增长，2028年后或受上述因素影响公司业绩增速放缓。

## 风险提示

AI PCB扩产、新技术迭代或不及预期；若公司技术迭代滞后，则无法满足新制程需求；倘若行业竞争加剧，公司盈利能力或将承压等因素影响。

## 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 研发强度           | 5  |
| 3.3 人力资源高端度        | 5  |
| 3.4 整体供应链集中度       | 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           | 11 |
| 6.3 DDM估值          | 11 |
| 6.4 估值确定性          | 11 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图1：预测2025年收入占比 .....          | 4  |
| 图2：预测2025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  |
| <br>                          |    |
| 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 .....            | 10 |
| 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 .....        | 11 |

## 1. 基本信息

芯碁微装为国产微纳激光直写（LDI）光刻装备领军企业。公司形成以PCB 高端设备为基本盘、泛半导体新兴领域为增长极的双轮驱动业务布局。PCB 领域客户包括鹏鼎控股、沪电股份、胜宏科技、深南电路、景旺电子等头部公司；泛半导体领域，公司重点突破先进封装和IC载板领域客户，目前已经与盛合晶微、华天科技等知名先进封装客户建立合作关系，且部分产品已经通过验证并开始出货。

## 2. 业务介绍

对于芯碁微装公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

PCB 设备：

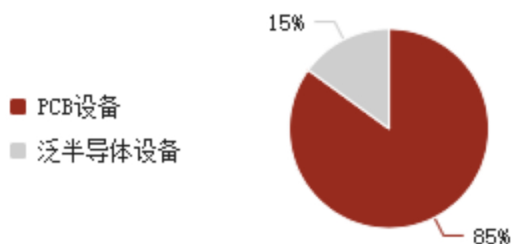
PCB 生产工序涵盖开料、压合、钻孔、电镀、阻焊印刷、成型等，其中设备涉及机械钻孔、曝光设备、检测设备、电镀设备、贴合设备等。公司业务的划分界定为全球PCB 曝光设备，功能涵盖从线路层曝光至阻焊层曝光。

泛半导体设备：

随着IC及元器件的高度集成化发展对光刻设备制造精度的要求不断提升，激光直写（LDI）直写光刻应用领域不断拓展。

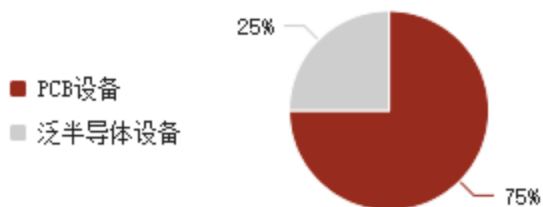
公司的业务界定为全球IC载板、先进封装、掩模版制版、功率半导体、新型显示等多领域的曝光环节。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

激光直写设备生产企业的资产强度中等。为顺应PCB 及泛半导体技术不断更新的趋势，公司需保持高研发力度，通过不断积累专利和经验，形成技术壁垒。公司处于高端人才密集型领域。其上下游供应链相对分散。

### 3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

芯碁微装的资产强度中等。历年来公司的固定资产占总资产比重约10%，单位收入所需要的固定资产仅为0.2。激光直写设备企业并不属于重资产商业模式，只要有合适的土地厂房以及及时的供应链配置，扩产速度相对比较快，生产难度在于设备组装和参数调试。

### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

芯碁微装所处高端高研发行业，历年以来研发费用率维持在10%以上。为顺应PCB设备产品升级以及半导体设备国产替代，公司加大研发投入，聚焦HDI板、类载板、IC载板等高端市场。2024年公司研发人员数量占比41.1%，研发人员员工年薪为22.2万元。

### 3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司所处行业为高端人才密集型领域。生产人员规模相对精简，占全员比例仅约15.6%。产品技术含量高，无论是研发、销售还是生产环节，各岗位均对员工任职资质提出高要求。2024年全公司员工平均年薪达19.2万元。

### 3.4 整体供应链集中度

低 **较低** 中等 较高 高

供应链整体集中度偏低。前五大客户营收占比30.2%：其中PCB设备领域，已与鹏鼎、沪电、深南、胜宏、景旺、生益等头部厂商建立紧密合作；泛半导体领域，亦成功切入华天科技、盛合晶微、京东方等行业巨头供应链，客户端分布相对分散。供应商端前五大供应商采购占比38.8%，上游原材料涵盖激光光源、DMD集成块、运动平台及放板机、收板机、翻板机、移栽机等，其中激光光源为进口，整体采购布局较为分散。

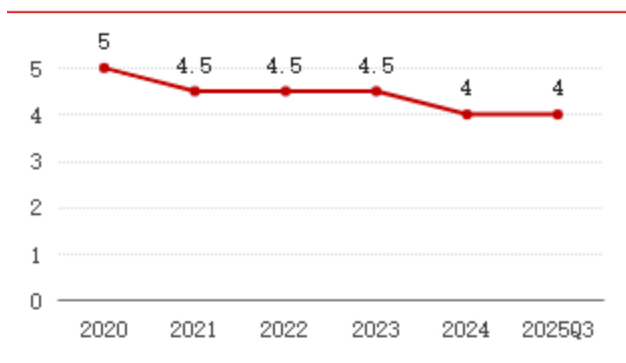
## 4. 历史经营绩效

芯碁微装的历史经营绩效呈现出技术驱动下的增长韧性与结构性挑战并存的特征。盈利能力方面，虽曾受市场环境等因素影响出现短期波动，但公司整体保持较强的盈利水平；成长性上，公司营收规模持续扩大，依托在直写光刻领域技术的领先优势，成为全球细分市场龙头；由于下游客户集中度高且相对强势，以及公司正处于国产化验证替代的阶段，业务控制力相对较弱；自上市以来公司现金分红较高，展现了对股东的回报意识。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



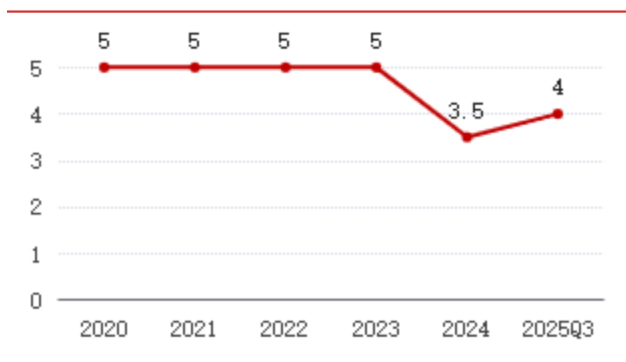
数据来源：公司财报，壹评级

近年来芯碁微装的盈利能力趋势走弱，不过总星级仍处于高位。盈利能力走弱的原因在于公司的低端阻焊及线路设备竞争较为激烈，且随着出货量占比提升，公司整体的利润水平有所下滑。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



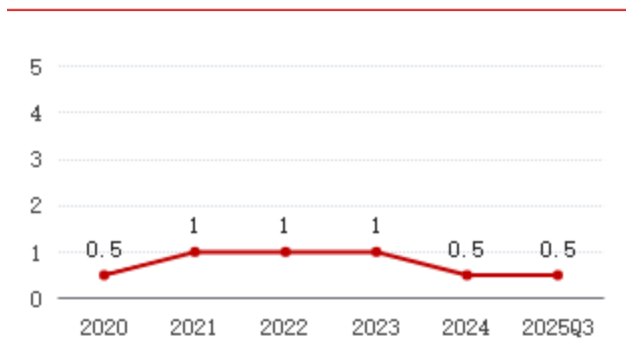
数据来源：公司财报，壹评级

芯碁微装历史成长星级维持相对高位。主因为公司PCB领域业务拓展持续取得成效，板块收入自2018年的0.52亿元增长至2024年的7.82亿元，CAGR高达57.1%；此外，第二成长曲线泛半导体业务的产业化进展加速，板块2024年贡献1.1亿收入。

## 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

芯碁微装的业务控制力较低，产业链话语权相对较弱。公司下游客户为鹏鼎控股、沪电股份、胜宏科技、深南电路等头部PCB板厂，以及盛合晶微、华天科技等先进封装客户作关系，2024年前五大客户占比30.2%。上游原材料为激光光源、DMD集成块、运动平台等，其中激光光源为进口设备，原材料采购相对分散，2024年前五大供应商占比38.8%。

## 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

虽然作为高科技企业，公司的分红意愿较高。在覆盖日常经营所需的资金外，芯碁微装的分红率还是比较高的，2023 / 2024 年股利支付率达 58% / 30%。不过这几年公司的经营业绩相对较差，分红额对应的股息率不算高。

## 5. 四维评级

芯碁微装的高成长空间星级来源于AI基建带动设备资本开支提升，泛半导体进程加速，多点布局构筑其成长曲线；盈利趋势星级较高，原因在于PCB及半导体的高端产品放量带动整体盈利能力稳中有升，以及其所处的竞争格局相对良好所致；产业格局星级较好，得益于其产品渠道与技术壁垒高；护城河星级中等，公司重研发、重运营，但随着时间流逝，技术和渠道的护城河优势会逐步衰退。

### 5.1 成长空间

★★★★★

下游PCB厂商开始新一轮扩产，拉动设备需求快速增长；且公司的二期工厂正式投产解决产能交付瓶颈，随着AI技术迭代持续推动，PCB设备业务有望迎来长周期维度的显著放量。此外泛半导体业务涵盖IC载板、掩模版制版、先进封装等领域，目前正逐步进入验证上量阶段，进一步打开公司的成长天花板。

#### PCB设备(4.5星)：

下游PCB厂商积极扩产，公司二期工厂投产带动业绩释放。在AI基建的强劲需求下，HDI、高多层版等高端PCB正面临结构性的供应缺口。公司二期产能于2025年9月开始陆续投产，设计产能是一期的2~3倍。大厂资本开支计划上调、AI技术迭代等因素将推动交付增长，产能扩张为长期业绩的增长提供支撑。

#### 泛半导体设备(5星)：

泛半导体业务是公司第二增长曲线，多项关键节点逐步突破。公司在先进封装、IC载板、面板领域等均有所突破。公司推动国产设备替代进口设备，加速客户认证周期，并解决高端基材依赖进口的瓶颈，未来增长潜力较大。根据新园区规划，约30%的产能留给泛半导体产品，该业务的成长性较高。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

伴随国产替代与技术升级并行，公司的高端产品占比持续提升，以及规模效应逐步凸显，公司的利润弹性有望进一步释放。

#### PCB 设备 (3.5 星):

PCB 产品的盈利趋势星级相对较高。原因在于随着线宽线距的精细化带动曝光机精度需求不断提升，以及高价值量类载板产品占比提升，推动设备产品均价同步走高。然而随着28年起供需紧张的格局有所缓解，以及参与竞争者增多，公司的产品价格或将逐步下滑，长期来看，公司产品结构调整及技术持续迭代，带动产品价格中枢向上。

#### 泛半导体设备 (3.5 星):

泛半导体的盈利趋势星级相对较高，国产替代与技术升级并行。随着先进封装、IC载板等新技术推动，公司产品未来3~5年属于新品导入期，毛利率相对比较高；后续随着IC载板、封装、显示面板等技术成熟，对应设备的毛利率也会略有下调，以及高毛利率的设备吸引新玩家入局，竞争格局争会逐步激烈。不过总体来说这个行业一直在技术迭代更新，价格降幅有限，盈利趋势星级相对较高。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

现阶段行业高景气提升吸引不少玩家进入，高端产品尚存在技术与认证壁垒，产品格局相对稳定。头部公司在行业中深耕多年，具备先发优势，尤其在泛半导体领域，中短期行业格局难以被打破。

#### PCB 设备 (3星):

PCB 曝光设备产业格局星级中等。全球PCB曝光设备主要参与者包括以色列Orbotech、日本ORC、ADTEC、SCREEN以及国产的芯碁微装、大族激光、天津芯硕等，海外产品的曝光精度和稳定性相对更佳，高端产品领域国内处于技术追赶阶段；而如低端阻焊及线路设备等低端产品技术成熟，客户以性价比为优先考量因素，因而竞争较为激烈。所以总体来说公司该产品的产业格局星级相对一般。

#### 泛半导体设备 (3.5 星):

泛半导体曝光设备的产业格局星级相对较好。半导体产业链加速国产替代进程，IC载板、先进封装、显示面板等厂商技术持续推进，留给设备国产化空间巨大。芯碁微装作为激光直写龙头，引领IC载板、先进封装等国产替代进程，地位难以撼动。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司凭借与头部客户长期合作积累的信任，持续投入研发满足客户需求，规模化生产带来成本端优势，但随着时间流逝，技术和渠道的护城河优势会逐步衰退，公司的护城河星级相对一般。

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                                                                                                                                                                                                  |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PCB设备  | (3星) 经壹评级调整后的ROIC为15.2%，具备8.2%的超额收益。公司在PCB曝光设备中全球市占率为15%，龙头地位凸显。公司的业务控制力星级相对较弱，原因在于下游板厂地位较高，公司为顺利切入供应链，给予客户优惠的账期，应收/存货账面价值较高占用公司运营资金。 | (3.5星) 公司的护城河归因于资源优势、技术优势、规模经济。1) 资源优势：与鹏鼎、沪电、深南、胜宏、景旺、生益等头部厂商合作紧密，客户渠道优势衰退相对缓慢；2) 技术优势：PCB曝光设备性能指标比肩国际龙头，现阶段护城河深厚，随着时间流逝，技术优势或将逐步衰退；3) 规模经济：随着二期产能逐步爬坡，规模经济优势凸显。                                          |
| 泛半导体设备 | (3星) 经壹评级调整后的ROIC为25.3%，具备18.3%的超额收益。公司在泛半导体曝光设备中的全球市占率约3%，引领国产替代进程。公司的业务控制力星级中等，作为激光直写国产龙头，公司跟随下游IC板厂、先进封装企业、面板厂商共同发展。               | (3.5星) 公司的护城河归因于资源优势、技术优势、规模经济。1) 资源优势：在泛半导体领域，公司与华天科技、京东方等头部企业形成良好的合作关系，客户渠道优势衰退相对缓慢；2) 技术优势：IC载板设备解析度达3-4 μm，先进封装设备线宽达1-2 μm，并率先布局键合、量测等新设备，现阶段的技术领先优势将随着时间流逝逐步衰退；3) 规模经济：随着产品技术成熟，规模化采购及生产，公司的成本优势持续巩固。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

PCB 高端曝光设备为基本盘、泛半导体新兴领域为增长极，受益于下游PCB板厂扩张及半导体国产替代大背景下，公司将实现业务双轮动驱，基于以上的假设，结合动态估值及DDM模型测算，芯碁微装的股价目前偏高估。价值的弹性来自于PCB技术变动带来设备单位投资额的提升，以及泛半导体领域的发展进程及公司产品认证进度。

### 6.1 核心假设及逻辑

芯碁微装的产品分为PCB设备及泛半导体设备两块业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的核心假设及逻辑如下：

1、PCB设备：受益于AI基建带动高端PCB需求，2025~2027年为PCB企业扩产大周期，作为曝光设备头部公司，芯碁微装2025年一季度开始产能便已处于超载状态，交付周期超过5个月；随着公司二期厂房逐步投产，产能逐步释放，订单及业绩确认有望边际加快。

a) 销量：二期产能于2025年8月逐步投产，产能为一期产能的1~2倍，将大幅环节产能压力，预计2025~2027年销量分别为600/950/1150台；后续随着扩产浪潮逐步消退，产品销量有所下滑；长期来看产品竞争力的上升带动公司全球市占率逐步提升。b) 价格：伴随PCB线宽线距的精细化，2025~2027年高端产品迭代+供给紧张，带动公司产品价格上涨，该期间预计产品单价分别为212/220/225万元；2028年起供需紧张的格局有所缓解，新导入的产品也逐步成熟，价格有所下滑；，长期来看，公司产品持续迭代带动产品中枢向上。c) 毛利率：随着产品结构调整，2025~2027年曝光设备的毛利率出现明显上升，预计为38%/38.5%/38.5%。2028年后随着产品结构基本稳定，供给量增多，技术成熟，毛利率或有一定承压。

2、泛半导体领域：主要布局先进封装、IC载板、键合设备、面板等领域。摩尔定律限制推动先进封装、IC载板等技术快速发展，公司泛半导体领域激光直写设备有望成为第二成长曲线，打开成长空间。

a) 收入：考虑下游客户对公司产品的肯定，希望完成验证后，后续尽快投产；结合Prismark、Yole等机构预测2024~2030年预计先进封装领域直写光刻设备符合增速为55%，公司泛半导体设备订单有望迎来快速增长。预计2025~2027年收入增速为15%/35%/50%，随着认证通过、技术逐步成熟，板块增速依旧可以维持双位数增长。b) 毛利率：泛半导体未来2023~2025年属于新品导入期，毛利率相对较高，预计2025~2027年毛利率为57%/58%/58%，后续随着IC载板、封装、显示面板等技术成熟，对应设备的毛利率也会略有下调，不过总体来说这个行业一直在技术迭代更新，降幅有限。

表2：公司整体业绩预测

| 芯碁微装          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 6.5   | 8.3   | 9.5   | 14.8  | 23.4  | 29.3  | 33.3  | 37.0  |
| 归母净利润(亿)      | 1.4   | 1.8   | 1.6   | 3.0   | 4.7   | 5.7   | 6.4   | 6.8   |
| 归母净利润增速(%)    | 28.6  | 31.3  | -10.4 | 88.4  | 55.9  | 21.6  | 11.6  | 6.0   |
| 经营性净利润(亿)     | 1.3   | 1.7   | 1.4   | 2.8   | 4.5   | 5.5   | 6.2   | 6.6   |
| 经营性净利润增速(%)   | 30.9  | 27.4  | -14.7 | 98.7  | 60.4  | 22.7  | 12.1  | 6.3   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 1.3   | 1.7   | 1.4   | 2.8   | 4.5   | 5.5   | 6.2   | 6.6   |
| 经营性归母净利润增速(%) | 30.9  | 27.4  | -14.7 | 98.7  | 60.4  | 22.7  | 12.1  | 6.3   |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| PCB设备       | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 5.3   | 5.9   | 7.8   | 12.7  | 20.9  | 25.9  | 28.6  | 30.7  |
| 收入增速(%)     | 27.0  | 12.0  | 32.5  | 63.0  | 64.0  | 23.8  | 10.5  | 7.5   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.9   | 0.9   | 1.0   | 2.2   | 3.8   | 4.6   | 4.9   | 4.9   |
| 经营性净利率(%)   | 16.3  | 15.3  | 12.3  | 17.6  | 18.2  | 17.7  | 17.2  | 16.1  |
| 经营性净利润增速(%) | 18.0  | 5.6   | 6.4   | 132.9 | 69.2  | 21.0  | 7.0   | 0.5   |
| 泛半导体设备      | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 1.3   | 2.4   | 1.7   | 2.0   | 2.5   | 3.4   | 4.7   | 6.2   |
| 收入增速(%)     | 62.2  | 90.7  | -28.0 | 17.9  | 24.0  | 36.0  | 37.4  | 32.5  |
| 经营性净利润(亿)   | 0.4   | 0.7   | 0.4   | 0.6   | 0.7   | 0.9   | 1.3   | 1.6   |
| 经营性净利率(%)   | 35.1  | 31.3  | 26.0  | 27.6  | 27.8  | 27.0  | 26.9  | 26.1  |
| 经营性净利润增速(%) | 66.0  | 70.0  | -40.2 | 25.1  | 25.1  | 32.0  | 37.1  | 28.6  |

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<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| PCB设备     | 9.3%         | 中等         | 较好    | 较强         | 8.5%         | 19.5       | 10.4          |
| 泛半导体设备    | 13.5%        | 中等+        | 较好    | 较强         | 8.5%         | 20.5       | 3.6           |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| PCB设备(亿)  | 3.6          | 97.2       | 100.8 | 6.2        | 1.1          | 1.0        | 106.9         |
| 泛半导体设备(亿) | 4.3          | 35.7       | 40.0  | 1.4        | -            | -          | 41.4          |
| 公司整体测算(亿) | 7.9          | 132.9      | 140.8 | 7.6        | 1.1          | 1.0        | 148.3         |

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<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-----------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| PCB设备(亿)  | 24.1      | 78.6      | 102.6 | 6.2  | 1.0          | 1.0        | 108.9 |
| 泛半导体设备(亿) | 11.4      | 32.8      | 44.2  | 1.4  | -            | -          | 45.5  |
| 公司整体测算(亿) | 35.4      | 111.4     | 146.8 | 7.6  | 1.0          | 1.0        | 154.4 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

直写激光设备处于快速成长期，估值的不确定性来自于行业的技术迭代，以及芯碁微装的下游客户的认证进度。科技行业日新月异，需要密切跟踪，实时调整模型预测，因此公司的估值确定性星级相对较低。

## 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。