

中微公司（688012.SH）

公司报告 | 首次评级报告

武钰婷
半导体行业研究员

2025年12月19日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	272.72
总市值	1707.62亿
PE-TTM	89.22
PB-MRQ	7.95

估值结果

DDM估值	价值	1262亿
	上行空间	-26%
	状态	偏高估
动态估值	价值	1203亿
	上行空间	-30%
	状态	偏高估

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

中微公司是一家具备强护城河的国内半导体设备头部企业，现已覆盖刻蚀设备、薄膜沉积设备、检测设备三大板块。

中微公司高成长空间一方面主要受益于下游晶圆厂持续扩产带来的设备新增需求和远期原有产线的更新换代需求；另一方面受益于国产替代驱动的市占率提升。整体盈利趋势稳健，半导体设备业务属于高壁垒，价格战风险较低。产业格局中等偏上，随国产化率逐步提升国内设备商未来竞争将有所加剧，可能会经历一段行业整合期。强护城河来自于公司作为国内第一梯队的半导体设备技术实力，同时受益于政策导向的国产替代大趋势。

基于我们对国内持续扩产晶圆产能叠加国产替代驱动的公司市占率提升的核心假设，当前公司估值偏高估。

我们区别于市场的观点

外界比较看好中微公司的发展潜力，因为中微公司主要布局的刻蚀设备和薄膜沉积设备是半导体设备中壁垒较高，国产化率较低的设备板块。但是我们认为虽然中微公司目前在刻蚀设备、薄膜沉积设备领域的布局相较于国内友商存在差异化，但是长期来看随着国产化率逐步提升至较高水平，国内几家设备商必将直面竞争，中微公司市场渗透将放缓。

风险提示

1) 国内半导体设备市场国产化率过半后，国产设备商之间竞争格局有可能恶化，有进一步触发价格战、毛利下滑的风险；2) 倘若中美关系超预期回暖，美放松设备出口管制，国产替代节奏大幅放缓，有挤压公司份额与盈利空间的风险。

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
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
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

中微公司成立于2004年，是国内领先的半导体设备企业。其核心业务为刻蚀设备，技术达国际先进，已进入台积电5nm产线。公司坚持三维发展战略，研发投入大，产品不断拓展至薄膜沉积、量检测等领域，有望受益于国产替代趋势，成长空间广阔。

2. 业务介绍

对于中微公司公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

刻蚀设备：

半导体刻蚀设备像是超级精准的“刻刀”，按照光刻留下的图案进行高精度的“雕刻”，在芯片制造流程中使用广泛，CCP能量更高，适合深刻蚀、介质刻蚀，ICP较温和，适合浅刻蚀。中微侧重CCP刻蚀。我们对于刻蚀设备业务的主要竞争市场界定为国内半导体刻蚀设备行业，中微公司目前市占率约为13%，和北方华创共同瓜分国产市场。

其他：

公司其他业务主要为设备运维服务类业务，主要来自设备销售后的附加服务。因为该业务增长与公司半导体设备营收密切相关，我们对于其他业务的主要竞争市场界定为前述半导体设备市场。

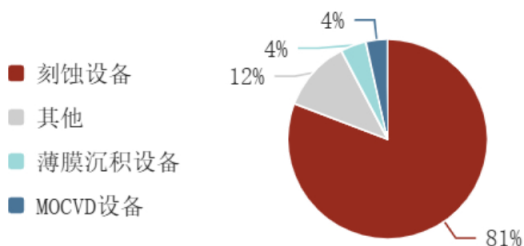
薄膜沉积设备：

薄膜沉积是指采用物理或化学方法在衬底材料上沉积一层待处理的薄膜材料。我们对于薄膜沉积设备业务的主要竞争市场界定为国内半导体薄膜沉积设备行业。中微公司从国内其他友商还未突破的钨ALD设备入手，差异化布局，目前处于发展初期，市占率不足1%。

MOCVD设备：

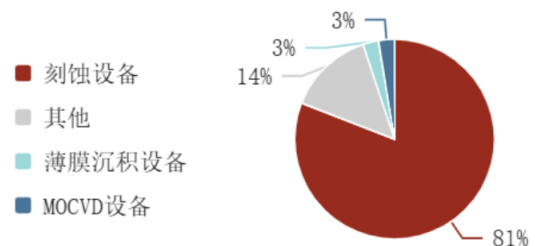
公司MOCVD设备主要产品为：用于蓝光照明的 PRISMO A7、用于深紫外 LED 的 PRISMO HiT3、用于 MiniLED显示的 PRISMO UniMax。我们对于MOCVD设备业务的主要竞争市场界定为国内MOCVD设备行业。全球MOCVD设备市场约6亿美元，国内约3亿美元，市场低增。

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

中微公司资产强度较高，重研发，客户集中度适中。销售模式全部为直销，晶圆厂会要求设备供应商先提供设备产品供其测试，待通过内部验证后，才正式签订采购合同。经过多年积累，中微公司已与国内晶圆厂建立了长期合作关系，建立了一定的客户粘性，自主可控需求和海外制裁趋严的大背景下，下游晶圆厂国产替代需求日益强烈。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

中微公司资产强度整体处于较高水平。半导体设备制造环节属于技术、资金密集型但非重资产型。公司更多聚焦研发设计、系统集成与工艺验证，厂房及产线建设周期短、折旧压力小，因此前期固定资产投入相对有限，资产周转效率相对晶圆代工、封测等半导体重资产行业较高。中微公司近年来扩建研发中心，新建厂房等固定资产较多，资产强度相对较高，长期来看将回落至中等水平。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

中微公司研发费用率高，过去五年均值为14%水平，略高于国内半导体设备行业平均水平。技术突破上公司新一代高深宽比CCP刻蚀机Primo UD-RIE®基于成熟架构升级，配备六个反应腔，通过更高功率更低频率射频偏压电源，提供更高离子轰击能量，可以满足极高深宽比刻蚀的严苛要求，兼顾刻蚀精度与生产效率。新品ALD覆盖多种先进制程金属，双腔EPI满足客户降本增效需求。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 **较高** 高

中微公司客户集中度较高，主要系下游客户主要为晶圆厂，行业集中度较高，2024年前三大客户为：长江存储、长鑫存储、中芯国际。

4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力因MOCVD设备占比高、毛利率低而承压，但随着刻蚀设备占比提升，盈利逐步改善。2020-2024年收入与归母净利受益于技术突破和国内晶圆厂扩产需求而高增长。业务控制力受行业验收期长影响，但经营效率优于同业。股东回报方面，股息支付趋于稳定。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



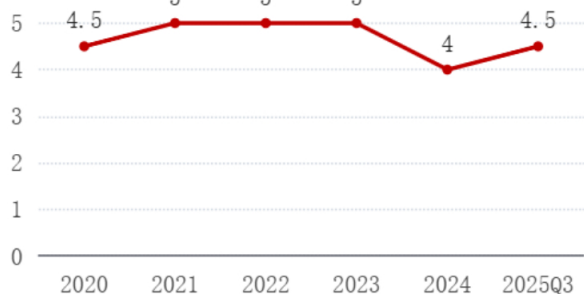
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力一般，主要系公司前期MOCVD设备在毛利贡献中占比高，毛利率较低，拖累整体利润水平，随着刻蚀设备占比逐步提升，MOCVD占比相对萎缩，公司盈利能力水平有所提升。

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，2020-2024年，公司收入、归母净利CAGR分别达41.3%、34.6%。一方面公司自身持续推动刻蚀设备、薄膜沉积设备的研发突破，获得更多下游客户订单；另一方面外部市场驱动来自于国内全方位支持大力发展半导体产业，晶圆厂加速扩产，带来了快速增长的设备需求。

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

公司历史业务控制力及财务健康评级一般，主要系在半导体产业链中晶圆厂地位较为强势，且设备有较长的验收期，普遍在一年以上，属于半导体设备行业普遍现象。实际上公司业务控制力及财务健康指标相较于国内其他半导体设备公司属于较高水平，主要系公司经营效率更高，且作为国内半导体设备龙二有一定的产业链地位。

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

公司股东回报评级一般，公司上市以来在23年前并未进行过分红，23-25年公司每年都发布了一次分红方案，分红金额稳定在3亿元，股息支付率稳定在10-20%的水平，股利政策较为稳定。

5. 四维评级

中微公司成长空间星级高，增长主要受益于国内晶圆厂扩产与国产替代推动的市占率提升。公司以技术壁垒高、国产化率较低的刻蚀设备为基本盘，具备龙二地位和差异化优势；薄膜沉积设备为新业务，尚未放量，市场拓展存在挑战。因下游客户集中且话语权强，叠加国产化推进，行业价格战风险较高。预期公司整体盈利稳健，末期毛利率仍可维持在40%以上，护城河来自技术、运营及政府支持，持续性较强。

5.1 成长空间

★★★★★

中微公司成长空间星级高，公司刻蚀设备业务和薄膜沉积设备业务都属于半导体设备领域，增长动力主要来自国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升。其中刻蚀设备业务是公司基本盘，深耕多年；薄膜沉积设备业务属于公司新拓展的半导体设备品类，还未大规模放量。

刻蚀设备(5星)：

成长空间星级高，增长动力主要来自国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升。中期视角未来五年增速20%-30%，后续增速放缓至10%-15%。

薄膜沉积设备(5星)：

成长空间星级高，增长动力主要来自品类拓展、国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升。中期视角未来五年增速30%以上，后续增速放缓至10%-15%。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

中微公司整体盈利趋势较强，其中，半导体刻蚀设备和薄膜沉积设备都属于行业壁垒较高、国产化率较低的板块，预期未来小幅下滑后至末期毛利率保持在40%以上。

刻蚀设备(3.5星):

公司半导体刻蚀设备业务盈利趋势较强，在行业中处于领先地位。由于半导体刻蚀设备行业壁垒较高，国内半导体设备行业供需格局出现价格战可能性较低，随着研发的不断投入，预计中微公司刻蚀设备产品竞争力有保证，预计毛利率将出现小幅下滑，末期毛利率能够基本维持40%以上。

薄膜沉积设备(3.5星):

公司半导体薄膜沉积设备业务盈利趋势较强，中微公司从此前国内还未突破的金属钨ALD设备入手，在行业中处于领先地位。由于半导体薄膜沉积设备行业壁垒较高，国内半导体设备行业供需格局出现价格战可能性较低，随着研发的不断投入，预计中微公司薄膜沉积设备产品竞争力有保证，预计毛利率将出现小幅下滑，末期毛利率能够基本维持40%以上。

5.3 产业格局

★★★★☆

中微公司产业格局中等偏上。因下游晶圆厂集中度高、话语权强，叠加国产化率提升，价格战风险较其他设备更高。中微在刻蚀领域具差异化优势，而在薄膜沉积部分成熟产品中属新进入者，市场拓展面临挑战。

刻蚀设备(3星):

半导体刻蚀设备产业格局中等偏上，一方面主要系半导体设备行业下游客户为晶圆厂，客户集中度较高，话语权大；另一方面，中微公司在刻蚀设备领域与友商相比各有优势，因此随着国产化率水平逐步提升，后续价格战的可能性略高于其他设备。

薄膜沉积设备(3星):

半导体薄膜沉积设备产业格局中等偏上，一方面主要系半导体设备行业下游客户为晶圆厂，客户集中度较高，话语权大；另一方面，公司在薄膜沉积设备领域虽然从差异化产品入手，与友商相比各有优势，但是公司在部分成熟产品领域相对于友商来说属于新玩家，后续市场拓展并不占优。

5.4 护城河

★★★★☆

中微公司整体护城河较深，护城河较宽，持续性较强。护城河主要来自刻蚀设备领域的龙二优势、技术优势和管理运营，来自薄膜沉积设备领域的政府扶持和技术优势和管理运营。

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
刻蚀设备	(5星)中微公司刻蚀设备业务护城河宽。公司是国内半导体刻蚀设备第一梯队，市占率约13%，业务控制力较强，经壹评级调整，2024年刻蚀设备业务超额ROIC为20%。中微公司在存储类刻蚀产品性能表现优异，且3nm产品成功导入台积电，虽然落后于全球头部厂商，但是在国内较为领先，有一定的技术实力。	(4.5星)中微公司半导体刻蚀设备业务护城河来自于规模经济、技术优势和管理运营。规模经济主要来自于公司是公司在国产刻蚀设备中市占率较高，技术优势来自于公司相对于国内同行具备一定的技术实力，管理运营来自于公司董事长对于公司整体经营管理较其他半导体设备公司更为高效。护城河持续性强:我们认为中微公司能够保持在半导体刻蚀设备领域的市场地位。同时能够保持相对的技术优势和较高的管理效率。
薄膜沉积设备	(3.5星)中微公司薄膜沉积设备业务护城河宽。公司是国内半导体薄膜沉积设备新玩家，目前市占率不足1%，业务控制力较强，经壹评级调整，2024年薄膜沉积设备业务超额ROIC为-661%，主要系目前该业务仅有少量订单，研发费用远大于目前的销售金额。虽然目前市占率不足1%，但是中微公司所布局的钨ALD设备其他友商尚未突破，技术实力较强，有差异化优势。	(4.5星)中微公司半导体薄膜沉积设备业务护城河来自于技术优势、管理运营、政府扶持。技术优势来自于公司相对于国内同行具备一定的技术实力，管理运营来自于公司董事长对于公司整体经营管理较其他半导体设备公司更为高效，政府扶持来自于公司受益于国家对于半导体产业的大力扶持。护城河持续性强:我们认为中微公司能够保持在半导体薄膜沉积设备领域的技术优势和较高的管理效率。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司当前估值偏高估，主要系受益于国产光刻机突破和国产算力芯片进展消息催化，近期半导体市场较为火热，股价目前维持高位震荡。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括:刻蚀设备、薄膜沉积设备、MOCVD设备和其他，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：

清洗设备：

收入假设：

1) 市场规模:受益于下游晶圆厂持续扩产带来的设备新增需求和远期原有产线的更新换代需求，到显性期末，国内刻蚀设备市场规模达到365亿美元(目前规模为88亿美元)

2) 市占率:公司增长主要来自国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升，我们认为到2040年国产替代基本完成(整体不包含光刻机的半导体设备市场国产化率将达到80%)，刻蚀设备作为技术门槛较高的半导体设备细分品类，国产化率将达到80%（目前刻蚀设备国产化率约30%），公司市占率达到35%（目前公司刻蚀设备市占率约16%）。

盈利能力假设：

考虑到行业壁垒、公司自身市场地位和技术优势，我们认为中微公司刻蚀设备业务在五年内能够维持较高的毛利率水平，远期小幅下滑后稳定在40%以上。

薄膜沉积设备:

收入假设:

1) 市场规模: 受益于下游晶圆厂持续扩产带来的设备新增需求和远期原有产线的更新换代需求, 到显性期期末, 国内薄膜沉积设备市场规模达到375亿美元(目前规模为92亿美元)。

2) 市占率: 公司增长主要来自国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升, 我们认为到2040年国产替代基本完成(整体不包含光刻机的半导体设备市场国产化率将达到80%), 薄膜沉积设备整体国产化率将达到80%(目前薄膜沉积设备国产化率约30%), 公司市占率达到8%(目前公司其他设备市占率约1%)。

盈利能力假设:

考虑到行业壁垒和技术优势, 我们认为中微公司薄膜沉积设备业务在五年内能够维持较高的毛利率水平, 远期小幅下滑后稳定在40%以上。

MOCVD设备:

收入假设:

根据我们对未来下游市场需求的测算, MOCVD设备市场未来增速为7%, 保持低增长, 公司目前的产能交付问题随着临港投产会有改善, 但是这块市场还是比较小, 增速也低, 而且基本上都有定制化需求, 总体来说相对半导体设备, MOCVD并不是公司业务重心。因此简单判断公司未来营收跟随市场增长。

盈利能力假设:

考虑到市场整体相对成熟, 我们认为中微公司MOCVD设备毛利率较为稳定, 预计未来保持在33%的水平。

其他:

收入假设:

由于这部分收入来自于设备销售后的运维服务和部分非核心设备, 假设这部分收入随公司主营业务增长而增长, 给予10%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为50%, 后续小幅下降后稳定在45%。

表2: 公司整体业绩预测

中微公司	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	47.4	62.6	90.7	119.2	151.9	205.3	275.8	328.2
归母净利润(亿)	11.1	16.6	15.0	22.8	30.4	41.1	54.1	63.6
归母净利润增速(%)	13.9	50.2	-9.4	51.5	33.4	35.3	31.6	17.5
经营性净利润(亿)	9.5	12.6	13.5	21.5	29.7	41.2	55.1	65.3
经营性净利润增速(%)	50.5	32.2	7.3	59.1	38.1	38.8	33.9	18.5
经营性归母净利润(亿)	9.0	11.7	12.6	20.0	27.6	38.3	51.3	60.8
经营性归母净利润增速(%)	48.6	29.9	7.3	59.1	38.1	38.8	33.9	18.5

数据来源: 壹评级

表3：公司分业务业绩预测

刻蚀设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	31.5	47.0	72.8	96.3	123.0	171.2	233.3	272.3
收入增速(%)	57.6	49.1	54.8	32.3	27.8	39.2	36.3	16.7
经营性净利润(亿)	6.3	7.5	11.9	17.7	22.9	32.5	44.6	52.4
经营性净利率(%)	19.9	15.9	16.4	18.4	18.6	19.0	19.1	19.3
经营性净利润增速(%)	33.8	18.8	60.2	48.4	29.4	41.8	37.2	17.5
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.9	11.0	12.5	13.8	15.2	16.7	18.3	20.2
收入增速(%)	46.7	24.3	13.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	2.6	4.8	4.2	4.8	5.1	5.4	5.8	6.2
经营性净利率(%)	28.9	43.3	33.4	34.5	33.5	32.5	31.4	30.5
经营性净利润增速(%)	74.0	86.1	-12.5	13.8	6.7	6.6	6.3	7.0
薄膜沉积设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	1.6	5.0	9.3	12.6	19.0	30.4
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	219.7	85.7	36.1	50.6	60.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	-2.9	-1.5	1.1	2.7	4.2	6.2
经营性净利率(%)	0.0	0.0	-187.1	-30.9	11.8	21.2	22.1	20.3
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	47.3	170.8	145.1	57.2	46.8
MOCVD设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.0	4.6	3.8	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4
收入增速(%)	39.2	-34.3	-17.6	10.0	7.0	7.0	7.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.7	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
经营性净利率(%)	9.6	7.6	7.6	12.7	12.3	12.0	11.5	11.1
经营性净利润增速(%)	332.3	-48.2	-17.3	82.7	3.5	5.2	2.6	0.9

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)
刻蚀设备	18.7%	高	较好	强	8.0%	22.92	49.8
薄膜沉积设备	5.4%	中等	较好	强	8.3%	17.16	20.7
MOCVD设备	3.4%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.6
其他	5.0%	中等-	一般	一般	7.5%	13.25	6.0
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
刻蚀设备(亿)	28.4	839.2	867.6	65.0	-	-	932.6
薄膜沉积设备(亿)	-6.0	174.0	168.0	0.3	-	-	168.3
MOCVD设备(亿)	2.0	5.4	7.4	2.5	-	-	9.8
其他(亿)	18.9	59.8	78.7	13.3	-	-	92.0
公司整体测算(亿)	43.3	1078.4	1121.6	81.1	-	-	1202.8

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
刻蚀设备(亿)	279.0	650.3	929.3	65.0	-	-	994.3
薄膜沉积设备(亿)	29.3	124.0	153.3	0.3	-	-	153.5
MOCVD设备(亿)	4.4	3.3	7.7	2.5	-	-	10.2
其他(亿)	47.2	43.6	90.8	13.3	-	-	104.1
公司整体测算(亿)	359.8	821.2	1181.0	81.1	-	-	1262.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设来自中性假设。不及预期的可能主要来自若未来国内半导体设备研发遭遇瓶颈，国产线良率难以提升将抑制下游扩产需求。超预期的可能主要来自若研发进展非常顺利，国产设备与海外龙头设备匹敌甚至更好，加上定价优势且国际贸易局势平稳，那么公司海外营收规模将超预期增长。

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。