

石英股份（603688.SH）

公司报告 | 首次评级报告



袁均城
锂电研究员

2025年11月14日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	38.4
总市值	208.00亿
PE-TTM	133.50
PB-MRQ	3.59

估值结果

DDM估值	价值	114.69亿
	上行空间	-45%
	状态	高估
动态估值	价值	104.54亿
	上行空间	-50%
	状态	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

石英股份是国内石英材料龙头企业，专注于高纯石英砂、石英管棒等产品的研发与生产，产品广泛应用于光伏、半导体、光纤、光学等领域。

公司成长空间较好，主要受益于AI驱动半导体行业长期增长，叠加半导体石英材料国产替代空间大，当前国产化率仍低；公司盈利趋势中等，主要系高纯石英砂业务行业产能充沛，光伏行业增长较慢，对应盈利弹性一般，半导体石英材料业因高壁垒，盈利能力保持平稳；公司产业格局很好，主要系石英材料作为核心耗材对品质要求严苛，客户认证周期长且切换成本高，粘性强；公司护城河较深，主要系石英矿源与加工提纯工艺深度绑定，全球仅少数企业掌握高纯提纯技术，叠加公司长周期客户认证，进入壁垒较深。

基于公司未来石英砂销量恢复，价格中枢相比现价进一步下行，半导体石英材料平稳放量的假设，我们认为公司估值处于高估的水平。

我们区别于市场的观点

市场认为公司高纯石英砂业务周期反转的时点不确定性较强，难以判断公司基本面什么时候开始触底回升。我们认为，当前行业库存去化已进入中后期，2026年将成为供需再平衡的关键节点，公司2026年后石英砂出货量会恢复到较高的水平。

市场认为未来随着高纯石英砂行业景气度企稳回升，远期高纯石英砂价格水平高于现在的水平。我们认为，不考虑2021-2023年超级周期扰动，当前高纯石英砂价格水平站在过去十年期间仍然处于高位区间。当前高纯石英砂行业产能充沛，价格上行空间较市场预期更为有限。

风险提示

公司半导体业务的成长性高度依赖下游的设备与晶圆制造厂商认证。若认证进度或结果不及预期，将影响新客户拓展与订单获取，进而制约该业务业绩的释放。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发高端度	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	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
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	11
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

石英股份（603688）成立于1992年，2014年于上交所上市，是国内高端石英材料龙头企业，专注于高纯石英砂、石英管棒等产品的研发与生产，下游广泛应用于光伏、半导体、光纤、光学等领域，其中高纯石英砂市占率保持前列，半导体石英材料已通过设备厂TEL、LAM等国际认证并加速国产替代。

2. 业务介绍

对于石英股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

石英管棒（光纤+半导体）：

石英材料具备优良的透光性、稳定性及耐热性等理化特性，广泛应用于半导体、通信、光伏等领域的相关产品制造。各应用场景当前所处的景气阶段有所不同，为便于估值，我们按下游行业应用场景对石英股份业务进行划分。

石英管棒（光纤与半导体）主要指用于半导体和光纤通信行业的石英材料。目前，半导体用石英材料的国产化率较低，且下游客户涵盖多家海外企业，因此公司的业务范围界定为全球市场。

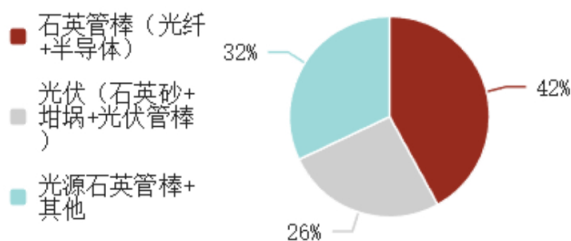
光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）：

光伏行业所用的石英材料主要包括高纯石英砂、石英坩埚和石英管棒。高纯石英砂是制造石英坩埚和石英管棒的原料，后两者则是光伏硅片生产过程中的关键耗材。鉴于国内光伏行业深度参与全球竞争，公司的业务范围界定为全球市场。

光源石英管棒+其他：

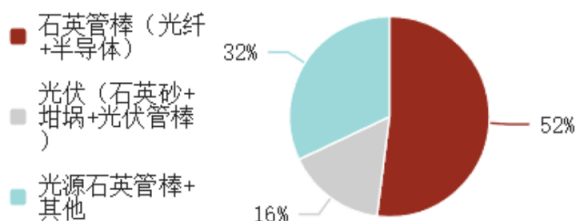
光源石英管棒主要指用于特种照明、紫外消毒等光源产品的石英材料。相关市场已进入成熟稳定阶段，公司该项业务多年以来基本没扩张，在国内维持稳定的销售规模，因此公司的业务范围界定为国内市场。

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

石英股份属于面向企业客户的制造业模式。其产品是下游半导体、光伏等行业生产流程中的关键耗材，对终端产品的质量有重要影响，且客户转换成本极高。因此，下游客户通常建立严格的供应商认证体系，产品验证周期长。为持续拓展客户，石英股份需不断投入研发，提升产品参数，以满足下游对材料性能的严苛要求。

3.1 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的研发高端度较高，主要反映在突出的人均研发费用上，如半导体级高纯石英砂的纯化与合成工艺，高度依赖石英材料专业人才与精密设备，具有显著的技术密集型特征。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

石英股份的研发费用率保持在10%以上，这一比例显著高于传统制造业平均水平，这源于其商业模式的核心要求：产品作为下游半导体与光伏制造的关键耗材，必须具备极高的参数一致性与稳定性。为通过客户漫长的认证周期并维持供应链地位，公司必须将高比例营收持续投入研发，这构成了其参与高端市场竞争的准入壁垒和护城河。

3.3 客户集中度

低 较低 **中等** 较高 高

石英股份的光伏客户集中于国内几家头部硅片企业，集中度较高；而其半导体客户则分散于全球众多的设备商与晶圆厂，体系多元。两大业务板块的客户结构差异，使得公司整体客户集中度呈现中等水平。

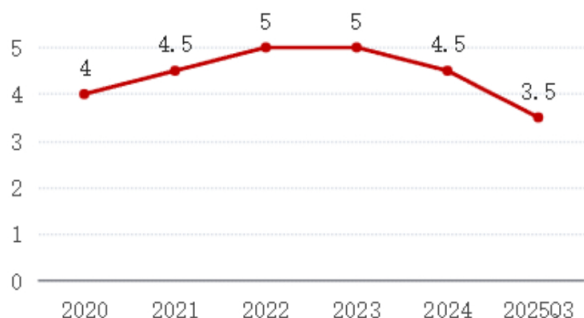
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司整体的盈利能力处于较好水平，但因光伏石英砂价格周期导致历史波动幅度较大；成长能力星级波动性较大，同样是受到光伏石英砂价格周期的影响；业务控制力处于中等水平，公司光伏领域的业务规模已经做到了国内头部的水平，但半导体领域对下游的议价能力仍然较弱；股东回报评级处于中等水平，股利支付率长期保持在30%左右的水平。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



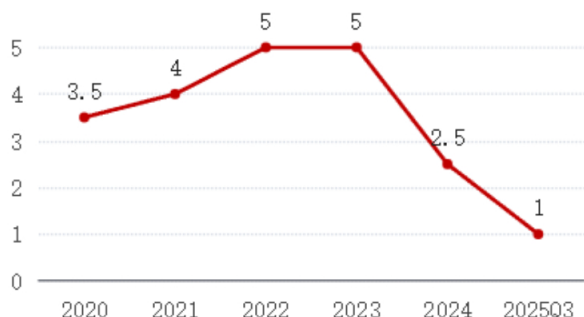
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力近年走弱，主要系行业周期下行，此前石英砂超级周期推高公司盈利能力至历史峰值，当前则面临石英砂价格回落、销量下滑，但石英矿成本保持刚性的压力。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



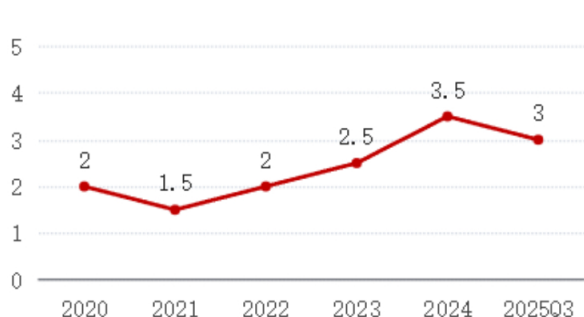
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力恶化，主要系行业周期下行，此前石英砂超级周期将公司营收和归母净利润规模推至历史峰值，当前则面临石英砂价格回落、销量下滑的压力。而半导体石英材料业务的结构性增长暂不足以弥补光伏业务的周期性下滑。

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



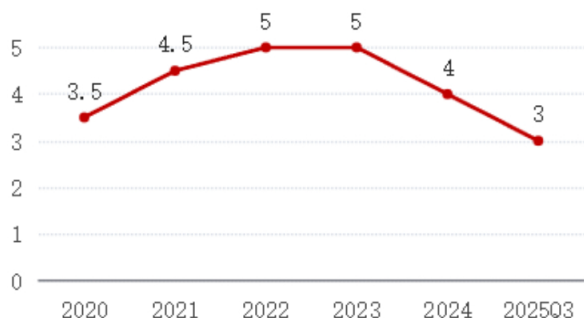
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力整体呈上升趋势，虽受光伏石英砂周期影响偶有波动，但核心竞争力持续增强。得益于在上一轮行业上行周期中确立的国内市场份额首位优势，公司对上下游均拥有较强的议价能力。

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

公司股东回报评级近年有所下行，主要受行业周期影响。此前在石英砂超级周期推动下，公司利润及分红规模达历史高峰，并于2023年将分红率阶段性提升至50%。随着行业进入下行阶段，为保持财务稳健，分红率已回归至30%左右的长期中枢水平，叠加利润规模收窄，致使股东回报水平从高点回落。

5. 四维评级

公司的成长空间、产业格局及护城河处于较好水平。主要系于半导体石英材料业务目前国产化率仅10%左右，公司有望持续导入新客户，实现市场份额的持续提升；产业格局优异，因石英材料是下游生产的关键耗材，认证严、切换成本高，客户粘性极强；护城河则建立在矿源与提纯工艺深度绑定的技术壁垒之上。尽管长期优势显著，公司盈利趋势受光伏石英砂行业周期影响表现较平。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的未来成长空间主要源于半导体石英材料业务。该业务当前国产化率仅约10%，公司全球市场份额仅为低个位数，未来有望持续兑现份额提升逻辑。而光伏与光源用石英材料业务已进入产业成熟周期，标志着其正从高增长转向稳定贡献，成长性一般。

石英管棒（光纤+半导体）(5星)：

公司成长性的核心看点在于高端石英管棒业务。其高成长逻辑根植于极高的行业壁垒（技术、认证）所导致的低国产化率现状。随着公司近期在半导体设备商及光纤龙头等高端客户的认证与导入上取得关键进展，其份额提升的逻辑正进入兑现期，未来成长路径明确。

光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）(2.5星)：

公司光伏业务整体成长性将趋于平稳。其核心产品高纯石英砂的需求与全球光伏装机量强相关，光伏行业正进入成熟阶段，增速自然放缓。同时，公司在该领域的市场份额已处于高位，进一步拓展空间有限，其增长主要依赖于行业β而非自身α。另外光伏石英砂周期仍处于下行周期尾端，所以成长星级低于同样处于成熟期的光源石英管棒。

光源石英管棒+其他(3星)：

下游光源行业处于成熟期，公司市场份额长期保持稳定，长期营收规模保持在3亿上下，不是公司当前阶段的发展重心，因此成长性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势呈现结构性的中等水平。其半导体业务因高认证壁垒和低客户价格敏感度，盈利趋势稳定，提供了业绩韧性；而光伏业务作为强周期板块，当前仍处于供需再平衡阶段，盈利水平承压。二者共同作用，导致公司整体盈利缺乏强劲的向上弹性。

石英管棒（光纤+半导体）（3星）：

光纤半导体石英材料的盈利趋势保持平稳，根源在于其极高的行业壁垒。极高的认证壁垒与客户转换成本，构成了维持良好竞争格局的先决条件。这促使同业竞争聚焦于技术达标与品质稳定性，而非低价规模扩张，从而有效规避了价格战，使长期盈利趋势维持在平稳向好的水平。

光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）（2.5星）：

光伏石英砂业务的盈利趋势已从超级周期的高点回落，预计中长期将维持在一般水平。主因是行业经历大规模产能扩张后，供需格局逆转，价格进入下行通道。尽管当前价格相较历史均值仍处高位，但已无法维持此前极端利润。随着行业回归理性增长，该业务盈利能力将趋于常规化。

光源石英管棒+其他（2.5星）：

该业务整体下游需求增长平稳缓慢。行业技术标准化程度较高，产品同质化倾向明显，导致价格成为主要竞争手段，进而压缩了整体利润空间。同时，该领域不具备半导体产业那样的高认证壁垒和客户粘性，市场竞争相对充分。因此，尽管公司凭借规模和技术维持稳定运营，但该业务缺乏显著的盈利弹性。

5.3 产业格局

★★★★☆

石英股份整体产业格局较好，核心源于其主营业务的进入壁垒高、客户粘性强。在半导体及光纤领域，石英材料作为关键耗材认证严苛、切换成本极高，有效遏制了无序竞争；在光伏石英砂领域，公司凭借资源与工艺优势稳居龙头，上游矿源稀缺性与提纯技术共同构筑了天然的竞争壁垒，促使行业格局保持清晰稳定。

石英管棒（光纤+半导体）（4.5星）：

光纤半导体石英管棒业务的产业格局优异，其核心在于极高的行业壁垒构筑了稳定有序的竞争环境。产品作为下游制程的关键耗材，需经历长达数年的严格认证，客户切换成本极高，形成了极强的客户粘性。这促使供应商之间聚焦于技术工艺与品质稳定性，而非低价竞争，共同维护了良性且可持续的产业生态。

光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）（4.5星）：

光伏石英砂产业格局坚实，核心在于资源与技术壁垒高筑，全球具备规模化、高品质供应能力的厂商屈指可数，市场高度集中。下游客户为保障供应链安全，与核心供应商深度绑定，形成了稳定、有序的良好竞争生态。

光源石英管棒+其他(3星):

光源石英管棒业务的产业格局整体平稳。该市场与传统照明行业需求关联紧密，行业发展成熟，增长空间有限。产品标准化程度相对较高，同业竞争更为充分，导致企业定价能力和利润空间普遍较为一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体的护城河星级较好，但存在结构性差异。其半导体石英管棒业务凭借极长的客户认证周期和极低的替换粘性构筑了进入壁垒，光伏石英砂业务则依托稀缺矿源认知和纯化工艺形成资源与成本优势，两者护城河深厚。而光源石英管棒业务面对成熟市场与标准化产品，护城河相对较浅，一定程度上拉低了公司的整体评级。

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
石英管棒（光纤+半导体）	(3星) 该业务的护城河宽度星级中等，经壹评级调整的ROE为19.4%，ROIC为18.5%，具有较高的超额收益。此外，公司业务控制力较好，与海外优质石英矿企保持较好的商业关系，可持续获得优质稳定矿源。	(4星) 该业务的护城河持续性优秀，主要由技术优势和高转换成本共同构筑。在技术层面，公司掌握了高纯度石英砂提纯及“连熔法”制备半导体级石英材料的核心技术，其产品已通过TEL、LAM等国际半导体设备巨头的严格认证，技术壁垒显著。这种高技术门槛和长认证周期（通常1-2年），使得下游客户一旦完成认证并导入其产品，便会因担心重新认证带来的时间延误、生产流程中断以及质量不确定性等巨大的财务与流程成本，而不愿轻易更换供应商。因此，深厚的技术实力直接锁定了客户，形成了强大的转换成本护城河。
光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）	(4.5星) 该业务的护城河宽度星级较高，经壹评级调整的ROE为25.5%，ROIC为25%，具有较高的超额收益。此外，公司业务控制力较好，光伏石英砂市场份额居国内首位，与海外优质适应矿企保持较好的商业关系，可持续获得优质稳定矿源。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要由技术优势、转换成本和利基市场垄断三方面构筑。公司掌握高纯石英砂提纯核心技术建立起技术壁垒；其产品作为硅片生产关键耗材，客户认证严、切换成本高，粘性强；同时公司主导高端石英砂这一利基市场，凭借稀缺矿源与规模化产能，构建了结构性垄断优势。
光源石英管棒+其他	(3星) 该业务的护城河宽度星级中等，经壹评级调整的ROE为11.1%，ROIC为10.5%，具有一定的超额收益。此外，公司业务控制力较好，业务进入成熟期可以长期稳定给公司贡献稳定经营性现金流。	(2.5星) 该业务的护城河持续性一般，主要由利基市场垄断构成。业务的护城河主要体现在特种照明、紫外消毒等利基市场的结构性优势。然而，由于该领域技术门槛相对有限、市场规模较小且产品标准化程度逐步提高，面临的竞争压力日益凸显，导致其护城河的持续性和强度相对一般，中长期看存在逐步收窄的趋势。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司半导体石英管棒份额持续提升、半导体行业发展速度较快、光伏石英砂周期于明年触底，但盈利能力趋势相对中性保守的基本假设，基于壹评级的DDM估值和动态估值方法，经测算公司目前估值处于高估的状态。

6.1 核心假设及逻辑

业务1：石英管棒（光纤+半导体）

收入假设：

- 1) 公司生产的石英材料逐步导入下游设备厂和晶圆厂并通过验证，公司石英材料市场份额显性期末提升至4%左右，半显性期末市场份额提升至高个位数。
- 2) 显性期内，受益于AI产业趋势，全球半导体产业产值增速较快，半显性期增速中枢下滑至5-10%左右。

盈利能力假设：

行业具有高准入壁垒，产品需通过长期严格认证，且客户黏性强，不易出现价格战，预计该业务毛利率长期保持在较好的水平。

业务2：光伏业务

收入假设：

- 1) 光伏石英砂行业于明年触底，公司高纯石英砂销量明年恢复至历史较高的水平，后续增长主要跟随光伏行业整体的增速预期展望。
- 2) 由于目前光伏高纯石英砂价格水平仍然处于过去十年的相对高位，因此假设显性期光伏石英砂价格中枢相对于目前的价格水平有进一步的下行空间，半显性期价格水平企稳。

盈利能力假设：

显性期和半显性期的单吨成本维持稳定，2026年由于光伏石英砂销量恢复，该业务经营性净利率有一个显著的恢复。

业务3：光源石英管棒

收入假设：

光源行业整体进入成熟阶段，市场需求饱和，预计该业务长期增速保持在低个位数的水平。

盈利能力假设：

光源行业目前竞争以成本为导向，价格提升空间有限，公司凭借领先的市场地位有望长期保持盈利能力稳定。

表2：公司整体业绩预测

石英股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.0	71.8	12.1	9.7	20.2	22.1	24.1	26.3
归母净利润(亿)	10.5	50.4	3.3	1.8	4.2	5.1	6.0	6.5
归母净利润增速(%)	274.4	378.9	-93.4	-46.3	136.5	21.4	17.0	7.3
经营性净利润(亿)	10.1	49.9	2.7	1.3	3.8	4.7	5.6	6.0
经营性净利润增速(%)	279.2	394.7	-94.6	-50.4	182.0	23.9	18.7	7.9
经营性归母净利润(亿)	10.0	49.8	2.7	1.3	3.8	4.7	5.6	6.0
经营性归母净利润增速(%)	277.0	396.4	-94.5	-50.8	182.0	23.9	18.7	7.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

石英管棒（光纤+半导体）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.7	5.0	5.0	4.0	5.2	6.5	7.8	9.2
收入增速(%)	23.1	34.6	0.4	-20.0	30.0	25.0	20.0	18.0
经营性净利润(亿)	1.4	2.3	1.6	0.9	1.3	1.6	1.9	2.2
经营性净利率(%)	37.6	46.0	31.4	21.6	25.4	24.9	24.6	24.3
经营性净利润增速(%)	112.9	64.5	-31.4	-45.0	52.9	22.8	18.2	16.5
光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	12.9	63.2	3.8	2.5	11.8	12.4	13.0	13.6
收入增速(%)	305.9	388.7	-94.0	-33.5	364.9	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	7.6	46.6	0.6	0.0	2.0	2.6	3.2	3.4
经营性净利率(%)	58.8	73.7	17.0	1.9	17.2	21.3	24.8	24.6
经营性净利润增速(%)	562.2	512.4	-98.6	-92.7	4217.2	29.7	22.3	4.1
光源石英管棒+其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.4	3.6	3.3	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4
收入增速(%)	-0.3	7.1	-9.8	-4.5	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	1.1	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	31.8	27.1	14.8	13.8	13.6	13.4	12.9	12.5
经营性净利润增速(%)	26.3	-8.7	-50.5	-11.5	0.8	0.8	-1.7	-1.8

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)
光源石英管棒+其他	2.0%	中低	较好	一般	7.5%	13.5	0.4
光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）	2.6%	中低	非常好	较强	8.5%	13.96	3.3
石英管棒（光纤+半导体）	11.2%	中高	非常好	较强	7.5%	22	2.1
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
光源石英管棒+其他(亿)	3.4	4.3	7.7	6.8	—	—	14.5
光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）(亿)	-1.7	33.1	31.4	7.8	—	—	39.3
石英管棒（光纤+半导体）(亿)	6.4	34.2	40.5	10.3	—	—	50.8
公司整体测算(亿)	8.1	71.6	79.7	24.8	—	—	104.5

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
光源石英管棒+其他(亿)	7.5	2.5	9.9	6.8	—	—	16.7
光伏（石英砂+坩埚+光伏管棒）(亿)	16.3	16.4	32.7	7.8	—	—	40.5
石英管棒（光纤+半导体）(亿)	21.5	25.8	47.3	10.3	—	—	57.5
公司整体测算(亿)	45.3	44.6	89.9	24.8	—	—	114.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于中等偏高水平，主要由于公司所处行业为ToB制造业，其光伏业务对应的石英砂价格透明度较高，半导体业务亦有公开的行业数据可供参考。虽然公司通过下游客户认证等关键进展会在定期报告中披露，但其与资本市场的主动交流相对有限，这对估值透明度产生一定影响。

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。