

盛美上海（688082.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	167.89
总市值	806.15亿
PE-TTM	48.53
PB-MRQ	6.06

估值结果

DDM估值	价值	584.15亿
	上行空间	-28%
	状态	偏高估
动态估值	价值	579.61亿
	上行空间	-28%
	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

盛美上海是国内半导体清洗设备龙头企业，产品广泛应用于集成电路制造与先进晶圆级封装等领域。盛美上海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，半导体设备业务壁垒高，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。较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以及清洗设备龙头优势，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

外界比较看好盛美上海的海外市场拓展能力，核心原因在于公司和控股股东分别在A股、美股两地上市，本身在海外有知名度，可充分利用资本市场资源；同时看到公司也制定了海外战略的远期目标，认为海外未来营收有望和公司国内营收体量相当。但是我们的观点是盛美上海海外市场拓展并不容易，进展可能会较为缓慢，一方面是海外市场市占率的提升并不受到国产替代的催化，而晶圆厂的转换成本是比较高的，另一方面本土设备商在海外营商环境一般，此前公司也被美国商务部加入了实体清单。

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，有进一步引发价格战、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	5
图2：预测2025年毛利占比	5
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

盛美上海是国内半导体清洗设备龙头。公司通过自主研发形成了具有国际领先或先进水平的前道半导体工艺设备，包括清洗设备、半导体电镀设备、立式炉管系列设备、前道涂胶显影Track设备、PECVD设备、无应力抛光设备；后道先进封装工艺设备以及硅材料衬底制造工艺设备等。

2. 业务介绍

对于盛美上海公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

清洗设备：

半导体清洗设备在芯片制造流程中使用广泛，盛美基本覆盖全流程。从设备参数来看公司清洗设备在国内领先，但是依然落后于全球龙头。我们对于清洗设备业务的主要竞争市场界定为国内半导体清洗设备行业，盛美上海目前市占率约为30%，是国内半导体清洗设备龙头。

其他设备：

其他设备业务覆盖众多半导体设备，包括炉管设备、PECVD设备、涂胶显影设备等。我们对于其他设备业务的主要竞争市场界定为国内半导体设备行业中PECVD、炉管、涂胶显影设备这几个细分市场的合计规模，国内市场规模约为600亿元。盛美上海其他设备业务处于发展初期，大部分设备类型还未形成大规模批量销售。

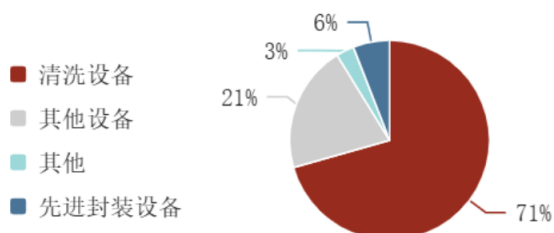
其他：

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。

先进封装设备：

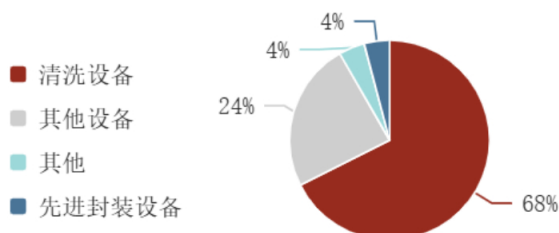
盛美上海在半导体先进封装领域进行差异化开发，先进封装湿法设备产品包括湿法刻蚀设备、湿法去胶设备、金属剥离设备、聚合物清洗设备、TSV 清洗设备、键合胶清洗设备和带铁环晶圆的湿法清洗设备等，具备全面的先进封装湿法设备布局。先进封装湿法设备客户主要包括中芯长电、中芯集成、厦门通富、中科智芯、华虹集团、长电科技、Nepes、睿创微纳等公司。我们对于先进封装设备业务的主要竞争市场界定为国内先进封装设备行业。

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

盛美上海资产强度中等，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，盛美上海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，在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

盛美上海资产强度整体处于中等水平，核心原因在于半导体设备制造环节属于技术密集型和资金密集型，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，资产周转效率相较于晶圆代工、封测等半导体重资产行业更高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

盛美上海研发费用率较高，过去五年均值约为15%，略高于国内半导体设备行业平均水平。技术突破上公司SAPS、TEBO兆声清洗技术以及Tahoe高温硫酸清洗技术均已达到国际领先水平，用于下一代半导体器件的单晶圆高温SPM设备已成功通过关键客户验证。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 **较高** 高

盛美上海下游客户几乎覆盖了半导体行业各细分方向的龙头公司，前道包括：华虹公司、中芯国际、SK海力士、长鑫存储、芯恩、长江存储等；后道客户包括：长电科技\富士通\韩国Nepes Co\盛和晶微等。

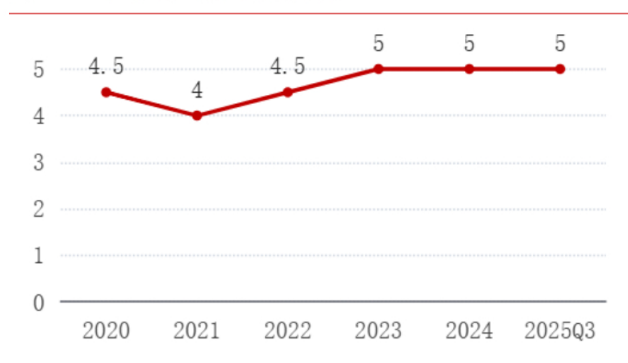
4. 历史经营绩效

公司作为国内半导体清洗设备龙头，盈利与成长能力突出。2020年以来业绩高速增长，收入及净利润CAGR均超50%。通过研发实现产品升级，盈利能力持续增强。虽业务控制力受行业验收周期长期影响评级一般，但股东回报能力强，近三年股息支付率稳定在20%-30%，体现财务稳健性与回报承诺。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



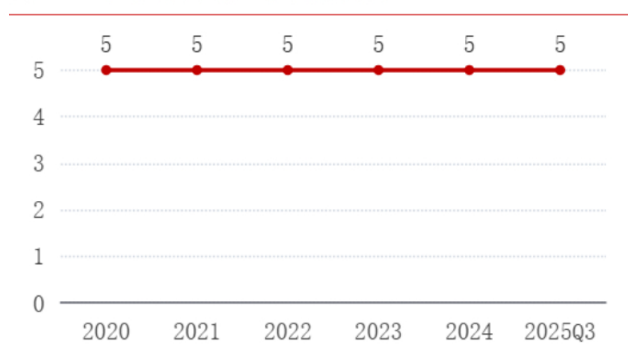
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力强，20-22年在4-4.5星波动，23年开始稳定在五星，主要系公司通过逐步研发攻关中高端半导体设备，前期高研发投入逐步转换为实际订单实现产品升级，在原先较高的盈利能力水平基础上又有所提升。

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53.7%、55.6%。一方面公司自身主要是公司在国内清洗设备领域率先突破单片清洗设备，前期高研发投入逐步转换为实际订单；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周期，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平均水平，主要系公司是国内半导体清洗设备龙头，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

公司历史股东回报评级较强，核心在于其股息支付政策较为稳定：过去三年始终坚持每年一次分红，股息支付率持续保持在20-30%左右，体现了管理层对股东回报的长期承诺与财务稳健性。

5. 四维评级

公司凭半导体设备国产替代与扩产双轮驱动高速成长，盈利趋势较强，产业格局中等偏上，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

盛美上海成长空间星级高，公司清洗设备业务和其他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。其中清洗设备业务是公司基本盘，深耕多年；其他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。同时半导体清洗设备国产化率相对其他设备来说较高，因此清洗设备成长能力星级略低于其他设备星级。

清洗设备(4.5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%，后续增速放缓至10%-15%。

其他设备(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15%-20%。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

盛美上海整体盈利趋势较强，其中：半导体清洗设备盈利能力较强，公司在行业中处于领先地位，虽技术壁垒相对较低致毛利率小幅下滑，但中期仍可维持在45%以上，末期预计保持在40%以上。其他设备业务因公司优势不明显，预计毛利率中期下滑至50%，末期降至44%。

清洗设备(3.5星):

公司半导体清洗设备业务盈利趋势较强，在行业中处于领先地位。由于前道半导体设备行业壁垒较高，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，预计盛美上海产品竞争力有保证，但是由于清洗设备在整个半导体设备中技术壁垒相对较低，预计毛利率将出现小幅下滑，中期毛利率水平维持在45%以上，末期毛利率能够基本维持40%以上。

其他设备(3.5星):

公司半导体其他设备业务盈利趋势较强，由于前道半导体设备行业壁垒较高，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，预计盛美上海产品竞争力有保证，但是由于盛美上海在其他设备领域相对于其他国内厂商并无明显优势，预计毛利率将出现小幅下滑，中期毛利率小幅下滑至50%，末期毛利率下滑至44%。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等偏上，其中：半导体清洗设备格局中等偏上，下游晶圆厂集中且话语权大，公司作为国内龙头享有优势，但该领域壁垒较低、国产化率高，价格战风险相对其他设备更高；其他设备格局亦为中等偏上，同样面临下游强势客户，且行业格局集中，各家在细分领域优势稳固，公司在此相对优势不明显。

清洗设备(3星):

半导体清洗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，公司属于国内半导体清洗设备龙头。但是清洗设备属于半导体设备细分领域中壁垒较低，国产化率较高的领域，相对来说价格战的可能性略高于其他设备。

其他设备(3星):

半导体其他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，国内半导体设备行业格局集中，各家在细分领域都有一定的优势，公司相对来说优势不明显。

5.4 护城河

★★★★☆

盛美上海整体护城河较深，护城河较宽，持续性较强。护城河主要来自清洗设备领域的龙头优势和技术优势，来自其他设备领域的政府扶持和技术优势。

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
清洗设备	(4星) 盛美上海清洗设备业务护城河较宽。公司是国内半导体清洗设备龙头，业务控制力一般，经壹评级调整，2024年清洗设备业务超额ROIC为18%。作为国产半导体清洗设备龙头，盛美上海是目前国内清洗设备覆盖最全的企业，能够较好满足晶圆厂的采购偏好，帮助客户减少隐性成本，同时盛美上海在清洗设备技术上虽然落后于全球头部厂商，但是在国内领先，有一定的技术实力。	(3星) 盛美上海半导体清洗设备业务护城河来自于规模经济和技术优势。规模经济主要来自于公司是清洗设备龙头带来的优势，技术优势来自于公司相对于国内同行具备一定的技术优势。护城河持续性较强：我们认为盛美上海能够保持半导体清洗设备龙头地位。同时能够保持相对的技术优势。其他国内半导体设备公司和未来后进入者难以挑战盛美上海在清洗设备领域的地位。
其他设备	(3.5星) 盛美上海其他设备业务护城河较宽。公司在其他设备领域属于新玩家，业务控制力一般，经壹评级调整，2024年其他设备业务超额ROIC为21%。作为国产半导体清洗设备龙头，盛美上海布局的其他设备主要为其他国产化率较低的设备领域，如ALD、PECVD、涂胶显影等。	(4星) 盛美上海其他设备业务护城河来自于政府扶持和技术优势。政府扶持主要来自于公司是清洗设备龙头带来的优势，技术优势来自于公司布局的其他设备大部分国产化率较低，技术壁垒较高。护城河持续性较强：我们认为盛美上海能够在国产化率较低的半导体设备领域占据一席之地，而且这些设备领域是技术门槛较高的，未来并不会出现过多有影响力的新玩家。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

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。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：清洗设备、其他设备、先进封装设备和其他，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，国内清洗设备市场规模达到74亿美元（目前规模为21亿美元）

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%），清洗设备作为技术门槛较低的半导体设备细分品类，国产化率将达到90%（目前清洗设备国产化率约50%），公司市占率达到45%（目前公司清洗设备市占率约30%）。

盈利能力假设：

考虑到行业壁垒、公司自身龙头地位和技术优势，我们认为盛美上海清洗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。

其他设备:

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, 国内其他设备市场规模达到85亿美元(目前规模为36亿美元)。

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%), 其他设备整体国产化率将达到80%(目前其他设备国产化率约30%), 公司市占率达到12%(目前公司其他设备市占率约5%)。

盈利能力假设:

考虑到行业壁垒和技术优势, 我们认为盛美上海其他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44%以上。

先进封装设备:

收入假设:

1) 市场规模: 受益于下游先进封装需求旺盛, 到显性期期末, 国内先进封装设备市场规模达到31亿美元(目前规模为4亿美元)。

2) 市占率: 公司市占率提升主要受到国产替代驱动, 公司市占率达到15%(目前公司先进封装湿法设备市占率约9%)。

盈利能力假设:

考虑到行业壁垒和技术优势, 我们认为盛美上海先进封装设备业务随着销售产品组合升级, 中期毛利率将有所提升, 半显性期末稳定在39%的毛利率水平。

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, 假设这部分收入随公司主营业务增长而增长, 按照历史收入占比3%, 假设未来其他收入为未来设备收入之和的3%。

盈利能力假设:

按照历史均值, 假设未来其他收入毛利率为70%。

表2: 公司整体业绩预测

盛美上海	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	28.7	38.9	56.2	69.6	79.4	99.6	122.7	133.8
归母净利润(亿)	6.7	9.1	11.5	14.8	17.4	22.6	27.5	29.0
归母净利润增速(%)	151.1	36.3	26.6	28.3	17.9	29.8	21.5	5.6
经营性净利润(亿)	6.4	8.0	10.8	14.5	17.1	22.3	27.2	28.7
经营性净利润增速(%)	165.4	25.5	33.7	34.3	18.3	30.4	21.9	5.7
经营性归母净利润(亿)	6.4	8.0	10.8	14.5	17.1	22.3	27.2	28.7
经营性归母净利润增速(%)	165.4	25.5	33.7	34.3	18.3	30.4	21.9	5.7

数据来源: 壹评级

表3：公司分业务业绩预测

清洗设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.8	26.1	40.6	49.2	52.8	64.5	77.7	84.5
收入增速(%)	96.8	25.8	55.2	21.2	7.5	22.1	20.4	8.7
经营性净利润(亿)	4.4	4.7	7.1	9.3	10.5	13.4	16.0	17.2
经营性净利率(%)	21.3	17.8	17.5	18.9	19.8	20.8	20.6	20.4
经营性净利润增速(%)	126.4	5.5	51.8	31.2	12.8	28.1	19.5	7.3
其他设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.2	9.4	11.4	14.3	19.3	26.8	34.0	36.1
收入增速(%)	89.2	81.6	20.9	26.1	34.4	38.9	27.2	6.1
经营性净利润(亿)	1.3	2.6	3.1	4.0	5.3	7.1	8.6	8.7
经营性净利率(%)	26.0	27.5	27.6	28.1	27.4	26.6	25.4	24.0
经营性净利润增速(%)	328.9	92.1	21.2	28.3	30.9	34.9	21.5	0.4
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.2	1.7	1.8	2.0	2.3	2.9	3.6	3.9
收入增速(%)	59.0	48.5	2.3	14.1	14.0	25.5	23.2	9.1
经营性净利润(亿)	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6
经营性净利率(%)	44.2	36.9	33.4	39.8	40.1	40.5	40.5	40.2
经营性净利润增速(%)	88.6	24.2	-7.5	35.9	15.0	26.7	23.0	8.3
先进封装设备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.6	1.6	2.5	4.1	4.9	5.4	7.4	9.3
收入增速(%)	-26.6	0.1	53.7	67.6	20.0	9.9	35.7	26.4
经营性净利润(亿)	0.1	0.2	-0.1	0.3	0.4	0.6	1.0	1.3
经营性净利率(%)	8.0	9.4	-2.2	7.9	8.5	10.5	14.1	13.5
经营性净利润增速(%)	202.9	17.1	-136.4	695.6	28.6	37.0	81.0	21.6

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 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)
清洗设备	11.2%	中高	较好	较强	7.5%	20	22.5
其他设备	10.2%	中高	较好	较强	8.0%	18.33	12.8
先进封装设备	12.5%	中高	一般	一般	8.0%	14.85	1.8
其他	11.0%	中高	一般	一般	7.5%	16.2	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
清洗设备(亿)	56.3	291.1	347.4	13.8	-	-	361.2
其他设备(亿)	19.2	148.2	167.4	5.0	-	-	172.4
先进封装设备(亿)	-0.3	16.5	16.2	0.5	-	-	16.7
其他(亿)	4.9	23.4	28.4	0.9	-	-	29.3
公司整体测算(亿)	80.2	479.2	559.4	20.2	-	-	579.6

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
清洗设备(亿)	132.8	196.3	329.1	13.8	-	-	342.8
其他设备(亿)	66.6	102.5	169.1	5.0	-	-	174.1
先进封装设备(亿)	5.8	18.1	23.9	0.5	-	-	24.4
其他(亿)	15.4	26.4	41.8	0.9	-	-	42.8
公司整体测算(亿)	220.6	343.3	563.9	20.2	-	-	584.2

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。