

杰瑞股份（002353.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



钮舒越
机械分析师

2025年12月4日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	65.91
总市值	674.82亿
PE-TTM	23.79
PB-MRQ	3.05

估值结果

价值	770.01亿
DDM估值	上行空间 14%
状态	合理估值
价值	778.71亿
动态估值	上行空间 15%
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

杰瑞股份是国内领先的油田专用设备制造商与油田服务提供商，设备型谱齐全、性能领先，且具备成套解决方案能力。

公司成长能力星级较高，中国市场作为公司的基本盘增长稳定，海外业务布局进展顺利，营收规模持续提升；盈利趋势星级比较好，公司通过持续优化业务结构，主动减少低毛利订单接单；产业格局星级比较高，原因在于设备及项目属于定制化模式，客户粘性高；各项的护城河星级较好，公司通过多年的时间沉淀造就渠道、技术及管理护城河，其护城河相对较深，且优势项持续性好。

杰瑞中国市场为基本盘，中东天然气项目为第二成长曲线，北美发电机组打开成长空间。基于以上的假设，结合动态估值及DDM模型测算，公司的股价目前处于合理估值。

我们区别于市场的观点

市场认为，杰瑞作为国内民营油服龙头，随着国内勘探开发的深入和中东等地区天然气产业链的快速发展，其竞争优势将继续显现。另外在AI快速发展的大背景下北美发电机组需求旺盛，公司有望通过出海打开成长空间。

我们对于杰瑞的投资观点与市场保持一致，但在预期弹性上，我们认为公司在北美市场的成长空间或没有被市场完全挖掘。我们判断在AI基建推动下，发电机组需求大幅增长，随着品牌地位的提升、与重要客户及供应商深度绑定，杰瑞的订单与业绩增速有望超预期。

风险提示

如果天然气投资放缓，将影响公司成撬业务；油价若持续下行将影响行业资本开支，油服设备业绩同步下降；若汇率大幅波动，将影响公司净利润；倘若地缘政治扰动，对公司国际业务的拓展存在一定风险。

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 人力资源高端度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
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	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	9
6. 公司估值	10
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	5
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	6
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

杰瑞是国内领先的油气装备和服务公司，持续深耕全球市场。公司成立于1999年，总部位于山东烟台，公司创立之初以油田矿山设备配件维修和销售起家，2002年转向自主研发制造，2010年上市后公司积极扩张产能和加速业务拓展，凭借“新设备+新服务”切入中石油并持续加快海外市场布局，实现“设备制造+油气服务+油田工程”多元布局。目前公司业务已遍及70多个国家及地区，“国内+海外”齐发力构筑公司成长曲线。

2. 业务介绍

对于杰瑞股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

国内：

主要从事于：1) 设备服务：压裂车队、压裂车、固井车、连续油管等；2) 油田气田一体化解决方案等。中国市场的业务界定为油服设备板块，竞争对手为三桶油旗下油服公司。

中东：

核心产品为：1) 天然气压缩机组，适用于上游开采与中游回收；2) 钻完井、固井车、连续管油等设备，用于常规油气开采；3) 油田气田解决方案等。中东市场的界定为油气设备及服务业务，竞争对手全球油服公司。

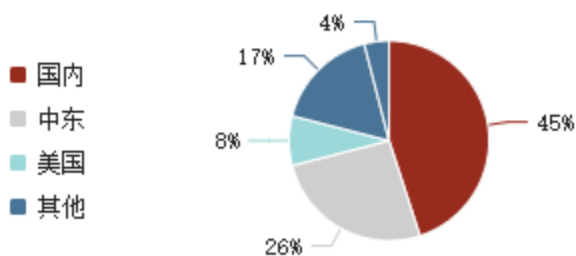
美国：

核心业务：1) 电驱压裂成套设备及服务；2) 发电机组租赁服务等。美国市场的界定为压裂设备及配套发电机组业务，核心竞争对手为美国当地的内燃压裂设备服务商。

其他：

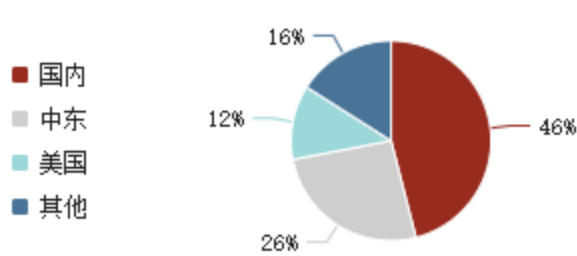
包含：1) 常规油气开采设备及服务；2) 天然气压缩机及服务；3) 油田气田一体化解决方案等。其他市场（北非、中欧、中亚等）的界定为油气开采及服务业务，竞争对手全球油服公司。

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

杰瑞所处的油服设备行业属于相对重资产、高技术板块，资产强度相对偏高，对于人员技术水平要求同样比较高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度相对偏高。历年来公司的长期资产占总资产比重约14%，单位收入所需要的固定资产为0.5。杰瑞的业务重点在于核心零部件自研生产、全球供应链整合以及系统集成服务，因而公司需投入大量资金用于设备研发制造及海外服务网络建设。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度中等。近年来公司持续加大研发投入，多项技术达到国际领先水平。2024年公司研发费用为5.1亿元，研发费用率为3.8%，研发人员1319人，占比达18.5%。公司坚持技术研发，持续推进产品研发与创新。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司所处行业为相对高端人才密集型制造业。生产人员占全员比例约51.9%，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。内部员工所从事核心生产服务，低价值的环节选择人员外包，2024年全公司员工平均年薪达19.2万元。

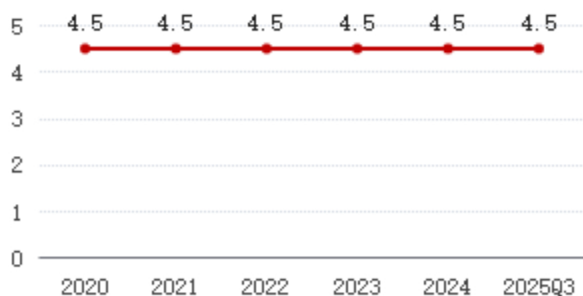
4. 历史经营绩效

杰瑞基于技术驱动、品牌效应，业务多元抵御行业周期波动，从“单一设备销售商”成长为“全生命周期服务方”，历史成长星级与盈利星级比较高；公司加强应收账款管理与优质项目选择，业务控制力星级逐步提升；高盈利业务，叠加稳定分红，公司的股东回报星级较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



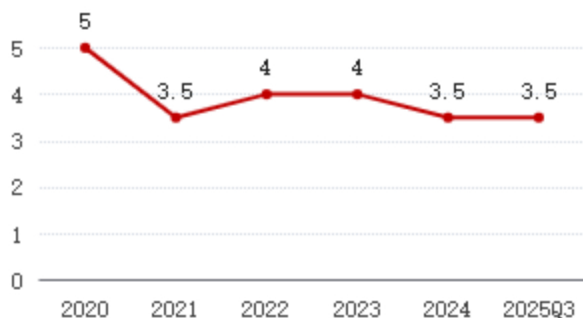
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力星级稳定在高位。过去五年公司的毛利率/净利率分别稳定在33%/18%，公司通过技术创新、多元化布局分散油价波动带来的行业景气周期。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



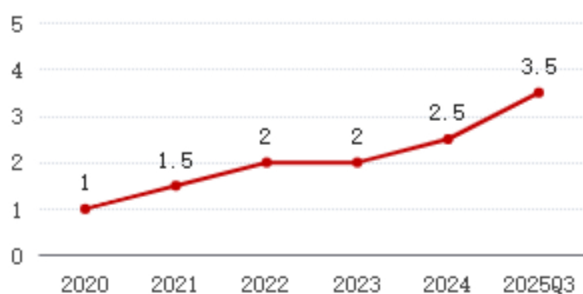
数据来源：公司财报，壹评级

公司长期经营稳健，历史的成长能力星级较高。压裂设备业务得益于国内非常规油气田的大力开发，天然气压缩机组成功进入中东、北非市场，以及电驱压裂及发电机机组产品受北美客户认可，多元市场开拓逐步开花结果，构筑公司新的成长曲线。

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



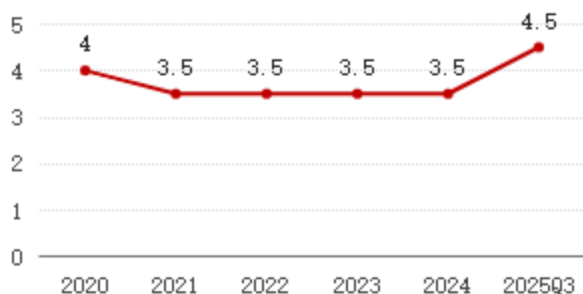
数据来源：公司财报，壹评级

公司下游客户为油气龙头，公司在产业链的话语权较弱；而近年来历史业务控制力星级逐步提升，核心原因在于：1）EPC挑选高盈利、回款能力强的优质项目；2）现金流更好的海外业务占比逐步提升；3）加强应收账款管理。

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

公司股东回报评级较好。虽然杰瑞的分红率约30%不算高，其近五年ROE约13%，高盈利能力下对应的分红比例不算低，因而星级相对较高。

5. 四维评级

杰瑞成长能力星级较高，中国市场作为公司的基本盘增长稳定，海外业务布局进展顺利，营收规模持续提升；盈利趋势星级比较好，公司通过持续优化业务结构，主动减少低毛利订单接单；产业格局星级比较高，原因在于设备及项目属于定制化模式，客户粘性高；各项的护城河星级较好，公司通过多年的时间沉淀造就渠道、技术及管理护城河，其护城河相对较深，且优势项持续性好。

5.1 成长空间

★★★★☆

杰瑞总体成长能力星级较高。公司有望打造为中国的“斯伦贝谢”，目前全球市占率1%，成长空间巨大。在全球油服行业景气度持续上升和国内能源安全战略背景下，国内业务稳定、海外市场打开成长空间。

国内(2.5星):

为保障能源安全，中国每年的页岩油气的资本开支韧性较高，每年约10个点的增长。杰瑞作为中石油压裂设备核心供应商，其每年全国市占率超过55%，国内增速随着行业增速同步波动，成长星级中等。

中东(4.5星):

中东天然气资源丰富，能源开发需求强烈。设备稳定性提升+服务响应速度及时，叠加一带一路建交的大背景下，中国油服企业在新项目中慢慢取代欧美。杰瑞通过EPC项目成功打入中东市场，在中东地区公司的固井、连续油管、天然气压缩机组等高端装备订单多年保持增长，高端装备市场占有率逐年提升，预计后续订单加速确认。

美国(4.5星):

北美电驱压裂设备渗透率逐步提升，以及AI服务器、油田等终端带动下发电机组需求旺盛。杰瑞2008年在美国建厂，构建自己的服务团队，2019年搭载双燃料系统的涡轮压裂设备在北美市场获得订单，2023年与北美油服公司成功签署第一套电驱压裂成套机组订单、且提供发电机组租赁服务，北美连续突破，得到客户高度认可。

其他(4.5星):

北非、中亚等地区天然气、油气的开采尚有很大的提升空间，且杰瑞在当地的市占率仅为个位数。公司通过全球化供应链与本地化运营，逐步渗透北美、中亚、欧洲、澳洲等市场。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

杰瑞整体盈利趋势星级较高。国内可能面临竞争加剧的压力从而导致盈利水平下滑；北美市场进入壁垒高、格局稳定，盈利能力维持良好的位置；中东、中亚、北欧等地区，公司具备先发优势，不过随着中资企业纷纷出海，竞争加剧下项目的利润水平可能有所下滑。

国内(2.5星):

杰瑞凭借电驱压裂设备的参数性能、稳定性与性价比，稳居国内第一；不排除后续三桶油旗下国企油服公司的技术追赶，产品竞争加剧带动公司的盈利能力下滑。

中东(3.5星):

中东客户更看重产品质量与服务能力，杰瑞在中东天然气、EPC项目已积累丰富的经验与客户资源。随着本地化生产降低运输和关税成本，叠加品牌溢价提升，中东市场盈利将持续保持高水准。

美国(3.5星):

美国市场作为全球高端油气装备市场，对产品性能要求高。杰瑞的涡轮压裂、电驱压裂、发电机组等设备能获得较高技术溢价，盈利水平处于前列。同时公司通过美国本地建厂，规避了关税和运输成本，进一步保障了盈利空间。

其他(3.5星):

其他地区如北非（阿尔及利亚）天然气储量丰富，而其基础设施薄弱，杰瑞跟随中资油气出海，通过建设EPC项目的同时提供设备和服务。

5.3 产业格局

★★★★☆

杰瑞的产业格局星级偏高。虽然说高盈利行业/地区容易吸引大量竞争者进入，不过油服设备相关领域存在高技术高认证壁垒，且设备项目属于定制化模式，客户粘性好，新进入者的难度大。

国内(3.5星):

公司稳居国内油气装备龙头，尤其是核心产品压裂设备，凭借产品稳定及高性价比，市场份额超过55%。其余参与者为宝石机械、石化机械等国企，杰瑞在高端装备和大型工程市场的优势难以撼动。

中东(4星):

市场由国际巨头主导，但杰瑞正快速渗透，凭借经验积累、技术合规性逐步打破斯伦贝谢等国际油服巨头长期占据中东主流市场，存在资质壁垒与客户认证壁垒，产业格局相对较好。

美国(4星):

作为唯一进入北美页岩气核心装备供应链的中国企业，杰瑞的涡轮、电驱压裂成套装备性能优于同行，且提供“设备+发电+服务”一体化方案，解决电网覆盖不足痛点，差异化竞争，竞争格局稳定。

其他(4星):

市场由欧美二手设备、中国低价设备、本地小厂混杂，客户价格敏感度强，杰瑞可以提供高性价比、高质量的产品与服务，产业格局相对较好。

5.4 护城河

★★★★☆

杰瑞的护城河相对较深，且优势项的持续性好。公司所处的油服行业具有资质壁垒与客户认证壁垒，技术与品牌是获客的核心要素，成本控制是项目盈利能力的关键点。公司通过近20年努力，组建起专业的设计团队、申请获取了齐全的行业资质、积累了项目经验，新进入者难以撼动其地位。

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
国内	(3.5星) 经壹评级调整，杰瑞国内的ROIC为17.3%，具备10.3%的超额收益，公司核心产品在国内地区份额超过55%，龙头地位凸显。公司的业务控制力星级相对较弱，原因在于他的核心客户中石油话语权重，公司为维持供应链的稳定，产业地位较低。	(3星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势、规模经济。1) 线下渠道：杰瑞与中石油合作多年，深度绑定，不排除后续三桶油优先选择内部企业做配套，公司的渠道护城优势受到削弱；2) 技术优势：目前杰瑞在电驱压裂领域领先国内同行，护城河深厚，随着时间流逝，技术优势或逐步衰退；3) 规模经济：基于国内其他友商体量逐步起来的假设，杰瑞领先的成本优势将逐步减弱。
中东	(3.5星) 经壹评级调整，杰瑞中东的ROIC为17.2%，具备10.2%的超额收益。中东为重点发展地区，杰瑞以大型项目为切入点，凭借项目示范效应，抓住行业景气机遇大力发展，市占率提升至约10%。公司的业务控制力星级中等，凭借过硬的产品质量与服务获得项目主的认可。	(3.5星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势、规模经济。1) 线下渠道：行业具有资质壁垒与客户认证壁垒，杰瑞通过大型示范项目进入沙特阿美、阿布扎比、科威特等大客户的供应链体系，具备一定客户粘性，可能会有其他中资企业在中东市场与公司有直接竞争；2) 技术优势：杰瑞的天然气压缩机组以及一体化方案，能适应中东各种工况的需求，不过现阶段技术领先的优势或随着时间逐步衰退；3) 规模经济：杰瑞在迪拜新建生产基地，本地化布局方案可快速响应客户交付与售后需求，若有其他竞对在当地建厂，公司护城河或将衰减。
美国	(3.5星) 经壹评级调整，杰瑞美国的ROIC为30.8%，具备23.8%的超额收益。杰瑞通过电驱压裂配套发电机组切入美国市场，目前市占率偏低。业务控制力星级中等，杰瑞与美国客户保持良好的商业合作关系，尤其是发电机组租赁业务可以为公司提供稳定的现金流。	(4星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势、规模经济。1) 线下渠道：美国市场切入难度大，杰瑞早期与美国油服公司建立合作关系，护城河相对稳健；2) 技术优势：公司自研的柱塞泵马力全球领先，稳定性经现场验证，电驱+伴生气发电符合美国碳中和政策导向，对于本土竞争对手来说，技术壁垒较高且难衰退；3) 规模经济：本地化建厂与服务，公司成本控制与响应速度远超国际对手，其优势项稳固。
其他	(3星) 经壹评级调整，杰瑞其他地区的ROIC为15.6%，具备8.6%的超额收益。公司成功塑造品牌形象与口碑，业务逐渐延伸至中亚、北非等地区，目前市占率为个位数，还有很大的成长空间。业务控制力星级中等，海外项目现金流回款及时，零部件供应商地位相对更高。	(3.5星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势、规模经济。1) 线下渠道：公司率先进入北非、中亚、亚太等地区，不过渠道优势容易被后进入者打破；2) 技术优势：油服产品优于同行，随着时间推移，技术优势或逐步衰退；3) 规模经济：竞争对手尤其是中资企业切入这个市场，会削弱公司护城河。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

杰瑞中国市场为基本盘，中东天然气项目为第二成长曲线，北美发电机组打开成长空间。基于以上的假设，结合动态估值及DDM模型测算，公司的股价目前处于合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

杰瑞的盈利预测按地区划分，分为国内、中东、美国和其他地区。我们分地区进行盈利预测并估值，各业务的核心假设及逻辑如下：

1、国内：

a) 收入：国家能源安全战略背景下，非常规油气资源开发已成为我国“稳油增气”的战略性资源，相关压裂设备每年需求稳定10%左右的增长。虽然公司电驱压裂设备技术处于行业前列，但存在份额被三桶油内部配套公司抢占的风险，终局保守预估公司国内产品市占率下滑10Pcts。因而我们预测2025~2027年国内收入增速约12.5%/12%/9.7%，后续随着高基数，收入增速逐步放缓；b) 毛利率：我们预测2025~2027年国内毛利率为31.8%/31.9%/32%，在预估市场竞争加剧的前提假设下，公司的毛利率会出现逐步下滑，终局稳定在28%。

2、中东：

a) 收入：公司与中东大客户建立了长期稳定的合作关系，且在迪拜建设生产及办公基地，更好集中各业务板块优势资源，助力海外业务开拓与订单执行，预计2025~2027年公司收入增速为22.3%/26.8%/19.4%，高基数效应下收入增速逐步放缓；b) 毛利率：我们预测2025~2027年国内毛利率为32.6%/32.5%/32%，随着后续市场竞争的加剧，毛利率可能会出现一定的下滑。

3、美国：

a) 收入：AI基建快速发展导致美国数据中心发电机设备紧缺，杰瑞与北美客户合作多年，头部客户试用反馈良好，公司有望乘东风，电驱压裂设备及发电机组市场份额逐步上升，对应2025~2027年公司收入增速为41.4%/37.9%/36.3%；b) 毛利率：美国进入壁垒高，市场格局更优，通过各产品线协同发展，美国地区的毛利率可以稳定在约43%。

4、其他：

a) 收入：海外地区受益于“一带一路”政策对中国企业开放度提高，以及杰瑞品牌认知度逐步提升，预计2025~2027年公司收入增速为28%/25%/22%，保持快速增长的态势；b) 毛利率：我们预测2025~2027年国内毛利率为32%/32%/31%，后续可能面临竞争加剧带来盈利能力下滑的风险。

表2：公司整体业绩预测

杰瑞股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	114.1	139.1	133.6	158.7	194.8	230.7	266.2	298.5
归母净利润(亿)	22.4	24.6	26.3	33.9	34.4	41.4	47.8	53.4
归母净利润增速(%)	41.5	9.4	7.0	29.1	1.6	20.1	15.4	11.8
经营性净利润(亿)	21.0	23.2	22.2	32.9	33.4	40.5	47.0	52.7
经营性净利润增速(%)	39.7	10.7	-4.6	48.5	1.7	21.1	16.0	12.2
经营性归母净利润(亿)	20.6	22.9	21.7	32.3	32.8	39.8	46.2	51.8
经营性归母净利润增速(%)	39.3	11.0	-5.2	49.0	1.7	21.1	16.0	12.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

国内	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	73.5	73.9	73.2	82.3	93.8	102.9	111.6	119.2
收入增速(%)	15.7	0.6	-1.0	12.5	14.0	9.7	8.5	6.8
经营性净利润(亿)	15.1	13.0	9.6	19.5	14.7	16.4	17.6	18.3
经营性净利率(%)	20.6	17.6	13.2	23.7	15.7	15.9	15.7	15.3
经营性净利润增速(%)	22.1	-14.0	-26.0	102.0	-24.4	11.2	7.2	4.1
中东	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.5	27.8	32.1	39.2	49.7	59.3	69.1	79.3
收入增速(%)	56.0	35.5	15.2	22.3	26.8	19.4	16.6	14.7
经营性净利润(亿)	3.9	4.8	5.2	6.4	8.2	9.7	10.9	12.6
经营性净利率(%)	18.9	17.1	16.2	16.3	16.5	16.3	15.8	15.8
经营性净利润增速(%)	209.0	22.9	8.7	23.4	28.1	17.9	13.1	15.0
美国	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.6	7.0	8.0	11.2	18.9	28.9	37.9	45.3
收入增速(%)	4.0	52.4	15.2	40.2	68.1	53.1	30.9	19.6
经营性净利润(亿)	1.4	1.7	2.0	2.9	5.3	8.4	11.1	13.3
经营性净利率(%)	31.7	24.6	25.1	26.1	28.1	28.9	29.3	29.4
经营性净利润增速(%)	648.3	18.3	17.4	45.6	81.1	57.7	32.7	19.9
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.5	30.4	20.3	26.0	32.5	39.6	47.6	54.7
收入增速(%)	130.9	96.3	-33.2	28.0	25.0	22.0	20.0	15.0
经营性净利润(亿)	0.5	3.7	5.3	4.1	5.2	6.1	7.4	8.6
经营性净利率(%)	3.3	12.2	26.3	15.8	16.1	15.4	15.6	15.7
经营性净利润增速(%)	-56.5	632.7	43.5	-22.9	27.2	17.1	21.2	15.7

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)
国内	1.5%	中等-	较好	较强	7.5%	16.36	17.9
中东	4.0%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	14.9
美国	4.2%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	17.3
其他	6.2%	中等	较好	较强	7.8%	16.96	10.1
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
国内(亿)	38.9	218.7	257.6	41.0	5.3	-	293.3
中东(亿)	21.5	137.9	159.4	17.9	3.3	-	174.0
美国(亿)	26.1	164.3	190.4	4.5	3.9	-	191.0
其他(亿)	9.5	101.9	111.4	11.4	2.3	-	120.4
公司整体测算(亿)	96.0	622.8	718.8	74.7	14.8	-	778.7

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
国内(亿)	126.0	106.2	232.2	41.0	5.3	-	267.9
中东(亿)	70.1	97.0	167.2	17.9	3.3	-	181.8
美国(亿)	82.0	106.4	188.4	4.5	3.9	-	189.0
其他(亿)	44.5	77.8	122.2	11.4	2.3	-	131.3
公司整体测算(亿)	322.7	387.4	710.1	74.7	14.8	-	770.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

杰瑞新客户、新产品的导入进度跟踪难度大，基于全球油气开采每年支出稳定，以及公司产品多元化及市场分散平滑个别地区的不确定风险，因此综合考虑公司的估值确定性星级位于较高水平。

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。