

软控股份 (002073.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

李亦桐
机械研究员

2026年2月4日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	8.29
总市值	84.54亿
PE-TTM	18.15
PB-MRQ	1.38

估值结果

价值	89.67亿
DDM估值	上行空间 6.1%
状态	合理估值
价值	99.65亿
动态估值	上行空间 18%
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

软控股份为全球橡胶机龙头企业，主营橡胶机械及橡胶新材料业务，轮胎橡胶机业务规模长期位居世界前三，可为橡胶与轮胎企业提供智能制造整体解决方案。

公司成长性较好，主要源于轮胎橡胶机伴随国产轮胎厂商出海、锂电扩产带动锂电橡胶机放量、EVEC胶销售放量的带动；公司盈利趋势较好，主要源于橡胶机上游规模化采购具备较强议价能力，下游绑定关联方赛轮轮胎，产品价格压力较小；公司产业格局较好，主要源于橡胶机下游轮胎厂商渠道切入存在壁垒，EVEC胶具备高技术壁垒，上下游议价能力均较好；公司护城河较深，主要源于橡胶机与赛轮绑定的渠道资源优势，橡胶机市占率全球第一带来的规模采购优势，以及EVEC独特的产品力及技术专利优势。

基于橡胶机市场份额随下游国产厂商出海、EVEC胶受产品力带动销售顺畅的假设，公司当前估值合理。

我们区别于市场的观点

市场上有部分投资者认为，橡胶机市场成熟、竞争激烈，当前软控股份市场份额较高，市占率进一步提升可能性较低。

我们认为，赛轮轮胎、玲珑轮胎等国产头部轮胎厂商持续布局海外产能，伴随国产轮胎厂商资本开支投入，软控股份与多家国产头部轮胎厂商具备长期合作基础，可通过国产轮胎出海进程进一步扩大在全球轮胎橡胶机方面的市场份额。

风险提示

若国际贸易政策波动，国产轮胎厂商出海受阻，或导致公司轮胎橡胶机产品份额提升受阻；若异戊二烯胶行业出清进程受限，异戊橡胶产能过剩现象延续，或拖累公司橡胶新材料业绩；若EVEC液体黄金轮胎销售情况不佳，或导致公司EVEC产能利用率释放不充分，影响公司橡胶新材料业绩增长。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 营销强度	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	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	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	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	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	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

软控股份为全球橡胶机龙头企业，早期依托青岛科技大学起步，主营业务为橡胶机械及橡胶新材料，轮胎橡胶机业务规模长期位居世界前三，可为橡胶与轮胎企业提供智能制造整体解决方案，核心轮胎橡胶机覆盖炼胶、半制品加工、成型、硫化全流程，下游客户覆盖赛轮轮胎、玲珑轮胎、宁德时代等轮胎、锂电头部厂商。公司曾承建国家橡胶与轮胎工程技术研究中心、轮胎先进装备与关键材料国家工程研究中心等多个国家技术研发平台。公司在欧洲、北美、东南亚、南美、日本等地均设有子公司及服务中心。

2. 业务介绍

对于软控股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

橡胶装备：

橡胶装备主要用于轮胎和锂电两大领域。轮胎橡胶机覆盖轮胎生产中的炼胶、半制品加工（胎面、帘布、钢丝）、成型、硫化过程，涉及轮胎橡胶生产的全流程；锂电橡胶机主要负责锂电生产前段的上料系统、浆料搅拌、极片涂布环节。我们对该业务界定为全球的轮胎橡胶机和锂电橡胶机市场。

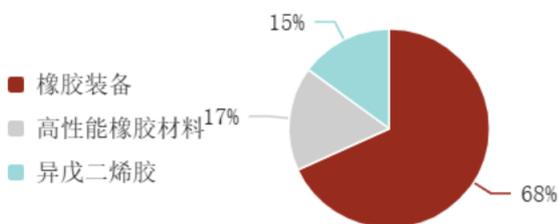
高性能橡胶材料：

EVEC胶（液体黄金）是由国家橡胶与轮胎工程技术研究中心旗下怡维怡橡胶研究院，采用世界首创“化学炼胶”（液相混炼）技术的高性能橡胶复合材料，核心解决轮胎行业“耐磨、抓地、节能”三大性能难以兼顾的难题。公司为EVEC胶生产唯一授权，下游供给赛轮轮胎液体黄金轮胎。我们对该业务界定为全球的高性能橡胶材料市场。

异戊二烯胶：

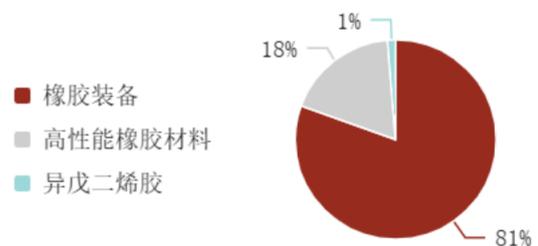
异戊二烯胶由异戊二烯聚合而成，下游主要用轮胎、制鞋、医药制品，具有良好弹性、耐寒性、拉伸强度，在抗氧化和多次变形条件下耐切口撕裂比天然橡胶高，但加工性能如混炼、压延等方面比天然橡胶稍差，产品主要原材料为石油裂解碳五馏分。公司异戊二烯胶业务下游主要为轮胎厂商，我们对该业务界定为全球的异戊二烯胶市场。

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

软控股份为“设备+材料”的商业模式，以针对兄弟公司赛轮轮胎销售轮胎橡胶机产品起家，逐步将设备产品线延伸覆盖至轮胎生产的全流程，其后将业务纵向延伸至生产轮胎用的橡胶材料领域，横向延伸至存在工序相似性的锂电前段设备领域，产品直销赛轮轮胎及其他轮胎、锂电厂商，依托长期稳定客户关系及现金流充盈研发资金，持续设备及材料的研发迭代。

3.1 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

轮胎橡胶机产品涉及炼胶、半成品加工、成型、硫化等全链条环节，且需针对下游不同类型的轮胎进行定制化设计，所需研发工艺多，对应研发人员规模较大，研发费用率在6%左右，研发强度较高。

3.2 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

公司近几年公司针对关联方赛轮轮胎的整体销售占比在25%-40%，客户集中度较高，所需拓展维护客户的营销人员规模较小，整体销售费用率在2%左右，营销强度较低。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 **高**

公司2022-2024年前五大客户销售收入占比为50%、55%、48%，与赛轮轮胎的关联方销售占收入比例为28%、35%、38%，尤其橡胶新材料产品主要供给赛轮轮胎，公司客户集中度很高。

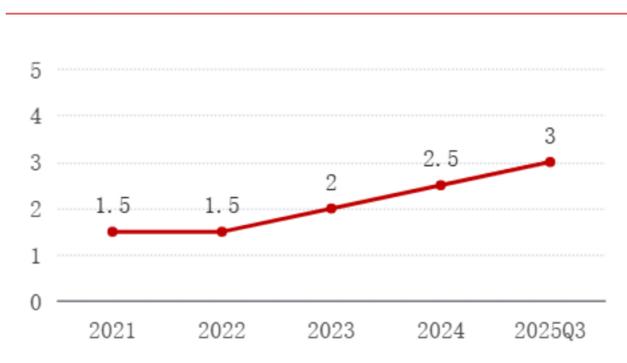
4. 历史经营绩效

从历史来看，公司盈利能力近几年持续回升，业务逐渐成熟后橡胶机产能利用率提升机EVEC胶销售放量；成长能力长期表现好，下游国产轮胎厂商出海带动轮胎橡胶机市占率提升，同时EVEC放量助力业绩增长；公司业务控制力很好且稳定，对上游分散供应链议价能力强，而下游关联方占款宽容度高，上下游占款均有很好表现；公司近几年伴随盈利能力提升，ROE水平提升，分红比率较高，股东回馈力度较高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



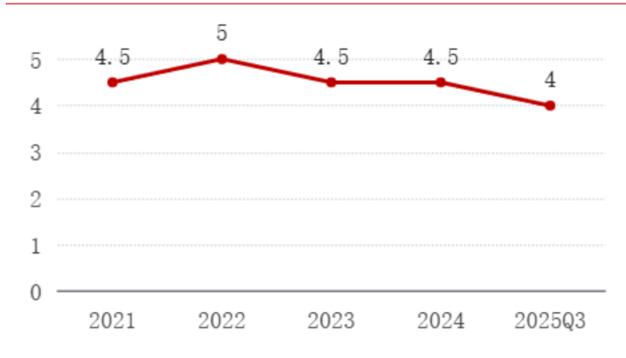
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力一般。轮胎橡胶机竞争激烈，存在一定价格战情况；锂电橡胶机议价能力弱，受下游锂电厂商压价较重；异戊二烯胶行业产能过剩严重，盈利能力弱。近几年盈利能力有所回升，主要源于橡胶机产能利用率提升、EVEC橡胶销售放量。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



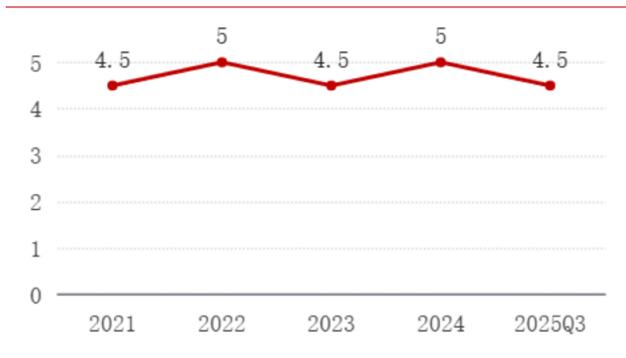
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史成长能力很好。公司伴随赛轮轮胎、玲珑轮胎等国产轮胎厂商出海、轮胎机市场份额持续提升, EVEC胶产能释放、销售顺畅, 带动橡胶新材料业务快速增长。2025年前三季度成长能力略有下降主要源于异戊二烯胶行业产能过剩、公司主动减产。

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



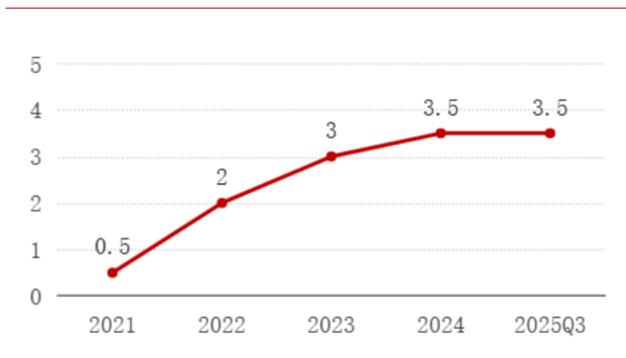
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司业务控制力很好且保持稳定。2023-2024年公司(合同负债+预收款)/营业收入在70%以上, 应付款项/营业收入在35%以上, 上下游占款均表现很好, 主要源于上游钢材、电子元器件等供应链较为分散, 上游议价能力强, 而下游大客户赛轮轮胎为公司同一实控人的兄弟公司, 下游客户对占款宽容度很高。

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

公司近几年股东回报表现持续提升。核心在于近几年橡胶机产能利用率提升、EVEC胶销售放量, 公司利润率回升带动ROE提升, 公司2022-2024年分红比率为22%、31%、20%, 对应股息率为0.8%、1.5%、1.2%, 股东回馈力度较高。

5. 四维评级

公司成长性较好，主要源于轮胎橡胶机伴随国产轮胎厂商出海、锂电扩产带动锂电橡胶机放量、EVEC胶销售放量；盈利趋势较好，主要源于橡胶机上下游较好的议价能力及EVEC胶独特技术产品力带来的低价格压力；产业格局较好，主要源于橡胶机下游的渠道切入壁垒及EVEC的技术专利壁垒；护城河较深，主要源于技术、产品力、资源、规模经济方面的优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长性较好，主要源于轮胎橡胶机伴随国产轮胎厂商出海、锂电扩产带动锂电橡胶机需求释放、EVEC胶产品伴随液体黄金轮胎顺畅销售，轮胎橡胶机作为业务压舱石，锂电橡胶机及EVEC胶提供增长曲线。

橡胶装备(3星):

全球轮胎需求平稳，轮胎橡胶机市场规模保持稳健增长；锂电橡胶机受益于集中式储能需求爆发、全球锂电快速扩产，行业规模未来成长空间较大；公司与赛轮轮胎、宁德时代等头部轮胎、锂电企业合作较深，可充分受益下游资本开支投入增加获取市场份额；产品成长性较高。

高性能橡胶材料(3.5星):

EVEC胶下游产品液体黄金轮胎为赛轮轮胎高端产品，可解决“耐磨、抓地、节能”三大问题无法兼顾的情况，产品力强；EVEC胶为怡维怡研究院独家授权，伴随下游液体黄金轮胎销售放量，EVEC产能可充分释放。产品成长性较高。

异戊二烯胶(2星):

异戊二烯胶存在行业产能过剩情况，下游轮胎市场需求无爆发式增长，公司异戊二烯胶产能利用不充分；成长性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好，主要源于橡胶机产品份额全球第一，上游分散、议价能力较好，下游深度绑定赛轮轮胎；同时，EVEC胶为怡维怡研究所唯一授权，产品力独特，与同行存在差异化竞争；异戊二烯胶产能过剩、价格竞争严重。

橡胶装备(3.5星):

橡胶机产品市场份额为全球第一，处于龙头地位，上游钢材、电子元器件等供应链分散，上游议价能力较好，下游与关联方赛轮轮胎深度绑定，盈利趋势较好。

高性能橡胶材料(3星):

公司EVEC胶为怡维怡研究所唯一授权，可解决轮胎“耐磨、抓地、节能”三者无法兼顾问题，与其他高性能橡胶材料存在差异化竞争。

异戊二烯胶(2.5星):

异戊二烯胶产品成熟且同质化程度高，行业产能存在过剩，价格竞争较为严重，上游供应商较为单一，原材料端议价能力不足，盈利趋势一般。

5.3 产业格局



公司产业格局较好，主要源于橡胶机设备市占率全球第一，为全球龙头，下游渠道切入具备壁垒；EVEC胶存在独特性，技术专利、渠道方面壁垒较高；异戊二烯胶产能过剩，同质化重且缺少技术壁垒。

橡胶装备(3.5星):

公司橡胶机产品处于全球龙头地位，市占率第一，产品下游轮胎厂商、锂电厂商集中度较高，设备产品渠道切入存在一定壁垒，上游钢材、电子元器件等产品供应链分散，对供应商依赖度低，产业格局较好。

高性能橡胶材料(3.5星):

公司EVEC胶产品力较好，存在独特性，与同行竞争中具有足够的差异化属性，技术专利、渠道方面均存在较高壁垒，整体产业格局较好。

异戊二烯胶(1.5星):

异戊二烯胶行业产能过剩，产品同质化且缺少相应技术壁垒，上游石油裂解产品供应链较为集中，原材料端议价能力不足，产业格局一般。

5.4 护城河



公司护城河较深，具备技术、产品力、资源、规模经济方面的护城河；一方面，橡胶机与关联方赛轮轮胎深度绑定，且原材料采购具备规模效应；另一方面，EVEC胶为怡维怡唯一授权，可解决“耐磨、抓地、节能”兼顾问题，具备独特的产品力优势和技术专利壁垒。

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
橡胶装备	(3.5星) 橡胶装备护城河较深, 经壹评级调整后ROIC为13%, 具备明显超额收益, 公司市占率16%, 业务控制力很好, 主要源于全球龙头地位之下, 公司对上游议价能力较好。	(4.5星) 该业务具备资源优势、规模经济两方面护城河: 1) 公司与关联方赛轮轮胎绑定较深, 可随赛轮轮胎产能出海提升橡胶机份额, 具备渠道资源优势; 2) 公司橡胶机市占率全球第一, 上游原材料采购具备规模效应。股权结构不大幅改变的情况下, 公司与赛轮轮胎长期绑定, 高渠道粘性下, 市占率水平有较大可能维持, 护城河持续性较好。
高性能橡胶材料	(2.5星) 高性能橡胶材料护城河较深, 经壹评级调整后ROIC为9%, 具备一定超额收益, 公司市占率3%, 业务控制力很好, 主要源于EVEC胶具备独特的优质产品力及高技术专利壁垒。	(4星) 该业务具备技术、产品力、资源三方面护城河: 1) 公司为怡维怡研究所EVEC胶唯一技术授权, 具备技术专利壁垒; 2) 公司EVEC胶产品可解决轮胎“耐磨、抓地、节能”兼顾问题, 产品力较好; 3) 公司与关联方赛轮轮胎绑定, EVEC胶可伴随液体黄金轮胎销售放量。公司与赛轮轮胎绑定较深, EVEC产品技术难度较高, 难以被同行复制, 护城河持续性较好。
异戊二烯胶	(1星) 异戊二烯胶护城河一般, 经壹评级调整后ROIC为-7%, 公司市占率11%, 业务控制力不足主要源于技术难度低、产能过剩, 价格竞争较为严重。	(3星) 该业务在技术、资源、规模经济方面存在问题: 1) 技术难度低, 不存在壁垒; 2) 渠道壁垒不坚实, 同业竞争激烈, 引发价格战; 3) 上游原材料供应过于集中, 议价能力弱。护城河持续性较弱。

数据来源: 壹评级

6. 公司估值

基于橡胶机市场份额随下游国产厂商出海、EVEC胶受产品力带动销售顺畅的假设, 根据壹评级动态估值和DDM估值, 公司当前估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

我们分业务进行盈利预测并估值, 各业务的预测及核心假设如下:

橡胶装备:

收入假设:

1) 橡胶机市场规模: 考虑到全球轮胎需求量平稳增长, 假设轮胎橡胶机市场规模基本保持稳定; 考虑到集中式储能需求爆发、全球锂电持续扩产, 假设锂电机市场规模显性期、半显性期复合增速约40%、3.5%。

2) 橡胶机市占率: 考虑到公司与赛轮轮胎等国内轮胎大厂绑定较深, 可随国产轮胎产能出海扩张市占率, 假设轮胎机显性期、半显性期末全球市占率23%、26%; 考虑到国产锂电厂商市占率提升、公司锂电机份额可随之提升, 假设锂电橡胶机显性期、半显性期末全球市占率20%、22%。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到业务成熟后、轮胎橡胶机产能利用率维持较高水平，假设轮胎橡胶机毛利率维持30.5%左右；考虑到锂电电气回升带动锂电电机价格压力缓和，假设锂电橡胶机毛利率维持13.5%左右。
- 2) 费用率：考虑到产品竞争激烈度较高、扩张份额仍需销管团队发力，假设期间费用率维持13.5%左右。

高性能橡胶材料：
收入假设：

- 1) EVEC胶对应液体黄金轮胎数量：考虑到液体黄金轮胎产品力优异，假设显性期、半显性期末销量达到3500万条、6000万条；以单条轮胎对应EVEC胶4公斤计算，显性期、半显性期末EVEC胶销量14、24万吨。
- 2) EVEC胶价格：考虑到原材料白炭黑、天然橡胶、异戊二烯胶等产品随通胀、石油原料涨价而涨价，假设显性期、半显性期末EVEC单吨价格达到2.2万元、2.3万元。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到白炭黑、天然橡胶等原材料涨价带动EVEC产品涨价，毛利空间扩大，假设毛利率在显性期、半显性期末提升至28%、30%。
- 2) 费用率：考虑到产品处于初期，推广仍需销管人员投入，假设期间费用率维持14%左右。

异戊二烯胶：
收入假设：

- 1) 异戊二烯胶销量：考虑到异戊二烯胶行业处于出清阶段，假设显性期末产能下降至21万吨，产能利用率回升至95%，对应显性期末销量20万吨。
- 2) 异戊二烯胶价格：考虑到异戊二烯胶行业出清、价格战缓和，假设显性期末价格回升至0.9万元/吨。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到异戊二烯胶行业出清、价格战缓和，假设显性期末毛利率回升至17%。
- 2) 费用率：考虑到异戊二烯胶产能过剩、销售存在难度，假设期间费用率维持13.5%左右。

表2：公司整体业绩预测

软控股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	57.4	56.5	71.8	80.3	90.8	101.9	118.8	126.4
归母净利润(亿)	2.0	3.3	5.1	5.3	6.2	7.5	9.0	9.6
归母净利润增速(%)	42.3	64.3	51.9	4.6	16.3	22.1	20.3	6.1
经营性净利润(亿)	1.8	3.4	5.3	5.8	6.8	8.3	10.1	10.7
经营性净利润增速(%)	158.0	81.6	56.8	9.9	17.1	23.2	20.9	6.3
经营性归母净利润(亿)	1.6	2.8	4.6	5.0	5.9	7.3	8.8	9.3
经营性归母净利润增速(%)	100.0	75.6	63.6	8.8	17.1	23.2	20.9	6.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

橡胶装备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	42.9	40.6	47.9	54.7	59.6	65.7	75.0	77.6
收入增速(%)	-5.4	-5.2	18.0	14.2	8.8	10.3	14.2	3.5
经营性净利润(亿)	3.0	3.4	5.1	5.8	6.2	6.7	7.0	6.6
经营性净利率(%)	6.9	8.4	10.7	10.7	10.4	10.2	9.4	8.5
经营性净利润增速(%)	217.2	15.1	50.7	13.6	5.7	8.3	5.2	-5.9
高性能橡胶材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.3	9.9	12.2	13.6	16.4	20.2	25.8	30.8
收入增速(%)	173.3	85.9	23.1	11.5	20.6	22.9	28.0	19.4
经营性净利润(亿)	0.1	0.6	1.2	1.2	1.5	1.9	2.6	3.6
经营性净利率(%)	1.1	6.2	9.9	8.7	9.2	9.7	10.1	11.8
经营性净利润增速(%)	-37.9	965.9	97.0	-1.8	27.4	29.3	34.1	39.8
异戊二烯胶	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	9.2	6.0	11.7	11.9	14.8	16.1	18.0	18.0
收入增速(%)	25.6	-35.1	95.7	2.4	24.2	8.3	11.8	0.0
经营性净利润(亿)	-1.2	-0.7	-1.1	-1.2	-0.9	-0.3	0.4	0.5
经营性净利率(%)	-12.8	-11.1	-9.3	-10.4	-6.1	-1.8	2.5	2.6
经营性净利润增速(%)	-278.2	43.3	-62.9	-14.5	26.9	68.0	254.1	2.7

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)
橡胶装备	2.7%	中低	较好	强	8.5%	13.96	6.9
异戊二烯胶	-	中低	一般	较强	8.5%	11.42	0.5
EVEO胶	5.5%	中等	较好	较强	8.5%	15	3.0
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
橡胶装备(亿)	6.8	69.4	76.2	-	1.4	-	74.8
异戊二烯胶(亿)	-6.6	3.7	-2.9	-	0.8	0.1	-3.6
EVEO胶(亿)	-2.2	32.0	29.8	-	1.5	0.2	28.5
公司整体测算(亿)	-2.0	105.1	103.0	-	3.7	0.3	99.6

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
橡胶装备(亿)	29.2	33.5	62.7	-	1.4	-	61.3
异戊二烯胶(亿)	-5.4	0.6	-4.7	-	0.8	0.1	-5.4
EVE胶(亿)	10.1	25.0	35.1	-	1.5	0.2	33.8
公司整体测算(亿)	34.0	59.1	93.1	-	3.7	0.3	89.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★☆☆

信息层面，橡胶机行业销售月度情况、公司月度销售数据等高频信息透明度较低，公司与市场交流频次较低且信息披露内容较少。

基本面层面，下游轮胎厂商及锂电厂商的扩产节奏受汽车、储能等终端需求景气波动影响，存在不确定性。

公司估值确定性一般。

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作有悖原意的引用、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。