

英维克 (002837.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

王征宇
通信行业研究员

2026年1月23日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	99.5
总市值	964.08亿
PE-TTM	193.21
PB-MRQ	29.10

估值结果

价值	411.33亿
DDM估值 上行空间	-57%
状态	严重高估
价值	462.63亿
动态估值 上行空间	-52%
状态	严重高估

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

英维克是全球领先的精密温控节能解决方案提供商，专注于数据中心温控、储能温控及液冷等高新技术领域，其产品与解决方案广泛应用于全球云计算巨头、通信运营商及储能系统，业务遍及多个国家和地区。

公司成长空间高，AI算力爆发推动数据中心液冷技术从“可选项”变为“刚需”，同时全球储能市场的快速增长持续拉动温控业务需求。盈利趋势较好，短期因新业务投入和产品结构变化而有一定盈利承压，中长期盈利能力有望回升并持续居于行业领先水平。产业格局较好，作为“全链条液冷”开创者，其技术方案深度绑定英伟达、英特尔等全球芯片巨头及腾讯、阿里等国内互联网龙头，并在储能温控领域占据全球领先地位。护城河较深，“全链条液冷”技术壁垒、全球储能温控市场领导地位，以及与英伟达、英特尔等国际巨头的深度绑定和认证优势。

基于机房温控业务高增长、盈利能力先承压后回升，机柜温控业务较高增长、盈利能力平稳等假设，公司目前处于严重高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：给予公司很高的估值倍数（PE-TTM常年超过50倍），主要考虑到公司所处领域未来想象空间大、以及作为全链条产品能力的集成商具备稀缺性。

我们的观点：无法给予公司过高的估值倍数，其业务护城河及所在领域的竞争格局并没有达到优秀水平，液冷业务出海放量情况有待验证（包括市占率、盈利能力等）。

风险提示

数据中心及储能行业建设进度或需求不及预期；海外市场拓展与液冷技术大规模应用可能存在延迟；行业竞争加剧导致产品价格和毛利率下滑；公司经营活动现金流持续为负，应收账款与存货规模增长较快等。

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 营销强度	5
3.4 客户集中度	6
3.5 供应商集中度	6
4. 历史经营绩效	6
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	7
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	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	3
图2：预测2025年毛利占比	3
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	5
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

英维克是全球领先的精密温控节能解决方案提供商，2005年成立于深圳，2016年在深交所上市，为国家级高新技术企业。公司主营业务聚焦数据中心温控、储能温控及液冷等高技术领域，其Coolinside全链条液冷解决方案、BattCool储能温控系统等核心产品广泛应用于云计算数据中心、储能电站、通信基站等场景。公司是液冷领域少数具备全链条产品自研能力的企业，持有超1300项专利，业务覆盖全球40余国，服务腾讯、阿里、宁德时代、中国移动等头部客户，并进入北美科技巨头供应链，在数据中心液冷市场占有率超过35%。

2. 业务介绍

对于英维克公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

机房温控业务：

公司的核心基石。该业务专注于为云计算数据中心、算力设备和高等级通信机房提供房间级专用温控节能解决方案，确保IT设备在适宜的温湿度与洁净度环境中稳定运行。面对算力时代的高热密度挑战，公司构建了完善的技术矩阵，其风冷解决方案涵盖CyberMate机房专用空调、XRow列间空调及XStorm直接蒸发冷却系统等；同时，作为全链条液冷的开创者，其高可靠Coolinside解决方案实现了从冷板、快速接头到CDU、冷源的端到端覆盖，并已通过英特尔、英伟达等国际巨头的验证。

该业务的解决方案已广泛应用于腾讯、阿里巴巴、字节跳动、中国移动、中国电信等头部客户的大型数据中心，其竞争市场覆盖全球。

机柜温控业务：

公司核心业务板块之一，主要为储能电站、无线通信基站、智能电网设备柜、电动汽车充电桩等户外机柜或集装箱应用场合提供高效的温控节能解决方案。该业务是公司重要的增长引擎，特别是在电化学储能系统温控领域，公司是国内最早的涉足者之一，并处于行业领导地位。其产品线丰富，根据散热技术和设备需求，可提供包括风冷（交流/直供电压压缩机空调、热管换热器等）与水冷机组在内的多种解决方案。公司持续进行技术迭代，已推出端到端的液冷系统，以提升系统性能。该业务的竞争市场界定为全球。

其他温控业务：

在机房、机柜温控业务之外，其业务还涵盖以下领域：

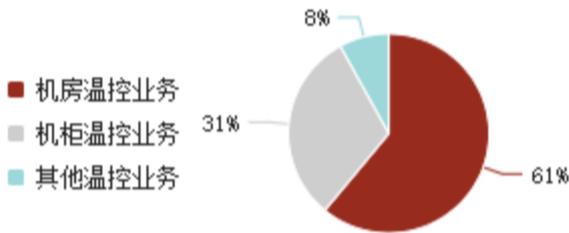
（1）客车空调：主要面向中、大型电动客车提供电空调产品，应用于公交、通勤、旅运等场景，客户包括比亚迪、宇通等主流客车厂，产品服务于上海、深圳等多个中心城市的公交集团。此外，业务也拓展至新能源重卡热管理及冷链物流车制冷机组。

（2）轨道交通列车空调及服务：通过子公司上海科泰开展，为地铁、市域列车等提供空调系统及架修服务。“科泰”品牌在上海、苏州等地铁线路拥有较高市场份额，并已进入郑州、无锡、深圳等地。

（3）电子散热及其他业务：基于液冷技术平台，为高功率密度电子设备（如算力设备、通信基站）提供先进的风冷或液冷散热解决方案，相关冷板产品已获得英特尔认证并开始批量出货。

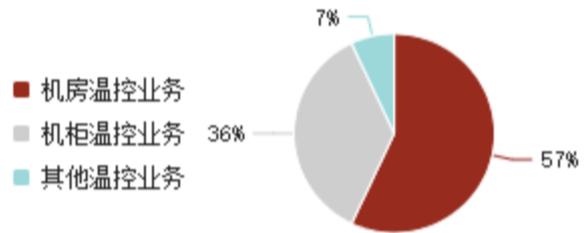
这些业务的竞争市场主要界定为国内。

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

公司采用“统一技术平台+多业务布局”的商业模式，基于统一的研发与供应链平台，通过共享核心技术模块，高效拓展数据中心温控、储能温控、液冷散热及新能源车空调等多领域业务。在生产端，公司采用“以客户需求为导向、基于产品线组织生产”的模式，并结合自产与柔性生产，其建成的5G+智能数字车间有效提升了生产效率和产品质量。在销售端，主要采用直销与公开招投标模式，深度对接各领域头部客户的定制化需求。其业务模式已从提供核心温控设备，成功升级为“精密温控产品+全链条解决方案”的双轮驱动，并为更有效拓展海外市场，开始在东南亚、北美等地布局海外供应链。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司截至2024年末、2025年三季度末的资产总额分别为60.14亿元、72.11亿元，其中非流动性资产占比仅21.81%、20.17%，远低于一般人力密集型产品的制造业水平（35%以上）。公司业务扩张更多依赖经营性资产的增长，而非大规模的重资产投入。公司的固定资产占比相对较低，而应收账款和存货等运营性资产则是资产构成的主要部分。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司自2018年上市以来研发投入和研发费用率持续提升，近三年研发费用率维持在7%以上。公司持续加大研发投入，旨在巩固其在数据中心液冷、储能温控等高增长领域的技术领先优势，以应对AI算力爆发和行业升级的需求。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末、2025年三季度末销售费用分别为2.07亿元、1.59亿元，销售费用率分别为4.51%、3.96%。公司销售费用率近年来持续下滑，主要是因为其营收规模快速增长，使得销售费用的增速远低于营收增速，从而摊薄了费用率。随着国内外市场的深入拓展，公司已与下游行业头部公司形成稳定的合作关系，使得整体营销强度较轻。

3.4 客户集中度

低 较低 **中等** 较高 高

公司2024年前五大客户销售占比为21.56%，此前2021-2023年为30%左右。公司客户集中度中等，其客户多为行业巨头，合作关系稳定。公司客户集中度近年来持续下降，主要源于其业务从早期依赖少数通信设备巨头，积极向互联网云服务商、储能系统集成商等更多元的市场与客户群体扩张。

3.5 供应商集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司近3年前5大供应商采购占比均在20%以内。公司供应商集中度较低，主要源于其业务涉及的上游原材料分散，公司拥有多元化的采购渠道，并对上游供应商具有较强的议价能力。

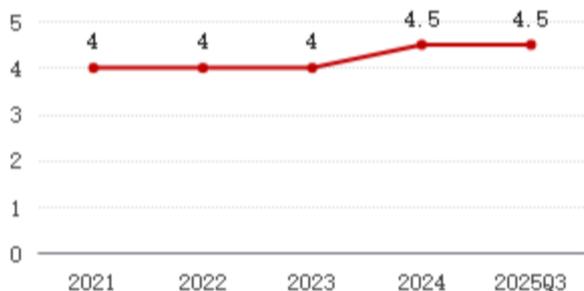
4. 历史经营绩效

公司成长能力优秀，盈利能力良好，业务控制力较弱，财务健康情况一般，重视股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



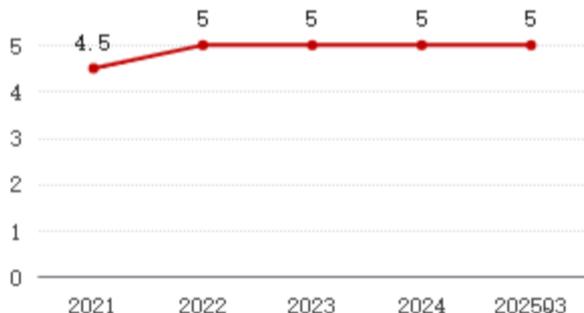
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司盈利能力良好，盈利能力近年来有进一步提升。公司2024年毛利率31.73%，ROE17.9%、ROIC16.7%，盈利能力明显强于同行，主要原因其良好的业务结构以及强大的产业链管理、成本控制能力。随着业务结构改善，AI数据中心、储能相关业务占比提升，整体盈利能力进一步加强。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



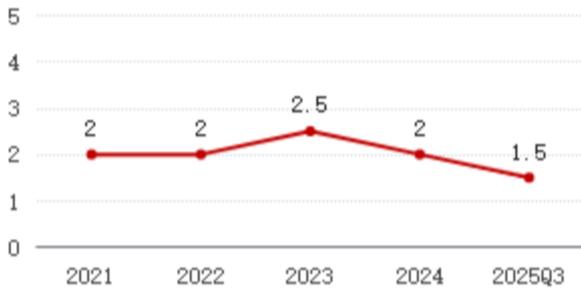
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司成长能力优秀。公司自上市以来每年营收和净利润均保持双位数增长态势，产品品类和客户群体持续扩张，精准把握了数据中心温控和储能温控等高景气赛道的发展机遇，并通过“统一技术平台+多业务布局”的模式，成功将技术优势转化为市场优势。同时，公司持续的高强度研发投入和对前沿技术（如全链条液冷方案）的引领，使其在AI算力爆发和全球能源转型的浪潮中不断获得增长动力。

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



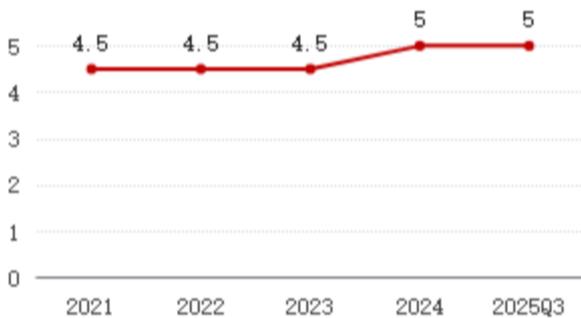
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司业务控制力较弱, 财务健康情况一般。受集成商服务模式影响, 公司上下游净占款持续为负, 账面存货和应收账款存在较大压力; 且受AI数据中心液冷等新业务投入影响, 近两年自由现金流承压。

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

公司重视股东回报。公司自上市以来每年现金分红占净利润的比例均在30%以上, 近年来比例进一步提升且增加中期分红。

5. 四维评级

公司整体成长空间高, 盈利趋势较好, 产业格局较好, 护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★★

公司成长空间高。其成长的核心动力来源于AI算力需求爆发所驱动的数据中心液冷技术加速普及, 以及全球储能市场扩容带动的温控需求。公司作为国内液冷领域的领导者, 已与下游电信、互联网、新能源等行业头部厂商形成紧密合作关系, 充分受益于行业发展, 并且成功进入英伟达、英特尔等国际巨头的供应链体系, 为其打开了巨大的全球市场空间。

机房温控业务(5星):

成长空间高。公司正迎来AI算力需求爆发与液冷技术渗透率提升的双重驱动，其全链条液冷解决方案已获市场认可，未来有望在全球AI基建浪潮中获得更高市场份额。预计公司和行业未来5年收入年复合增速超过30%，边际大幅提升，未来5-10年收入年复合增速10%-15%；但其高增长确定性受行业竞争加剧与AI服务器实际需求不及预期等风险挑战，确定性一般。

机柜温控业务(4.5星):

成长空间高。公司持续受益于海内外储能市场的强劲需求，其储能应用收入已占据重要比重并保持快速增长，为业务提供了广阔的发展空间。预计公司和行业未来5年收入年复合增速15%-20%，边际小幅提升，未来5-10年收入年复合增速5%-10%；其高增长确定性受行业竞争加剧、宏观政策波动以及新能源政策和技术变动等影响，确定性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好。尽管短期盈利能力受行业竞争、成本压力以及新业务投入等因素影响而有所放缓，但公司通过加大研发力度、深化液冷全链条布局以及加速海外拓展（2026年海外液冷业务有望大规模放量），为未来盈利能力的持续提升奠定了坚实基础。

机房温控业务(3.5星):

盈利趋势较好。公司受新业务前期投入以及国内市场竞争激烈等影响，盈利能力短期承压；后续随着高毛利的液冷产品在AI数据中心加速放量及海外市场拓展，盈利能力有望持续修复。整体公司全球市占率将进一步提升，盈利能力持续领先同行，行业龙头地位稳固。

机柜温控业务(2.5星):

盈利趋势稳定。随着未来储能温控等业务规模扩大，预计盈利能力有小幅下降，不过整体仍处于行业领先水平，龙头地位稳固。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。公司是精密温控领域全球领军企业，精准卡位“AI算力”与“能源革命”两大高景气赛道。公司不仅是国内唯一实现从芯片到数据中心全链条液冷自研的专家，还作为英伟达、英特尔等国际巨头的核心供应商，深度参与全球AI算力基础设施的建设。同时，公司在储能温控领域同样处于领导地位，其解决方案覆盖从风冷、液冷到直冷的全场景，与数据中心温控业务形成强有力的协同效应。

机房温控业务(3星):

产业格局较好。技术领先和与下游行业头部客户绑定使得公司在市场竞争中占据有利位置：其“全链条液冷”解决方案构建了技术壁垒，并深度绑定了腾讯、阿里巴巴等国内互联网巨头以及中国移动等运营商，国内市占率稳居第一；同时，公司作为英伟达Tier 1供应商切入全球AI算力供应链，有望在液冷市场千亿空间开启的进程中进一步提升份额。不过，数据中心等业务进入壁垒不高，市场参与者较多，尤其国内竞争较激烈。

机柜温控业务(3.5星):

产业格局较好。公司在储能温控领域处于领导地位，是全球市占率排名第一的企业，其产品深度绑定宁德时代等头部客户，并参与了行业技术规范的制定。同时，公司凭借其全链条液冷解决方案构建了技术壁垒，并积极拓展海外市场，在行业中竞争优势显著。

5.4 护城河



公司护城河较深。公司护城河建立在其全链条液冷技术与顶尖生态认证的双重壁垒之上。公司是国内少数能提供从冷板、快速接头、CDU到冷源等端到端液冷解决方案的厂商，实现了全流程自研自产。更深层的壁垒在于，其核心部件已获得英伟达、英特尔等全球算力巨头的官方认证并进入其供应链体系，这种深度绑定显著提升了其市场地位和客户粘性。

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
机房温控业务	(3星) 护城河宽度一般。公司在国内数据中心等领域市占率第一，但市场参与者较多，海外强力竞争者也较多；受业务模式影响，公司存货和应收账款压力较大，下游大客户话语权强，公司业务控制力较弱；2024年毛利率27.0%，ROE（经过壹评级调整后）17.8%，ROIC（经过壹评级调整后）16.6%，有10个百分点左右的超额收益。	(3.5星) 护城河持续性较好。护城河主要来源于转换成本和技术优势。公司通过其与客户系统深度集成的全链条液冷解决方案等方式，形成了较高的客户转换成本，因为更换供应商将面临高额的改造成本与运营中断风险；凭借其覆盖从冷板、CDU到快接头的“全链条液冷”自研技术与解决方案，技术布局持续领先同行，获得英特尔、英伟达等国际巨头认证。考虑到国内市场竞争较激烈、海外强力竞争者较多，以及研发和市场拓展的投入，预计未来ROE、ROIC超额收益情况将衰退（10年减弱50%左右），但仍具备较好的超额收益。
机柜温控业务	(3星) 护城河宽度一般。公司在储能等领域市占率第一，但行业涉及零部件和服务等环节较多，市场竞争较激烈；下游新能源等行业巨头话语权强，公司业务控制力较弱；2024年毛利率31.5%，ROE（经过壹评级调整后）18.6%，ROIC（经过壹评级调整后）17.4%，有10个百分点左右的超额收益。	(3.5星) 护城河持续性较好。护城河主要来源于转换成本和利基市场垄断。公司在储能等领域通过其深度定制、与电池系统高度集成的全链条液冷解决方案构建了客户转换成本护城河，客户更换供应商将面临高额的改造费用与系统适配风险；凭借其在全球市场约35%的占有率及首创的“BattCool全链条液冷方案”，在储能温控这一利基市场构建了强竞争力。随着储能等业务规模扩大，产品结构变化，预计未来ROE、ROIC将有一定衰退（10年减弱25%左右），但仍具备较好的超额收益。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于机房温控业务高增长，盈利能力先承压后回升；机柜温控业务较高增长，盈利能力平稳等假设，经测算公司目前处于严重高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括机房温控业务、机柜温控业务、其他温控业务。

业务一：机房温控业务，包括为数据中心、算力设备和通信机房等提供风冷、液冷及自然冷却在内的全场景精密温控节能产品及解决方案。

1. 收入假设：预计全球数据中心未来5年投入年复合增速20%，其中AI数据中心年复合增速40%，在温控方式上液冷渗透率逐步从10%提升至60%。考虑到公司海外业务的拓展，已进入英伟达、谷歌等科技巨头供应链，全球市占率会进一步提升，增速将快于行业，预计未来5年收入的年复合增速为74%，具体增长节奏与海外业务进展密切相关。其后2030-2040年收入预计年复合增速10.6%，年增速逐步递减至5.0%。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：短期受国内市场竞争激烈以及新业务前期投入而承压，随着海外业务放量，预计2025-2028年从25%回升至32%；后续随着行业需求稳定、竞争激烈程度加剧，预计逐步下滑到27%（液冷放量前水平）并保持稳定。

2) 费用率：随着海外市场拓展，服务项目扩张，管理费用率将提升；随着液冷等技术成熟，前置性投入高峰期已过，研发费用率将下降。

业务二：机柜温控业务，包括为储能电站、通信基站、充电桩等户外机柜提供风冷、液冷及热管换热等技术的温控产品及解决方案。

1. 收入假设：预计未来5年全球新型储能装机年复合增长率20%，温控的成本占比保持稳定。考虑到公司非储能的机柜温控业务目前占比10%-20%，整体业务收入的表观增速将低于储能行业情况。预计公司在储能温控领域市占率稳定，2025-2029年机柜温控业务收入年复合增速为18.8%；其后2030-2040年收入年复合增速为6.7%，年增速逐步下降至3.0%。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：随业务规模扩大、结构变化而有小幅下降，降至30%水平后保持稳定。

2) 费用率：随着液冷等新技术成熟，研发费用率有所下降；其它费用率保持稳定。

业务三：其他温控业务，包括客车空调、轨道交通列车空调及服务、电子散热及其他业务等。

收入和盈利能力假设：未来5年收入年复合增速8.4%，其后逐步递减至2%；毛利率因业务结构变化而短期有小幅下滑，至25%后保持稳定。

表2: 公司整体业绩预测

英维克	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	29.2	35.3	45.9	63.5	147.0	210.9	278.2	343.5
归母净利润(亿)	2.8	3.4	4.5	5.3	13.3	23.6	35.6	38.9
归母净利润增速(%)	36.7	22.7	31.5	18.0	149.8	77.0	50.6	9.4
经营性净利润(亿)	2.8	3.5	4.5	5.4	13.5	24.0	36.1	39.5
经营性净利润增速(%)	34.3	24.5	27.8	19.5	150.2	77.0	50.6	9.4
经营性归母净利润(亿)	2.9	3.5	4.5	5.3	13.3	23.6	35.6	38.9
经营性归母净利润增速(%)	31.6	21.5	29.2	18.0	150.2	77.0	50.6	9.4

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

机房温控业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.4	16.4	24.4	39.1	117.2	175.7	237.3	296.6
收入增速(%)	20.3	13.8	48.8	60.0	200.0	50.0	35.0	25.0
经营性净利润(亿)	1.2	1.6	2.3	2.7	10.2	20.1	31.6	34.3
经营性净利率(%)	8.3	9.8	9.3	6.8	8.7	11.4	13.3	11.6
经营性净利润增速(%)	32.2	33.8	40.7	17.8	283.3	96.6	57.4	8.7
机柜温控业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	11.0	14.7	17.2	19.7	24.7	29.6	34.9	40.5
收入增速(%)	66.1	33.0	17.0	15.0	25.0	20.0	18.0	16.0
经营性净利润(亿)	1.2	1.5	1.9	2.3	2.9	3.5	4.1	4.7
经营性净利率(%)	10.5	10.0	10.8	11.6	11.7	11.7	11.7	11.6
经营性净利润增速(%)	63.0	25.9	26.8	23.7	25.5	20.0	17.8	15.0
其他温控业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.8	4.2	4.3	4.8	5.2	5.6	6.0	6.5
收入增速(%)	3.6	11.3	2.2	9.9	8.7	8.3	7.8	7.3
经营性净利润(亿)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性净利率(%)	12.7	11.2	9.6	9.6	8.9	8.1	7.6	7.5
经营性净利润增速(%)	-2.9	-1.8	-12.5	9.5	0.6	-1.0	0.9	5.9

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)
机房温控业务	14.2%	高	较好	较强	8.5%	19.23	32.5
机柜温控业务	10.0%	中等+	较好	较强	8.5%	15.77	4.3
其他温控业务	4.4%	中等-	一般	一般	8.5%	11.22	0.5
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
机房温控业务(亿)	-48.3	450.8	402.4	1.0	-1.1	-	404.6
机柜温控业务(亿)	3.6	48.6	52.2	0.7	-0.2	-	53.1
其他温控业务(亿)	1.0	3.8	4.8	0.2	-0.0	-	5.0
公司整体测算(亿)	-43.8	503.2	459.4	1.9	-1.3	-	462.6

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
机房温控业务(亿)	43.8	293.6	337.4	1.0	-1.1	-	339.5
机柜温控业务(亿)	27.2	37.8	65.0	0.7	-0.2	-	65.9
其他温控业务(亿)	3.2	2.6	5.7	0.2	-0.0	-	5.9
公司整体测算(亿)	74.2	334.0	408.1	1.9	-1.3	-	411.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。公司作为AI液冷赛道龙头，虽然成长前景广阔，但短期面临“增收不增利”的压力，净利润增速和毛利率同比出现下滑，且经营活动现金流为负，对未来趋势指引不够明晰。公司后续业绩高度依赖于AI数据中心液冷技术路线的普及速度和海外大客户（如英伟达）的订单份额，这些技术的演进和市场竞争格局存在变数，可跟踪的直接相关数据较少。此外，行业政策导向和竞争对手的价格策略也可能影响其盈利水平的稳定性和可预测性。因此，公司未来的估值表现将很大程度上取决于其能否顺利将高增长预期转化为实实在在的利润，存在较大不确定性。

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任何变更。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。