

卓胜微 (300782.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

武钰婷
半导体行业研究员

2026年2月3日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	74.45
总市值	398.27亿
PE-TTM	-144.82
PB-MRQ	3.98

估值结果

DDM估值	价值	240.26亿
	上行空间	-40%
	状态	高估
动态估值	价值	217.56亿
	上行空间	-45%
	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

卓胜微是一家以射频前端芯片为核心的本土龙头厂商，产品覆盖射频开关、LNA 及射频模组等，长期受益于国产供应链安全与射频系统复杂度提升。近一年公司基本面发生恶化：在智能手机需求疲软、低端产品价格竞争加剧叠加自有产线转固后折旧摊销费用高企的背景下，公司业绩持续承压。

公司成长空间中等偏上，既存在高端产品放量带来的结构性成长机遇，又面临低端市场竞争加剧、折旧负担导致的短期增长压力。盈利趋势中等，短期受行业竞争与折旧压力显著拖累，但边际降本拐点已初现。公司产业格局中等，海外龙头整合强化高端壁垒，国内同质化竞争加剧。公司护城河中等偏上，主要来自规模优势，当前大规模资本投入带来的沉重折旧，在产能未充分释放前严重侵蚀利润，使得规模优势被财务劣势所掩盖。

基于我们对通信制式迭代放缓导致射频前端市场长期低增长、公司依靠产品实力以及国产替代趋势市占率提升至10%的核心假设，当前公司估值高估。

我们区别于市场的观点

市场仍倾向于以“射频国产替代+模组化升级”线性外推卓胜微的中长期成长性，而我们认为，射频前端并非强政策驱动型国产替代环节，海外厂商技术与客户壁垒仍深；高端模组放量虽已启动，但在行业需求乏力与折旧高企背景下，对短期业绩改善的拉动有限，公司转型成果仍需时间验证。此外，来自国际巨头的专利诉讼虽不直接针对所有产品，但增加了经营环境的不确定性，可能影响客户信心与市场拓展。因此目前我们无法给出更乐观的预期假设。

风险提示

若智能手机需求持续低迷、低端产品价格战延续，可能导致盈利修复不及预期；若高端模组客户导入或自有产线爬坡进展缓慢，Fab-Lite 模式优势可能难以兑现，影响公司中长期成长空间。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
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	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	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	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
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	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
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

卓胜微成立于2006年，2019年在深交所创业板上市。公司是国内领先的射频前端芯片厂商，早期采用Fabless模式，产品以射频开关、LNA等分立器件为主。2020年公司战略发生重要调整，通过自建产线逐步向 Fab-Lite 模式转型，核心目的在于提升高端射频模组的定制化能力与供应链安全水平。

2. 业务介绍

对于卓胜微公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

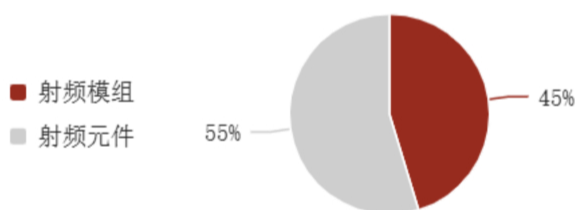
射频模组：

公司重点战略方向，代表性产品为 L-PAMiD 等高端射频模组，作为主集收发模组，集成度和单机价值量显著高于分立器件。该产品已进入量产交付阶段，并实现较高度度的国产供应链协同，但当前仍处于客户导入与放量初期，对短期业绩贡献有限。我们对该市场的界定是全球射频前端模组市场。

射频元件：

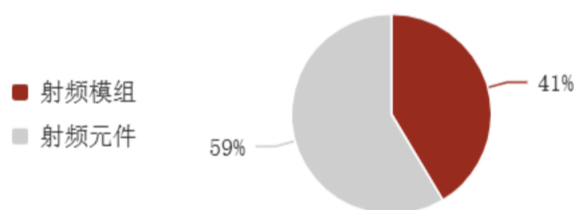
公司传统核心业务，主要包括射频开关、低噪声放大器（LNA）等产品，广泛应用于智能手机。该业务技术成熟、竞争充分，近年来国内厂商数量增加，同质化竞争加剧，价格持续承压，对公司整体盈利形成拖累。我们对该市场的界定是全球射频分立器件市场。

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

卓胜微的商业模式已从传统的Fabless（无晶圆厂）设计公司，战略性地转向Fab-Lite（轻晶圆厂）模式。公司通过自建卓半导体项目的6英寸SAW滤波器及12英寸射频芯片产线，构建了覆盖研发设计、晶圆制造、封装测试的完整产业生态链。这一模式旨在实现核心器件（尤其是滤波器）的自主可控与工艺协同，以支撑其产品从射频分立器件向L-PAMiD等高端模组升级，服务于全球高度集中的安卓智能手机头部客户。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度高。主要原因在于芯卓半导体项目转固后，自建6英寸滤波器产线及12英寸射频芯片产线进入折旧期，固定资产规模快速扩张。在产能利用率尚未完全释放前，资产周转率明显低于纯 Fabless 射频厂商，对阶段性财务表现形成拖累。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度高。近五年研发费用率从2020年6.5%显著提升至2024年22.2%。研发投入的显著提升主要系公司自身战略的变化：从单一器件设计，转向射频模组系统级设计、工艺协同及可靠性验证能力建设。高研发投入支撑了公司从分立器件向高端模组（如L-PAMiD）的产品升级，并为其在滤波器等核心领域构建专利壁垒、应对国际竞争提供了坚实基础。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度高。近五年公司前五大客户占比处于70%-80%之间，主要原因是公司的射频前端产品主要应用于智能手机等移动智能终端，而全球智能手机终端市场本身集中度极高，2024年度排名前十的厂商出货量占据了全球市场份额的90%以上。因此，服务于该市场的卓胜微，其客户自然覆盖了上述主流安卓品牌厂商，导致销售收入高度集中于头部客户。

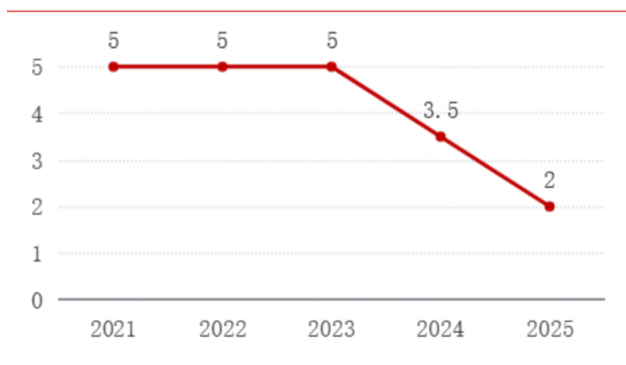
4. 历史经营绩效

卓胜微的历史经营绩效呈现典型的“高光-承压-筑底”特征。自2021年业绩高点后，公司成长与盈利能力显著下滑，主要受下游消费电子需求疲软、行业同质化竞争加剧以及向Fab-Lite模式转型过程中芯卓产线转固后巨额折旧摊销拖累，导致2024年及2025年持续亏损。受业绩亏损及资本开支压力影响，公司历史业务控制力及财务健康水平一般，股东回报能力水平弱。

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。公司历史盈利能力由强转弱，主要受三方面影响：一是射频分立器件同质化竞争加剧，价格快速下行；二是智能手机需求疲软，出货量承压；三是芯卓项目转固后折旧费用高企，在产能利用率较低阶段对利润形成显著拖累。

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

公司历史成长能力弱。2021年至今公司历史成长能力下滑明显。这一下滑主要系下游消费电子需求持续疲软、行业竞争加剧导致产品价格承压，同时公司向Fab-Lite模式转型，自建产线转固后折旧摊销费用大幅增加，严重侵蚀利润所致。

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水平一般。转型期大规模资本开支导致现金流波动加大，折旧摊销显著抬升，叠加盈利下行，使经营性现金流承压。公司在下游客户议价能力有限，短期内难以将成本压力完全向下游转移。

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

公司股东回报能力水平弱。公司在2020年至2024年间股息率保持在0.1%-0.2%的低水平，2025年受持续亏损及资本开支压力影响，公司停发股息，分红能力和稳定性显著弱化，股息率对长期价值型投资者的吸引力有限。

5. 四维评级

卓胜微成长空间中等偏上，核心驱动力在于高端射频模组的国产替代；盈利趋势中等偏上，短期受折旧与竞争压制，但降本拐点已现；产业格局中等，面临国际巨头压制与国内同质化竞争的双重压力；护城河中等偏上，传统分立器件业务具备规模经济和技术优势，而模组业务护城河壁垒正通过Fab-Lite模式构建。

5.1 成长空间

★★★★☆

卓胜微成长空间中等偏上。其核心增长引擎在于高端射频模组（如L-PAMiD）的国产化突破与量产交付，该市场由国际巨头主导且国产化率较低，替代空间广阔。尽管传统分立器件业务面临行业集成化趋势挤压与激烈竞争，增长受限，但公司通过Fab-Lite模式深化工艺协同，产品结构持续向高价值模组优化。

射频模组(4.5星):

卓胜微射频模组的成长空间高，主要源于其产品结构向高端集成化转型、广阔的国产替代前景以及下游应用场景的持续拓展。当前，高端射频模组市场仍由高通、博通、村田等国际巨头主导，国产化率不足20%，在中美科技竞争与供应链自主可控的迫切需求下，国产替代空间大。卓胜微作为国内射频前端领域的领先者，其Fab-Lite模式通过自建产线实现了设计与工艺的深度协同，有望在高端定制化模组领域持续获取份额。

射频元件(1星):

射频元件成长空间低，主要受行业趋势、竞争格局及公司战略重心转移等多重因素制约。首先，射频前端芯片正向集成化、模组化方向发展，这是提升单机价值量和满足终端小型化需求的关键，对分立器件构成结构性挤压。其次，分立器件市场面临同质化竞争，侵蚀利润空间。最后，公司战略聚焦高端模组突破，在此战略下，分立器件更多是作为支撑全品类解决方案的基础能力以及保障营收的基本盘，而非未来增长的核心引擎。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势中等偏上。短期内，行业同质化竞争与自有产线转固后的高额折旧持续压制毛利率，导致公司阶段性亏损；但随着产能利用率逐步提升，自产晶圆对毛利率的负面影响已开始环比减弱，降本拐点初现。盈利趋势的实质性修复仍需等待行业竞争缓和与产能爬坡完成。

射频模组(4星):

射频模组的盈利趋势较好。尽管短期受新产线折旧及市场竞争影响，毛利率承压，但核心增长动能明确。关键高端产品如L-PAMiD模组已成功导入多家品牌客户并进入量产交付阶段，随着高端产品起量预计将显著贡献盈利。同时，随着芯卓12英寸及6英寸产线产能利用率明显提升，自产晶圆成本对毛利的负面影响自第三季度起已环比改善，毛利率有望逐步企稳回升，盈利修复路径清晰。

射频元件(2星):

射频元件的盈利趋势较差。该业务面临同质化市场竞争，导致产品价格承压，利润空间被持续侵蚀。同时，公司向Fab-Lite模式转型过程中，自建芯卓产线带来的高额折旧摊销成本，对以分立器件为传统的产线毛利率构成了直接冲击。在行业向集成化模组发展的明确趋势下，分立器件作为公司营收基本盘，其增长动能和盈利能力在短期内预计将持续承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所处产业格局中等。海外射频龙头通过整合进一步巩固高端市场壁垒，提升行业集中度；国内方面，射频前端厂商数量增加，同质化竞争加剧，整体利润空间被压缩。国产替代虽带来结构性机会，但并未改变高端领域技术与客户壁垒较高的现实，公司面临国内外双重竞争压力。

射频模组(2.5星):

射频模组的产业格局中等。全球市场仍由高通、博通等国际巨头主导，尤其在高端领域形成技术和专利垄断。然而，在国产替代驱动下，以卓胜微为代表的本土企业正通过垂直整合与技术创新加速突围，其L-PAMiD等高端模组已实现量产交付并导入品牌客户，推动了国产化率提升。目前公司整体市占率仍较低，正处于从技术跟跑向并跑迈进的关键阶段。

射频元件(2.5星):

射频元件的产业格局中等。一方面，公司在射频开关、低噪声放大器等分立器件领域具备全球领先的市场地位，射频开关全球市占率高达36%，低噪声放大器占7%，技术实力对标国际巨头，具备相对优势。另一方面，行业正加速向集成化、模组化演进，对分立器件构成结构性挤压，且该市场面临同质化竞争，利润空间承压。

5.4 护城河

★★★★☆

卓胜微护城河中等偏上。射频元件业务凭借全球龙头地位、规模经济与技术优势，具备较强持续性；而射频模组业务虽处国产领先，但当前全球市占率低、超额ROIC为负，护城河较窄，公司正通过转换为Fab-Lite模式强化长期壁垒。

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
射频模组	(0.5星) 卓胜微射频模组业务护城河窄。公司在国产厂商中处于领先地位，但在全球市场中仍处于尾部，市占率约3%，业务控制力中等，经壹评级调整，2024年射频模组业务超额ROIC为-7%。超额ROIC为负主要原因是自建产线处于爬坡期，转固后折旧压力大。	(4星) 卓胜微射频模组业务护城河来自于规模优势，公司射频产能布局国内领先。护城河持续性较强：我们认为传统射频设计能力已难以形成显著差异，Fab-Lite 模式转型被视为构建长期壁垒的关键，自建产线使公司具备设计-工艺协同和定制化能力。
射频元件	(3星) 卓胜微射频元件业务护城河中等。公司在全球射频开关市场和LNA市场处于龙头地位，业务控制力中等，经壹评级调整，2024年分立器件业务超额ROIC为5%。超额ROIC主要来自于规模经济和技术优势，使得公司产品毛利率高于友商，在LNA、射频开关市场竞争愈演愈烈的情况下有打价格战的空间。	(3.5星) 卓胜微射频元件业务护城河来自于规模经济和技术优势，规模优势来自于在全球射频开关市场和LNA市场处于龙头地位，技术优势来自于公司的射频开关和低噪声放大器在相同性能水平下能够使单位生产成本降低。护城河持续性较强：我们认为卓胜微将保持全球市场的龙头地位，同时能够通过持续的研发投入保持工艺技术不落后。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对通信制式迭代放缓导致射频前端市场长期低增长、公司依靠产品实力以及国产替代趋势市占率提升至10%的核心假设，当前公司估值高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：射频模组、射频元件，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：

射频模组业务：

收入假设：

1) 市场规模：

全球智能手机射频前端市场假设：驱动市场增长的核心变量是5G手机的渗透率与机型结构变化。我们假设，全球5G智能手机的渗透率将从当前水平持续提升，最终稳定在85%左右。在此过程中，手机市场将呈现明确的高端化趋势，但不同价位段机型占比将动态变化：随着5G技术向下渗透，中低端机型将成为出货量的主要贡献者，但高端机型凭借更复杂的射频架构，将继续占据市场价值的核心部分。与此同时，射频芯片的单价将遵循半导体行业规律，随着技术成熟和规模效应显现而逐步下降。

综合上述因素进行测算，我们预计2023年至2030年间，全球射频前端市场的年复合增长率（CAGR）约为2.5%。若将观察周期拉长至整个5G技术生命周期（2019-2030年），市场规模的复合增速约为5.4%，整体市场容量相比4G时代末期预计扩大68%。展望更远的未来，鉴于通信制式迭代速度可能放缓，下一代通信技术带来的市场扩张幅度可能收窄，市场规模扩大大约50%，到2040年，年复合增长率预计降至2.7%左右。

射频前端模组市场假设：在射频前端市场内部，集成化模组（FEMiD、DiFEM、LFEM等）因其节省空间、提升性能的优势，占比将持续提升。我们假设，射频模组在射频前端整体市场中的价值占比，将从2022年的约70%，逐步提升至2030年的78%，并进一步在2040年达到85%。基于前述对射频前端整体市场的增速预测，以及模组占比的提升路径进行推算，射频模组细分市场的增速将高于行业整体水平。2023年至2040年，射频模组市场的年复合增长率将高于整体市场，达到3.9%。

2) 市占率

结合公司发展节奏与市场假设，我们认为其市占率提升遵循以下路径：近期（至2027年）：产能释放与客户导入期，市占率稳步提升至6%。此阶段，公司核心任务是确保12英寸等产线达到设计产能，实现L-PAMiD、Wi-Fi 7等高端模组在假设中的VIVO/OPPO、三星等客户中大规模上量。营收增长主要来自既有客户份额提升及高端产品放量。中长期（至2030年）：生态巩固与份额攻坚期，市占率目标10%。在产能瓶颈解除后，增长动力转向在“可触及市场”中深化渗透，并与唯捷创芯、昂瑞微等本土厂商，以及国际巨头在剩余市场中展开份额争夺。

盈利能力假设：

射频模组历史毛利率较高，近五年由于行业竞争加剧、下游手机市场需求减弱、公司自建产线成本高企等原因，毛利率从67%下滑至34%，综合考虑到行业周期性、公司产能释放节奏、下一代通信制式切换带来成长机会，我们认为卓胜微射频模组业务在五年内逐步恢复至41%，远期毛利率稳定在40%。

射频元件业务：

收入假设：

1) 市场规模：

对于射频前端整体市场的预测与射频模组业务保持一致。我们此前假设射频前端模组的市场份额将从2022年的约70%，持续提升至2030年的78%，并进一步在2040年达到85%。与之相对应，分立射频元件（如分立滤波器、功率放大器、开关等）的市场占比将从2022年的30%，逐步下降至2030年的22%，以及2040年的15%。

基于此结构性变化趋势，我们对射频元件市场的假设如下：尽管射频前端整体市场在未来长期仍保持增长，但由于模组化集成趋势的加速，分立射频元件的市场份额将被持续挤压。其市场规模增速将显著低于整体市场，甚至在部分阶段可能出现规模收缩，长期增速接近0%。

2) 市占率

结合公司发展节奏与市场假设，我们认为该业务并非公司发展重心，卓胜微在射频元件市场将以保持现有份额为主，射频开关市占率36%，LNA市占率7%。

盈利能力假设：

射频元件历史毛利率较高，近五年由于行业竞争加剧、下游手机市场需求减弱、公司自建产线成本高企等原因，毛利率从51%下滑至43%，综合考虑到行业周期性、公司产能释放节奏、下一代通信制式切换带来成长机会，我们认为卓胜微射频元件业务在五年内逐步恢复至28%，远期毛利率稳定在35%。

表2：公司整体业绩预测

卓胜微	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	36.8	43.8	44.9	37.4	42.1	43.1	48.8	63.5
归母净利润(亿)	10.7	11.2	4.0	-2.7	-0.5	0.2	1.2	8.6
归母净利润增速(%)	-49.9	5.0	-64.2	-166.2	82.4	145.9	470.6	602.0
经营性净利润(亿)	10.7	10.7	3.9	-2.7	-0.5	0.2	1.2	8.6
经营性净利润增速(%)	-49.1	-0.4	-63.5	-168.4	82.4	145.9	470.6	602.0
经营性归母净利润(亿)	10.6	10.7	3.9	-2.7	-0.5	0.2	1.2	8.6
经营性归母净利润增速(%)	-49.5	0.7	-63.6	-168.4	82.4	145.9	470.6	602.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

射频模组	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	11.2	15.9	18.3	16.9	17.8	20.5	25.6	40.9
收入增速(%)	-6.8	42.1	15.0	-7.4	5.0	15.0	25.0	60.0
经营性净利润(亿)	2.3	2.6	-2.0	-3.6	-1.7	-0.7	0.1	7.4
经营性净利率(%)	20.1	16.2	-11.0	-21.5	-9.8	-3.6	0.4	18.1
经营性净利润增速(%)	-62.0	14.7	-177.7	-81.8	52.2	58.4	114.9	6746.7
射频元件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.6	27.9	26.6	20.5	24.3	22.6	23.2	22.6
收入增速(%)	-25.5	9.0	-4.6	-22.9	18.5	-7.0	2.6	-2.4
经营性净利润(亿)	8.4	8.1	5.9	1.0	1.3	0.9	1.1	1.2
经营性净利率(%)	33.0	29.0	22.2	4.8	5.3	4.2	4.8	5.4
经营性净利润增速(%)	-44.0	-4.4	-26.9	-83.3	29.5	-26.1	19.0	8.6

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)
射频元件	2.4%	中低	一般	较强	7.5%	13.5	1.2
射频模组	5.4%	中等	一般	较强	8.0%	14.63	23.6
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
射频元件(亿)	15.0	11.7	26.6	-	-	7.0	33.6
射频模组(亿)	-25.3	201.3	175.9	-	-	8.0	183.9
公司整体测算(亿)	-10.3	212.9	202.6	-	-	15.0	217.6

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
射频元件(亿)	36.4	32.9	69.3	-	-	7.0	76.3
射频模组(亿)	20.7	135.3	156.0	-	-	8.0	164.0
公司整体测算(亿)	57.1	168.2	225.3	-	-	15.0	240.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为中短期Fab-Lite 转型处于产能爬坡阶段，折旧与成本对盈利的扰动较大，高端射频模组放量节奏存在不确定性，以及作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值来自中性假设。不及预期的风险在于行业竞争持续激烈、产能利用率提升缓慢；超预期的可能主要来自高端模组放量快于预期及自有产线降本效果提前显现。

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。