

广和通（300638.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19日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	31.3
总市值	281.47亿
PE-TTM	84.72
PB-MRQ	7.67

估值结果

DDM估值	价值	164.87亿
	上行空间	-41%
	状态	高估

动态估值	价值	138.18亿
	上行空间	-51%
	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

广和通是全球领先的物联网无线通信模组与解决方案提供商，中国首家A+H股上市的无线通信模组企业，其产品与解决方案赋能消费电子、智慧家庭、汽车电子等领域，并前瞻性布局端侧AI及机器人等新兴赛道。

公司成长空间较高：主营无线通信模组业务延续稳健增长态势，端侧AI和机器人等新兴领域业务有望实现突破。盈利趋势较好：主营业务盈利能力短期因产品结构变动而承压，后续有望回升；新兴业务盈利能力预计将逐步改善、改善的节奏和幅度有待观察。产业格局较好：主营业务所处市场格局已较稳定，公司地位较稳固，竞争者较难挑战；新兴业务参与者较多，竞争较激烈，不确定性较大。护城河较深：公司聚焦“大颗粒”场景，在特定高价值领域保持领先并对前沿趋势精准卡位，具备较明显的客户绑定、规模效应和技术领先等优势。

基于物联网模组主业稳健增长，端侧AI和机器人等新兴领域取得突破，整体盈利能力阶段性承压后回升等假设，公司估值当前处于高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：预计未来3年收入和净利润均实现较高复合增长，特别是盈利能力方面维持此前良好水平；同时，端侧AI和机器人业务有望快速进入收获阶段（实现较好盈利），因而给予较多估值计价。

我们的观点：公司营收有望实现高增长但净利润承压。端侧AI和机器人等新兴领域对收入规模贡献上量更快，但受高毛利的海外车载无线业务剥离以及新兴业务前期高投入等影响，盈利能力阶段性承压。

风险提示

物联网行业增长与公司业务转型不及预期；车载、端侧AI及机器人等新兴领域竞争加剧；国际贸易环境可能影响海外业务与供应链稳定，公司曾因此出售重要车载业务等。

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 人力资源高端度	6
3.5 客户集中度	6
3.6 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	7
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	8
5.1 成长空间	8
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
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	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	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	7
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
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	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

广和通是全球领先的物联网无线通信模组与解决方案供应商，始创于1999年，总部位于深圳，于2017年在深交所创业板上市，并于2025年实现“A+H”双资本市场布局。公司提供涵盖5G/4G、车规级模组、智能模组、GNSS模组等全系列产品及一站式解决方案，并积极向“通信+AI”战略升级，推出边缘智能与机器人解决方案。其产品赋能云办公、智慧交通、智能家居、工业互联网等众多领域，业务遍及全球100多个国家。根据独立机构数据，广和通物联网蜂窝模组全球市场份额位居第二，并在智慧家庭和消费电子等细分领域市场份额排名第一。

2. 业务介绍

对于广和通公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

无线通信模块：

公司核心主营业务。无线通信模组作为连接物理世界与数字世界的关键部件，将基带、射频、电源管理、定位等多种芯片高度集成，负责终端设备的无线信号收发与数据处理。公司产品覆盖蜂窝通信模组（支持5G/4G/3G/2G/LPWA、Wi-Fi、蓝牙等多种制式）、车规级模组、智能模组（集成AI算力，支持边缘计算）、GNSS定位模组以及各类天线产品。其中，5G模组如基于先进平台的FG390系列，支持3GPP R18标准，可满足FWA、工业网关等场景对高速率、低时延的严苛需求。并能根据客户需求提供客制化服务，有效帮助客户简化开发流程、降低综合成本并加速产品上市。其模组具备高可靠性（工作温度范围-40℃至+85℃、在线率高达99.9%），并通过全球多项权威认证，赋能云办公、智慧能源、智能机器人、车联网等众多行业的数字化转型。该业务的竞争市场界定为全球。

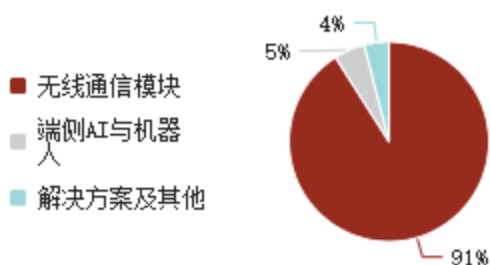
端侧AI与机器人：

公司新兴业务。依托公司“星云”系列AI模组及自研的Fibocom AI Stack技术平台，为机器人和AI玩具等领域提供集感知、交互与决策于一体的全栈式解决方案。该业务超越传统硬件模式，通过“模组+算法+平台”的一体化交付，并创新性地探索持续服务与价值共享模式。目前，公司已与云深处科技（为其四足机器人提供RV-BOT定位模块）、地瓜机器人（联合开发智能割草机器人）以及实丰文化等伙伴达成合作，共同推动端侧AI的商业化落地。该业务的竞争市场界定为全球。

解决方案及其他：

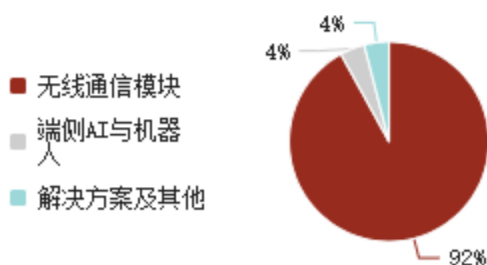
非主营业务和新兴业务相关的其他业务。提供“模组+平台+解决方案”的全栈式服务，其业务以无线通信模组为核心，并依托自身在AI领域的布局，为智能机器人、智能汽车、智慧零售、低空经济等多个领域提供端到端的物联网解决方案。该业务的竞争市场界定为全球。

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

公司生产主要采用委外加工模式，长期委托比亚迪、海格、伟创力等厂商进行生产，从而将资源聚焦于产品研发与市场开拓。在供应链端，建立严格制度，主要向高通等原厂及经销商采购芯片以优化成本。在销售端，采用直销为主、经销为辅的模式，依托覆盖国内华南、华东、华北、西南四大业务区及海外主要国家和地区的营销网络，为客户提供直接的技术支持。公司业务已从单一的无线通信模块销售，升级为提供“模组+解决方案”的综合服务，并以“通信+计算”为核心，大力发展端侧AI、智能机器人等解决方案，探索可持续的增值模式。

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75.49亿元、74.36亿元，其中非流动资产占比仅16.77%、18.93%，远低于一般人力密集型产品的制造业水平（35%以上）。主要由于公司业务以物联网产品的研发设计为核心，全部产品的生产均采用委外加工的模式，自身不建设大规模生产线，产品制造环节交由合作伙伴完成，总体资产情况较轻，从而可以聚焦核心优势、快速响应市场并最大化资本效率。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司过去5年研发费用率尽管有所下降，但仍处于6%以上的较高水平。公司为应对下游应用场景碎片化及客户定制化需求，并在全球竞争中保持技术领先，持续在5G、AI、机器人等新领域进行较高强度研发投入。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司过去5年销售费用率为3%左右，近年来持续降低。一方面得益于其聚焦大客户战略并深度绑定惠普、戴尔、联想、英特尔、大众汽车、标致雪铁龙集团等各领域头部企业，形成了稳定的规模化订单，降低了单位获客成本；另一方面也受益于其作为全球领先无线通信模组提供商的品牌规模效应，以及精细化、线上线下结合的全球渠道运营效率。

3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年人均年薪酬接近40万元。公司高度重视高素质人才队伍建设，研发人员平均薪酬处于行业领先水平，团队以本科及以上学历为主体，同时依托其显著的海外业务优势，为销售团队提供了具备竞争力的激励方案，以持续提升人均效能。

3.5 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近10年前五大客户销售占营业收入比例均超过50%，显著高于同行移远通信（20%左右）。主要源于其长期坚持的深度绑定大客户战略以及其主导业务所在下游行业本身集中度较高的特点。公司有意识地聚焦于PC、车载等规模较大、增长明确的优质赛道，并通过定制化开发与头部客户建立紧密合作关系，从而获得稳定的大额订单。例如，在PC领域，其核心客户惠普、联想、戴尔三家就占据了全球笔记本市场的大部份份额，而广和通在该市场的全球份额高达75%，这种行业格局自然导致了客户集中。

3.6 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近3年前五大供应商采购占比均超过70%。主要源于其核心原材料（如基带芯片）需集中向全球少数技术壁垒高的半导体巨头（如高通、联发科）采购，这是由物联网通信模组行业对上游高端芯片的天然依赖所决定的。

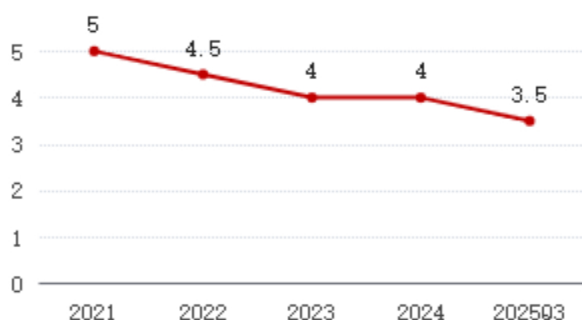
4. 历史经营绩效

公司成长能力一般，盈利能力良好，业务控制力及财务健康情况一般，股东回报良好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



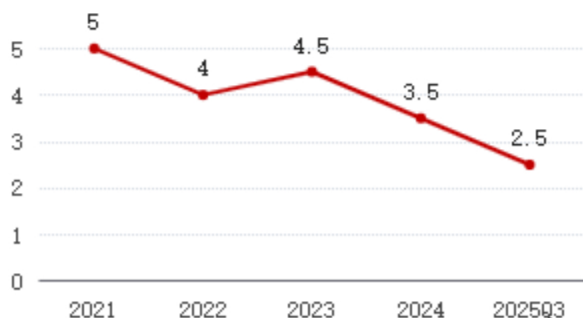
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力良好，近年来有所下滑。公司2024年毛利率19.33%、ROE和ROIC均超过20%，盈利能力强于同行，主要得益于其聚焦并深耕PC、车载、FWA等高价值大颗粒市场的战略，这些领域门槛高、竞争格局清晰，以及实施精细化费用管控；盈利能力下滑，主要源于2024年7月将高毛利的境外车载前装无线通信模组业务（锐凌无线）剥离，以及主营模组产品随着市场拓展及制式升级而毛利率承压。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



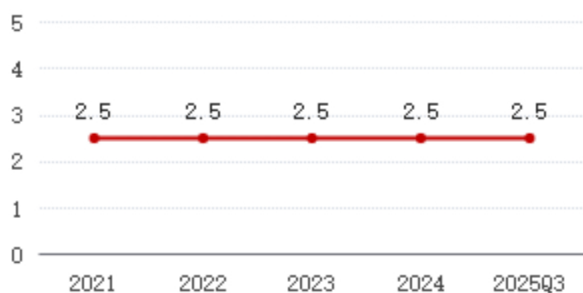
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，近年来有所下滑。公司近两年业绩增速放缓乃至下滑，主要是由于一次关键的资产（锐凌无线）出售、行业竞争加剧导致业务规模及毛利率承压，以及新业务（端侧AI、机器人等）尚未能填补收入缺口等多重因素共同作用的结果。

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



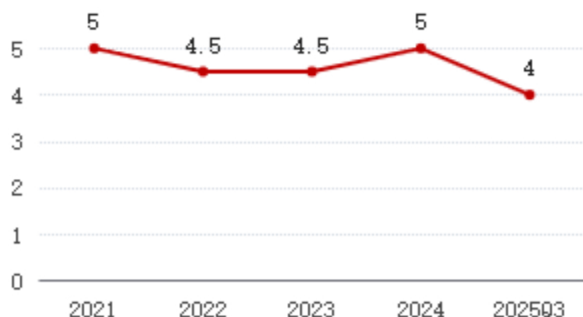
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力和财务健康一般。主要源于业务模式和经营策略导致公司面临上下游集中度都较高的“哑铃型”结构，大供应商、大客户话语权强。“两头受制，中间承压”使得公司议价能力较弱，现金流情况不佳，有一定短期偿债压力。

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

公司股东回报良好，通过持续稳定的高比例现金分红（如2024年股利支付比例近40%）并制定明确的分红回报规划，积极与投资者共享公司发展成果。

5. 四维评级

公司整体成长空间较高，盈利趋势较好，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间较高。物联网行业方兴未艾，预计连接数未来5年将保持15%以上的年复合高增速。随着AIoT技术深度融合，公司重点布局的端侧AI算力模组与机器人解决方案已进入商业化阶段，为业绩增长注入新动力；同时，公司在车载模组（合作比亚迪等车企）、海外FWA等核心市场持续突破，将受益于5G渗透率提升及新兴垂直领域（如卫星通信、工业互联网）的需求爆发；叠加“A+H”双融资平台赋能全球化战略，其主营业务有望稳健增长，新业务将驱动第二成长曲线。

无线通信模块(3.5星)：

成长空间较高。受益于全球物联网连接数继续高增长，以及产品制式逐步从4G向5G升级迭代，总体模组行业规模预计未来5年仍将保持15%-20%的年复合高增态势。公司受剥离海外车载模组业务（锐凌无线）影响，年内表观业务收入增速承压，预计未来3年复合增速边际变化为小幅下降。成长情况的确定性一般，可能受到全球经济与贸易、产业技术变革等因素扰动。

端侧AI与机器人(5星)：

成长空间高。AIoT时代带来更多智能化连接需求，端侧AI（如AI玩具等）和机器人将成为公司新的业务增长点，未来5年逐步实现从0到1的过程。公司业务模式相较主营模组业务由单一的硬件供应商向综合性的解决方案提供方转型，收益由一次性硬件相关转向可持续性服务相关。由于该业务属于新兴领域，成长情况的确定性较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好。尽管剥离高毛利的海外车载无线模组业务以及新兴业务投入等因素将对综合毛利率带来一定的短期波动，但公司通过持续优化产品结构，提升高毛利的智能模组与AI解决方案占比，并深耕海外高价值市场，同时内部严格执行精细化费用管控，整体盈利能力有望维持在行业领先水平。

无线通信模块(3.5星)：

盈利趋势较好。公司在物联网无线通信模组领域龙头地位稳固，伴随服务市场与产品品类的持续拓展，公司市占率有望进一步提升；公司盈利能力在未来3-5年内预计将继续领先同行，相对于行业变化趋势基本同步。

端侧AI与机器人(3星)：

盈利趋势一般。新兴领域前期投入较大，盈利能力相较主营业务较差；后续随着规模效应逐步显现，盈利情况有望回升。该业务需要与其他行业玩家（如芯片厂商、软件厂商等）进行竞争，因而未来市场份额情况难以预测。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。主营物联网模组业务格局趋于稳定，公司市占率稳居全球前三位，深度绑定下游消费电子、汽车等领域大客户；新兴业务参与者较多，竞争较激烈，不确定性较大，公司凭借物联网模组龙头厂商而占据一定的有利竞争地位。

无线通信模块(3.5星)：

产业格局较好。物联网模组行业“一超多强”的市场格局渐趋稳定，新进入者在规模、技术、转换成本等方面壁垒较高。公司全球市场份额稳居前列（2025年第一季度出货量排名第三），并已在智慧家庭（全球份额36.6%，排名第一）和消费电子（全球份额75.9%，排名第一）等细分赛道建立起显著的领跑地位。公司已与上游高通、展锐等头部芯片厂商的深度合作，与下游电信运营商、消费电子、汽车等头部客户深度绑定，相较同行具备显著优势。

端侧AI与机器人(2.5星)：

产业格局一般。新兴领域参与者较多，进入壁垒不高，要与跨行业玩家进行竞争，未来市场份额情况难以预测；公司作为物联网模组厂商在行业理解能力和服务客户能力等方面具备一定优势。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深。核心体现为其在特定高价值领域的绝对领先地位以及对前沿趋势的精准卡位。公司是全球第二大无线通信模组提供商，并已在智慧家庭和消费电子市场取得全球第一的龙头地位，深度绑定全球顶尖的PC、汽车等领域头部客户，构建了坚实的业务基本盘。公司持续高强度的研发投入和深厚的技术积累为护城河的持续性提供有力支撑，推动业务从传统模组向高增长的端侧AI解决方案与机器人解决方案成功转型。此外，公司积极推进全球化布局，以及对5G RedCap、卫星通信等前沿技术的持续引领，使得其长期竞争优势得到进一步巩固。

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
无线通信模块	(3.5星) 护城河宽度较好。公司作为全球第二大无线通信模组提供商，其产品与服务已覆盖全球100多个国家，并在智慧家庭与消费电子等细分领域市占率位居全球第一；业务控制力较弱，面对上游强势供应商和下游大客户话语权偏弱；2024年毛利率19.42%、ROE（经壹评级调整后）23.3%、ROIC（经壹评级调整后）20.8%，具备一定超额收益。	(4星) 护城河持续性较好。公司在转换成本、规模经济、技术领先方面具备较明显优势，稳居全球第一梯队。受商业模式影响，业务控制力较弱。公司凭借持续高强度的研发投入、多芯片平台集成能力以及获得全球主流运营商认证，构建了技术壁垒；同时其二十多年积累的行业生态与规模效应，使新竞争者难以短期复制，预计本业务的ROE、ROIC超额收益衰减程度有限（10年减弱25%左右）。
端侧AI与机器人	(0.5星) 护城河宽度差。新兴领域市场参与者较多，跨行业竞争较激烈，市场份额不确定性高；同主营业务一样处于产业链中游环节，业务控制力偏弱；预计2025年毛利率15%，ROE和ROIC（经壹评级调整后）尚未转正，短期内无超额收益。	(3星) 护城河持续性一般。公司作为物联网模组厂商，对行业场景和客户需求理解深刻，在新兴领域有望复制主业的转换成本、规模经济、技术优势等方面，从而增强自身的ROE和ROIC，但需要较多投入、以及不确定性较大。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

预计公司传统主业无线通信模组业务受益于产品制式升级而稳健增长，盈利能力保持平稳；端侧AI和机器人等新兴业务实现突破，未来有望达到主业主体的60%，但盈利能力短期承压、中长期有望达到接近传统主业水平，解决方案及其他业务增速节奏与主业基本同步。基于以上假设，经测算公司目前处于高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括无线通信模块、端侧AI与机器人、解决方案及其他。

业务一：无线通信模块

收入假设：

- 1) 单价：受益于4G向5G制式升级迭代，以及智能模组放量，预计2026年5G及智能产品收入贡献占比超过50%，未来ASP有望实现2%-5%的年复合增速。
- 2) 市占率：考虑到公司海外车载无线模组业务（锐凌无线）于2024年剥离，以及传统主业POS机、笔记本电脑等应用场景增速放缓，预计2025年市占率有小幅下滑；在车载模组、智能模组等新兴领域发力推动下，预计2026年后市占率稳中有升。
- 3) 收入规模：受益于物联网行业规模继续扩张，连接数保持高增长，产品单价小幅提升，市占率有阶段性波动但快速回归上升轨道，预计2025-2029年收入增速分别为5%、15%、12%、10%、10%，2026年后增速略高于行业水平；其后逐步衰减至5%的年复合增速，与行业基本同步。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：受剥离高毛利的海外车载无线模组业务（锐凌无线）以及产品结构变化（更多新兴场景）影响，毛利率短期有小幅下降至18.0%；未来随着规模效应逐步显现，成本管理进一步加强，毛利率有望回升至19%并保持稳定。
- 2) 费用率：基本保持稳定，受益于和下游客户合作逐步稳定、新兴领域前置性研发投入阶段已过，销售费用率和研发费用率延续小幅下降趋势。

业务二：端侧AI与机器人

处于市场拓展放量早期，预计2025-2029年分别实现收入5亿元、10亿元、20亿元、40亿元、60亿元，毛利率从15%逐步提升至18%。

收入假设：

- 1) 短期：取得业务突破，合作陆续落地并转化为订单，预计2025-2029年分别实现收入5亿元、10亿元、20亿元、40亿元、60亿元。
- 2) 长期：新兴业务领域收入对总体贡献接近60%水平。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：前期毛利率较低，预计2025年15%；后期随着规模效应显现，预计2027年逐步提升至18%，低于主业的19%。

2) 费用率：前期较高，后期逐步回落到和主业相近水平。

业务三：解决方案及其他

1) 收入假设：随主营无线通信模块业务放量，增速逐年边际递减。

2) 盈利能力假设：毛利率稳定在18%水平，费用率平稳。

表2：公司整体业绩预测

广和通	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	56.5	77.2	81.9	91.5	109.9	132.4	164.5	197.6
归母净利润(亿)	3.6	5.6	6.7	4.8	5.4	7.1	9.1	10.4
归母净利润增速(%)	-9.2	54.6	18.5	-28.4	13.2	31.3	27.3	15.1
经营性净利润(亿)	3.3	5.7	5.5	4.8	5.5	7.2	9.2	10.6
经营性净利润增速(%)	-11.3	71.6	-2.1	-12.6	13.2	31.3	27.3	15.1
经营性归母净利润(亿)	3.3	5.6	5.5	4.8	5.4	7.1	9.1	10.4
经营性归母净利润增速(%)	-11.3	71.2	-3.1	-12.6	13.2	31.3	27.3	15.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

无线通信模块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	55.5	75.1	79.1	83.0	95.5	107.0	117.7	129.4
收入增速(%)	45.2	35.4	5.3	5.0	15.0	12.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	3.1	5.5	5.4	4.6	5.0	6.1	7.3	7.9
经营性净利率(%)	5.6	7.3	6.8	5.6	5.2	5.7	6.2	6.1
经营性净利润增速(%)	-15.2	78.4	-2.7	-13.6	7.4	22.7	19.4	8.6
端侧AI与机器人	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	5.0	10.0	20.0	40.0	60.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0	50.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.2	0.7	1.4	2.1
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	-0.1	2.2	3.6	3.5	3.5
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	3676.9	225.3	96.9	47.6
解决方案及其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.0	2.0	2.8	3.5	4.4	5.5	6.8	8.2
收入增速(%)	-65.6	107.0	36.7	25.0	25.0	25.0	25.0	20.0
经营性净利润(亿)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
经营性净利率(%)	21.4	7.5	6.6	6.3	6.7	7.1	7.0	6.9
经营性净利润增速(%)	159.3	-27.2	19.5	20.1	32.4	32.2	23.3	18.5

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)
无线通信模块	6.0%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	7.6
端侧AI与机器人	29.6%	超高+	一般	较强	9.5%	16.8	1.8
解决方案及其他	18.0%	高	一般	一般	8.5%	15.58	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
无线通信模块(亿)	18.7	91.3	110.1	4.7	0.6	1.3	115.4
端侧AI与机器人(亿)	-5.3	21.1	15.8	-	0.1	0.2	15.9
解决方案及其他(亿)	0.7	5.9	6.6	0.2	0.0	0.1	6.8
公司整体测算(亿)	14.1	118.4	132.5	4.8	0.7	1.5	138.2

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
无线通信模块(亿)	53.7	63.2	116.9	4.7	0.6	1.3	122.2
端侧AI与机器人(亿)	-3.7	33.1	29.4	-	0.1	0.2	29.5
解决方案及其他(亿)	3.6	9.3	13.0	0.2	0.0	0.1	13.2
公司整体测算(亿)	53.6	105.6	159.2	4.8	0.7	1.5	164.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。其业绩短期受资产出售（如锐凌无线出表）影响明显波动。物联网模组行业竞争激烈，关键原材料价格波动持续压制其盈利稳定性。同时，公司重点投入的端侧AI与机器人等新兴业务尚处于市场拓展和客户导入的初期阶段，未来商业化进程和利润贡献存在较大不确定性。这些因素共同增加了其盈利预测与价值判断的难度。

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。