

冰轮环境（000811.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

钮舒越
机械分析师

2026年1月5日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	18.64
总市值	185.00 亿
PE-TTM	31.77
PB-MRQ	3.01

估值结果

价值	218.71 亿
DDM 估值	上行空间 18%
状态	合理估值
价值	228.67 亿
动态估值	上行空间 24%
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

冰轮环境为中国工商业制冷领军企业，具备深厚的技术基础和产业协同优势。公司压缩机品种丰富，可以为客户提供精准温度与压力条件，下游含数据中心、冷链设备、能源化工、造船、核电等客户。

公司成长能力星级较高，工商业制冷托底基本盘，中央空调受益于数据中心液冷需求爆发打开增量空间；盈利趋势星级中等，公司持续优化产品结构、提升海外占比，以抵消原材料与行业景气度的波动；产业格局星级较高，冷链与中央空调虽为成熟赛道，但工业制冷、核电及液冷等细分领域壁垒极高，客户粘性强；护城河星级较好，公司依托全产业链技术体系、全球化渠道构建以及高效的管理运营能力，构建了深厚的壁垒，优势项持续性较强。

工商业制冷设备托底基本盘，数据中心拉动暖通空调需求加速，支撑公司业绩快速成长。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，冰轮环境目前属于相对合理的位置。

我们区别于市场的观点

市场认为：工商业制冷行业的景气度现处于底部，后续随着宏观需求回暖业务或将有所修复；而市场担心公司产能不足限制数据中心订单需求的释放。

我们认为：公司积极扩张提效“马来+美国+中国”三地产能，收入有望如期释放。且黄仁勋预计2030年全球AI数据中心Capex 可达到4万亿美元，公司产品有近十倍的增量空间，成长潜力尚未被市场挖掘。

风险提示

若宏观经济增速不及预期，可能影响下游食品、能源化工等行业需求，从而导致公司基本盘业绩承压；数据中心建设放缓或将影响公司订单；若公司产品技术更新不及时，同样可能对获取订单产生负面影响。

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 整体供应链集中度	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	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	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

冰轮环境为中国工商业制冷领军企业，内生外延完善产业布局。公司前身“公私合营烟台机械修配厂”成立于1956年，自行研制生产中国第一台活塞式4AV-12.5制冷压缩机、中国第一台螺杆制冷压缩机等，历经近70年发展，已经成长为多元化、国际化的综合性装备工业企业。公司主营业务涵盖低温冷冻、中央空调、环保制热、能化装备、精密铸件、智慧服务、氢能装备等产业集群。

2. 业务介绍

对于冰轮环境公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

中央空调：

中央空调又称暖通空调，服务常规舒适型温控需求，适配大型建筑场。冰轮依托旗下百年品牌顿汉布什为核心载体，聚焦高端节能制冷技术，下游主要应用于轨交、核电站、数据中心等领域，业务区域界定为全球市场。

冷链装备：

制冷设备用于在各种应用中冷却和维持低温，它用于冰箱、冰柜、空调机组、冷藏运输车辆、冷库以及其他对温度控制至关重要的系统冷库。公司主要聚焦工商业冷链市场，业务区域界定为中国市场。

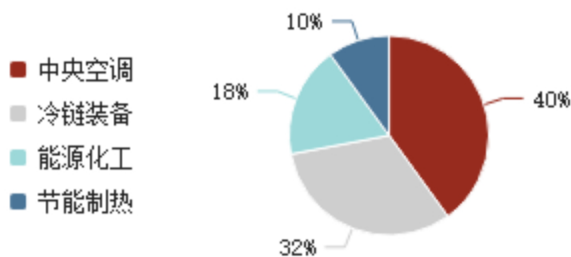
能源化工：

能源化工板块聚焦工业工艺级严苛需求，解决化工生产中的冷却、压缩、节能、低碳核心难题，业务区域界定为中国市场。

节能制热：

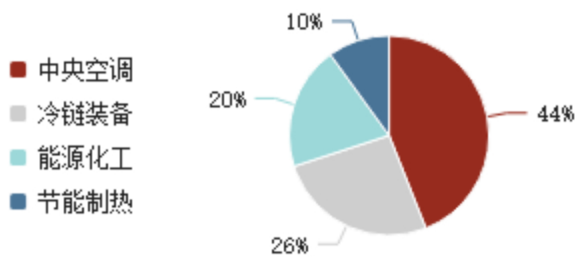
节能制热业务依托工业热泵核心技术+余热回收体系，主打低品位余热回收制高温热能，替代传统燃煤/燃气锅炉，实现节能降碳+降本增效双重价值，业务区域界定为中国市场。

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

冰轮所处的制冷行业属于相对重资产、高技术板块，下游客户分散。公司深耕行业多年，产业链话语权相对较高。

3.1 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，特别是在磁悬浮、气悬浮、液冷系统、核能冷却与供热等关键技术领域。2024 年公司的研发费用率为 5.8%，研发人员占比 31.8%。公司坚持新技术研发，持续推进产品升级与创新。

3.2 营销强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司注重营销投入。为维持市场竞争力，公司持续拓展新客户、维护老客户，成本较高。2024 年销售费用率为 9.0%，销售团队员工每年的平均薪酬为 35.0 万元，远高于公司全员平均年薪的 22.7 万元。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司整体供应链集中度低。下游客户与上游供应链极度分散，2024 年前五大客户收入占比 4.68%；前五大供应商占比 7.61%，上下游供应链周转天数基本持平。

4. 历史经营绩效

冰轮拥有深厚的技术积淀，通过持续产品结构升级、海外市场开拓，部分抵御行业周期波动，历史成长星级与盈利星级中等；公司产品受到客户高度认可，产业链话语权较高，业务控制力星级较好；产品盈利能力逐步提升，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

历史盈利能力星级中等。公司盈利能力稳步上升，得益于产品结构升级，海外市场开拓成效较好。过去公司低毛利的冷链占收入比重大，随着高毛利的数据中心订单占比提升，利润率逐步改善。2024 年公司的毛利率/净利率分别为 27.63%/10.06%。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



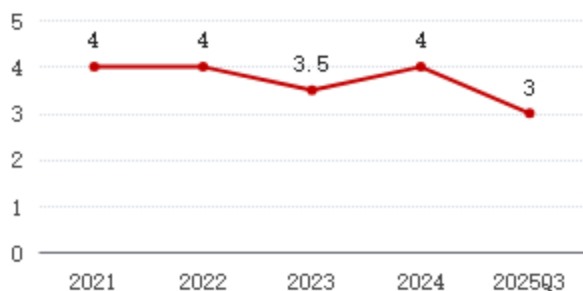
数据来源：公司财报，壹评级

宏观环境影响历史业绩，公司的历史成长能力星级波动较大。2021年《“十四五”冷链物流发展规划》的出台快速打开公司成长空间，而后因国内下游市场需求萎缩给公司业绩带来一定压力，现阶段北美数据中心需求成为新的增长点，未来的成长增速有保障。

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

历史业务控制力星级较高。冰轮环境深耕制冷装备领域多年，其制冷设备在冷链物流及能源化工领域稳居第一；收购的顿汉布什是中央空调五大欧美系品牌之一，其产品解决方案广泛应用于中国移动、中国联通、之江实验室等国内外知名项目。因而公司的产业链话语权相对较强。

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

公司长期经营稳健，股东回报评级逐步上升。公司历史每年的分红率稳定在30%，近年来其ROE逐步提升，2024年ROE为10.8%。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

冰轮环境成长能力星级较高，工商业制冷托底基本盘，中央空调受益于数据中心液冷需求爆发打开增量空间；盈利趋势星级中等，公司持续优化产品结构、提升海外占比，以抵消原材料与行业景气度的波动；产业格局星级较高，冷链与中央空调虽为成熟赛道，但工业制冷、核电及液冷等细分领域壁垒极高，客户粘性强；护城河星级较好，公司依托全产业链技术体系、全球化渠道构建以及高效的管理运营能力，构建了深厚的壁垒，优势项持续性较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

冰轮总体成长能力星级较高。公司坚持“冷热同步、节能并重”战略，主业有望企稳回升，数据中心收入增长迅速，在手订单充沛。未来成长空间主要来自数据中心液冷、能化装备国产替代及海外市场的持续拓展。

中央空调(4星):

传统商用空调增速放缓，维持个位数增长。而随着AI数据中心需求激增，数据中心液冷相关设备订单大涨；以及核电建设加速提振冷却设备需求。现阶段顿汉布什相关产品已大批量供货，成为新增长极，成长星级较高。

冷链装备(2.5星):

受益于国家骨干冷链物流基地建设及预制菜等下游需求韧性，国内冷链物流市场规模预计每年增速保持在个位数。公司作为国内工商制冷龙头，市占率稳居行业第一。该板块订单增速与行业同步，发挥“压舱石”作用，成长星级中等。

能源化工(3星):

LNG液化、氢能、碳捕捉等新能源投资热潮来袭，板块在2024年展现出较强韧性。尽管短期受下游资本开支波动影响，但公司在高端工艺气体压缩机领域具备国产替代能力，预计后续保持双位数增长，成长星级较高。

节能制热(3星):

公司依托技术优势积淀，工业热泵技术优势明显。目前该板块还属于小众市场，后续依托在“双碳”及热泵替代锅炉政策驱动下，“工业全域热控”解决方案有望大范围推广，实现国内与海外市场共振，成长星级较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

冰轮整体盈利趋势星级中等。得益于高毛利的海外业务占比提升及产品结构优化，整体盈利能力有所回升；尽管国内市场传统主业竞争加剧，但公司通过精细化管理和数字化提效，净利率维持稳定。

中央空调 (3.5 星):

传统暖通市场价格战激烈，公司利润整体承压。后续随着高毛利的核电及数据中心液冷产品占比提升，该板块盈利结构逐步改善，带动整个板块利润持续回暖。

冷链装备 (2.5 星):

冷链设备得益于压缩机自制率高及品牌效应，该板块毛利率稳定。冷链业务为公司盈利的基石，近几年来产业格局稳定，新进入者数量有限，预计后续公司的毛利率可以维持当前水平。

能源化工 (3 星):

该板块产品定制化程度高，技术附加值大，因而带动该业务毛利率的相对较高。虽然板块对钢材等原材料价格波动较为敏感，但公司凭借高技术壁垒与准入资质，其盈利稳定性优于通用设备。

节能制热 (2 星):

目前该板块业务体量较小，市场参与者众多，目前格局相对混乱，产业低位暂不明朗。我们预计后续随着工业热泵应用场景拓展，以及公司长期口碑技术的积淀，其市场份额有望逐步提升。以及在业务规模优势凸显下，有望带动公司盈利能力小幅改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

冰轮的产业格局星级较高。虽然工商业制冷与中央空调参与者较多，但公司聚焦的工业制冷、核电、深海及能化等细分高端领域，存在极高的技术与资质壁垒，竞争格局优良，新进入者难以撼动。

中央空调 (3.5 星):

高端市场由外资品牌主导，公司全资子公司顿汉布什作为欧美五大品牌之一，在核电、轨交、数据中心等细分高端市场具有极强话语权，且具备一定的技术壁垒与认证资质，因而格局优于普通商用空调。

冷链装备 (3.5 星):

冷链装备主要参与者包括冰轮环境、冰山冷热、雪人股份等国产品牌，目前国产化率较高。公司凭借全产业链能力和品牌优势，在工商业制冷领域龙头地位稳固，新进入者较少，竞争格局好。

能源化工 (3.5 星):

能源化工领域如LNG液化、氢液化等设备需通过ASME、PED等多重国际严苛认证，国内仅冰轮、沈鼓、杭氧等少数企业具备相关业绩和资质，且属于设备偏向于定制化，具备一定的客户粘性。该行业属于寡头竞争，格局优。

节能制热 (2.5 星):

工业热泵领域竞争者数量较多，市场集中度较低，包括美的、格力等家电巨头。但冰轮专注于高温、大温差的工业级应用，与民用市场形成差异化竞争，在细分工业领域格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

冰轮的护城河相对较深，且优势项的持续性好。公司拥有完整的冷热产业链技术体系，持有核电、军工及各类压力容器设计制造全套资质，叠加全球化的营销服务网络，构建了“技术+资质+渠道”的三重壁垒。

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
中央空调	(3星) 经壹评级调整，中央空调的R0IC为20.0%，具备13.0%的超额收益。子公司顿汉布什品牌拥有130年历史，全球市占率约6%，还有很大的提升空间。公司在数据中心及核电领域拥有较高的知名度，业务控制力为3星。	(3.5星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势、管理运营。1) 线下渠道：顿汉布什拥有百年品牌历史，与核电、数据中心、轨交客户合作多年，且拥有遍布全球40多个国家生产与服务基地，能够快速响应客户需求，公司渠道优势衰退较慢且幅度较小；2) 技术优势：公司技术沉淀多年，掌握磁悬浮压缩、螺杆压缩等先进技术，后续随着同行加强研发投入，公司在技术领域的领先优势逐步衰减；3) 管理运营：冰轮环境收购顿汉布什，提前布局暖通空调领域，充分展现公司的管理运营能力，但竞争对手尤其是中资企业切入这个市场，会大幅削弱公司护城河。
冷链装备	(3星) 经壹评级调整，冷链装备的R0IC为10.1%，具备3.1%的超额收益。公司在冷链装备领域市占率第一，拥有国家认定企业技术中心，主导多项行业标准制定，业务控制力为3.5星，业务控制力较强。	(4星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势、管理运营。1) 线下渠道：公司为冷链设备龙头，与各大设计院及工程公司深度绑定，客户粘性高，优势项衰退较慢；2) 技术优势：公司是冷链行业技术风向标，掌握CO2制冷等核心环保技术，持续引领行业升级，优势领先时间长；3) 管理运营：公司由烟台国资控股，历经多次国企改革与收并购，管理能力优秀，衰退速度较慢。
能源化工	(4星) 经壹评级调整，能源化工的R0IC为24.1%，具备17.1%的超额收益。公司是国内能源化工装备领域国产替代龙头，已进入中石化、国家管网等核心大客户的A类供应商名单，在超低温、超高压领域具备极高准入门槛，业务控制力为3.5星，业务控制力强。	(4星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势、管理运营。1) 线下渠道：能源化工行业对设备安全性要求极高，供应商资质认证周期长达数年，公司与客户绑定较深，渠道优势的持续性较高；2) 技术优势：公司拥有60余年制冷压缩机核心技术积淀，打造全品类能源化工装备，技术护城河随研发投入持续加深；3) 管理运营：业务聚焦工业工艺级严苛需求，以实现国产替代开利、约克等国际品牌，管理层战略决策能力较强，后续预计优势项会逐步衰退。
节能制热	(2星) 经壹评级调整，节能制热的R0IC为7.6%，具备0.6%的超额收益。公司掌握大温差、高温工业热泵核心技术，能够解决复杂工业场景的余热回收难题。业务控制力为3星，业务控制力中等。	(3星) 公司护城河归因为线下渠道、技术优势。1) 线下渠道：工业热管理通常为非标定制，公司具备系统集成能力，客户难以轻易更换供应商，渠道优势明显；2) 技术优势：在碳中和背景下，工业节能需求长期存在，支撑业务持续增长，公司热管理具备先发优势，技术优势衰退较慢。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

工商业制冷设备托底基本盘，数据中心拉动暖通空调需求加速，支撑公司业绩快速成长。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，冰轮环境目前属于相对合理的位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：冷链设备、能源化工、中央空调与节能制热。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：

收入假设

- 1) 冷链设备：国家预计持续加码冷链物流基础设施建设的政策支持，在政策驱动下，冷库建设有望保持高景气，有望带动上游制冷装备市场稳步增长，为公司的业务提供稳定的增长空间。我们预计2025-2027年公司冷链设备业务收入分别同比增长4%/4%/4%，后续稳定个位数增长。
- 2) 能源化工：工业领域有望跟随国内经济回暖带动制冷设备需求复苏。冰轮环境凭借在工质应用方面的深厚积累，或将逐步实现国产替代。我们预计2025-2027年公司能源化工业务收入分别同比增长-20%/-5%/2%，预计后续维持中个位数增长。
- 3) 中央空调：传统商用、轨交等领域暖通空调需求稳定，AIDC+核电业务双轮驱动打开增量空间。我们预计2025-2027年央空业务收入分别同比增长31%/35%/36%。
- 4) 节能制热：国内对于工业设备环保要求不断提升，换热设备及系统设计需求稳定增长。我们预计2025-2027年节能制热业务收入同比增长12%/15%/15%。由于业务基数低，收入增速可以维持双位数增长。

毛利率假设

- 1) 冷链设备：公司在冷库压缩机领域市占率第一，具备高度完善的产品体系与工程交付能力，行业竞争格局稳定，我们预计冷链设备业务的毛利率长期可以维持在23%。
- 2) 能源化工：工业温控设备壁垒高，客户粘性强，公司掌握多项核心技术，已经逐步实现国产替代。我们预计2025-2027年能源化工毛利率32%/32%/32%，后续随着国产替代加速，毛利率或将小幅下滑。
- 3) 中央空调：传统工商业暖通空调领域参与者众多，毛利率相对较低；AIDC液冷渗透率的提升带动制冷设备需求快速增长，相关制冷设备享受高毛利率订单。随着数据中心订单出货占比的提升，我们预计2025-2027年能源化工毛利率29%/30%/30.5%。长期来看，尽管公司在数据中心领域具备先发优势，不排除后续有同行加入价格竞争激烈，预计后续毛利率逐步下降。
- 4) 节能制热：工业领域的能源利用效率与清洁化水平将成为未来碳中和的主流方向，不过参与者多竞争激烈，我们预计2025-2027年能源化工毛利率27%/27%/27%。

表2：公司整体业绩预测

冰轮环境	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	61.0	75.0	66.3	72.1	83.9	100.3	120.3	155.6
归母净利润(亿)	4.3	6.5	6.3	7.1	8.8	10.4	13.1	16.9
归母净利润增速(%)	41.8	53.7	-4.1	12.5	24.3	18.2	26.0	29.3
经营性净利润(亿)	3.0	5.1	5.2	6.1	7.8	9.5	12.3	16.3
经营性净利润增速(%)	25.8	71.2	2.2	16.6	28.2	21.5	28.8	32.5
经营性归母净利润(亿)	3.0	5.1	4.9	5.9	7.6	9.2	11.9	15.8
经营性归母净利润增速(%)	32.3	67.3	-2.3	20.2	28.2	21.5	28.8	32.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

中央空调	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	17.0	23.1	22.6	29.6	40.1	54.7	72.6	105.9
收入增速(%)	12.8	35.5	-2.3	31.4	35.3	36.4	32.6	45.9
经营性净利润(亿)	0.6	1.9	2.0	2.9	4.4	6.0	8.6	12.6
经营性净利率(%)	3.4	8.2	9.1	9.8	11.0	11.0	11.9	11.9
经营性净利润增速(%)	43.2	228.3	8.7	42.3	51.8	36.1	43.0	45.7
冷链装备	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	23.1	25.6	21.9	22.8	23.7	24.6	25.6	26.7
收入增速(%)	16.9	11.0	-14.6	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
经营性净利润(亿)	1.2	1.2	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
经营性净利率(%)	5.2	4.5	3.9	4.6	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润增速(%)	36.0	-3.8	-25.9	23.1	12.4	3.3	4.5	3.3
能源化工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.6	18.7	15.3	12.2	11.6	11.1	11.2	11.5
收入增速(%)	8.8	28.0	-18.6	-20.0	-5.0	-4.0	1.0	2.0
经营性净利润(亿)	1.7	2.2	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
经营性净利率(%)	11.6	11.8	11.7	12.9	13.3	13.3	13.3	12.4
经营性净利润增速(%)	7.8	30.5	-19.6	-11.7	-2.2	-3.8	1.0	-4.8
节能制热	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.2	7.5	6.6	7.4	8.5	9.8	10.8	11.7
收入增速(%)	13.2	20.2	-11.5	12.0	15.0	15.0	10.0	8.0
经营性净利润(亿)	-0.5	-0.1	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
经营性净利率(%)	-7.6	-1.6	8.4	7.7	8.1	8.1	8.1	8.1
经营性净利润增速(%)	0.2	74.4	559.8	2.1	20.6	15.3	10.2	8.3

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)
冷链装备	3.2%	中低	较好	较强	7.5%	15	1.3
能源化工	3.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	1.5
中央空调	3.2%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	17.8
节能制热	4.2%	中低	一般	较强	7.5%	13.5	0.9
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
冷链装备(亿)	2.0	14.5	16.5	9.2	0.3	2.0	27.4
能源化工(亿)	8.6	15.7	24.3	6.4	0.5	0.8	30.9
中央空调(亿)	26.2	122.5	148.6	9.4	3.0	0.8	155.9
节能制热(亿)	2.4	9.1	11.5	2.8	0.2	0.4	14.5
公司整体测算(亿)	39.1	161.7	200.9	27.8	4.0	4.0	228.7

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
冷链装备(亿)	7.5	9.3	16.8	9.2	0.3	2.0	27.7
能源化工(亿)	15.4	10.1	25.6	6.4	0.5	0.8	32.3
中央空调(亿)	52.9	84.2	137.2	9.4	3.0	0.8	144.4
节能制热(亿)	5.8	5.5	11.3	2.8	0.2	0.4	14.3
公司整体测算(亿)	81.7	109.2	190.9	27.8	4.0	4.0	218.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司工商制冷下游主要为食品、能源化工等领域，需求受到国内宏观经济影响较大；海外数据中心的投资增速以及订单的落地存在不确定性。不过冰轮环境与资本市场沟通较频繁，业务经营状况以及新项目订单落地进展信息披露充分，公司整体的估值确定性星级中等。

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。