

## 沪电股份 (002463.SZ)

公司报告 | 首次评级报告



李明伟

2025年12月29日

## 基本信息

所属行业	TMT
当前股价	76.74
总市值	1476.76亿
PE-TTM	42.72
PB-MRQ	10.59

## 估值结果

价值	660.47亿
DDM估值	上行空间 -55%
状态	严重高估
价值	725.88亿
动态估值	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

沪电股份是全球领先的高端印制电路板（PCB）制造商，专注于通信设备、数据中心、汽车电子等领域的高多层板、HDI板及特殊应用板的研发与生产。

公司成长空间较好，AI算力、高速交换设备、汽车电动智能化三大赛道驱动，需求结构性高增长。公司的盈利趋势中等，短期高端产品占比持续提升及汽车电子业务规模化，盈利能力有望改善，不过长期预期竞争加剧，盈利能力预期下滑。公司的产业格局较好，高端产品（如18层以上高层板、封装基板）因技术壁垒高，竞争格局更优，增速远超行业平均。公司在中国18层以上高层板市场占有率超50%，定位精准。公司护城河极深，研发投入持续高于行业平均，掌握核心技术；与英伟达、华为、特斯拉等全球顶级客户长期深度绑定；泰国基地与赴港上市计划强化全球化供应链与融资能力，构筑强大壁垒。

基于短期内通讯板需求保持高增长，汽车业绩稳步释放，长期由于公司面临市场竞争盈利能力下滑的假设，公司目前高估，主要由于公司为AI PCB龙头公司，带来一定的估值溢价。

## 我们区别于市场的观点

市场观点认为随着公司泰国基地产能释放、AI算力与汽车电子业务持续爆发，毛利率将持续上行，我们认为短期毛利率坚挺但远期存在下滑压力，深南电路、生益电子等竞争对手的加速扩产，可能在未来导致供需关系逆转和价格竞争，其次，为保持技术领先以应对下一代产品（如1.6T交换机、更先进的封装技术），公司必须加大研发投入，挤压利润空间。我们预期远期毛利率将会下滑到25-30%左右的区间。

## 风险提示

行业扩产潮引发未来价格竞争：2025年沪电、深南电路、胜宏科技等头部厂商均扩产，预计2026年后高端PCB产能集中释放。若AI算力需求增速放缓，可能导致供需逆转；原材料价格波动挤压毛利率：2025年覆铜板价格上涨10%-15%，且关键原材料如PPO树脂供应受限，原材料价格上涨给沪电带来成本压力。

## 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	9
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	11
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 .....	11

## 1. 基本信息

沪电股份成立于1992年，总部位于江苏昆山，是全球领先的高端印制电路板（PCB）制造商，专注于通信设备、数据中心、汽车电子等领域PCB板的研发与生产。公司于2010年在深交所上市，2022年启动“总部+基地”全球战略布局，目前在昆山、黄石、泰国设有生产基地，并拟在香港发行H股以进一步优化国际化布局。

## 2. 业务介绍

对于沪电股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

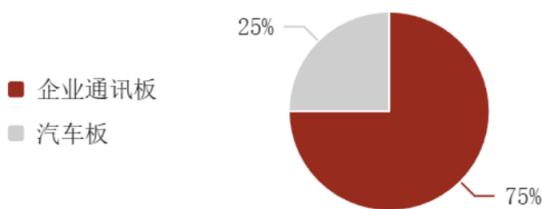
企业通讯板：

企业通讯板聚焦AI服务器、高速网络交换机、数据中心等高端领域，产品包括高多层板、HDI板及特殊应用板，主要应用于数据中心基础设施。上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料，公司通过蚀刻等工艺将覆铜板制作成PCB板，交付给华为、工业富联等知名企业，我们对该业务的市场界定为全球通讯PCB市场。

汽车板：

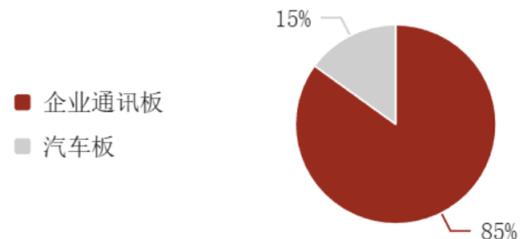
汽车板产品主要覆盖智能驾驶（毫米波雷达、自动驾驶辅助HDI）、智能座舱（域控制器）及新能源汽车高压架构（800V快充）。上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料，公司通过蚀刻等工艺将覆铜板制作成PCB板，交付给特斯拉、比亚迪、博世等知名企业，我们对该业务的市场界定为全球汽车PCB市场。

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

公司主业为PCB产品的研发与制造，且下游主要以数据中心和汽车为主，业务性质决定公司的资产强度、研发强度、客户集中度均为较高。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度较高，公司2024年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为64.5亿，占总资产的比例为30.8%，主要由于公司业务以研发和制造为主，生产与研发设备较多，资产强度较高。

### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度较高，公司2024年研发费用7.9亿元，研发费用率5.92%，单位收入研发费用593万元，主要由于公司下游数据中心服务器与交换机等产品更新换代较快，公司需要配套下游客户做每一代PCB的研发测试，研发强度较高。

### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度高，公司2024年前五大客户累计占比超过49%，第一大客户英伟达占比常年在15%附近，主要由于公司为服务器PCB背板和交换机PCB的主力供应商，自身技术领先叠加生产规模较大，客户关系稳定。

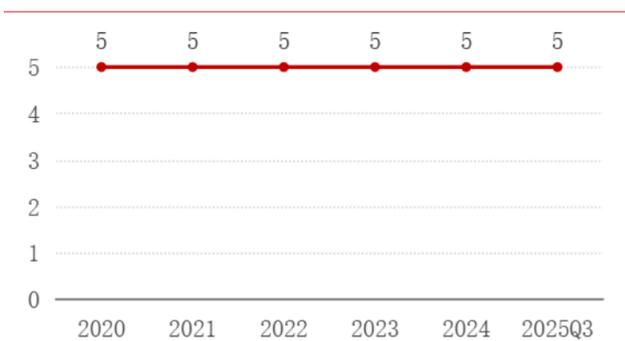
## 4. 历史经营绩效

综合来看，沪电股份作为全球领先的印制电路板（PCB）制造商，在2020年至2025年期间，成功抓住了全球科技产业发展的机遇，在盈利能力、成长性、业务控制和股东回报方面都交出了一份出色的答卷，其成功关键在于聚焦高端PCB市场，凭借技术优势深度绑定AI算力和汽车电子等高景气赛道。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



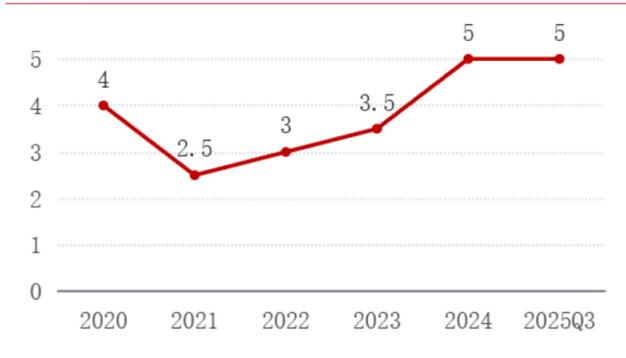
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力长期保持在高位。2020年毛利率为30.37%，受5G建设需求拉动达到阶段性高点。2022年后受益于AI服务器等高附加值产品占比提升，毛利率持续攀升至2024年的34.54%，创上市以来新高。目前AI服务器PCB业务收入占比从2022年的不足10%跃升至2024年的45%，毛利率超40%，成为核心利润来源。

## 4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



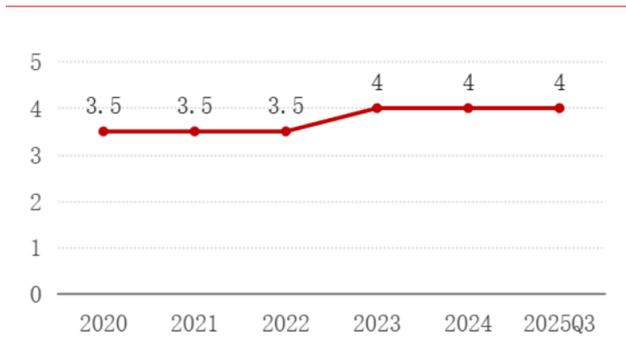
数据来源：公司财报，壹评级

沪电股份2020年以来的成长轨迹清晰可见，并在2024年后明显提速。增长主要由两大引擎驱动：一是企业通讯市场板（尤其是AI服务器和高速交换机用PCB）；二是汽车板业务，公司拓展了新能源汽车相关的智能驾驶和座舱产品。目前公司还启动了总额约43亿元的AI芯片配套高端PCB扩产项目，并为拓展全球市场布局了泰国生产基地。

## 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



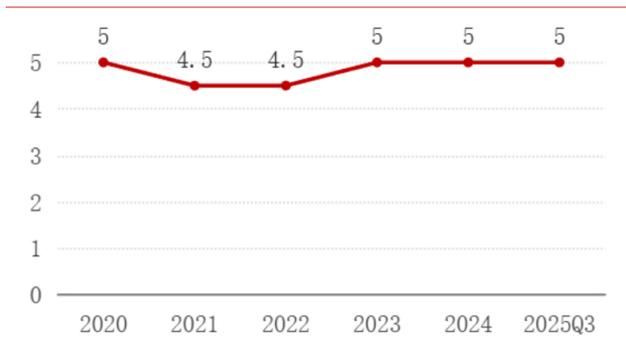
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力保持高位。公司与头部客户深度绑定，前五大客户占比长期维持在50%左右，华为、思科、英伟达等科技巨头为核心客户。AI服务器PCB国内市占率12%，与胜宏科技共占全球高端市场70%份额；高速网络交换机PCB市占率22%，国内第一。资产负债率从2020年的34.25%升至2024年的43.81%，主要因产能扩张增加长期借款，但仍低于深南电路（52.3%）等同行。

## 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

沪电股份积极通过现金分红回报股东。公司的现金分红总额持续增长，2024年达到9.61亿元，创下历史新高。自2010年上市以来，公司已累计派发现金红利超过41亿元，平均分红率达34.66%。稳定的盈利和现金流为持续分红提供了基础，而公司股价在几年内的显著上涨（如近三年上涨约3倍）也为投资者带来了可观的资本利得，形成了“分红+增值”的双重回报。

## 5. 四维评级

公司成长空间较好，主要受益于全球AI算力基础设施建设的强劲需求，同时汽车智能化催生第二增长曲线。公司的盈利趋势中等，泰国新厂初期产能利用率不足（约40%）及原材料涨价影响毛利率，短期毛利率较2024年的历史高位难有显著突破。公司的产业格局较好，高端产品（如18层以上高层板、封装基板）因技术壁垒高，竞争格局更优，增速远超行业平均。公司护城河极深，研发投入持续高于行业平均，掌握核心技术；与英伟达、华为、特斯拉等全球顶级客户长期深度绑定；泰国基地与赴港上市计划强化全球化供应链与融资能力，构筑强大壁垒。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

沪电股份的成长性主要受益于全球AI算力基础设施建设的强劲需求。公司在高层数、高密度、高速材料应用等高端PCB领域的技术积累，使其成为AI服务器和高速网络交换机PCB的核心供应商。特别是1.6T交换机等更高速率产品的推进，有望带动产品单价和利润率进一步提升。同时，汽车智能化催生第二增长曲线，英伟达DRIVE Orin/Xavier芯片配套车载PCB已通过特斯拉、蔚来等车企认证，800V高压平台产品预计2026年量产。公司积极扩张高端产能，如投资约43亿元建设人工智能芯片配套高端PCB项目，并推进泰国生产基地建设，以更好地服务海外客户和应对潜在的供应链风险，为未来增长打开空间。沪电股份凭借AI算力与汽车智能化双轮驱动，成长空间明确且具备全球竞争力。

#### 企业通讯板(3.5星):

沪电股份深度绑定英伟达等头部客户，在AI服务器PCB领域占据全球10%市场份额。英伟达GB300服务器单柜PCB价值量达17.1万美元，沪电在NV Switch Tray（高速交换模块）等核心部件的市场份额超60%。随着全球AI资本开支持续加码，机构预测2025年全球AI服务器出货量突破200万台，带动高多层PCB需求增长30%。沪电已与英伟达联合研发224Gbps速率平台产品，1.6T交换机PCB进入客户认证阶段，技术领先地位巩固长期订单优势。我们预期公司未来5年的收入复合增速在19%附近。

#### 汽车板(2.5星):

公司在ADAS、域控制器用PCB领域收入2024年同比增长82%，占汽车板业务的48%。英伟达DRIVE Orin/Xavier芯片配套车载PCB已通过特斯拉、蔚来等车企认证，800V高压平台产品预计2026年量产。随着L4级自动驾驶渗透率提升，单车PCB价值量将从传统燃油车的500-800元跃升至智能电动车的2000-3000元，沪电在高频高速、高阶HDI等工艺的积累将充分受益。我们预期公司未来5年的收入复合增速在9%附近。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司目前份盈利能力较好，关键在于其产品结构的优化。AI服务器、高速交换机等高端产品占比提升，推动公司毛利率维持在35%左右的较高水平。公司出色的成本费用控制能力（期间费用率维持在较低水平）也保障了净利润的稳定增长。不过2025Q3毛利率35.84%，同比微增0.9pct但环比下降1.47pcts，主要因泰国新厂初期产能利用率不足（约40%）及原材料涨价。覆铜板占PCB成本60%，2025年Q3铜价同比上涨12%，直接挤压利润空间。我们预测短期毛利率稳定在34%-36%，较2024年34.54%的历史高位难有显著突破。而深南电路、生益电子等竞争对手的加速扩产，可能在未来导致供需关系逆转和价格竞争，预期远期毛利率将会下滑，盈利趋势中等。

### 企业通讯板(2.5星):

2025H1企业通信板毛利率38.66%，同比下降2.93%，主要因泰国新厂初期产能利用率不足（约40%）导致折旧费用增加，以及铜价上涨直接挤压利润空间。短期（2025-2026年），企业通信板仍将保持高增长，但毛利率或维持在38%的中等水平。随着泰国工厂产能释放（2025H2利用率提升至60%）和铜价回落，盈利压力有望边际缓解。长期胜宏科技、深南电路等对手加速扩产AI服务器PCB，预计2026年全球高端产能将增加50%，可能引发价格战。沪电在英伟达GB200/300 Compute Board订单中占30%，面临份额稀释风险，该业务的盈利趋势预期中等。

### 汽车板(3星):

新兴产品占比提升，目前毫米波雷达、HDI自动驾驶辅助、智能座舱域控制器等产品收入同比增长81.86%，占汽车板营收的49.34%，毛利率超30%。其中，P2Pack厚铜技术适配800V高压平台，收入同比激增400.69%，成为增长最快的细分领域。控股子公司胜伟策2025H1营收同比增长159.63%，P2Pack产品收入大增400.69%，亏损较去年同期减少超50%，预计2025年内实现扭亏。新兴产品主导产品结构实现升级，预期后续盈利质量继续改善，汽车业务盈利趋势较好。

## 5.3 产业格局



沪电股份的企业通信板业务处在一条“坡长雪厚”的优质赛道，格局清晰，龙头地位稳固。企业通信板凭借高集中度、强技术壁垒和头部客户绑定，产业格局显著优于汽车板。而汽车板业务则处于一个机遇与挑战并存的战场，格局正在演变中，虽受益于行业增长红利，但竞争激烈、盈利弹性有限，产业格局中等。公司的机会在于凭借技术实力抢占高附加值产品的市场份额。

### 企业通讯板(3星):

企业通信板是沪电股份的核心优势领域，其全球市场集中度显著高于PCB行业平均水平。在AI服务器PCB细分市场，沪电与胜宏科技合计占据全球70%以上的高端订单份额，其中沪电在英伟达GB200服务器配套的NV Switch Tray（高速交换模块）市场份额超60%。在高速网络交换机PCB领域，沪电的800G产品全球市占率第一，已批量供货亚马逊、微软等云厂商，224Gbps速率产品进入客户打样阶段，技术领先行业平均水平2-3年。企业通信板技术壁垒非常高。头部企业良性竞争。下游客户与需求明确且高端，产业格局为较好。

### 汽车板(2.5星):

汽车板业务结构性机会与挑战并存：汽车板全球市场集中度低于企业通信板，沪电位列全球第十大供应商，市场份额约3%-5%。国内市场，沪电与深南电路、景旺电子等厂商竞争。汽车板客户覆盖特斯拉、比亚迪、蔚来等车企，但单一客户收入占比均低于10%。相比企业通信板的大客户深度绑定，汽车板业务更依赖量产规模和成本控制。汽车板行业分化严重，中低端市场同质化严重，价格竞争激烈；高端市场由技术领先的厂商角逐。虽然新能源汽车的智能化和电动化带来了增量市场（如毫米波雷达PCB），但整车市场的价格战压力会传导至上游零部件企业。因此，企业的盈利能力高度依赖于其产品能否成功迈向高端化，以规避中低端的惨烈竞争。汽车板的产业格局为中等。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于企业通讯用板与汽车板资产周转迅速以及盈利能力较强，护城河宽度较高；企业通讯用板预计市场份额预计保持领先，汽车板有放量与盈利改善预期，护城河持续性也是较强。

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
企业通讯板	(5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为27.8%，超额ROIC为24.7%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的通信板技术领先、订单较满，资产周转迅速。业务控制力较强为4星，主要由于目前AI PCB行业处于供不应求的状态，公司对下游的产业链话语权较高。此外公司作为行业龙头，市占率10%，常年保持全球前三。	(3.5星) 公司的护城河为规模优势、技术优势、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来10年预计均是小幅下滑接近20%。主要由于公司业务需求稳定(绑定英伟达等大客户)，在23年AI需求爆发之后凭借产能迅速抢占市场。目前市占率高且稳定，规模优势、技术优势、管理运营优势预计未来将会保持。这是由于AI服务器、高速交换机等高端产品对PCB的可靠性要求极高，认证周期长，客户一旦选定供应商便不会轻易更换，这为头部厂商构筑了宽阔的护城河，公司未来5年市占率预计继续保持全球前列。
汽车板	(3.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为25.7%，超额ROIC为14%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的汽车板技术领先、订单较满，资产周转迅速。业务控制力较强为4星，主要由于目前高端汽车板行业处于供求相对平衡，公司对下游的产业链话语权较高。公司作为行业新晋厂商，市占率3-5%，市场份额在全球前十。	(5星) 公司的护城河为规模优势、技术优势、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来5年与10年预计均是小幅上涨25%。主要由于公司成功地将业务重心从传统汽车电子转向了附加值更高的毫米波雷达、自动驾驶辅助系统(ADAS)、智能座舱域控制器等新兴领域。这些高端产品不仅技术壁垒高、价格更好，而且需求增长迅猛，从而带动了整体毛利率的改善。市占率高且稳定，规模优势、技术优势、管理运营优势预计未来将会保持。这是由于胜伟策正在扭亏，叠加特斯拉 Cybertruck 4D毫米波雷达订单放量(单车配套价值 8000元)，汽车板净利润增速可能超过营收增速，成为公司盈利弹性最大的业务板块。公司未来5年市占率预计还有提升空间。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于主业通讯用板需求保持较高增长，汽车业务预计保持稳定增长的假设，我们对沪电股份采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在严重高估，主要由于公司为全球AI PCB行业龙头，市场给予公司较高估值。

### 6.1 核心假设及逻辑

业务一：企业通讯板

1. 收入假设：由于数据中心还处于建设期，未来5年相关PCB市场预计增速在10%-15%，公司作为行业龙头，市场份额还有提升空间，预计2025-2029年保持19%的增速；2030-2040年由于数据中心建设浪潮已经过去，年复合增速预计在2%。

2. 盈利能力假设：目前AI PCB产品盈利能力保持稳定，整体保持在35%以上，未来随着市场竞争加剧，预期远期毛利率在30%。公司的期间费用率则是整体保持稳定，预计公司未来长期保持11%左右的内部费用率。

#### 业务二：汽车板

1. 收入假设：由于新能源汽车还在加速渗透，预计2025-2029年汽车PCB市场保持7%的增速，公司汽车板中高端产品占比逐渐提升，需求向好，预计未来5年公司的收入复合增速在9%；2030-2040年由于新能源汽车浪潮已经过去，年复合增速预计在2%。

2. 盈利能力假设：目前汽车PCB产品盈利能力保持稳定，整体保持在23%附近，未来子公司胜伟策的持续减亏，以及产品结构的逐渐优化，预期远期毛利率在25%附近。公司的期间费用率则是整体保持稳定，预计公司未来长期保持11%左右的内部费用率。

#### 资产负债假设：

1) 公司属于重资产行业，公司长期资产未来会随着折旧而减少，从而提升公司资产周转率；

2) 考虑到公司整体盈利非常稳健，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

沪电股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	83.4	89.4	133.4	182.6	215.4	244.1	266.4	286.5
归母净利润(亿)	13.6	15.1	25.9	37.3	44.2	49.8	52.2	54.3
归母净利润增速(%)	28.1	11.0	71.1	44.3	18.4	12.7	4.7	4.1
经营性净利润(亿)	13.2	13.8	25.0	37.3	44.2	49.8	52.2	54.3
经营性净利润增速(%)	28.9	5.0	80.6	49.4	18.4	12.7	4.7	4.1
经营性归母净利润(亿)	13.2	14.0	25.2	37.3	44.2	49.8	52.2	54.3
经营性归母净利润增速(%)	28.9	6.6	79.3	48.2	18.4	12.7	4.7	4.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

企业通讯板	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	55.0	58.7	100.9	146.3	175.6	202.0	222.2	239.9
收入增速(%)	13.9	6.8	71.9	45.0	20.0	15.0	10.0	8.0
经营性净利润(亿)	10.6	10.7	22.3	33.6	39.7	45.2	47.3	49.2
经营性净利率(%)	19.3	18.2	22.0	23.0	22.6	22.4	21.3	20.5
经营性净利润增速(%)	40.0	0.4	108.8	51.0	18.2	13.8	4.7	3.8
汽车板	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	28.4	30.7	32.5	36.3	39.8	42.1	44.3	46.6
收入增速(%)	9.4	8.0	5.9	11.7	9.6	5.9	5.2	5.2
经营性净利润(亿)	2.6	3.2	2.7	3.7	4.4	4.6	4.8	5.1
经营性净利率(%)	9.0	10.3	8.4	10.2	11.1	10.9	10.9	11.0
经营性净利润增速(%)	-2.8	23.7	-14.3	35.5	20.0	3.5	5.1	6.3

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)
企业通讯板	2.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	48.2
汽车板	-2.8%	中低	一般	强	8.0%	13.61	5.0
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
企业通讯板(亿)	124.8	513.6	638.5	17.8	0.5	0.2	656.0
汽车板(亿)	14.5	49.7	64.2	5.7	0.1	0.1	69.9
公司整体测算(亿)	139.3	563.3	702.6	23.5	0.6	0.3	725.9

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
企业通讯板(亿)	340.1	237.4	577.5	17.8	0.5	0.2	595.0
汽车板(亿)	35.1	24.6	59.7	5.7	0.1	0.1	65.4
公司整体测算(亿)	375.2	262.0	637.2	23.5	0.6	0.3	660.5

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的盈利能力确定性较强，此外下游如汽车、服务器等均有公开数据跟踪，此外公司对外交流较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司未来的收入规模、市占率确定性也较高，主要由于公司数据中心主业稳定增长，汽车产品处于上升导入阶段，公司整体确定性较高。

## 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%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥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。