

东山精密（002384.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2025年11月19日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	71.69
总市值	1313.08亿
PE-TTM	105.76
PB-MRQ	6.16

估值结果

	价值	663.34亿
DDM估值	上行空间	-49%
	状态	高估
	价值	740.02亿
动态估值	上行空间	-44%
	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

东山精密从苏州乡镇企业发展成为全球精密制造龙头，构建了“电子电路-光电显示-精密制造”三大业务协同的产业生态，在FPC、PCB和新能源汽车零部件领域具有全球竞争力。

公司的成长空间较好，主要由于消费电子基本盘在AI驱动下带来新的增长点，新能源汽车业务快速放量且叠加公司前瞻布局光通信领域。公司的盈利趋势较好，主要由于AI PCB和高速光模块毛利率达30-40%，远高于传统业务，公司有望进入高质量发展的上升通道。公司的产业格局较好，FPC收入规模排名全球第二，印刷电路板（PCB）排名全球第三，公司还与苹果、特斯拉等行业巨头建立了长期稳定的合作关系。公司的护城河较深，公司具有技术研发优势，在高端HDI、车载电子等领域保持领先。公司还具有全球化产能布局，在中国、墨西哥、越南、泰国等地建立了生产基地，有效应对潜在的国际贸易风险。

基于主业PCB板需求稳定，汽车结构件在电动汽车需求的拉动下保持稳定增长，光模块保持高速增长假设，公司当前高估。

我们区别于市场的观点

市场观点认为：公司获取索尔思后，贯穿光芯片设计-制造-光器件-光模块全流程的IDM能力。25年并表后预计贡献净利润3-4亿元。26年光模块业务收入150-200亿元，贡献净利润45-60亿元。27年1.6T产品大规模量产，收入有望翻倍至500亿元，净利润150亿元。我们对未来五年的利润空间偏保守，主要由于AI已经进入中后期投资阶段，光模块行业技术迭代快，竞争激烈；索尔思光电其产能利用率已较高，扩产周期长且良率挑战大，未来可能面临净利率下滑的风险。

风险提示

债务负担沉重：截至2025年Q3，资产负债率58.82%，24年利息支出超3亿元，财务费用持续侵蚀利润；客户依赖风险：前五大客户收入占比70.20%，苹果占比约42%，若苹果新品不及预期，PCB业务增速可能骤降。

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	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

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	8
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司前身为苏州东山镇的一家小型钣金厂，于1998年成立，2010年在深交所上市。上市后公司通过多次国际收购（如2016年收购美国上市公司MFLEX，2018年收购超毅电子）快速切入电子电路高端市场，实现了跨越式发展。目前，构建了“电子电路-光电显示-精密制造”三大业务协同的产业生态，在FPC、PCB和新能源汽车零部件领域具有全球竞争力。

2. 业务介绍

对于东山精密公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

电子电路：

电子电路是东山精密的业绩基石（2025年上半年营收占比65.23%）。其柔性线路板（FPC）业务源自收购美国MFLX公司，硬板（PCB）业务则通过收购伟创力旗下的Multek公司获得，从而构建了完善的产品组合。在消费电子领域，是苹果等巨头的核心供应商，并积极导入显示模组板等新料号以提升单机价值。在新能源汽车领域，车载FPC和PCB需求随着汽车“电动化、智能化”趋势显著增长。我们对该业务的市场界定为全球PCB市场。

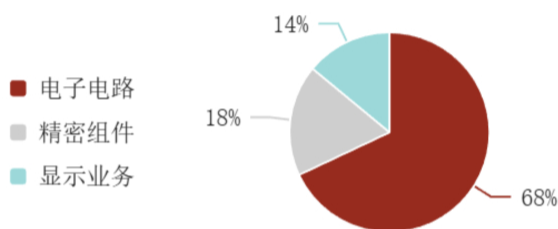
精密组件：

精密组件产品涵盖新能源汽车功能性结构件（如电池包壳体、散热件、白车身等）和通信设备组件（如基站天线、滤波器结构件）。上游主要有铝、钢等原材料，公司通过压铸、冲压等工艺做成结构件后交付给新能源汽车（特斯拉、比亚迪等）与通信设备（华为、中兴、爱立信等）客户。

显示业务：

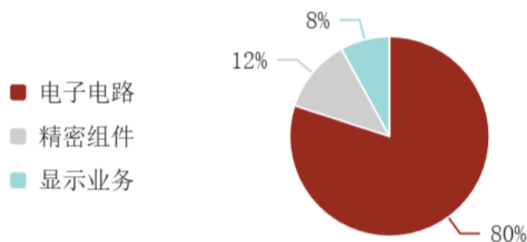
显示业务主要包括触控显示模组和LED显示器件。上游主要有LED芯片、驱动IC等，公司完成显示模组和LED制造后，将产品交付给下游消费电子品牌厂与整车厂，我们对该业务的市场界定为全球显示市场。

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，且下游主要以消费电子为主，业务性质决定公司的资产强度较高、客户集中度高、研发强度为中等。

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205亿，占总资产的比例为44.5%，主要由于公司业务以研发和制造为主，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12.67亿元，研发费用率3.45%，单位收入研发费用344万元，主要由于公司下游产品手机、笔记本、平板电脑等更新换代较快，公司需要配套下游客户做每一代PCB的研发测试，而显示业务的研发需求较少，公司整体的研发强度中等。

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70%，第一大客户苹果占比常年超过50%，主要由于公司为苹果手机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

公司历史盈利能力波动较大，主要由于PCB产品毛利率受到下游需求影响以及LED业务亏损较多；公司的成长能力逐渐降低，主要由于显示业务亏损以及PCB业务需求增速放缓；公司业务控制力保持在较高位置，自身存在大客户依赖，不过对上游产业链话语权较强，财务情况逐渐改善；公司股东回报较好，主要由于公司分红率保持较高且多次回购。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



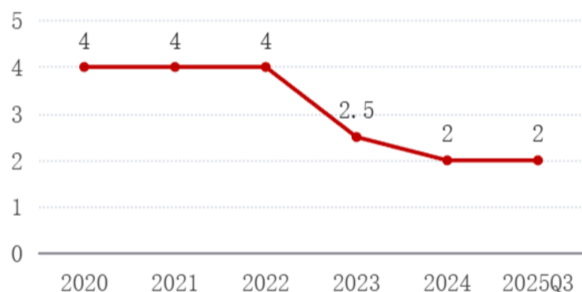
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年的相对高位运行，以及2023-2025年的连续深度回调。2020-2022年苹果收入占比稳定在18%-22%，iPhone新机发布带动FPC/PCB需求爆发。全球疫情后电子产品更新换代潮，公司FPC业务全球市占率达18%（行业第二）。2023年开始，公司的净利润连续两年大幅下滑，主要由于公司的LED显示器件业务陷入长期亏损，PCB市场竞争激烈也导致产品价格承压。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



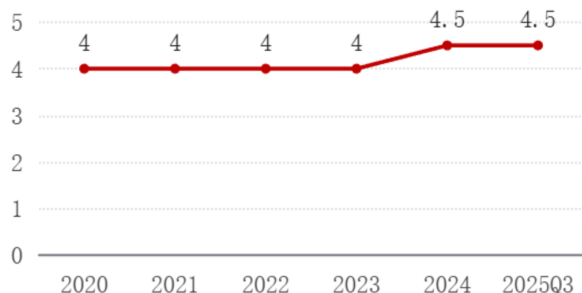
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年由于苹果5G iPhone需求爆发，营收与利润双高增长，资产规模快速扩张；2023年开始，LED显示器件业务成为“亏损黑洞”，消费电子需求疲软导致部分老产能利用率下降，2025年营收低速增长、利润率先恢复，索尔思光电开始并表，新业务驱动转型。

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

2020以来全球市占率18%(2024年)，排名第二，仅次于鹏鼎控股，LED曾为全球领先，2023-2024年因亏损战略收缩；客户结构持续优化，从“苹果依赖”到“多极支撑”，资产负债率虽高于行业平均(44.70%)，但已连续5年下降，财务杠杆趋于合理，公司历史业务控制力保持在高位。

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

公司连续5年分红，现金分红率稳定在10-20%区间，2022-2024年累计分红占三年平均净利润44.63%；此外公司在2021年至2025年间已多次发起股份回购，公司股东回报保持在高位。

5. 四维评级

公司的成长空间较好，主要由于消费电子基本盘在AI驱动下带来了新的增长点，新能源汽车业务快速放量叠加公司前瞻布局光通信领域。公司的盈利趋势较好，主要由于AI PCB和高速光模块毛利率达30-40%，远高于传统业务，公司有望进入高质量发展的上升通道。公司的产业格局较好，FPC收入规模排名全球第二，印刷电路板（PCB）排名全球第三，公司还与苹果、特斯拉等行业巨头建立了长期稳定的合作关系。公司的护城河较深，公司具有技术研发优势，在高端HDI、车载电子等领域保持领先。公司还具有全球化产能布局，在中国、墨西哥、越南、泰国等地建立了生产基地，有效应对潜在的国际贸易风险。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长性较高。传统消费电子市场虽趋于成熟，但AI手机、AIPC等端侧AI产品对内部线路板（FPC/PCB）的传输速率、密度和工艺提出更高要求，产品单机价值量（ASP）的提升。新能源汽车业务是公司当前最确定的第二增长曲线。新能源汽车的电池、电控、智能座舱等系统需要大量精密结构件和电路板，其单车价值量远超传统燃油车。公司已成功切入特斯拉等头部车企供应链，相关业务收入快速增长。此外公司通过收购索尔思光电，切入高速光模块赛道，旨在抓住AI算力基础设施建设带来的800G、1.6T高端光模块需求，为长远发展注入新动能。

电子电路(3.5星):

AI手机、AR/VR等带来FPC（柔性电路板）用量提升；新能源汽车单车FPC用量远超传统汽车。同时AI服务器需求爆发，AI服务器对PCB层数、材料和可靠性要求远高于传统服务器，推动产品价量齐升。收购索尔思光电不仅是进入一个新赛道，更是一次精妙的战略协同。光模块内部本身就需要PCB（如驱动板），收购后可以实现内部供应。同时，双方在下游客户（数据中心、通信设备）上存在重叠，有利于交叉销售，增强客户黏性。这种“PCB+光模块”的布局，让公司在AI算力基础设施的供应链中占据了更核心的位置。预计未来5年收入规模将呈现在10%以上，且确定性较高。

精密组件(3.5星):

公司已成为特斯拉核心供应商，单车价值量约1.53 万元，订单同比增长120%，并成为蔚来、小鹏、理想等头部新能源车企核心结构件供应商。滤波器自主化突破，成功打入全球主流基站建设体系，2025 年通信设备组件业务营收预计增长25%，毛利率提升至15%。后续可与索尔思协同，拓展北美云厂商客户，通信设备结构件订单预计持续增长。预计未来5年收入规模将呈现在10%以上，且确定性较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

东山精密的盈利趋势较好，电子电路业务正凭借AI服务器高端PCB和光模块切入高增长赛道；而精密组件业务则深度受益于新能源汽车产业的持续扩张，两大业务未来都有盈利改善的预期。

电子电路(3星):

AI服务器PCB达1.2-1.5万元，是普通服务器的5-8倍，毛利率提升至30%+。公司已获英伟达、AMD、阿里、华为等头部客户认证，订单同比增长100%+，2025-2026年产能已基本排满。此外索尔思并购开启高盈利新周期，索尔思IDM模式(光芯片自研自产)，成本比外购低20%+，毛利率达35%+，800G产品已批量交付Meta、亚马逊等北美云厂商，1.6T产品预计2026年上半年出货。光-电协同有望1+1>2，盈利能力有望提升。

精密组件(2.5星):

公司成为特斯拉核心供应商，2025年上半年短期波动主因新客户导入期产能利用率不足，后续墨西哥、泰国基地投产规避贸易壁垒，盐城新能源汽车零部件基地2025年Q4投产，产能翻倍。公司从单一结构件向“结构+功能”集成模组升级，单车价值量提升30%+，预计短期调整后盈利能力迎来反弹。

5.3 产业格局

★★★★☆

东山精密的电子电路(含光模块)业务凭借其全球领先的行业地位、高技术壁垒以及直接受益于AI和汽车电动化等顶级赛道，处在一个产业格局较好的位置。而精密组件业务则由于市场竞争更激烈、产品附加值相对较低且更易受下游行业波动影响，其产业格局相对较弱。由于目前公司PCB业务占比较高，因此公司整体产业格局较好。

电子电路(3星):

PCB市场较为分散，参与者众多，市场竞争激烈，但是公司全球FPC排名第二，PCB排名第三，头部效应明显，其规模优势、技术积累较强；和苹果、特斯拉等全球顶级客户的长期深度绑定，构成了强大的护城河，新竞争者难以轻易切入。公司通过收购索尔思光电切入光模块赛道，更是抓住了AI算力基础设施的核心环节，进一步提升了产业地位和协同效应。公司凭借其全球领先的行业地位、高技术壁垒以及直接受益于AI和汽车电动化等顶级赛道，产业格局较好。

精密组件(2星):

精密结构件市场门槛相对较低，竞争者众多，格局更为分散。这意味着公司目前虽然规模较大，但面临的竞争压力也更直接和普遍，难以形成绝对的定价优势。在产业链中，精密组件业务更偏向“加工制造”环节。当下游新能源汽车行业出现价格竞争或成本压力时，主机厂往往会将部分压力向上游传递。这使得该业务在维持和提升利润率方面面临更多挑战。精密组件业务则由于市场竞争更激烈、产品附加值相对较低且更易受下游行业波动影响，其产业格局相对较弱。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于PCB板资产周转迅速以及同事公司产品较为高端，需求以苹果为主，盈利能力较强，护城河宽度较高；PCB板与光模块预计市场份额预计保持领先，精密组件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
电子电路	(4.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为16.8%，超额ROIC为9.5%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的技术领先、订单较满，资产周转迅速。业务控制力较强为4.5星，主要由于公司对产业链话语权较高。此外公司作为行业龙头之一，市占率5%，常年保持全球前三。	(4星) 公司的护城河为技术优势、规模优势、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来5年还有所增长，10之后年预计由于市场竞争加剧则小幅衰退。主要由于公司业务需求稳定(绑定苹果大客户)，市占率高且稳定，技术优势、规模优势、管理运营优势短期预计将会保持。此外公司正在积极切入人工智能领域，未来5年市占率预计还有小幅提升空间，主要由于光模块内部本身就需要PCB（如驱动板），收购完成后可以实现内部供应。同时，双方在下游客户（数据中心、通信设备）上存在重叠，有利于交叉销售，增强客户黏性，公司未来份额有望持续提升。
精密组件	(1.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为3%，超额ROIC为0.5%，整体超额收益率较低，主要由于公司虽然订单较满、资产周转迅速，但是业务的议价空间一般，盈利能力较差。业务控制力较强为4.5星，主要由于公司对上游产业链有一定话语权。此外公司作为汽车结构件的新晋厂商，目前市占率较低不足0.2%，在全球厂商排名中位置靠后。	(4星) 公司的护城河为技术优势、规模优势、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来5年与10年还有所增长，主要由于市场竞争加剧行业出清，未来格局有望改善。主要由于公司业务需求稳定(绑定特斯拉大客户)，市场份额还在提升，技术优势、规模优势、管理运营优势短期预计将会保持。此外随着新能源汽车产业的持续扩张，公司正在从单一结构件向“结构+功能”集成模组升级，未来5年的市占率与毛利率都还有较多提升空间。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于主业PCB板需求稳定，汽车结构件业务预计在电动汽车需求的拉动下保持稳定增长，光模块继续保持高速增长的假设，我们对鹏鼎控股采用了动态估值和DDM估值方法得到公司当前高估，主要由于公司为全球PCB行业龙头，且索尔思光电收购完成，市场给予公司较高估值。

6.1 核心假设及逻辑

业务一：电子电路

1) 收入假设：考虑到公司作为行业龙头以及现在PCB行业份额往头部集中的趋势，未来5年预计公司整体增速为6%，略快于行业5.5%的复合增速，此外预计四季度季度光模块收入12亿元，2029年预计收入为115亿元，24-29年复合增速76%。

2) 盈利假设：短期内由于光模块毛利率高于传统行业，产品结构优化，毛利率有望改善到21%，长期由于市场竞争加剧，毛利率预计在18%，公司期间费用率预计保持稳定。

业务二：精密组件

- 1) 收入假设：考虑到公司25年之后汽车产能将会释放，且公司正在从单一结构件向“结构+功能”集成模组升级，未来5年的市占率与毛利率都还有较多提升空间。预计公司24-29年复合增速在12%附近。
- 2) 盈利假设：短期内由于产能爬坡，预计毛利率还会在低位，不过26年开始会逐渐提升，随着产品结构优化，毛利率有望长期保持18%左右，公司期间费用率预计保持稳定。

业务三：显示业务

- 1) 收入假设：公司在24年对于LED业务进行去产能，预计25年显示业务营收下滑，不过盈利能力回升，长期看市场已经饱和，公司长期增速在2%附近。
- 2) 盈利假设：公司23-24年两年毛利率为负，预计今年开始毛利率转正，随着产品结构优化，毛利率有望长期保持10%左右，公司期间费用率预计保持稳定。

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保持在60%。

表2：公司整体业绩预测

东山精密	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	315.8	336.5	367.7	409.3	495.4	548.6	593.6	631.8
归母净利润(亿)	23.7	19.6	10.9	32.8	47.3	53.7	57.4	61.2
归母净利润增速(%)	27.1	-17.1	-44.6	201.6	44.4	13.5	6.9	6.5
经营性净利润(亿)	25.2	19.4	10.6	32.8	47.3	53.7	57.4	61.2
经营性净利润增速(%)	34.4	-23.0	-45.3	208.8	44.4	13.5	6.9	6.5
经营性归母净利润(亿)	25.2	19.4	10.6	32.8	47.3	53.7	57.4	61.2
经营性归母净利润增速(%)	34.3	-23.0	-45.2	208.8	44.4	13.5	6.9	6.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

电子电路	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	218.2	232.6	248.0	278.2	354.2	396.3	430.9	459.3
收入增速(%)	6.5	6.6	6.6	12.2	27.3	11.9	8.7	6.6
经营性净利润(亿)	22.0	23.3	12.7	31.0	41.6	45.0	48.2	51.4
经营性净利率(%)	10.1	10.0	5.1	11.1	11.7	11.3	11.2	11.2
经营性净利润增速(%)	62.5	5.5	-45.2	143.2	34.3	8.1	7.2	6.6
精密组件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	45.5	41.6	45.4	74.3	78.8	83.5	88.5	93.8
收入增速(%)	32.7	-8.4	9.1	63.6	6.0	6.0	6.0	6.0
经营性净利润(亿)	2.9	0.7	1.4	1.6	4.4	7.4	7.7	8.2
经营性净利率(%)	6.4	1.8	3.1	2.2	5.6	8.9	8.8	8.8
经营性净利润增速(%)	29.0	-74.8	91.8	14.3	176.7	66.8	4.8	6.2

显示业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	52.1	62.3	74.3	56.8	62.5	68.7	74.2	78.7
收入增速(%)	-33.7	19.4	19.3	-23.5	10.0	10.0	8.0	6.0
经营性净利润(亿)	0.2	-4.6	-3.5	0.2	1.3	1.4	1.4	1.5
经营性净利率(%)	0.5	-7.4	-4.7	0.3	2.1	2.0	1.9	2.0
经营性净利润增速(%)	-91.7	-2000.2	23.4	105.4	581.6	6.2	5.6	6.1

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)
电子电路	2.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	49.8
精密组件	2.0%	中低	一般	较强	8.3%	11.88	8.0
显示业务	2.0%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	1.5
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
电子电路(亿)	114.3	530.2	644.5	-	-0.0	1.0	645.6
精密组件(亿)	5.1	69.1	74.2	-	-	0.3	74.5
显示业务(亿)	8.1	11.6	19.8	-	-	0.2	19.9
公司整体测算(亿)	127.6	610.9	738.5	-	-0.0	1.5	740.0

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
电子电路(亿)	310.6	247.5	558.1	-	-0.0	1.0	559.2
精密组件(亿)	41.0	43.7	84.7	-	-	0.3	85.0
显示业务(亿)	13.9	5.1	19.0	-	-	0.2	19.2
公司整体测算(亿)	365.4	296.4	661.8	-	-0.0	1.5	663.3

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，此外下游如手机、笔电、平板、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、市占率确定性一般，主要由于公司虽然传统主业稳定，但是汽车与光模块产品处于上升导入阶段，增速较高，LED产品则是处于减亏的去化状态，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	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
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。