

中芯国际 (688981.SH)

公司报告 | 首次评级报告

武钰婷
半导体行业研究员

2026年3月25日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	98.04
总市值	7844.63亿
PE-TTM	155.62
PB-MRQ	5.20

估值结果

价值	6159亿
DDM估值 上行空间	-21%
状态	偏高估
价值	5192亿
动态估值 上行空间	-34%
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

中芯国际是国内规模最大、技术平台最完整的晶圆代工企业，在成熟制程领域具备稳固的规模优势与客户基础，在先进制程方向已实现工艺路径突破，具备战略层面的产业地位。近年来公司持续扩产，资本支出强度高，短期盈利受折旧影响明显。

公司成长空间较大，受益于国内先进制程需求强劲与国产替代加速；公司盈利趋势中等偏上，未来有望随产能爬坡释放规模效应而改善；公司产业格局较好，在国内具备绝对龙头地位；公司护城河较深，作为大陆唯一可规模化量产先进制程的平台，依托技术稀缺性和战略定位，长期护城河持续性强劲。

基于全球晶圆制造产能向中国大陆集中、公司产能扩张规划有序推进、长期代工份额稳定的核心假设下，我们认为当前公司估值偏高估。

我们区别于市场的观点

市场对中芯国际的分歧主要集中在“先进制程带来的估值溢价”与“盈利能力真实修复程度”之间。部分观点更强调先进节点突破带来的战略溢价与长期想象空间，而我们认为，公司中长期战略价值明确，但先进制程中短期难以形成具备经济性的规模放量，盈利兑现节奏仍取决于成熟制程稼动率与价格修复程度。当前估值已部分反映先进制程溢价与周期改善预期，安全边际有限。

风险提示

若全球电子需求恢复不及预期或成熟制程价格再度承压，盈利修复或低于预期；若先进制程设备供给进一步受限或产线利用率提升缓慢，可能影响中长期成长节奏。

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 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
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	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
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	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	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	6
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	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

中芯国际成立于2000年，是中国大陆规模最大、技术平台最完整的晶圆代工企业。公司采用纯Foundry模式，覆盖8英寸与12英寸多节点工艺，产品广泛应用于消费电子、工业控制、汽车电子、物联网及部分高端计算领域。近年来公司持续推进先进制程研发，同时扩充成熟特色工艺产能，在国内半导体产业链中具有重大战略地位。整体来看，中芯国际的业务本质是“成熟制程稳盈利+先进制程保战略”的双轮结构。当前盈利修复更多依赖成熟制程景气改善，而中长期估值弹性则取决于先进制程能力提升与国产替代空间兑现。

2. 业务介绍

对于中芯国际公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

成熟制程代工：

成熟制程代工业务涵盖55nm、65nm、90nm、110nm及更成熟节点，同时布局嵌入式存储、功率器件、CIS、BCD等特色工艺，需求更贴近消费电子、汽车等下游终端应用，产能利用率与价格随周期波动明显。在AI驱动存储、功率IC等需求及供应链本土化深化背景下，部分成熟制程代工价格在近期有所上调。作为国内成熟制程晶圆代工市场的定义者与主导者，公司正通过持续扩产巩固其领先优势。我们对该市场的界定为国内成熟制程晶圆代工市场。

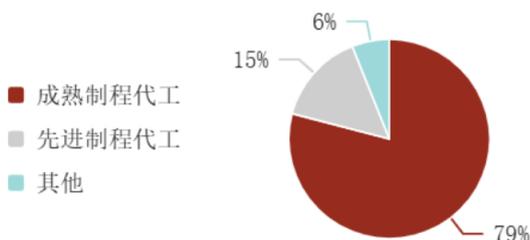
先进制程代工：

先进制程代工业务涵盖14nm及以下FinFET等节点，是公司技术突破与战略投入重点。先进制程代工市场技术门槛高、资本强度大。全球市场由台积电垄断，公司处于追赶阶段。在当前外部先进设备约束背景下，先进产线扩张节奏受限，国内供给严重不足，当前盈利贡献有限但战略意义重大。我们对该市场的界定为国内先进制程晶圆代工市场。

其他：

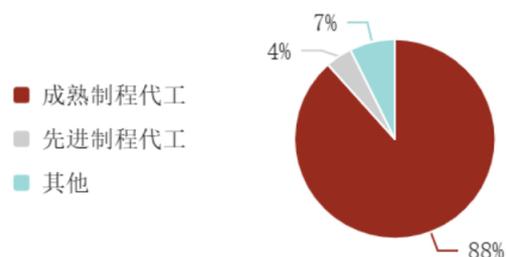
其他业务主要包括技术服务、IP支持及少量配套业务，收入占比不高，主要围绕晶圆代工业务展开，整体仍归属于晶圆制造产业链体系。我们对该市场的界定为国内晶圆代工配套市场。

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

中芯国际为典型Foundry模式企业，资产强度高、资本开支大，盈利高度依赖产能利用率与价格水平。公司以规模化产能与工艺平台能力为核心竞争力，通过覆盖多节点与特色工艺实现客户结构多元化。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 **高**

公司资产强度高。作为晶圆代工厂，公司需要持续进行大规模资本开支以扩充产能和升级工艺平台，固定资产占比高，折旧费用对利润影响显著。尤其在新建产线爬坡阶段，稼动率不足会明显压低毛利率，导致盈利波动放大。这种高资产强度是半导体制造业的固有特性，随着制程节点的演进，单位产能所需的设备投资额呈指数级增长。公司近年来多地产线同步扩张，使得资产周转率阶段性承压。因此，公司的盈利能力指标，在扩张周期中将持续受到高额折旧的显著压制。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

公司研发强度高。作为国内先进制程代表企业，公司持续加大在FinFET、特色工艺平台及良率提升方面的研发投入。研发费用率维持在行业较高水平，重点方向包括先进逻辑制程优化、嵌入式存储、功率及CIS等特色平台升级。晶圆代工行业需要工艺平台和技术节点不断迭代升级，研发能力是公司保持技术梯队地位与承接高端订单的关键。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度低。前五大客户占比约30%，客户群广泛，涵盖消费电子、工业控制、汽车电子、通信等多个领域。公司既承接国内头部设计公司的订单，也服务部分国际客户，客户结构较为多元，有助于分散单一终端行业波动风险。但整体议价能力仍受行业周期与全球代工格局影响。

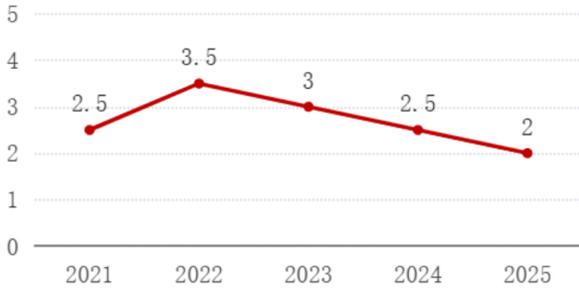
4. 历史经营绩效

中芯国际历史盈利能力中等，受重资产模式和行业周期制约；成长能力中等偏上，持续扩产但受周期等因素波动；业务控制力优秀，客户分散、财务结构健康；股东回报能力中等，因高资本开支优先于分红。整体呈现扩张期典型特征：重投入、稳运营、低分红。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



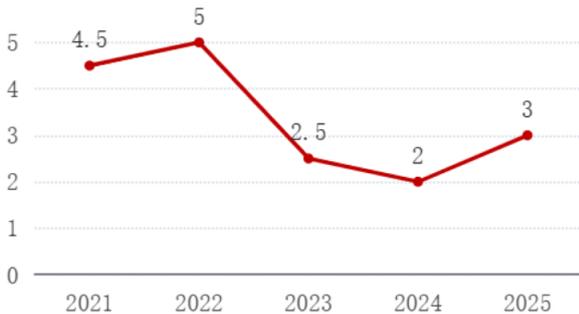
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史盈利能力中等, 主要受制于其重资产运营模式及行业周期性。作为资本密集型晶圆代工企业, 持续的产能扩张导致固定资产折旧高企, 对毛利率形成显著压力。尽管在行业上行周期及产能利用率提升时, 盈利能力有所修复, 但整体利润率水平相较于国际龙头仍显薄弱, 且盈利的稳定性易受折旧与市场需求波动影响。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



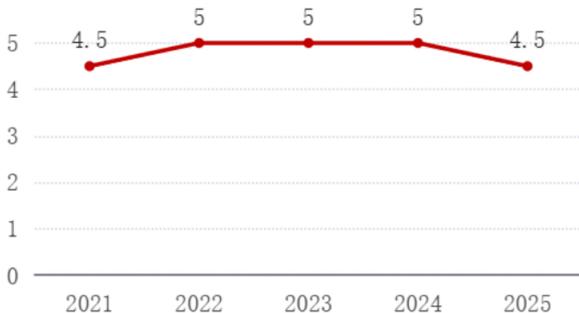
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史成长能力中等偏上。产能上, 公司保持积极的扩张步伐, 预计每年扩充约5万片12英寸月产能, 以应对旺盛的本地化需求。长期来看, 公司通过持续扩产实现规模增长, 然而其成长轨迹并非线性, 会随着全球半导体周期及自身新产能爬坡进度等因素而波动。

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



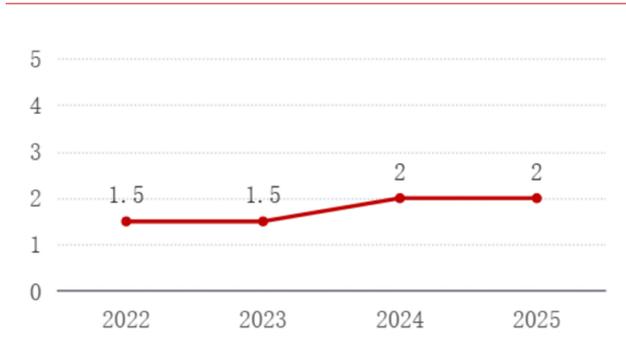
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史业务控制力优秀。业务层面, 公司客户结构多元, 前五大客户占比约30%, 有效分散了客户集中带来的风险。财务层面, 公司通过收购中芯北方少数股权等资本运作优化资产结构, 显著增厚归母净利润。尽管处于高资本开支期导致自由现金流为负, 但公司通过引入国家级产业基金增资, 为长期发展提供了充足弹药, 资产负债结构健康。

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

公司历史股东回报能力中等。主要因其处于高速扩张期, 资本开支优先于现金分红。作为国内晶圆代工龙头, 公司战略重心在于持续投资以扩充先进制程产能、巩固市场地位。这种重资产、高投入的商业模式, 导致公司短期内难以通过高比例分红或大规模股份回购回馈股东。

5. 四维评级

中芯国际作为国内晶圆代工龙头, 在成熟制程领域凭借规模优势和高市占率构筑了较宽护城河, 但受行业竞争激烈与高折旧影响, 盈利短期承压; 先进制程虽尚处投入爬坡期, 护城河当前有限, 却因具备大陆唯一可规模化量产的稀缺地位, 在地缘政治与国产替代驱动下, 长期成长空间、盈利潜力与产业格局均显著优于成熟制程, 战略价值突出。

5.1 成长空间

★★★★★

中芯国际成长空间星级较高。成熟制程代工业务受益于产能持续释放及国产替代加速, 在消费电子、工业及汽车领域具备结构性成长空间。先进制程代工成长潜力突出, 作为大陆唯一可规模化量产先进制程的平台, 公司凭借技术领先优势, 叠加地缘政治驱动的国产芯片订单回流, 迎来战略发展机遇期。

成熟制程代工(3.5星):

成熟制程代工业务成长空间较高。其核心驱动力在于持续受益于产业链在地化趋势, 特别是在消费电子、工业与汽车等应用领域, 下游国内客户加速替代海外份额。但行业整体需求增速有限, 更多体现为结构性替代而非高景气扩张。此外行业存在阶段性供应过剩风险, 可能对定价和产能利用率构成压力, 限制了其成长天花板。

先进制程代工(5星):

先进制程代工业务成长空间高。中芯国际是中国大陆目前唯一可规模化量产的先进制程平台上市公司, 具备不可替代的战略稀缺性。一方面, 以华为为代表的国产芯片密集发布, 驱动国内先进工艺代工需求快速增长; 另一方面, 美国持续升级的管制措施倒逼国内公司将订单转向本土代工企业, 为公司份额提升创造了历史性机遇。公司已实现14nm FinFET量产, 并在N+3等更先进节点上持续突破, 成长动能充足。

5.2 盈利趋势



中芯国际盈利趋势中等偏上。其中成熟制程代工业务盈利趋势中等，虽有汽车电子和工业控制等本土化需求支撑，但受阶段性产能过剩及高折旧拖累，毛利率承压，未来有望随产能爬坡释放规模效应而改善。先进制程代工盈利前景较好，作为国产AI算力芯片的关键制造平台，受益于需求增长与良率提升，具备明确的盈利改善路径，但受外部技术管制和良率爬坡节奏影响，中短期盈利释放或呈阶段性波动。

成熟制程代工(2星):

成熟制程代工业务盈利趋势中等。该业务板块虽受益于汽车电子、工业控制等领域的本土化替代需求，提供了稳定的收入基本盘，但行业整体面临阶段性供应过剩的挑战。同时，持续的产能扩张带来高昂的折旧成本，对当前毛利率形成显著侵蚀。未来随着新建产能持续爬坡放量，规模效应有望逐步显现，驱动盈利能力进入改善通道。

先进制程代工(3.5星):

先进制程代工业务盈利趋势较好。作为国内稀缺的先进工艺平台，该业务是承接AI算力国产化需求的核心载体，未来需求和盈利前景明确。未来随着先进工艺良率提升和产能爬坡，规模效应有望进一步驱动毛利率改善。但是由于存在外部技术管制以及先进节点良率爬坡等宏观与技术因素，可能对其盈利释放的节奏与幅度构成阶段性扰动。

5.3 产业格局



中芯国际产业格局较好。其中成熟制程代工产业格局中等，虽然公司产能领先且受益于本土化趋势，但因技术壁垒低、参与者众多，陷入“低端内卷”，价格竞争激烈，难以形成差异化优势。相比之下，先进制程代工格局优异，中芯国际作为大陆唯一可规模化量产先进制程的平台，在美国技术管制背景下成为国产高端芯片制造的核心载体，具备显著稀缺性与战略卡位优势，竞争压力小，长期格局稳固。

成熟制程代工(2.5星):

成熟制程代工业务产业格局中等。尽管公司在成熟制程领域产能布局第一，拥有多元化的工艺平台，并且国内行业受益于产业链本土化趋势，但是该领域技术壁垒相对较低，市场参与者众多，整体呈现“低端内卷”的态势，导致价格竞争压力较大，公司难以建立显著的差异化优势与定价权。

先进制程代工(4.5星):

先进制程代工业务产业格局优秀。中芯国际作为目前中国大陆唯一可规模化量产的先进制程平台上市公司，具备极强的战略稀缺性。在美国持续升级技术出口管制的背景下，本土高端芯片供给紧缺，公司成为承接国内AI算力芯片等先进工艺需求的绝对核心载体。这种“国产唯一”的地位使其在产业格局中占据了极为有利的卡位，竞争压力远小于成熟制程，长期格局清晰且稳固。

5.4 护城河

★★★★☆

中芯国际护城河较深。公司在成熟制程代工领域具备较宽护城河，凭借国内领先的市占率和规模优势，业务控制力强，但短期受新产能高折旧影响，盈利承压；其护城河主要源于规模经济，有望通过持续投入维持地位。先进制程代工当前护城河相对较窄，主因仍处高投入与产能爬坡阶段，但作为大陆唯一可规模化量产先进制程的平台，依托技术稀缺性和战略定位，长期护城河持续性强劲。

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
成熟制程代工	(3.5星) 中芯国际成熟制程代工业务护城河较宽。公司在国内成熟制程代工领域排名第一，市占率约50%，业务控制力较强，经壹评级调整，2024年成熟制程代工业务超额ROIC为-3%。超额ROIC为负的主要原因是新产能折旧成本占比高，消化仍需时间，公司短期业绩承压。	(3星) 中芯国际成熟制程代工业务护城河主要来自于规模经济。规模优势来自于公司是国内第一，全球第三的晶圆代工厂。护城河持续性较强：我们认为公司能够通过持续的产能投入和工艺平台迭代在成熟晶圆代工市场保持目前的市场地位。
先进制程代工	(2.5星) 中芯国际先进制程代工业务护城河较窄。公司在国内先进制程代工领域排名第一，市占率约90%，业务控制力较强，经壹评级调整，2024年先进制程代工业务超额ROIC为-9.5%。超额ROIC为负的主要原因是该业务正处于高强度资本投入期，而产能与良率爬坡尚未完成，规模效应未能充分释放。	(4.5星) 中芯国际先进制程代工业务护城河主要来自于规模经济和技术优势。规模经济和技术优势基于中芯国际是中国大陆唯一可规模化量产的先进制程平台上市公司。护城河持续性较强：我们认为公司能够通过持续的产能投入和研发突破在先进制程代工市场保持目前的市场地位。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于全球晶圆制造产能向中国大陆集中、公司产能扩张规划有序推进、长期代工份额稳定的核心假设下，我们认为当前公司估值偏高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括：成熟制程代工、先进制程代工，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：

成熟制程代工业务

收入假设：

中芯国际的盈利预测建立在其作为晶圆代工企业所固有的强周期与重资产属性之上，其规模扩张与盈利能力高度依赖于产能的持续建设与释放。核心预测模型遵循“收入=产能×产能利用率×单价”的基本框架，并对决定毛利率的关键变量进行综合考量。

1) 产能：产能是决定公司长期收入天花板的中枢变量。中期来看，公司的增长路径清晰，中期计划平均每年增加5万片新建产能。远期产能规划则锚定全球晶圆制造产能向中国大陆集中的结构性趋势（中国大陆产能占比从2024年占比25%提升至2040年40%）。基于在地化与供应链区域化需求，预计到2040年国内12英寸晶圆月产能需求将达到1200万片。假设公司维持当前约12%的国内成熟制程产能市占率（涵盖代工与IDM），其远期12寸成熟制程产能可对应达到约94万片/月（当前约29万片/月），为长期增长描绘了蓝图。8寸线我们认为未来无扩产需求，因此假设产能维持现状。

2) 产能利用率：产能利用率是反映短期行业供需与公司运营效率的关键指标，呈现周期性波动特征。近五年，随着新产能投产爬坡与行业周期交织，预计利用率将在70%至95%之间波动。长期假设则取周期均值85%，作为稳态经营下的基准水平。

3) 单价：单价是驱动周期上行阶段盈利弹性的核心因素，同样呈现周期性波动特征。近五年单价与稳定运营产线产能利用率同向波动。远期则假设成熟12英寸平均单价为2000美元/片。

盈利能力假设：

我们综合考量了产线折旧、产能利用率及单价三大决定因素，其中折旧在扩产期是主导变量。预测2025年至2030年，毛利率将逐步小幅提升。这一修复路径主要源于：当前新投产产线带来了显著的折旧压力，随着时间推移，新产线折旧压力逐步消化。远期，随着产能扩张进入平稳期，折旧影响减弱，在产能利用率与价格均达到稳态的假设下，毛利率预计将稳定在30%左右。

先进制程代工业务

收入假设：

同样遵循“收入=产能×产能利用率×单价”的基本框架。当前国内先进制程供不应求，我们测算约有8万片的供应缺口，但是当下由于受到设备和良率瓶颈制约，短期仍然呈现供应短缺的状态。我们判断未来国内先进制程扩产会因供应瓶颈解决出现两次爆发期：近3年实现良率突破，3-5年实现国产设备突破。远期在2040年国内12英寸晶圆月产能需求将达到1200万片的假设下，我们认为国内14nm及以下产能（包括代工和存储IDM）将达到413万片/月。假设中芯拥有接近一半的份额，对应产能预计达到约175万片/月。产能利用率假设为90%；单价分别假设为：14nm3600美元/片、7nm及以下6500美元/片。

盈利能力假设：

我们综合考量了产线折旧、产能利用率及单价三大决定因素，其中折旧在扩产期是主导变量。预测2025年至2030年，毛利率将逐步小幅提升。这一修复路径主要源于：当前新投产产线带来了显著的折旧压力，随着时间推移，新产线折旧压力逐步消化。远期，随着产能扩张进入平稳期，折旧影响减弱，在产能利用率与价格均达到稳态的假设下，毛利率预计将稳定在43%左右。

表2：公司整体业绩预测

中芯国际	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	495.2	452.5	578.0	673.2	817.2	986.6	1231.4	1522.7
归母净利润(亿)	121.2	48.2	37.0	46.4	58.4	93.5	132.3	140.6
归母净利润增速(%)	12.9	-60.2	-23.3	25.3	26.0	60.0	41.4	6.3
经营性净利润(亿)	120.7	21.2	20.7	59.8	77.7	134.0	195.4	210.2
经营性净利润增速(%)	65.7	-82.4	-2.5	188.7	29.9	72.5	45.8	7.6
经营性归母净利润(亿)	99.9	16.0	14.3	40.2	52.5	87.7	126.6	134.9
经营性归母净利润增速(%)	43.2	-84.0	-10.9	182.0	30.5	67.2	44.2	6.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

成熟制程代工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	388.3	355.8	456.8	532.5	610.4	718.7	861.8	948.0
收入增速(%)	29.4	-8.4	28.4	16.6	14.6	17.7	19.9	10.0
经营性净利润(亿)	113.3	30.9	42.5	72.6	83.6	123.5	161.3	148.2
经营性净利率(%)	29.2	8.7	9.3	13.6	13.7	17.2	18.7	15.6
经营性净利润增速(%)	56.4	-72.7	37.6	70.7	15.2	47.7	30.6	-8.2
先进制程代工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	47.0	52.9	82.6	100.6	153.3	206.7	292.3	495.7
收入增速(%)	120.9	12.5	56.1	21.8	52.3	34.8	41.5	69.6
经营性净利润(亿)	-12.9	-17.6	-24.3	-18.3	-14.2	0.3	20.4	47.9
经营性净利率(%)	-27.4	-33.3	-29.4	-18.2	-9.3	0.2	7.0	9.7
经营性净利润增速(%)	-48.7	-36.6	-37.9	24.5	22.5	102.4	5928.5	135.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	59.8	43.8	38.5	40.1	53.5	61.3	77.3	79.0
收入增速(%)	71.0	-26.8	-12.0	4.0	33.4	14.6	26.1	2.3
经营性净利润(亿)	20.3	8.0	2.5	5.6	8.3	10.2	13.7	14.2
经营性净利率(%)	33.9	18.2	6.5	13.9	15.6	16.7	17.8	18.0
经营性净利润增速(%)	124.0	-60.7	-68.6	122.8	49.5	22.8	34.4	3.4

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)
先进制程代工	6.5%	中等	非常好	强	8.3%	18.88	602.4
成熟制程代工	5.7%	中等	一般	较强	8.0%	14.63	158.0
其他	8.7%	中等	一般	一般	8.0%	13.16	13.8
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
先进制程代工(亿)	-1008.7	5572.4	4563.6	1.9	1349.8	45.0	3260.8
成熟制程代工(亿)	291.2	1699.4	1990.6	198.5	470.2	45.0	1763.9
其他(亿)	19.1	134.0	153.0	14.4	-	-	167.4
公司整体测算(亿)	-698.5	7405.7	6707.2	214.9	1820.0	90.0	5192.1

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
先进制程代工(亿)	706.0	4895.3	5601.3	1.9	1565.1	45.0	4083.1
成熟制程代工(亿)	1040.5	966.1	2006.6	198.5	441.1	45.0	1809.0
其他(亿)	84.3	168.3	252.6	14.4	-	-	267.0
公司整体测算(亿)	1830.8	6029.7	7860.5	214.9	2006.2	90.0	6159.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。主要系先进制程盈利兑现节奏仍存在较大不确定性。不及预期的风险在于成熟代工领域价格竞争加剧导致盈利能力修复迟缓；超预期的可能主要来自先进制程良率和国产设备突破进展顺利带来的盈利弹性快速释放。

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。