

## 光威复材 (300699.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

丁雅静  
化工行业研究员

2026年3月18日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	37
总市值	307.60亿
PE-TTM	51.15
PB-MRQ	5.41

## 估值结果

价值	305.71亿
DDM估值	上行空间 -0.6%
状态	合理估值
价值	292.96亿
动态估值	上行空间 -4.8%
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

公司是国内军工碳纤维绝对龙头，在民用碳纤维领域亦有布局。

军工业务筑牢基本盘，商业航天、低空经济等新兴领域需求旺盛，公司作为军民两用碳纤维龙头，成长空间广阔。军工碳纤维虽面临定型品种降价压力，但仍维持较高毛利率；近期公司逐步走出风电下游客户订单下滑的低谷，国内新客户开拓取得一定进展，大丝束碳纤维盈利趋势向好。小丝束碳纤维依托军工领域高准入门槛，市场参与者有限，产业格局优良；大丝束碳纤维前期面临阶段性供需过剩压力，产业格局相对一般。不过，小丝束碳纤维领域，公司凭借高转换成本、规模优势及技术壁垒构筑了深厚护城河；整体而言，公司仍是以高附加值小丝束碳纤维为主的行业龙头，综合评级较高。

基于军工领域稳健增长、商业航天/低空经济等新兴场景贡献增量，叠加大丝束碳纤维客户开拓顺利且保持较高增速的假设，通过壹评级DDM估值与动态估值模型测算，公司估值处于合理区间。

## 风险提示

若军品传统定型品种降价幅度超预期，或将导致公司盈利能力大幅下滑；若民用碳纤维领域（如风电、储氢瓶等）拓展不及预期，或将导致公司中长期增速低于预期。

## 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	8
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

光威复材是国内碳纤维国产化先驱，自1992年成立以来，构建了从原丝到复合材料的全产业链布局，业务覆盖军工与民用两大领域，产品广泛应用于航空航天、风电能源等高精尖场景。

结合行业通用丝束规格定义及公司实际产品与应用场景，我们将公司业务划分为两类：小丝束碳纤维和大丝束碳纤维。

## 2. 业务介绍

对于光威复材公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

小丝束碳纤维：

小丝束碳纤维指1K~24K（主流为12K及以下）碳纤维，其单丝数量少、均匀性好、力学性能优异，属于高性能高端碳纤维。公司小丝束碳纤维主要包括T300/T700/T800/T1100高强系列、M40J/M55J/M65J高模系列产品。

该业务是公司核心基本盘，主要应用于军工航空航天、商业航天、大飞机、高端无人机、高端装备等领域，具备高毛利、高壁垒、强认证、低替代的特征，是公司业绩的压舱石。我们将该业务的竞争市场界定为我国小丝束碳纤维领域。

大丝束碳纤维：

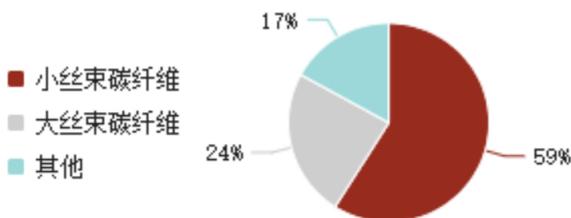
大丝束碳纤维指48K/50K及以上规格的碳纤维，其单丝数量多、单线产能大、单位成本更低，属于低成本工业级碳纤维。公司大丝束碳纤维主要为48K/50K规格的T700/T800级产品，聚焦民用大吨位应用场景。

该业务是公司第二增长曲线，可应用于风电叶片、高压储氢瓶、轨道交通、压力容器等工业轻量化领域。我们将该业务的竞争市场界定为我国大丝束碳纤维领域。

其他：

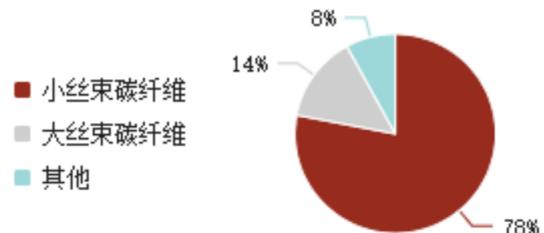
其他业务包括碳纤维预浸料、制品及配套业务等，主要为公司主业提供配套支撑。我们将该业务的竞争市场界定为国内市场。

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

公司以军工小丝束碳纤维为核心基本盘，依托全产业链（原丝→碳化→预浸料→复合材料构件）一体化优势，为航空航天、军工领域提供高性能碳纤维及定制化复材构件；同时借助技术外溢拓展大丝束民用碳纤维业务，布局风电、储氢、轨道交通等工业轻量化市场，形成“军品稳现金流+民品提弹性”的军民融合发展模式。公司通过高资产强度布局全产业链，高研发强度攻克碳纤维技术壁垒，高客户集中度体现出与军工刚需客户的深度绑定特征。

#### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 **高**

碳纤维行业本身属于重资产制造行业，叠加光威复材军工定制化、全产业链布局的特点，其资产强度显著高于普通化工新材料企业。

具体来看：公司从原丝、碳化、预浸料到复材构件、检测全环节均自主配套，而非外购中间体，全链条产能布局大幅增加了资产体量。高性能碳纤维碳化线、预浸料生产线、复材构件产线单条投资超亿元，大丝束万吨级产线投资达数十亿。公司内蒙古高性能碳纤维基地、包头大丝束基地等扩产项目均需大额前期投入，资本开支周期长、规模大，资产强度较高。截至2025年三季报，公司固定资产、在建工程占总资产比重高达41%。

#### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

碳纤维核心配方、纺丝工艺、碳化工艺、装备设计均为核心机密，需持续研发突破，行业技术壁垒极高，具备“卡脖子”属性；且军工定制化研发要求严苛。公司从T300到T1100、从高强化到高模化，技术迭代从未间断。此外，公司不仅研发碳纤维本体，还同步研发原丝技术、预浸料、复材构件及核心生产装备（装备自制率超80%），全环节研发推高了研发强度。2025年三季报显示，公司研发费用率高达8.9%，研发投入强度处于高位。

#### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 **高**

公司核心小丝束业务下游为航空航天、军工装备领域，下游客户以特定军工集团、主机厂为主，客户群体天然数量少、集中度高。军品供应商认证周期长达3-5年，产品定型后，工艺与供应商将被终身锁定，不会因价格等因素更换，形成与单一/少数核心客户的长期合作关系。另一方面，高性能小丝束碳纤维不面向大众消费，仅聚焦高端装备领域，下游应用场景集中，进一步推高了客户集中度。从公司披露的数据来看，2024年前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例高达76.45%，其中第一大客户占比达45.67%。

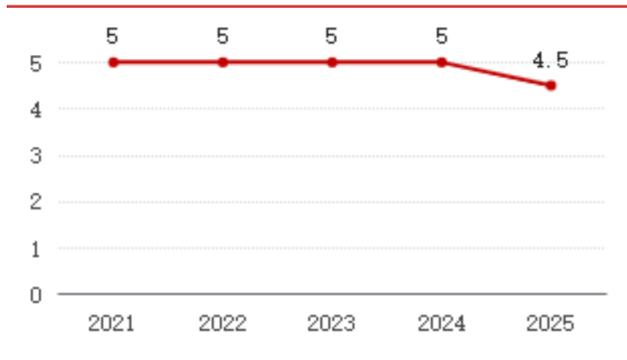
### 4. 历史经营绩效

公司作为军工碳纤维龙头，历史盈利能力表现优异；近几年受军工碳纤维成熟品种降价、风电碳梁订单下滑等因素影响，成长能力持续走弱至较差水平。面对强势大客户，公司历史业务控制力水平一般；虽近几年股东回报评级随经营承压有所下滑，但仍处于尚可区间。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



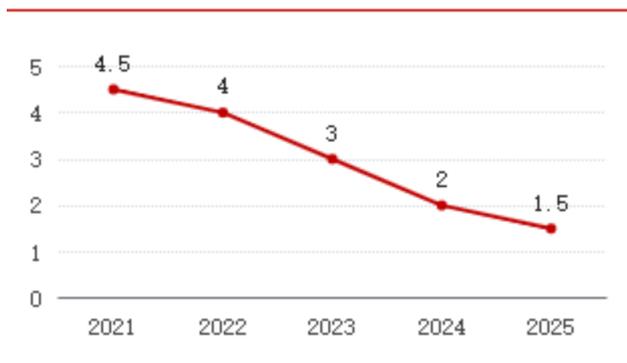
数据来源：公司财报，壹评级

作为稀缺的军工高性能碳纤维龙头，公司盈利水平始终处于高位，即便在行业底部，扣非净利润率也维持在20%左右；虽近几年碳纤维行业景气度下降，公司整体盈利能力略有下滑，但仍处于较高水平，盈利能力表现优秀。

## 4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



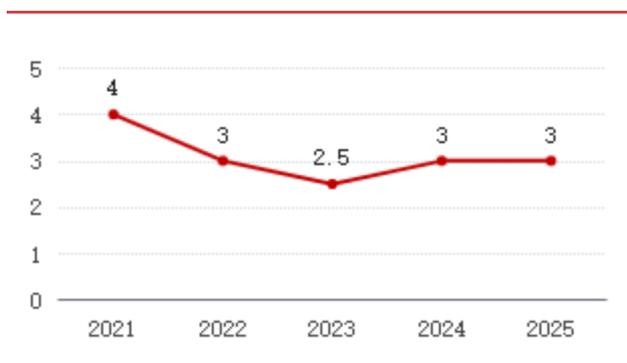
数据来源：公司财报，壹评级

2021年以来，公司成长能力持续下滑，主要原因是风电碳梁需求疲软、传统碳纤维预浸料价格承压，订单量价齐跌；叠加综合毛利率下降、期间费用率上升，导致营收增速显著放缓，且2023年以来归母净利润持续下滑，最终成长能力快速下滑至较差水平。

## 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



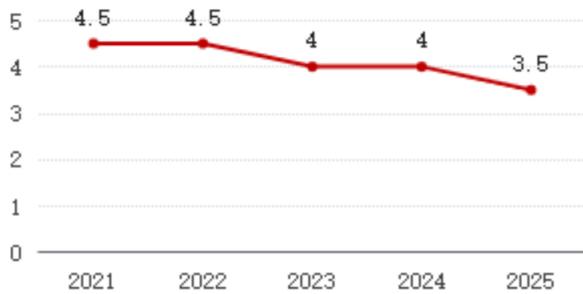
数据来源：公司财报，壹评级

从历史数据来看，公司净现比有不少年份低于1倍，现金流状况一般；此外，公司净占款长期为负，充分体现出对下游军工、风电大客户的议价权较弱，整体业务控制力水平一般。

## 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

历史上公司股东回报评级较好，从分红维度看，2021年以来公司分红比例从34%提升至56%。但近几年受碳纤维行业景气下行、公司经营承压影响，股价表现相对偏弱，拖累股东回报评级有所下滑，但仍处于尚可水平。

## 5. 四维评级

军工业务筑牢基本盘，商业航天、低空经济等新兴领域需求旺盛，公司作为军民两用碳纤维龙头，成长空间广阔；军工碳纤维虽面临定型品种降价压力，但仍维持较高毛利率；近期公司逐步走出风电下游客户订单下滑的低谷，国内新客户开拓取得一定进展，大丝束碳纤维盈利趋势向好。小丝束碳纤维依托军工领域高准入门槛，市场参与者有限，产业格局优良；大丝束碳纤维前期面临阶段性供需过剩压力，产业格局相对一般。不过，小丝束碳纤维领域，公司凭借高转换成本、规模优势及技术壁垒构筑了深厚护城河；整体而言，公司仍是以高附加值小丝束碳纤维为主的行业龙头，综合评级较高。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司是国内军工碳纤维绝对龙头，未来伴随商业航天、低空经济双轮驱动，小丝束碳纤维有望保持稳健增长；此外，大丝束碳纤维方面，占比最高的风电领域碳梁轻量化趋势明确，叠加公司包头基地产能逐步释放，成长空间优异。综合两大业务来看，公司整体成长空间较好。

#### 小丝束碳纤维(3.5星)：

小丝束碳纤维业务方面，公司是国内军工碳纤维绝对龙头，凭借极高的转换成本与技术壁垒，维持高毛利和强护城河，是公司的利润压舱石。展望未来，军品业务稳健增长，商业航天、低空经济等新增长极蓄势待发；我们判断，显性期内该业务增速将维持在10%~15%的中等水平，更长期可保持5-10%的增速，成长空间较好。

#### 大丝束碳纤维(5星)：

大丝束 / 工业级碳纤维业务虽短期受行业竞争加剧、产能爬坡折旧等因素拖累业绩，但随着包头项目产能释放及风电碳梁业务回暖，将成为营收规模扩张的主要驱动力。由于基数较低，我们判断显性期内该业务有望实现20%~30%的高增速；更长期来看，随着更多应用领域的拓展，增速可维持在10%~15%的中高水平，成长空间广阔。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

小丝束碳纤维方面，军工碳纤维产品盈利水平始终处于高位，未来盈利能力有望企稳并维持较好水平；大丝束碳纤维方面，随着国内客户需求放量、包头基地产能爬坡顺利推进，盈利趋势将持续向好。

### 小丝束碳纤维(3星):

小丝束碳纤维方面，军工碳纤维产品盈利水平始终处于高位；虽成熟品种面临降价压力，但考虑到公司产品结构升级取得突破，T800H和MJ系列等高附加值产品即将放量，叠加商业航天、低空经济等新兴需求领域接棒增长，未来盈利能力有望企稳并维持较好水平。

### 大丝束碳纤维(3.5星):

大丝束碳纤维方面，2024年以来公司积极开拓除VESTAS以外的国内风机大客户，财报数据已体现出明显进展；后续随着国内客户需求放量、包头基地产能爬坡顺利推进，该业务盈利趋势将持续向好。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

小丝束碳纤维领域已形成“光威复材+中简科技+中复神鹰”的三寡头格局，且光威复材军品龙头地位稳固，军工客户粘性高，准入壁垒深厚，产业格局优异；大丝束碳纤维领域因技术壁垒偏低，且下游风电应用占比高，而风机客户对碳纤维的使用仍处于渗透率提升初期，行业龙头已超前大幅扩产，导致阶段性供需过剩问题突出，价格竞争较为激烈，产业格局相对一般。

### 小丝束碳纤维(4.5星):

受极高的适航认证壁垒和数据积累壁垒限制，航空航天领域将维持由光威复材、中简科技等少数头部企业主导的格局，新进入者几乎无机会切入核心军机主承力结构件市场。凭借T300-T1100、M40J-M65J全谱系产品覆盖优势，光威复材有望成为中国版“东丽”，在商业航天和国产大飞机领域占据主导份额，产业格局优良。

### 大丝束碳纤维(2.5星):

大丝束碳纤维主要应用于中低端领域，技术壁垒不高，也无军工高性能碳纤维那样的高认证门槛，行业竞争更依赖规模化带来的成本优势；前几年行业企业扩产激进，产能释放超前于需求，导致阶段性产能过剩严重，行业景气度快速下行触底。目前行业处于激烈的“价格战”和“去产能”阶段，大量依赖地方补贴、无核心技术的中小企业将被出清。未来3年，市场份额将向具备规模优势（如吉林化纤）和全产业链优势（如光威复材、中复神鹰）的头部企业集中，整体产业格局一般。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司在小丝束碳纤维领域具备极高的转换成本、显著的规模优势及明显的技术领先性，护城河持续性强；在大丝束碳纤维领域，公司当前的规模优势和技术优势均偏弱，但随着新客户开发、产能逐步爬坡，护城河有望持续强化，持续性较好。

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
小丝束碳纤维	(4.5星) 公司小丝束碳纤维以军工高性能碳纤维为主，此业务率先打破海外垄断，是我国军工高性能碳纤维绝对龙头。受军工领域高要求与保密属性限制，国内主要供应商仅有光威复材、中简科技两家，该业务国内市占率非常高。稳态期该业务经壹评级调整后的ROE可达50%，超额收益明显。但受制于客户集中度较高，公司该业务控制力星级仅为3星。	(5星) 公司该业务的护城河来源于转换成本、规模优势及技术壁垒，持续性强。具体来看：军品供应商认证周期3-5年，定型后锁定工艺和装备，不会因经济性因素更换供应商，持续性极强；小丝束不追求极致的吨成本，但光威复材的全产业链布局使其在内部成本控制和良率优化上具备优势，具备稳定批量供应的规模优势，也使得该业务毛利率长期维持高位，该项护城河持续性相对一般；此外，公司逐步实现从T300到T1100、M40J到M65J高强/高模全系列碳纤维型号布局，T1100级是国内唯一双工艺量产产品，技术领先优势明显，且持续投入迭代，持续性较好。
大丝束碳纤维	(1星) 公司大丝束碳纤维主要是应用于风电碳梁领域。风电碳梁用碳纤维此前被Vestas专利限制，2023年7月专利到期后，应用仍处于渗透初期，公司客户以Vestas为主，市占率尚不高。稳态期该业务经壹评级调整后的ROE为7.7%，基本无超额收益。同样受制于客户集中度较高，该业务控制力星级仅为3星。	(4星) 公司该业务的护城河来源于规模优势与技术优势，尽管公司率先与风机龙头Vestas合作，但由于议价权偏弱，此业务毛利率始终不高，且前几年面临海外客户订单下滑压力，整体来看，公司在大丝束碳纤维领域的规模优势和技术优势均偏弱。不过，后续随着海外风电装机回暖及叶片大型化趋势，碳梁需求刚性增长。公司正逐渐降低对Vestas单一客户的依赖，新开发客户订单增长显著，且包头项目产能陆续释放后，规模优势将进一步凸显，该业务护城河持续性较好。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于军工领域稳健增长、商业航天/低空经济等新兴场景贡献增量，叠加大丝束碳纤维客户开拓顺利且保持较高增速的假设，通过壹评级DDM估值与动态估值模型测算，公司估值处于合理区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

我们将公司业务拆分为小丝束碳纤维、大丝束碳纤维、其他业务三大板块，分别进行盈利预测及估值，核心假设及逻辑如下：

业务1：小丝束碳纤维

收入假设：

显性期（2025-2029年，下同）：

1) 销量：小丝束碳纤维技术壁垒高、产品附加值高，产能并非产销的核心限制因素，下游需求影响更为关键。一方面，军工大订单保障该业务稳健增长；另一方面，商业航天、低空经济等新场景有望驱动增长。我们预测显性期小丝束碳纤维销量增速分别为5%、10%、12%、15%、20%。

2) 售价：公司小丝束碳纤维正从T系列向M系列高端化升级，产品结构持续优化；我们预测显性期小丝束碳纤维售价有望实现每年2%的稳健增长。

半显性期该业务收入年复合增速为9%左右。

盈利能力假设：

1) 毛利率：近几年军工碳纤维成熟品种降价导致毛利率从近80%的高位降至58%，我们判断当前毛利率已基本触底；未来随着产品结构升级落地，毛利率将逐步回升，显性期分别为60%、61%、62%、63%、64%，并在半显性期保持稳定。

2) 销售期间费用率：该业务“高毛利率、低销售费用率、高研发费用率”的模式已成熟，我们预测未来每年销售期间费用率与过去5年均值基本持平，仅窄幅波动。

业务2：大丝束碳纤维

收入假设：

显性期：

1) 销量：从近两年国内碳梁业务规模来看，公司在Vestas之外的国内风电主机厂拓展已取得明显进展，叠加海外大客户订单企稳回升，我们判断显性期大丝束碳纤维销量增速分别为15%、18%、20%、18%、15%。

2) 售价：前期产能过剩导致碳纤维价格连续下行两三年，当前价格已基本触底；我们判断后续供需关系改善将推动价格逐步回升，显性期大丝束碳纤维售价增速分别为5%、8%、10%、8%、5%。

半显性期该业务收入年复合增速约为11%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：受大客户集中、产业链议价权偏弱等因素影响，过去5年该业务毛利率均值约为21%；2024年随着国内客户开拓顺利，毛利率已提升至26.36%。后续我们判断显性期该业务毛利率分别为25%、25.5%、26%、27%、28%，并在半显性期保持稳定。

2) 销售期间费用率：该业务属于传统制造业，商业模式已成熟，我们预测未来每年销售期间费用率与过去5年均值基本持平，仅窄幅波动。

业务3：其他

收入假设：其他业务主要包括碳纤维预浸料、制品及配套业务等，系主业配套业务。我们按业务细项预测后汇总得出：显性期其他业务收入增速分别为-5%、10%、8%、7%、6%；半显性期该业务收入年复合增速约为4%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：过去5年该业务的毛利率均值为28%左右，我们预测显性期其他业务毛利率分别为22.82%、24.31%、26.17%、28.18%、30.4%。

2) 销售期间费用率：该业务模式已成熟，我们预测未来每年的销售期间费用率与过去5年均值相当，仅窄幅波动。

表2：公司整体业绩预测

光威复材	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.1	25.2	24.5	28.6	30.5	36.0	42.8	51.3
归母净利润(亿)	9.3	8.7	7.4	6.0	7.4	8.8	10.8	13.7
归母净利润增速(%)	23.2	-6.5	-15.1	-18.9	22.9	19.6	22.7	26.5
经营性净利润(亿)	8.9	8.2	6.7	6.0	7.4	8.8	10.8	13.7
经营性净利润增速(%)	19.3	-7.6	-18.1	-10.9	22.9	19.6	22.7	26.5
经营性归母净利润(亿)	9.2	8.5	7.3	6.0	7.4	8.8	10.8	13.7
经营性归母净利润增速(%)	22.6	-6.9	-14.8	-17.5	22.9	19.6	22.7	26.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

小丝束碳纤维	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	13.9	16.7	14.5	14.6	17.4	19.9	23.4	28.6
收入增速(%)	8.7	20.3	-12.9	0.3	19.8	14.2	17.3	22.4
经营性净利润(亿)	7.3	7.4	5.3	4.7	6.1	7.2	8.7	11.1
经营性净利率(%)	52.4	44.3	36.6	32.1	34.9	36.1	37.3	38.7
经营性净利润增速(%)	15.1	1.8	-28.2	-11.8	29.9	18.4	21.2	27.0
大丝束碳纤维	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.6	4.3	5.4	9.4	8.3	10.9	13.9	16.8
收入增速(%)	-18.1	-35.6	26.1	75.6	-12.4	32.0	27.4	20.8
经营性净利润(亿)	0.7	0.2	0.7	0.9	0.8	1.0	1.4	1.7
经营性净利率(%)	11.3	4.8	13.5	9.7	9.5	9.3	9.8	10.4
经营性净利润增速(%)	107.0	-72.6	252.7	26.4	-14.0	29.2	33.9	28.2
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.6	4.3	4.6	4.6	4.8	5.2	5.5	5.9
收入增速(%)	-11.6	-8.2	8.5	-0.5	4.7	7.7	7.0	6.1
经营性净利润(亿)	0.9	0.6	0.7	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
经营性净利率(%)	19.4	14.9	15.4	9.0	10.8	12.0	13.6	15.2
经营性净利润增速(%)	12.4	-29.7	11.9	-42.0	25.9	19.8	21.7	18.2

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)
小丝束碳纤维	7.2%	中等	非常好	强	7.5%	21.45	15.6
大丝束碳纤维	10.0%	中高	一般	较强	8.3%	15.84	2.5
其他	4.6%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.8
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
小丝束碳纤维(亿)	46.6	201.7	248.4	5.7	-	-	254.1
大丝束碳纤维(亿)	-1.6	23.0	21.4	2.1	-	-	23.6
其他(亿)	6.4	7.1	13.4	1.8	-	-	15.3
公司整体测算(亿)	51.4	231.9	283.3	9.7	-	-	293.0

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
小丝束碳纤维(亿)	105.3	156.1	261.4	5.7	-	-	267.2
大丝束碳纤维(亿)	-1.2	18.0	16.8	2.1	-	-	18.9
其他(亿)	10.6	7.2	17.8	1.8	-	-	19.7
公司整体测算(亿)	114.7	181.3	296.0	9.7	-	-	305.7

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

尽管军工领域订单保密性高，但公司作为军工碳纤维稀缺龙头，业务周期性偏弱；叠加未来持续开拓新兴高附加值应用领域，小丝束碳纤维盈利能力的确定性较好。不过，大丝束碳纤维面向风电等民用领域，行业周期性强、价格波动大，盈利预测确定性较低。综合来看，光威复材以军工小丝束业务为稳定底仓，但民用大丝束业务受行业周期与竞争拖累，整体估值确定性尚可。

## 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作有悖原意的引用、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。