

南山铝业（600219.SH）

公司报告 | 首次评级报告

崔彬辉
有色钢铁行业研究

2026年4月10日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	6.24
总市值	716.58亿
PE-TTM	15.13
PB-MRQ	1.45

估值结果

价值	833.31亿
DDM估值 上行空间	16%
状态	合理估值
价值	818.34亿
动态估值 上行空间	14%
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

南山铝业是国内领先的铝产业链一体化企业，公司同时掌握电解铝、氧化铝及高端铝加工三大环节的规模化生产能力，具备从“矿石—氧化铝—电解铝—铝加工”完整产业链布局，在高端铝材领域持续拓展新资源、轨道交通、航空航天等高附加值应用市场，形成了“资源保障+制造升级”的协同发展格局。

公司成长空间有限，未来增长主要依赖印尼氧化铝产能释放、铝加工产品结构优化及海外布局深化，爆发式扩张空间较小，整体呈现稳态发展特征。盈利趋势稳健，受益于成本控制能力与下游需求结构改善，毛利率具备韧性，但受原材料价格波动影响仍具周期性。产业格局中等偏上，铝加工板块在细分领域具备较强竞争力，而电解铝与氧化铝行业竞争激烈，集中度提升趋势明显。公司护城河较宽，依托印尼优质铝土矿资源、低成本能源布局及全产业链协同优势，叠加在高端铝材领域的技术壁垒与客户粘性，形成较强的资源与规模护城河。

基于印尼氧化铝项目投产带来的成本优势释放与高端铝加工业务持续放量的假设，市场逐步反映其“资源+制造”双轮驱动逻辑。根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于合理估值区间。

我们区别于市场的观点

当前市场过度聚焦短期铝价波动，忽视了印尼低成本氧化铝产能的持续释放与电解铝业务向合理盈利中枢的回归。我们给予远期氧化铝和电解铝回归至历史合理盈利中枢的假设，并在此基础上叠加高端铝加工的合理利润，当前估值合理。

风险提示

若印尼氧化铝项目受当地政策变动、电力供应不稳定或物流瓶颈制约，则原料成本优势难以充分释放；若电解铝价格因产能阶段性过剩或能源成本上升而持续低迷，则对盈利产生负面影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	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	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026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	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

公司细分市场为氧化铝、电解铝及高端铝加工产品的生产与销售，核心下游应用集中于建筑、交通运输（如汽车、轨道交通）、航空航天、新能源及包装等领域。公司依托山东本土电解铝产能与印尼优质铝土矿资源，构建“海外原料+国内冶炼+高端制造”一体化产业链布局，具备较强的资源保障能力与成本控制优势。

2. 业务介绍

对于南山铝业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

铝加工：

公司铝加工板块聚焦高端铝合金材料研发与制造，产品涵盖铝板带箔、型材、锻件等，广泛应用于新能源汽车车身、航空结构件、轨道交通部件及电子电器等领域。凭借先进的热处理技术与精密加工能力，公司在高附加值细分市场具备较强竞争力。我们对该业务的市场界定为全球范围，主要面向国内外整车厂、航空制造商及高端装备制造企业。

氧化铝：

公司通过在印尼布局大型氧化铝项目，掌握优质铝土矿资源，实现低成本原料供应，产品主要供应自有电解铝产能及部分外部客户，该业务具备显著的成本优势与规模效应。我们对该业务的市场界定为全球范围。

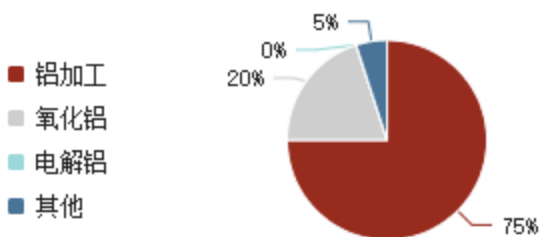
电解铝：

公司拥有山东地区合规电解铝产能，未来有印尼电解铝产能，依托自备电厂及区域电价优势，单位电力成本低于行业平均水平，具备较强的成本竞争力。电解铝产品主要用于内部加工配套及对外销售，广泛应用于建筑、交通、包装等行业。我们对该业务的市场界定为全球范围。

其他：

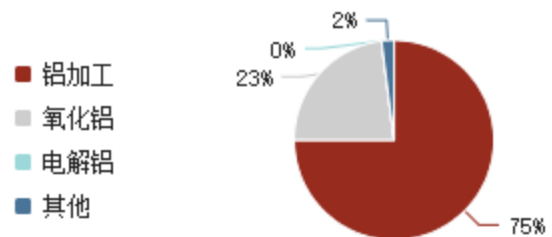
公司其他业务包括再生铝、国际贸易、新材料研发及部分金属贸易等。我们对该业务的市场界定为全球范围。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型的有色金属冶炼与加工企业，具备显著的重资产属性，主要系其在铝土矿资源开发、氧化铝精炼及电解铝生产环节布局了大型矿山、冶炼厂、自备电厂等基础设施，前期资本投入巨大。未来依托印尼优质铝土矿资源保障原料供应，通过低成本电力（自备电厂+绿电）支撑电解铝生产。同时，公司向上游延伸至氧化铝产能建设，向下游拓展高端铝加工产品，重资产属性明显。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

截至2025年末，公司资产总计达719.17亿元，非流动资产占比46.63%，总资产周转率仅0.49次，重资产属性显著。其资产扩张主要源于电解铝产能升级（印尼电解铝项目推进）和铝加工产能的升级。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

截至2025年末，公司销售费用率仅0.81%，营销强度处于行业低位，主因产品为高端铝加工材料（如航空铝材、新能源汽车箔），客户（如航空航天、新能源车企）采购决策高度依赖价格敏感度与产品适配性，且客户关系稳定，下游客户粘性高，无需高营销投入。

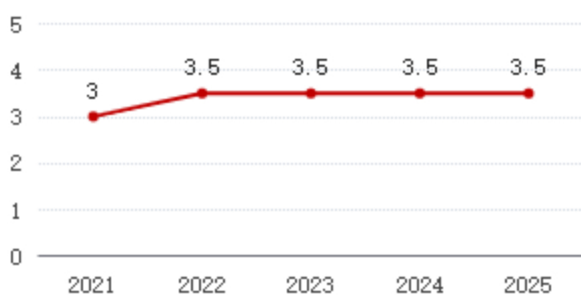
4. 历史经营绩效

近年来，公司呈现四维改善趋势。盈利能力维持高位，受益于高端铝加工放量 and 氧化铝涨价；历史成长能力经历2023年短期回调后于2024年显著回升，进入产能释放与氧化铝涨价阶段；业务控制力与财务健康度持续稳定较高水平，反映出公司在商业模式较强，掌握高端铝加工和低成本氧化铝；股东回报评级稳步提升，公司不断提高分红比例。

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

公司盈利能力跟随电解铝和氧化铝周期变化较为明显。2020年初疫情开始，全球大宗商品供应链紧张，价格上涨，带动公司业绩增长。2022年后，随着美国的加息，大宗商品价格逐渐回调，但仍然保持较高价格水平，公司盈利能力维持高位。2024年，氧化铝上涨，电解铝高位运行，公司盈利能力较好。2025年，公司保持较好的盈利能力，主因电解铝价格高位运行，公司高端铝加工业务维持坚挺的加工费。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



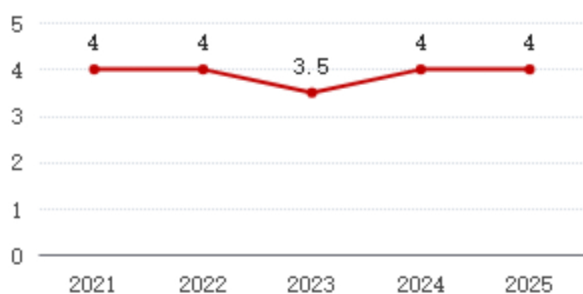
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2021年由于疫情，美国降息等原因，电解铝等大宗商品价格上涨，公司成长性分数上升。2023年开始，随着美国进入加息周期，电解铝价格回落，成长星级回落。2024年，市场交易弱美元逻辑，全球电力紧俏推高铝价，叠加公司高端铝加工业务盈利稳健，公司利润回暖，成长星级提升。2025年，随着氧化铝价格下降，印尼氧化铝盈利能力下滑，成长能力星级下降。

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

2021年以后，电解铝行业总体来说稳中向好，价格在历史高位震荡，但公司2023年来出售落后电解铝产能，往铝加工方向发展，铝加工属于中游，业务控制力不如上游强势，业务控制力受到负面影响。2024年，氧化铝紧俏，业务控制力星级维持。2024年-2025年，市场交易弱美元逻辑，全球电力紧俏推高铝价，叠加公司高端铝加工业务盈利稳健，业务控制力维持在较高水平。

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

公司的股东回报评级自2021年的3星稳步提升至2025年的4.5星，反映出公司盈利能力持续改善、资本效率逐步优化。主要得益于印尼氧化铝项目投产带来的原料成本优势释放，以及高端铝加工产品结构升级带来的高毛利贡献。公司承诺高分红率，股东回报星级有望维持在较高水平。2025年，公司股息率高达8%。

5. 四维评级

公司成长空间有限，未来增长主要依赖印尼氧化铝产能释放、铝加工产品结构优化及海外布局深化，爆发式扩张空间较小，整体呈现稳态发展特征。盈利趋势稳健，受益于成本控制能力与下游需求结构改善，毛利率具备韧性，但受原材料价格波动影响仍具周期性。产业格局中等偏上，铝加工板块在细分领域具备较强竞争力，而电解铝与氧化铝行业竞争激烈，集中度提升趋势明显。公司护城河较宽，依托印尼优质铝土矿资源、低成本能源布局及全产业链协同优势，叠加在高端铝材领域的技术壁垒与客户粘性，形成较强的资源与规模护城河。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

公司整体成长空间有限，未来增长主要依赖现有产能的释放与产品结构优化。公司铝加工和氧化铝业务已基本完成产能扩张，新增空间受限，未来主要靠新批的印尼电解铝提供产能增量；铝加工板块虽有高端产品升级潜力，但受下游需求周期性影响，爆发式增长难度较大。

铝加工(1.5星):

加工板块成长空间中等偏低，尽管公司在新能源汽车、航空航天等领域持续拓展高附加值客户，但行业整体增速放缓，且竞争加剧，因此该业务成长依赖存量客户深化合作与技术迭代，而非大规模产能扩张。

氧化铝(1星):

氧化铝业务成长空间低，行业已进入产能过剩阶段，供需格局趋于饱和。公司在印尼布局了400万吨氧化铝项目，该产能未来短期内基本达产。国内氧化铝价格波动剧烈，且同质化竞争严重，企业难以通过提价实现增长，未来主要依靠成本优势稳定运营。

电解铝(4星):

公司电解铝业务的成长空间显著高于行业平均水平，核心驱动力在于公司成功在印尼获取新增电解铝产能指标，突破了国内“双碳”政策下的产能天花板限制。依托印尼丰富的铝土矿资源、低廉的能源成本及政策支持，公司正推进海外电解铝一体化项目，未来有望实现低成本、高效率的产能扩张。

5.2 盈利趋势

☆☆☆☆☆

南山铝业整体盈利趋势稳健，受益于印尼低成本氧化铝供应，公司原料成本大幅下降，显著增强盈利能力。电解铝端受益于电价优势与产能利用率回升，毛利水平稳步提升；铝加工板块则因高附加值产品占比提高，毛利率持续优化。尽管大宗商品价格波动带来一定不确定性，但一体化协同效应有效平滑周期波动，支撑盈利中枢上移。

铝加工(3.5星):

铝加工板块盈利趋势良好，近年毛利率持续改善。公司聚焦新能源车用铝板、航空铝材等高附加值领域，产品结构不断升级，带动单位售价与利润水平提升。同时，依托上游电解铝部分自供，有效降低原材料波动风险，增强盈利稳定性。随着下游需求复苏与订单质量提升，该业务盈利能力有望维持在行业领先水平，具备较强韧性。

氧化铝(2.5星):

氧化铝业务盈利趋势偏弱，受行业产能过剩与价格波动双重压制。尽管公司拥有印尼低成本原料优势，但国内氧化铝市场价格长期低迷，导致吨毛利空间压缩。盈利弹性不足，难以贡献显著利润增长。

电解铝(2.5星):

电解铝业务盈利趋势中等，受铝价周期性波动影响较大。未来盈利表现仍高度依赖铝价走势，但成本控制能力为其提供了一定缓冲，整体盈利水平有望围绕中枢波动。当前电解铝盈利水平高，未来有下降回归可能。

5.3 产业格局



公司三大业务板块的产业格局呈现明显分化：铝加工格局较好，公司在高端铝材领域具备较强话语权，产品广泛应用于新能源汽车、航空航天等高附加值场景，客户多为头部整车厂与系统集成商，议价能力突出。氧化铝格局较弱，行业竞争激烈、同质化严重，产能分布广且供大于求，企业普遍依赖进口铝土矿，成本差异小，议价能力有限。电解铝格局良好，行业趋于集中，国家实施产能总量控制政策，新建产能需严格审批。

铝加工(4星):

铝加工板块产业格局较好，公司在高端铝材领域具备较强话语权。其产品广泛应用于新能源汽车、航空航天等高附加值场景，客户多为头部整车厂与系统集成商，议价能力较强。

氧化铝(1.5星):

氧化铝产业格局竞争激烈，同质化程度高。国内氧化铝产能分布广，企业众多，且多数依赖进口铝土矿，原料成本差异较小。公司虽具备印尼资源优势，但整体行业仍处于供大于求状态，价格由市场供需决定，企业议价能力弱。

电解铝(4.5星):

电解铝产业格局趋于集中，龙头企业优势明显。国家实施产能总量控制政策，新建产能需严格审批，推动行业整合。产能天花板的限制，对产业格局的优化起到了决定性作用。

5.4 护城河



公司三大业务护城河呈现显著分化：氧化铝凭借印尼自有优质铝土矿与低成本能源，构建了高壁垒的资源与成本护城河，持续性强；铝加工虽护城河宽度为较好，但依托汽车板、航空板等高端产品进入全球顶级供应链，技术认证壁垒高、客户粘性强，护城河持续性高，长期竞争力稳固；电解铝护城河宽度星级较低，主因成本优势不如国内产能但公司通过印尼新增指标突破政策限制，并布局绿电，使护城河持续性较高。整体来看，公司以“海外资源+高端制造”双轮驱动，在周期行业中构筑了兼具深度与韧性的护城河体系。

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
铝加工	(2.5星) 公司铝加工业务护城河宽度星级较低。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为11.9%，公司市占率约为3%，业务控制力为2星。公司在汽车板、航空板等高端铝材领域具备先发优势，已进入特斯拉、波音等全球顶级供应链，但铝加工行业竞争激烈，限制护城河宽度。	(4星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 高端铝材认证周期长达2-5年，新进入者难以短期替代，公司客户合作关系稳固；2) 依托上游低成本电解铝自供，保障原材料稳定性和成本优势，支撑高端制造长期竞争力。
氧化铝	(4.5星) 公司氧化铝业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为10.3%，公司市占率约为3%，业务控制力为4星。公司具备印尼优质铝土矿资源，拥有明显成本优势。	(4.5星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 印尼项目资源储量丰富、开采条件优越，且享有当地政策减税政策，保障长期低成本原料供应；2) 在行业普遍依赖进口矿、成本高企的背景下，公司一体化海外布局构筑了难以复制的结构性优势，护城河具备强可持续性。
电解铝	(1.5星) 公司电解铝业务护城河宽度星级低。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为10.0%，公司市占率约为4%，业务控制力为4星。公司通过印尼新增产能指标突破国内产能天花板限制，并依托当地低廉能源构建低成本优势，形成资源与规模双重壁垒，但成本优势不如国内企业。	(4星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 国家电解铝产能总量控制政策使现有合规产能成为稀缺资产，公司海外布局锁定长期发展空间；2) 一体化模式降低原料与电力波动风险，在行业整合中持续强化成本领先地位，护城河具备较强延续性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于印尼氧化铝项目投产带来的成本优势释放与高端铝加工业务持续放量的假设，市场逐步反映其“资源+制造”双轮驱动逻辑。根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括铝加工、氧化铝、电解铝，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务核心假设及逻辑如下：

铝加工

收入假设:

量: 2026年高端铝材销量约102万吨, 2030年有望达到120万吨以上, 增量主要来自汽车板、航空板及电池箔产能释放, 其中20万吨汽车板在建产能将于2026年逐步投产。远期产能有望突破200万吨, 受益于新能源车轻量化与国产大飞机供应链加速导入。

价: 2026年均价约2.4万元/吨, 高端产品溢价显著; 长期看, 在航空航天、动力电池等高附加值领域占比提升下, 价格中枢有望维持在1.9万元/吨左右(假设电解铝远期价格下降)。

盈利能力假设:

短期: 2026年成本约1.9万元/吨, 毛利率约19%。受益于客户结构优化与良品率提升, 盈利稳健。

长期: 随着高毛利产品(如航空厚板、电池箔)占比提升至60%以上, 叠加上游电解铝自供降本, ROIC有望稳定在11.3%, 成为公司利润核心支柱。

氧化铝

收入假设:

量: 2026年销量约450万吨以上(氧化铝粉口径), 2027年有望达500万吨以上, 依托印尼400万吨/年满产运行及二期扩建推进, 远期权益产量有望达600万吨。增长完全来自海外低成本产能释放, 国内无新增。

价: 2026年印尼均价3350元/吨(氧化铝口径), 显著高于公司成本; 长期看, 受益于全球铝土矿品位下降及海运成本支撑, 价格中枢预计维持在2600元/吨。

盈利能力假设:

短期: 2026年成本约1500元/吨(氧化铝粉口径), 毛利率约21%。印尼项目享受20年免税政策, 成本优势突出。

长期: 凭借资源自给+低电价+政策红利, ROIC有望稳定在10.8%, 成为稳健的现金牛业务。

电解铝

收入假设:

量: 2025年国内自产自用68万吨, 2027年电解铝有望放量, 远期印尼规划100万吨, 彻底摆脱国内产能天花板限制, 打开全新成长空间。

价: 2026年均价约2.2万元/吨, 当前铝价已回升至2.1万元/吨以上; 长期看, 回归正常盈利, 价格中枢有望维持在1.65万元/吨。

盈利能力假设:

短期: 等待2027年电解铝放量。

长期: 依托“印尼氧化铝—电解铝”一体化模式, ROIC有望稳态期维持在10.0%。

表2：公司整体业绩预测

南山铝业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	288.4	334.8	346.2	319.4	347.2	407.6	428.5	428.9
归母净利润(亿)	35.7	51.7	47.1	35.5	37.4	44.0	46.8	41.2
归母净利润增速(%)	-1.3	44.8	-8.9	-24.6	5.3	17.8	6.2	-11.8
经营性净利润(亿)	39.0	57.5	55.7	35.1	39.4	49.1	55.2	51.2
经营性净利润增速(%)	0.7	47.4	-3.1	-37.1	12.3	24.7	12.6	-7.3
经营性归母净利润(亿)	34.8	49.9	45.2	28.4	30.6	37.4	40.4	35.2
经营性归母净利润增速(%)	-2.1	43.5	-9.5	-37.1	7.6	22.2	8.0	-12.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

铝加工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	205.9	233.4	252.0	245.1	251.8	264.4	267.8	270.9
收入增速(%)	-26.8	13.3	8.0	-2.8	2.7	5.0	1.3	1.2
经营性净利润(亿)	25.6	25.6	29.4	25.9	26.6	28.0	30.0	32.2
经营性净利率(%)	12.4	11.0	11.7	10.6	10.6	10.6	11.2	11.9
经营性净利润增速(%)	-19.3	-0.2	15.1	-11.8	2.7	5.0	7.2	7.3
氧化铝	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	57.3	84.0	88.8	69.0	68.0	82.8	100.2	97.4
收入增速(%)	57.4	46.6	5.7	-22.3	-1.3	21.6	21.1	-2.8
经营性净利润(亿)	10.3	29.1	25.0	7.9	8.9	12.6	17.6	12.1
经营性净利率(%)	18.0	34.7	28.2	11.4	13.1	15.2	17.6	12.4
经营性净利润增速(%)	113.8	182.6	-14.2	-68.4	13.3	41.0	39.8	-31.3
电解铝	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	22.0	55.0	55.1	55.1
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	150.0	0.2	0.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	7.3	6.4	5.7
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	11.6	13.2	11.6	10.3
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	183.7	-11.9	-11.5
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	25.2	17.3	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
收入增速(%)	-20.8	-31.2	-68.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	3.1	2.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
经营性净利率(%)	12.3	16.2	24.6	22.9	22.9	22.9	22.8	22.8
经营性净利润增速(%)	40.6	-9.5	-52.9	-6.9	-0.0	-0.1	-0.0	0.0

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)
氧化铝	2.0%	中低	一般	强	7.8%	14.2	12.2
铝加工	3.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	38.7
电解铝	3.0%	中低	非常好	较强	7.8%	15.78	5.0
其他	-	中低-	一般	一般	7.8%	9.86	1.2
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
氧化铝(亿)	94.6	88.3	182.9	45.9	32.3	-	196.5
铝加工(亿)	265.8	284.0	549.8	130.3	101.5	-	578.6
电解铝(亿)	-5.8	40.2	34.3	-	6.3	-	28.0
其他(亿)	9.8	5.9	15.6	2.8	3.2	-	15.2
公司整体测算(亿)	364.4	418.3	782.6	179.0	143.3	-	818.3

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
氧化铝(亿)	116.4	69.2	185.6	45.9	34.2	-	197.3
铝加工(亿)	330.9	236.0	566.9	130.3	104.4	-	592.8
电解铝(亿)	2.6	29.4	32.0	-	5.9	-	26.1
其他(亿)	11.9	6.2	18.2	2.8	3.8	-	17.1
公司整体测算(亿)	461.9	340.7	802.6	179.0	148.3	-	833.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要源于其业务结构兼具周期性与成长性。电解铝和氧化铝业务仍受大宗商品价格、能源成本及海外政策等外部因素扰动，盈利波动性未完全消除。印尼项目虽带来显著成本优势，但地缘政治、汇率及运营风险仍存，估值锚定难度较大，因而整体估值确定性处于较低水平。

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。