

当升科技 (300073.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

崔彬辉
农林牧渔行业研究

2026年5月15日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	58.76
总市值	319.83亿
PE-TTM	40.05
PB-MRQ	2.14

估值结果

价值	383.85亿
DDM估值	上行空间 20%
状态	合理估值
价值	383.98亿
动态估值	上行空间 20%
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

当升科技是国内领先的正极材料供应商，专注于锂电池三元材料、磷酸铁锂及前驱体的研发与生产，产品广泛应用于新能源汽车、储能及消费电子等领域。

公司成长空间广阔，未来增长主要来源于高镍、超高镍三元材料产能释放、固态电池材料前瞻布局以及海外市场的拓展，受益于新能源产业链持续扩张，具备结构性增长潜力。盈利趋势向好，电池材料当前处于周期低位，随着供给过剩缓解，电池材料盈利有修复趋势。产业格局一般，公司在高镍化、快充、长循环等高端细分赛道虽具备先发优势，但行业竞争激烈且存在技术迭代风险。公司护城河尚可，依托技术壁垒、以及与下游客户的深度协同，构建了技术与客户双轮驱动的可持续竞争优势，但公司技术有被颠覆的可能，拉低护城河星级。

基于固态电池材料占有市场一席之地，**现有多元材料被替代**的假设，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，投资性价比尚可。

我们区别于市场的观点

我们认为，当升科技的价值不仅在于现有三元材料的规模与成本优势，更在于其在固态电池材料领域的实质性领先布局，硫化物/氧化物固态电解质技术同步推进，形成“正极+电解质”双材料协同能力。

我们给予远期高镍与固态材料回归合理盈利中枢的假设，远期三元材料产能被固态电池材料替代，当前估值未充分体现其固态电池带来的估值空间。

风险提示

若全球新能源汽车销量增速持续放缓，则动力电池材料需求可能不及预期，导致公司产品面临产能利用率下滑与价格战的风险；若碳酸锂、镍、钴等核心原材料价格剧烈波动，则压缩短期毛利率；若固态电池技术路线发生重大转向，则公司技术存在落后风险。

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
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	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	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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司主营业务涵盖三元正极材料、磷酸铁锂、固态电池材料及前驱体等产品，广泛应用于新能源汽车、储能系统和消费电子领域。公司拥有北京、江苏、四川、湖北、内蒙古等多个生产基地，并在海外布局产能，具备全球化运营能力。公司持续投入研发，已形成覆盖高镍、超高镍、快充、长循环等高端材料的技术体系。

2. 业务介绍

对于当升科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

磷酸铁锂：

公司磷酸铁锂业务主要面向储能及中低端电动汽车市场，产品具备高安全性、长循环寿命和低成本优势。当前产能稳步扩张，受益于储能需求爆发式增长，已成为公司第二增长曲线。竞争市场为全球，核心竞争对手包括德方纳米、龙蟠科技、湖南裕能等，价格竞争激烈，但公司凭借工艺稳定性和客户粘性，在头部电池厂中占据一定份额。

固态电池材料：

公司固态电池材料业务聚焦于硫化物、氧化物类电解质及复合正极材料。目前已实现多款固态电解质样品送样，并向清陶能源、卫蓝新能源、辉能科技等头部固态电池企业批量供货，处于行业技术领先梯队。竞争市场为全球，尚处技术验证与小规模试产阶段，参与者包括宁德时代、国轩高科、日本丰田、LG化学等。

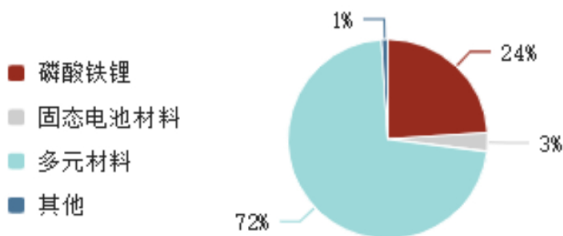
多元材料：

公司多元材料（三元正极材料）以高镍、超高镍（Ni90以上）为主，广泛应用于特斯拉、蔚来、理想等高端新能源车型。产品具备高能量密度、优异热稳定性及快充性能，已进入宁德时代、LG新能源、SK On等全球主流电池供应链。竞争市场为全球，由容百科技、长远锂科、贝特瑞等企业构成。

其他：

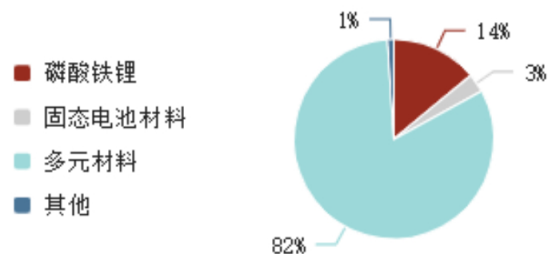
公司还布局回收再生、钠离子电池材料等业务，竞争市场为全球范围。

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

公司聚焦新能源电池材料领域，通过持续的研发投入，掌握高镍三元、磷酸铁锂、固态电解质等核心技术，并围绕宁德时代、LG新能源、SK On、比亚迪等头部客户进行定制化产品开发。公司具备较高资产强度，拥有多个大型生产基地（如北京、江苏、四川、湖北）及海外产能规划，固定资产投资大。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司资产强度较高，2025年，公司资产总计达224.06亿元，近两年年均复合增长率约为13.44%（资产规模保持稳健扩张态势）。资产结构的边际变化主要源于多元化战略转型下的产能重塑与全球化布局（如攀枝花基地12万吨磷酸铁锂产线投产打造第二增长曲线，芬兰基地高镍产能建设，以及固态电池、钠电等多技术路线的提前卡位）。资产运营效率方面，2026年一季度，总资产周转率为0.1922次，反映出公司在海外产能建设及新产线（如铁锂一期）爬坡期的重资产属性。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司研发投入持续加码，2025年，公司研发费用达4.86亿元，研发费用率达4.68%（研发试制投入大幅增加）。研发全面聚焦超高镍三元、高压实磷酸铁锂、固态电池材料（正极与电解质）及钠电等前沿技术，并已在全固态电池关键材料领域率先实现吨级量产与头部客户导入，技术壁垒正加速转化为商业化先发优势。

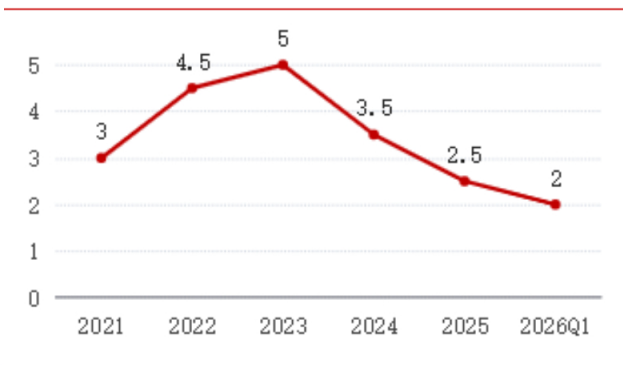
4. 历史经营绩效

2021-2023年，公司依托新能源汽车高景气周期实现营收与利润双增长，盈利能力持续提升，2023年达历史峰值；但2024年起受行业产能过剩、原材料价格下跌及下游去库存影响，盈利与成长能力显著回落。业务控制力与财务健康度保持稳定，展现出较强的抗风险能力。股东回报方面，投资者回报主要依赖股价波动，稳定性不足。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



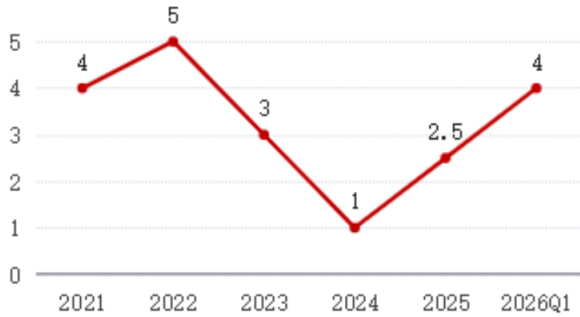
数据来源：公司财报，壹评级

2019-2023年，公司盈利能力星级呈上升趋势，其中2020年至2022年主要受益于锂电正极材料行业景气上行，2023年公司高镍三元正极材料出货量占比提升，叠加公司国际客户占比较高，公司盈利水平保持强劲且小幅提升。2024-2026年，星级有所下降，主要系锂电正极材料行业竞争加剧，单吨利润下降。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



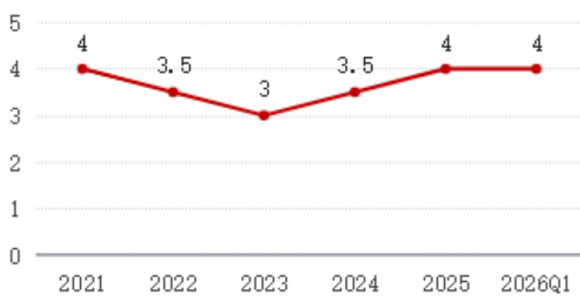
数据来源：公司财报，壹评级

公司近年历史成长能力呈现“先升后降、触底反弹”的趋势。2021年公司营收与利润实现双位数增长，2022年在新能源汽车高景气度带动下迎来爆发式增长，成长能力评级达5星；2023年受行业产能扩张过快、需求增速放缓影响，业绩增速明显回落至3星水平；2024年叠加原材料价格下跌与下游去库存压力，成长能力一度降至1星低位。2025-2026年，随着储能需求持续放量、高镍材料订单恢复及海外业务拓展加速，成长能力回升。

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



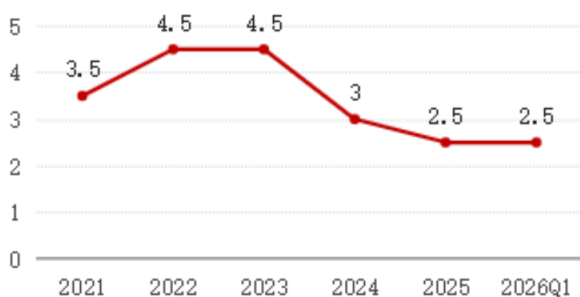
数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来在业务控制力与财务健康度方面整体表现稳健。2021-2022年受益于行业高景气，公司经营效率提升，对上下游议价能力增强，经营性现金流充裕。2023年面临盈利压力，但未出现明显的现金流紧张。进入2024-2026年，随着行业竞争加剧，公司海外客户占比高，回款能力较强，经营活动现金流持续为正，且未因扩张而显著增加对外占款或杠杆水平，整体财务健康度较为稳健。

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

公司股东回报能力近年呈“先升后降”的趋势，但其驱动因素主要来自股价表现与资本增值，而非现金分红。2021-2022年新能源板块整体估值抬升，叠加公司业绩高增长，股价大幅上涨，推动股东回报评级升至4.5星；2023年起，随着市场风格切换、行业产能过剩及盈利预期下修，股价回调明显；2024-2026年，尽管盈利逐步修复，但受制于再融资需求与海外扩产投入，投资者回报主要依赖股价波动，稳定性不足，导致股东回报评级从高位回落。

5. 四维评级

公司成长空间广阔，未来增长主要来源于高镍、超高镍三元材料产能释放、固态电池材料前瞻布局以及海外市场的拓展，受益于新能源产业链持续扩张，具备结构性增长潜力。盈利趋势向好，电池材料当前处于周期低位，随着供给过剩缓解，电池材料盈利有修复趋势。产业格局一般，公司在高镍化、快充、长循环等高端细分赛道虽具备先发优势，但行业竞争激烈且存在技术迭代风险。公司护城河尚可，依托技术壁垒、以及与下游客户的深度协同，构建了技术与客户双轮驱动的可持续竞争优势，但公司技术有被颠覆的可能，拉低护城河星级。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间广阔，未来增长主要来源于高镍三元材料产能释放、固态电池材料技术突破与海外布局深化，叠加储能及新能源汽车需求持续扩张，具备较强外延与内生驱动能力。

磷酸铁锂(5星):

受益于储能需求爆发式增长及电动车渗透率提升，公司磷酸铁锂产品在储能系统、中低端电动汽车领域快速放量，产能持续扩张，市场需求旺盛，具备强劲增长动能。

固态电池材料(5星):

固态电池材料业务成长空间广阔。公司已实现硫化物/氧化物电解质与复合正极材料的技术突破，并向清陶、卫蓝等头部企业批量供货，处于行业技术前沿。随着固态电池产业化加速，该业务有望成为未来十年最具爆发力的增长点，具备高成长潜力。

多元材料(1星):

多元材料业务成长空间评分为1星。高镍三元材料虽为高端车型主流选择，但行业竞争激烈，产能过剩压力显现，且受技术颠覆性影响，成长弹性较弱。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

2023-2024年受碳酸锂价格暴跌、行业产能过剩及下游去库存影响，正极材料环节利润一度压缩至历史低位，部分企业甚至亏损。自2025年起，随着碳酸锂价格企稳反弹、下游需求回暖及行业落后产能出清，材料环节盈利显著修复。

磷酸铁锂(3.5星):

磷酸铁锂业务盈利趋势较强。2024年受锂价持续下行拖累，行业普遍承压，公司该业务亦阶段性接近盈亏平衡；2025年以来，伴随锂价触底反弹、储能需求刚性释放及自有攀枝花基地满产降本，单吨净利润回暖，盈利进入稳健修复通道。未来，随着供需情况改善，产品有望回到中枢水平。

固态电池材料(3.5星):

固态电池材料业务盈利趋势评分较高。尽管尚处产业化初期，但受益于技术溢价与定制化供应模式，该业务自2025年起已实现稳定正向贡献。随着硫化物正极与电解质材料批量出货，单位成本持续下降，盈利质量优于传统材料有望不断改善。

多元材料(3星):

2024年Q1-Q2受镍钴价格波动及国际客户去库存影响，单吨利润承压；2025年Q2起，随着LG、SK On等海外客户放量、高镍产品占比提升及原材料成本传导机制改善，三元正极单吨扣非利润回升，盈利明显从低点回暖。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局一般，呈现“技术领先、竞争分化”的特点。在高镍三元与固态材料领域具备先发优势，但在磷酸铁锂和传统三元市场面临激烈竞争，利润受上下游挤压。

磷酸铁锂(2.5星):

磷酸铁锂业务产业格局一般。市场竞争激烈，参与者众多，德方纳米、龙蟠科技、湖南裕能等企业均具备较强竞争力，竞争激烈，内卷严重。

固态电池材料(1.5星):

固态电池材料业务产业格局较弱。该领域尚处早期阶段，技术路线未定，参与者包括宁德时代、国轩高科、丰田、LG化学等，格局高度不确定。

多元材料(2.5星):

多元材料业务产业格局一般。高镍三元材料由容百科技、长远锂科、贝特瑞等企业主导，竞争格局趋近稳定。但三元材料面临技术迭代，拉低星级。

5.4 护城河

★★★★☆

磷酸铁锂业务虽具备一定的规模效应和成本优势，但受制于产品同质化和激烈的市场竞争，护城河相对有限；多元材料业务尽管拥有高镍三元领域的技术积累和头部客户资源，但在技术迭代的浪潮下，难以构筑持久壁垒，护城河较为薄弱；相比之下，固态电池材料业务凭借前瞻性的技术布局、核心专利储备以及与前沿客户的深度协同，在下一代电池材料赛道中形成了显著的先发优势和技术壁垒，护城河最为深厚且具备良好延续性。

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
磷酸铁锂	(2星) 公司磷酸铁锂业务护城河宽度星级中等。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为9.6%，公司市占率约为5%，业务控制力为4星。公司在储能与中低端电动汽车用磷酸铁锂材料领域具备规模化生产能力与客户资源积累，但产品同质化程度高、竞争激烈，护城河主要依赖成本控制与产能布局，壁垒相对有限。	(3.5星) 该业务拥有成本与规模护城河。1) 公司通过自有攀枝花基地实现原料自供与一体化生产，有效降低单位制造成本，在行业价格战中具备一定韧性；2) 随着储能需求刚性增长，头部企业产能利用率提升，形成“强者恒强”格局，公司凭借稳定供货能力在宁德时代、比亚迪等客户体系中保持份额，护城河具备一定延续性。
固态电池材料	(3.5星) 公司固态电池材料业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为11.8%，公司市占率约为10%，业务控制力为4星。公司率先突破硫化物/氧化物电解质及复合正极材料技术瓶颈，已向清陶、卫蓝等头部固态电池企业批量供货，构筑起技术先发优势与客户绑定双重护城河。	(3.5星) 该业务拥有技术与规模护城河。1) 固态电池材料技术路线尚未定型，公司掌握多项核心专利，在硫化物体系中具备全球领先的研发能力，形成较高的技术壁垒；2) 已与多家前沿客户建立联合开发机制，进入其供应链认证体系，未来产业化落地将强化客户粘性，护城河具备较强可持续性。
多元材料	(1.5星) 公司多元材料业务护城河宽度星级低。经壹评级调整后，稳态期该业务没有超额收益，公司市占率不足1%，业务控制力为4星。公司虽在高镍三元材料领域具备技术优势，但该业务未来被固态电池材料替代，导致护城河宽度不够。	(2星) 该业务拥有技术与规模护城河。1) 公司掌握高镍材料的掺杂改性、包覆工艺等核心技术，具备一定的技术壁垒；2) 固态电池材料和磷酸铁锂材料替代性强，护城河易被打破，持续性弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于固态电池材料占有市场一席之地，**现有多元材料被替代**的假设，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，投资性价比尚可。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括磷酸铁锂、固态电池材料、多元材料，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

磷酸铁锂

收入假设：

量：2025年磷酸铁锂出货量约6万吨，主要来自攀枝花基地首期12万吨产能逐步满产；2026年目标出货12万吨，增量依赖西南基地二期建设及代工产能协同释放。远期规划总产能有望突破40万吨。

价：2025年磷酸铁锂均价约3.3万元/吨，当前已站上5.3万元/吨；长期看，在全球储能需求刚性支撑下，叠加材料性能升级，价格中枢有望维持在5.4万元/吨区间。

盈利能力假设：

短期：2026年成本约3.35万元/吨，毛利率约6%，虽低于三元材料，但已实现稳定盈利，受益于磷酸铁锂行业周期回暖。

长期：通过五代产品迭代、自供前驱体比例提升及规模化效应，单位成本得到控制，稳态ROIC可稳定在10%左右。

固态电池材料

收入假设：

量：2025年固态电池材料出货近千吨，处于客户验证与小批量导入阶段；2026年目标出货1000吨，主要来自清陶、卫蓝、辉能等客户的半固态电池装车放量，以及一汽、蔚来等车企百公斤级订单转化。远期随着全固态电池产业化推进，2027年后有望进入万吨级放量通道。

价：2026年固态正极材料均价约14万元/吨，显著高于传统三元；长期看，价格中枢预计维持在14.3万元/吨，该价格不确定性较高。

盈利能力假设：

短期：2026年单位成本约11.5万元/吨，毛利率超18%，仍然处于试产阶段。

长期：随着硫化物电解质与复合正极量产工艺成熟，公司有望规模化生产，长期ROIC维持在11.8%水平。

多元材料

收入假设：

量：2025年多元材料出货约6万吨，主要来自LG、SK On等海外客户订单恢复；2026年目标出货7.5万吨，增量依赖高镍9系产品在欧洲高端车型的渗透及大圆柱电池材料导入。远期受制于三元电池整体增速放缓，产能扩张趋于谨慎，增长以结构优化为主。

价：2025年高镍三元均价约13.3万元/吨，当前随镍价企稳略有回升；长期看，在高端电动车对能量密度的持续追求下，高镍产品价格中枢有望维持在14-15万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2026年单位成本约11.5万元/吨，毛利率约18%，海外订单占比提升和供大于求的情况缓解，带动整体盈利修复。

长期：随着固态电池放量，高镍三元被替代，将贡献极少利润。

表2：公司整体业绩预测

当升科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	151.3	75.9	103.7	160.4	191.1	363.7	412.5	526.3
归母净利润(亿)	19.2	4.7	6.3	10.5	14.1	30.2	35.1	46.1
归母净利润增速(%)	-14.7	-75.5	34.2	66.0	34.2	114.1	16.4	31.2
经营性净利润(亿)	19.2	3.6	5.3	10.1	13.8	29.9	34.8	45.8
经营性净利润增速(%)	-17.3	-81.0	46.3	90.1	35.9	116.9	16.6	31.5
经营性归母净利润(亿)	19.2	3.6	5.3	10.1	13.8	29.9	34.8	45.8
经营性归母净利润增速(%)	-17.1	-81.1	46.0	90.9	35.9	116.9	16.6	31.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

磷酸铁锂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	17.5	28.4	42.7	49.1	61.5	78.2	130.5
收入增速(%)	0.0	0.0	61.8	50.6	14.9	25.3	27.2	66.8
经营性净利润(亿)	0.0	-1.3	-0.6	0.4	1.3	2.6	4.6	10.0
经营性净利率(%)	0.0	-7.3	-2.2	0.9	2.6	4.2	5.9	7.6
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	50.7	160.6	231.3	103.5	79.9	115.6
固态电池材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.1	2.8	124.9	142.1	194.9
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1865.8	4440.5	13.8	37.2
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	11.7	13.3	18.2
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	9.2	9.5	9.4	9.3	9.3
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1932.2	4366.9	13.4	37.0
多元材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	138.5	51.5	62.1	105.8	127.4	165.2	179.8	188.3
收入增速(%)	-27.3	-62.8	20.7	70.3	20.4	29.7	8.9	4.7
经营性净利润(亿)	19.3	4.4	4.2	9.7	12.2	15.5	16.9	17.6
经营性净利率(%)	14.0	8.6	6.8	9.2	9.5	9.4	9.4	9.3
经营性净利润增速(%)	-16.3	-77.2	-4.6	130.4	25.3	27.7	8.6	4.3
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.8	6.9	13.2	11.7	11.9	12.1	12.4	12.6
收入增速(%)	-42.0	-46.0	91.7	-12.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-0.2	0.5	1.7	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-1.4	7.3	13.2	0.3	0.7	0.6	0.5	0.5
经营性净利润增速(%)	-308.7	390.3	247.2	-98.0	146.5	-19.0	-1.7	-4.3

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)
多元材料	-100.0%	中低-	一般	一般	7.0%	8.11	17.0
磷酸铁锂	5.0%	中等-	一般	较强	7.8%	14.09	12.1
固态电池材料	7.0%	中等	一般	较强	8.5%	16.25	22.0
其他	2.0%	中低	一般	一般	6.5%	14.85	0.5
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
多元材料(亿)	17.9	98.1	116.0	48.1	-	-	164.1
磷酸铁锂(亿)	-36.5	86.7	50.3	16.4	-	-	66.6
固态电池材料(亿)	-30.9	171.5	140.6	6.5	-	-	147.0
其他(亿)	0.9	5.4	6.3	-	-	-	6.3
公司整体测算(亿)	-48.6	361.7	313.1	70.9	-	-	384.0

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
多元材料(亿)	77.9	-	77.9	48.1	-	-	126.0
磷酸铁锂(亿)	-13.5	80.4	66.9	16.4	-	-	83.3
固态电池材料(亿)	5.3	154.5	159.7	6.5	-	-	166.2
其他(亿)	3.5	4.8	8.3	-	-	-	8.3
公司整体测算(亿)	73.2	239.7	312.9	70.9	-	-	383.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。一方面，传统三元和磷酸铁锂材料业务仍受碳酸锂、镍钴等原材料价格波动及行业产能周期影响，盈利弹性大；另一方面，尽管固态电池材料等新技术方向具备长期成长逻辑，但尚处产业化早期，收入占比低、技术路线未定，对其市场定位尚未形成一致预期。技术路径对于公司估值影响较大，确定性较低。

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。