

## 久立特材 (002318.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月23日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	24.72
总市值	241.56 亿
PE-TTM	15.95
PB-MRQ	2.65

## 估值结果

价值	345.82 亿
DDM 估值 上行空间	43%
状态	偏低估
价值	360.61 亿
动态估值 上行空间	49%
状态	偏低估

## 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

久立特材是全球领先的专业化工业用不锈钢管及特种合金管材制造企业，在油气开采、核电、LNG、高端化工装备等关键领域占据主导地位，深度绑定中石油、中石化、中海油、中广核及国际能源巨头。

公司成长空间中等偏上，未来增长主要依赖高端无缝管国产替代加速、海外油气资本开支复苏及新能源领域（如氢能储运、第四代核电、海上风电）需求放量，整体呈现稳健增长与结构性突破并存的特征，具备一定爆发潜力。盈利趋势向好，受益于产品结构持续优化，毛利率长期高于普钢及普通不锈钢企业。产业格局优良，工业用不锈钢管行业集中度较高，公司作为国内龙头，在高端无缝管细分市场市占率领先，具备较强议价能力与客户粘性。公司护城河深厚，依托技术壁垒、资质壁垒、客户粘性等，形成难以复制的护城河。

基于高端管材需求持续增长以及海外油气资本开支平稳，公司海外市占率提高的假设，根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于偏低估区间。

## 我们区别于市场的观点

国内高端无缝管市场本身规模有限，且下游客户集中度较高，公司市占率已处于行业领先地位。短期，海外市场可能受地缘政治、贸易壁垒及国际认证周期等因素影响，订单突破具有不确定性，市场目前较悲观。我们认为，公司估值应该更多聚焦于远期天花板，而非短期订单波动。

## 风险提示

若全球油气行业资本开支波动或下游项目审批放缓，则可能导致公司高端无缝管订单获取不稳定，产销量及盈利增长面临不确定性。若核电、LNG等高端领域国产替代进程不及预期，则可能影响公司高毛利产品占比提升节奏。

## 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 研发高端度	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	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 .....	11
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	12

## 1. 基本信息

久立特材成立于2000年，是中国专业化工业用不锈钢管及特种合金管材制造领域的领军企业，总部位于浙江湖州，在浙江湖州、四川成都等地拥有多个现代化生产基地，具备年产数十万吨高性能工业用不锈钢及特种合金管材的生产能力，是全球工业用不锈钢管行业的核心供应商之一。

公司主营业务涵盖工业用不锈钢无缝管、焊接管、特种合金管材及管件等板块，产品广泛应用于油气开采、核电、LNG、高端化工装备、新能源（氢能、海上风电）等关键领域。公司技术装备达世界先进水平，拥有全流程精密制造能力，多项产品填补国内空白，打破国外垄断，深度绑定中石油、中石化、中广核及国际能源巨头，是国内高端无缝管细分市场的龙头企业。

## 2. 业务介绍

对于久立特材公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

国外不锈钢管：

公司是国际能源巨头的核心供应商，产品远销70多个国家和地区，深度参与全球油气资本开支周期。通过收购德国EBK公司，公司成功切入欧洲及中东高端管线钢管市场，并与沙特阿美、壳牌、埃克森美孚等国际巨头建立长期战略合作。随着海外油气资本开支复苏及EBK协同效应释放，公司在全球高端管材市场的份额有望持续提升，竞争格局呈现显著的全球化特征。我们对该业务的市场界定为海外范围。

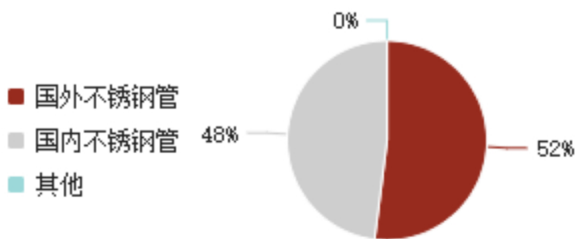
国内不锈钢管：

公司作为国内工业用不锈钢管行业的绝对龙头，核心业务涵盖高端无缝管、焊接管及管件等板块，深度绑定中石油、中石化、中海油、中广核等国内能源巨头，在核电蒸发器U型管、油气开采用耐蚀合金管等关键细分领域占据主导地位。凭借技术壁垒与定制化服务能力，公司产品广泛应用于国内大型炼化一体化项目、核电站建设及长输管线工程，在国内高端工业用不锈钢管市场具备极强的定价权与客户粘性。我们对该业务的市场界定为国内范围。

其他：

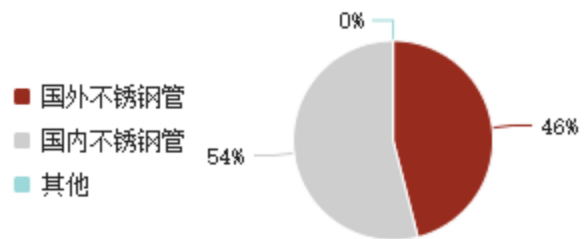
通过产业链纵向延伸布局，涵盖特种合金材料（如镍基合金）、新能源领域专用管材（如氢能储运容器用管、核聚变磁体铠甲）及管道预制件等业务。我们对该业务的市场界定为全球范围。

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

公司属于黑色金属冶炼及压延加工领域的特种管材制造企业，具备显著研发高端研发人力资源高端的属性。公司向上游通过供应链协同保障镍、铬等关键原材料稳定供应，向下游以定制化技术服务深度绑定中石油、沙特阿美等全球顶级能源客户，满足其在极端工况下的特种管材需求。

#### 3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司2023至2025年的总资产周转率稳定在0.74至0.85次之间，每投入1元资产大约能转化为0.8元的收入。从绝对规模看，支撑其百亿级营收需要维持130亿至140亿元的总资产，整体资产强度处于中等水平。

#### 3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司在研发投入上持续加码，研发人员数量逐年攀升至623人，占员工总数的比例达到13.31%。高强度的研发投入支撑了公司在尖端科技领域的深度卡位与技术突破。2025年，久立特材的研发费用达到3.96亿元，处于行业领先水平，在2023-2025年间呈现出持续增长的态势（从3.39亿元增至3.96亿元）。

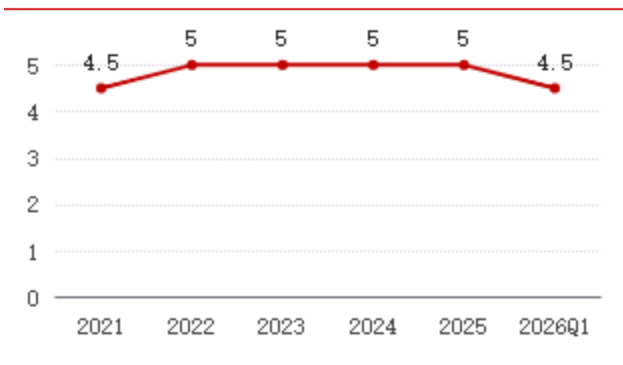
### 4. 历史经营绩效

公司2021-2025年盈利能力稳定在高星级，得益于永兴材料锂矿投资收益及高端定制化模式的技术壁垒与客户粘性，2026Q1因短期订单空档小幅回落至4.5星；成长能力2021-2023年保持4.5星，2024年后受行业放缓及战略调整影响逐步降至2026Q1的3星，进入稳健发展阶段；业务控制力及财务健康2021-2025年稳定4星，2026Q1因海外EBK订单结束回落至3.5星；股东回报2021-2026Q1持续5星，源于稳健盈利、现金流管理及超60%的股利支付率。

#### 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



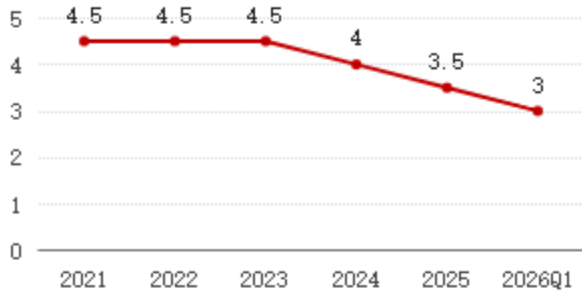
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力评级展现出极强的稳定性与韧性。2021-2025年，公司盈利能力评级稳定在4.5-5星区间，这得益于公司在永兴材料锂矿上的投资收益，以及其高端定制化商业模式，通过技术壁垒和优质客户粘性，保障了高附加值产品的稳定溢价能力。2026Q1评级小幅回落至4.5星，主因受短期订单空档期影响，但整体仍处于优异水平。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



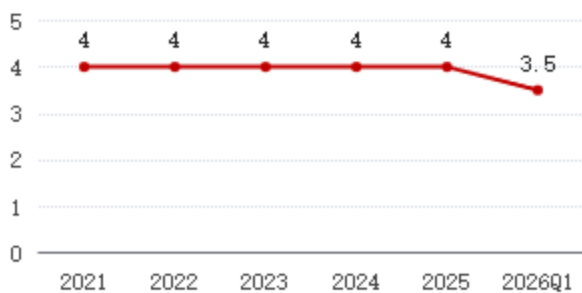
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史成长能力评级在2021-2023年保持稳定, 评分始终为4.5星, 体现公司在高端产品放量阶段的强劲增长势头。2024年起, 成长能力评分逐步回落, 2026Q1降至3星。这反映出公司在经历高速增长期后, 进入稳健发展阶段, 未来增长将更多依赖于产品结构优化和全球化布局的深化。

## 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



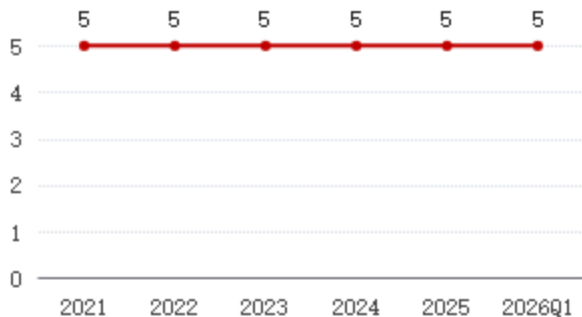
数据来源: 公司财报, 壹评级

2021-2025年, 公司业务控制力及财务健康评级稳定维持在4星, 反映出公司在业务运营和财务管控上的成熟与稳健。这一稳定性得益于其高端定制化商业模式, 通过技术壁垒和优质客户粘性, 保障了毛利率和现金流的稳定。2026Q1评级小幅回落至3.5星, 主要受海外EBK订单结束, 处于订单空档期影响, 但整体仍处于较高区间, 彰显其强大的抗风险能力和财务韧性。

## 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

公司股东回报能力评级自2021年至2026Q1持续保持满分5星, 体现了公司对股东回报的高度重视和卓越能力。这一优异表现源于其稳健的盈利能力、良好的现金流管理以及持续的分红政策, 连续两年股利支付率在60%以上。公司通过高端定制化服务和全球化布局, 实现了持续稳定的利润增长, 为股东提供了可观且稳定的回报。

## 5. 四维评级

公司成长空间中等偏上，未来增长主要依赖高端无缝管国产替代加速、海外油气资本开支复苏及新能源领域（如氢能储运、第四代核电、海上风电）需求放量，整体呈现稳健增长与结构性突破并存的特征，具备一定爆发潜力。盈利趋势向好，受益于产品结构持续优化，毛利率长期高于普钢及普通不锈钢企业。产业格局优良，工业用不锈钢管行业集中度较高，公司作为国内龙头，在高端无缝管细分市场市占率领先，具备较强议价能力与客户粘性。公司护城河深厚，依托技术壁垒、资质壁垒、客户粘性等，形成难以复制的护城河。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间呈现“海外扩张强劲，国内稳健发展”的格局。国外不锈钢管业务评分为3.5星，受益于全球化布局深化，2025年境外收入大幅增长，高附加值产品需求持续放量，展现强劲增长潜力；国内不锈钢管业务评分为3星，受行业整体增速放缓影响，增长相对稳健，依托高端定制化服务与技术壁垒，有望继续占领更多份额。

#### 国外不锈钢管(3.5星):

公司在海外市场的成长空间广阔，展现出“全球化加速、高端突破”的强劲势头。受益于全球油气资本开支的复苏以及公司在海外高端能源市场的深度渗透，境外业务已成为公司重要的增长极。特别是随着海外EBK基地的协同效应逐步释放，以及高附加值产品在国际市场的认可度提升，2025年境外收入实现了大幅增长。尽管面临地缘政治和贸易摩擦的潜在挑战，但公司凭借极具竞争力的性价比和技术实力，在“一带一路”沿线及欧美高端市场的份额持续扩张，成长天花板显著抬高，给予较高的成长空间评级。

#### 国内不锈钢管(3星):

公司在国内市场的成长空间相对稳健，呈现出“存量优化、增量受限”的特征。作为国内不锈钢管行业的绝对龙头，公司在本土市场的占有率已处于较高水平，传统领域的增长边际效应递减。然而，受益于国内核电审批的常态化加速以及油气集输管网的更新换代需求，公司在高端特种管材领域仍具备一定的结构性增长机会。虽然整体行业增速放缓限制了爆发式增长的可能性，但凭借国产替代的逻辑和在核电、航空航天等细分领域的垄断优势，国内业务仍能维持稳中有升的态势。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势表现稳健，国内外业务均展现出良好的盈利韧性。国外不锈钢管业务评分为3.5星，受益于高端产品溢价及全球化布局，盈利能力稳定；国内不锈钢管业务评分为3.5星，依托技术壁垒和优质客户粘性，毛利率长期维持在20%-25%区间，盈利趋势稳健。

### 国外不锈钢管(3.5星):

公司海外业务的盈利趋势向好，具备“高溢价、稳毛利”的特征。由于海外市场尤其是欧美地区对高端工业用管的质量要求极高，价格敏感度相对较低，公司出口的高附加值产品（如油井管、双相钢等）往往能获得比国内更高的毛利率。随着海外收入占比的提升，高毛利的海外业务有效拉动了整体盈利水平的上行。尽管海运成本和汇率波动可能带来短期扰动，但长期来看，全球化布局带来的风险分散效应和产品溢价能力，将支撑海外业务维持较为可观且稳定的盈利趋势。

### 国内不锈钢管(3.5星):

虽然国内不锈钢行业竞争激烈，普通管材面临价格战压力，但久立特材主攻的高端定制化市场具有极强的护城河。公司能够通过技术壁垒将原材料价格波动顺畅传导至下游，且在核电、LNG 等高端领域保持着较强的议价权，使得国内业务的毛利率长期维持在行业领先水平。这种穿越周期的盈利稳定性，使得即便在行业低谷期，国内业务依然能贡献丰厚的利润。

## 5.3 产业格局



公司在产业格局中占据领先地位，国内外业务均展现出强大的竞争优势。国外不锈钢管业务评分为5星，凭借全球化布局与高端产品优势，在国际市场具备较强竞争力；国内不锈钢管业务评分为5星，作为行业龙头，依托技术壁垒、优质客户粘性 & 高端定制化服务，持续巩固市场领先地位。

### 国外不锈钢管(5星):

公司在国际产业格局中占据极佳身位，展现出“全球龙头、稀缺标的”的统治力。在全球高端不锈钢管市场，能够与欧美老牌巨头（如V&M、Sandvik）正面抗衡的亚洲企业屈指可数，久立特材凭借全产业链的制造能力和极致的成本控制，已成为全球能源巨头（如壳牌、埃克森美孚）的核心供应商。公司在全球供应链重构的背景下，凭借不可替代的制造地位和日益提升的品牌影响力，在国际舞台上拥有极高的话语权和竞争壁垒，属于第一梯队的全球性玩家，因此给予高产业格局评级。

### 国内不锈钢管(5星):

公司在国内产业格局中处于“一超多强、绝对领跑”的地位。公司不仅是国内工业用不锈钢管的领军企业，更是在核电、油气等高端细分领域拥有近乎垄断的市场份额。相比于国内众多中小竞争对手，久立特材在规模效应、研发实力、资质认证（如核电准入）等方面拥有断层式的领先优势。公司在国内市场竞争中，行业集中度提升的红利将持续向龙头汇聚，确立了其不可撼动的国内霸主地位，故给予高产业格局评级。

## 5.4 护城河



公司国内外不锈钢管业务护城河宽度均评级为高星级，其中，国外不锈钢管依托全球高端能源领域技术领先、全球化产能布局及国际认证壁垒，进入欧美巨头与核电项目供应链；国内不锈钢管业务，凭借国内高端工业用管绝对龙头地位，覆盖核电、油气、化工等领域，以技术、客户资源与定制化服务构建壁垒。从持续性看，国内外业务均拥有转换成本与利基市场护城河，国外通过高端技术迭代、与国际能源巨头长期合作及海外基地本地化供货强化壁垒，护城河均具备较强可持续性。

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
国外不锈钢管	(4.5星) 公司国外不锈钢管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20.6%, 公司市占率约为16% (油气管道细分市场), 业务控制力为3.5星。公司在全球高端能源用不锈钢管领域具备技术领先优势与全球化产能布局, 产品通过多项国际权威认证, 进入欧美油气巨头及核电项目供应链, 护城河主要依赖技术壁垒、客户认证壁垒及海外基地的本地化服务优势, 壁垒坚实。	(5星) 该业务拥有转换成本和利基市场护城河。1) 公司掌握超超临界电站用管、海洋油气用管等高端产品的核心技术, 研发投入占比持续高于行业平均, 技术迭代能力领先, 形成较高的技术壁垒; 2) 已与壳牌、埃克森美孚、阿布扎比石油公司等国际能源巨头建立长期合作关系, 进入其全球采购体系, 客户粘性强, 且海外EBK基地的投产进一步强化了本地化供货能力, 护城河具备较强可持续性。
国内不锈钢管	(5星) 公司国内不锈钢管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15%, 公司市占率约为92% (高端油气管道细分市场), 业务控制力为3.5星。公司在国内高端工业用不锈钢管领域具备绝对龙头地位, 产品覆盖核电、油气、化工等核心领域, 护城河主要依赖技术壁垒、客户资源积累及高端定制化服务能力, 壁垒较宽。	(5星) 该业务拥有转换成本和利基市场护城河。1) 公司在核电用管领域具备唯一供应商资质, 掌握核级管材的全套生产工艺, 技术壁垒极高, 且持续参与国内重大能源项目的建设, 技术优势不断巩固; 2) 与国家管网、中广核等大型国企建立长期战略合作关系, 客户集中度高且粘性强, 同时通过定制化服务满足客户差异化需求, 护城河具备较强持续性。

数据来源: 壹评级

## 6. 公司估值

基于公司高端能源用管 (如油气、核电) 需求韧性凸显带来的结构性增长红利持续释放, 以及其在全球化布局与核电细分领域构筑的极深护城河难以被撼动的假设, 市场已较为充分地反映了其“高壁垒+稳增长”的龙头溢价。根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算, 公司当前股价处于偏低估区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括国外不锈钢管、国内不锈钢管, 我们对此业务进行盈利预测并估值, 各业务核心假设及逻辑如下:

#### 国外不锈钢管

##### 收入假设

量: 2025年国外不锈钢管出货量高增, 主要来自海外EBK基地产能逐步满产及欧美油气巨头订单放量; 2026年目标出货量略有下降, 截至本报告发布时, 公司并未披露大额订单。海外产品实际放量节奏受全球油气资本开支周期及贸易政策影响, 存在阶段性需求波动风险。

价: 2025年国外不锈钢管均价约10.3万元/吨 (随高端产品占比提升; 长期看, 在全球高端能源需求韧性支撑下, 叠加产品性能升级 (如耐腐蚀、高压), 价格中枢有望维持在10-13万元/吨区间, 具备较强溢价能力。

##### 盈利能力假设

短期：2026年单成本约7.7万元/吨，毛利率约25%，高于国内业务。受益于全球化布局带来的原料采购优势及高端产品溢价，成本控制优于国际竞争对手。

长期：通过超超临界电站用管、海洋油气用管等高端产品迭代、海外基地本地化生产及规模化效应，单位成本有望进一步下降；若全球油气资本开支维持高位，ROIC可稳定在17%，成为公司高盈利的核心业务。

### 国内不锈钢管

#### 收入假设

量：2025年国内不锈钢管出货量约11万吨，主要来自核电、油气等高端领域和常规领域的订单增长；2026年预计出货11万吨，增量依赖核电审批加速及油气管网更新换代需求。远期受制于国内行业整体增速放缓，产能扩张趋于稳健，增长以结构优化为主。

价：2025年国内不锈钢管均价约5万元/吨，当前随高端产品占比提升略有回升；长期看，在国产替代及高端领域需求支撑下，价格中枢有望维持在5.5-7万元/吨区间。

#### 盈利能力假设

短期：2026年单位成本约4.6万元/吨，毛利率约24%，虽受行业竞争影响，但凭借技术壁垒及客户粘性，盈利水平保持稳定。

长期：通过核电用管等高端产品量产、技术工艺优化及规模化效应，成本优势持续强化；若国内高端需求持续增长，ROIC有望稳定在14%-16%，保持行业领先水平。

表2：公司整体业绩预测

久立特材	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	85.7	109.2	120.6	123.0	128.4	134.6	142.2	151.8
归母净利润(亿)	14.5	14.8	15.0	17.1	17.5	18.0	18.6	19.4
归母净利润增速(%)	22.1	2.2	1.7	13.6	2.3	2.7	3.4	4.5
经营性净利润(亿)	10.2	14.5	12.4	17.1	17.5	18.0	18.6	19.4
经营性净利润增速(%)	34.2	41.8	-14.3	37.7	2.3	2.7	3.4	4.5
经营性归母净利润(亿)	10.2	14.2	12.3	17.1	17.5	18.0	18.6	19.4
经营性归母净利润增速(%)	34.9	39.3	-13.7	39.5	2.3	2.7	3.4	4.5

数据来源：壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

国外不锈钢管	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	29.4	46.7	66.7	55.7	59.0	62.6	66.4	70.5
收入增速(%)	83.6	58.7	42.7	-16.4	5.9	6.0	6.1	6.2
经营性净利润(亿)	5.4	7.1	7.1	7.6	8.1	8.5	9.0	9.5
经营性净利率(%)	18.3	15.2	10.6	13.7	13.6	13.6	13.6	13.5
经营性净利润增速(%)	159.6	31.9	-0.4	7.6	5.6	5.7	5.8	5.8
国内不锈钢管	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	56.2	62.5	53.9	67.3	69.4	72.1	75.8	81.3
收入增速(%)	14.0	11.1	-13.7	24.8	3.1	3.9	5.2	7.3
经营性净利润(亿)	4.9	7.4	5.3	9.5	9.4	9.5	9.6	9.9
经营性净利率(%)	8.6	11.8	9.9	14.1	13.6	13.1	12.6	12.2
经营性净利润增速(%)	-12.8	51.9	-27.6	77.2	-0.4	0.3	1.3	3.2
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	0.0	0.0	75.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
经营性净利率(%)	0.0	-201.7	-389.3	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4
经营性净利润增速(%)	-2.2	83.6	-239.5	99.1	0.0	0.0	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)
国外不锈钢管	6.5%	中等	非常好	强	7.5%	21.45	10.0
国内不锈钢管	2.5%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	10.0
其他	-	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	-0.0
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
国外不锈钢管(亿)	45.6	150.0	195.6	7.7	-	-	203.3
国内不锈钢管(亿)	56.6	94.5	151.2	6.2	-	-	157.4
其他(亿)	0.0	-0.0	-	-	-	-	0.0
公司整体测算(亿)	102.3	244.5	346.8	13.8	-	-	360.6

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
国外不锈钢管(亿)	90.1	102.7	192.8	7.7	-	-	200.5
国内不锈钢管(亿)	75.5	63.6	139.1	6.2	-	-	145.3
其他(亿)	0.0	-0.0	-0.0	-	-	-	-
公司整体测算(亿)	165.6	166.4	332.0	13.8	-	-	345.8

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司作为国内工业用不锈钢管龙头，在核电、油气等高端领域拥有极高的技术壁垒和客户认证壁垒，业务护城河深厚且盈利能力稳定。同时，公司“内稳外扩”的战略清晰，国内基本盘受益于国产替代和重大项目需求，海外增量则依托全球化布局持续放量，成长路径明确，这种“周期+成长”的特性使其估值确定性高于纯周期股。

## 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，并对这些护城河的可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。