

华域汽车（600741.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月28日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	17.11
总市值	539.43 亿
PE-TTM	7.51
PB-MRQ	0.79

估值结果

价值	738.48 亿
DDM 估值	上行空间 37%
状态	偏低估
价值	727.65 亿
动态估值	上行空间 35%
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

华域汽车是综合性汽车零部件平台企业，核心业务为汽车内外饰件，并覆盖功能件、金属成型和模具、新能源零部件等产品。2025 年内外饰件收入1339 亿元，占主营业务收入76%，是公司利润和现金流基本盘。公司成长空间一般，主要由于内外饰件行业公司核心品类已处成熟期，成长弹性有限。公司产业格局一般，主要由于内外饰件和部分功能件仍具备较高集中度及较强客户粘性，但后起的民营企业策略激进，通过价格战快速抢占份额。公司护城河较深，主要由于客户资源、车型定点、验证周期、同步开发能力和大规模交付能力形成较强转换成本优势。

基于对公司内外饰件稳健增长、功能件低速增长、毛利率基本稳定、费用率保持克制的假设，公司处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

市场对于汽车行业内销整体景气度尤其是合资较为悲观，认为公司业绩也可能较明显下滑，但我们认为公司仍在积极开拓合资外的新客户，新增定点项目较多，虽然成长性不强但有望凭借延锋长期的行业领先地位战胜行业beta，股息率有望保持稳健，提供了安全边际。

风险提示

整车价格战压制利润率：汽车行业竞争加剧，零部件供应商面临年降、开发周期缩短和供应链管理压力，内外饰毛利率提升空间有限。

传统业务需求下滑风险：车灯、起动机、发电机、部分热加工件等传统产品受燃油车下行和客户结构切换影响，可能拖累整体增长。

新业务转型低于预期：智能底盘、智能动力、固态电池等方向仍处投入和整合阶段，若订单兑现、盈利能力或客户拓展不及预期，估值重估空间可能受限。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	6
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	7
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	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

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	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	7
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	10
表3：公司分业务业绩预测	10
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	11

1. 基本信息

华域汽车主要从事汽车等交通运输车辆和工程机械零部件及总成的设计、研发、生产和销售，控股股东为上汽集团。公司业务覆盖内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等，各类主要产品在国内具备较高市场占有率；其中内外饰件是第一大业务，2025年主营收入约1339亿元，占比约76%，毛利约161亿元，占主营毛利约77%。

公司前身为上海巴士实业，1996年上市，2009年上汽集团将零部件资产注入上市公司并更名为华域汽车。2014年延锋与江森自控推进全球内饰合作，2017年与麦格纳合作电驱动系统，2018年收购小系车灯相关资产并设立华域视觉。近年公司推进“中性化、零级化、国际化”，业外客户已覆盖赛力斯、特斯拉上海、比亚迪、吉利、小米、一汽大众、奇瑞、华晨宝马、小鹏等，2025年主营业务收入中64.6%来自上汽集团以外客户。

2. 业务介绍

对于华域汽车公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

内外饰件：

产品包括仪表板、门板、保险杠、座椅、车灯等，是公司核心收入和利润来源。2025年内外饰件收入1339亿元，预计2030年达到1573亿元，2025-2030年CAGR约3.3%。仪表板、门板、保险杠、座椅等品类具备项目定点和同步开发属性，华域/延锋在国内位居第一梯队；车灯业务原为国内龙头，但近年星宇股份在成长性和高附加值研发上更领先。我们将其界定为汽车内外饰及智能座舱配套市场。

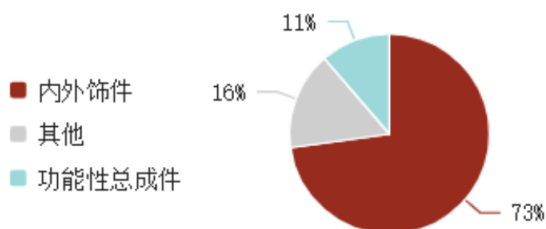
其他：

产品包括传动轴、底盘模块、制动、转向、空调压缩机、油箱、热管理和部分新能源电驱动相关产品。2025年收入约292亿元，增长空间主要来自上汽体系企稳、智能底盘整合、海外客户和部分新能源增量。我们将其界定为汽车功能件及底盘系统市场。

功能性总成件：

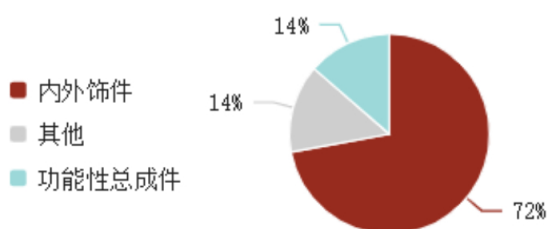
包括金属成型和模具、电子电器件、热加工件及其他零部件业务。部分传统燃油车相关产品承压，电子电器和新能源方向仍需验证放量节奏。我们将其界定为多元零部件补充业务及转型期可选业务。

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

华域汽车是典型ToB前装汽车零部件平台企业，收入来自整车厂车型平台定点、同步开发和量产配套。公司通过进入客户供应链、参与前期开发、完成样件验证和量产爬坡，在车型生命周期内获得持续供货。增长机制包括单车价值量提升、客户结构从上汽体系向自主及新能源头部客户扩张、部分海外产能爬坡、智能底盘和电动化业务整合。

公司销售模式以工程开发、质量验证、报价和交付能力为核心，不依赖大众营销。客户结构过去高度依赖上汽体系，近年显著改善；2025年上汽以外客户贡献64.6%，赛力斯、特斯拉、比亚迪、小米、吉利等进入重要客户矩阵。成本和利润率受原材料、年降、人工制造、产能利用率和项目爬坡效率影响较大；2025年主营毛利率约11.85%，内外饰件毛利率约12.05%，整体净利率维持在4%左右。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

华域汽车的研发强度在汽车零部件行业中处于较低水平，核心业务以内外饰件、功能件等成熟前装零部件为主。公司产品开发更多围绕车型平台同步开发、工程适配、质量验证和工艺稳定性展开，而非持续高强度底层技术突破。公司仍需在座椅舒适功能、智能照明、底盘集成和新能源配套上保持研发投入，但相较智能座舱域控、线控底盘、芯片和软件算法类业务，研发壁垒和研发投入强度较低；模型中研发费用率约维持在3.5%-3.7%。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

华域汽车的客户集中度在汽车零部件行业中处于低水平，不存在对单一客户或单一下游领域的依赖。公司已从上汽体系零部件平台逐步转向覆盖国内主流整车厂的综合Tier 1，2025年主营业务收入中64.6%来自上汽集团以外客户，赛力斯、特斯拉上海、比亚迪、小米、吉利、一汽大众、奇瑞、华晨宝马、小鹏等均已成为重要客户。虽然上汽体系仍是重要基本盘，但单一客户或单一集团对公司收入的约束持续下降，客户结构分散化提升了收入稳定性。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

华域汽车的营销强度在汽车零部件行业中处于较低水平，获客核心在车型定点、同步开发、工程验证、成本报价、质量体系、产能保障和交付稳定性。公司是ToB项目制前装零部件供应商，不依赖广告投放、终端渠道或大众营销。客户关系一旦进入车型平台，后续更多通过新项目报价和配套能力延续合作，因此销售费用率长期处于低位，模型预测2025年销售费用率约0.46%，2030年仍低于1%。

4. 历史经营绩效

2021-2025年，公司营业收入从1399亿元增长至1840亿元，CAGR约7.1%；归母净利润从64.7亿元增长至72.1亿元，CAGR约2.7%。收入增长主要来自内外饰件和功能性总成件，内外饰件2021-2025年CAGR约10.3%，功能件约4.8%；利润增速慢于收入，主要由于整车价格战、成熟零部件年降、海外业务毛利偏低和费用投入抵消部分规模效应。

2025年公司实现营业收入1839.99亿元，同比增长8.49%；归母净利润72.07亿元，同比增长7.51%；扣非归母净利润63.87亿元，同比增长10.67%。内外饰板块与功能件板块为主要增长引擎，内外饰利润贡献最大；海外业务毛利率有所改善但仍不是高毛利来源，国内业务毛利率显著高于海外业务。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



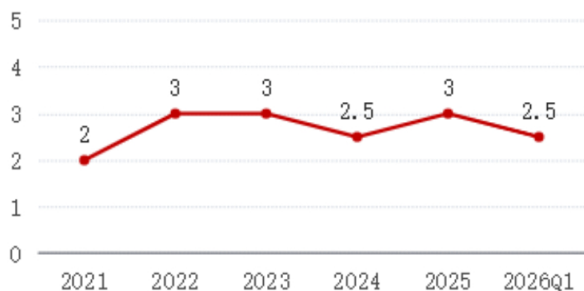
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力长期一般。2021-2025年综合毛利率从14.38%下降至12.30%，2024年低点为12.14%，2025年小幅修复；净利率维持在约3.9%-4.6%区间。盈利能力承压来自成熟零部件年降、客户价格谈判、海外项目一次性损失及原材料波动；修复因素来自收入增长、海外经营改善、降本和供应商成本传导。

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

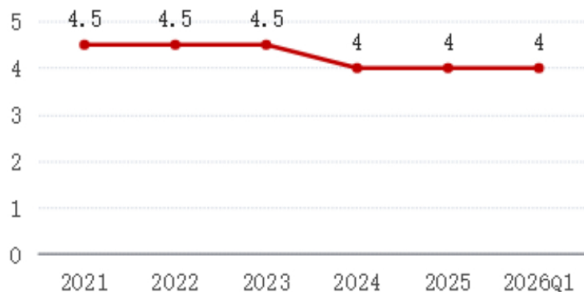
公司历史成长能力长期一般。2021-2025年营收CAGR约7.1%，主要由内外饰件放量驱动；归母净利润CAGR约2.7%，利润弹性弱于收入。2025年收入和利润均恢复正增长，但2026年一季度收入403.7亿元、归母净利润12.7亿元，同比仍小幅下滑，反映汽车零部件平台增长受行业周期和价格压力约束。

从结构看，内外饰件收入由2021年904亿元增至2025年1339亿元，门板、座椅、保险杠等销量和单车价值量提升贡献明显；功能性总成件增长较慢，金属成型和模具等传统业务下滑。后续成长主要依赖智能座舱配置升级、客户中性化、头部新能源客户份额和海外产能爬坡。

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

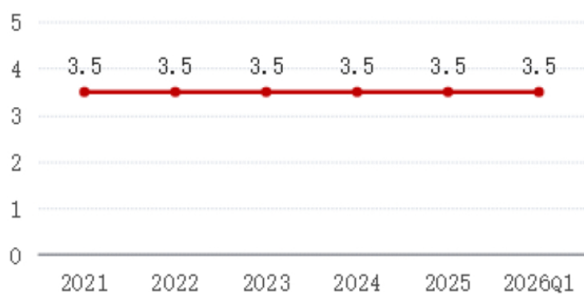
公司业务控制力长期较好，核心在客户资源、供应链准入、车型定点和同步开发能力。公司进入上汽大众、上汽通用、比亚迪、赛力斯、特斯拉、小米、吉利等主流整车客户供应链，产品一旦定点后通常经历开发、模具、PPAP、路试和量产爬坡，切换成本较高。

财务健康评级较好。2025年公司经营现金流约95亿元，高于归母净利润；资产负债率约64%，应收账款随年底价格谈判和客户结算节奏上升，但存货保持健康。公司有较强现金流和分红能力，但体量大、制造资产重、应收应付规模高，财务弹性不如轻资产成长型公司。

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

公司股东回报长期较好。公司历史实际分红率长期维持较高水平，2016-2025年多在30%-50%区间，2025年度拟每10股派发现金红利10元，目前股息率6%。高股息构成公司估值安全垫，也是其红利属性的重要来源。

股东回报的可持续性来自稳定现金流、成熟业务较低扩张强度和资本开支可控；约束在于若智能底盘、智能动力、固态电池等新业务加大投入，或海外项目继续占用资本，分红率可能阶段性波动。

5. 四维评级

公司的特点在于有着较深的护城河，同时产业格局较好，但成长空间偏弱，盈利趋势短期稳中承压。这主要是由于公司主营业务以内外饰件和功能件等成熟汽车零部件为主，内外饰件在仪表板、门板、保险杠、座椅等细分领域具备较强客户资源、车型定点和同步开发能力，叠加公司已经从上汽体系平台逐步扩展为覆盖赛力斯、特斯拉、比亚迪、小米、吉利等主流车企的综合Tier 1，形成了较强转换成本和规模交付能力。但我们也需注意到，公司的传统主营业务整体接近成熟期，收入增长更多来自单车价值量提升和客户结构改善，而非行业高增；同时整车价格战和年降压力限制盈利弹性，车灯、智能座舱、线控底盘等快速迭代领域也面临专业化龙头竞争。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力一般，成长性主要来源于全球汽车销量的慢速增长和内饰价值量的小幅提升。

内外饰件 (2.5星):

内外饰件的成长能力一般。行业成长来自整车产量低速增长、内饰软质化、智能座舱集成、座椅舒适配置提升、车灯智能化升级。仪表板市场2025-2030年CAGR约3%-4%，门板市场2030年全球规模约1800亿元，座椅国内市场预计至2027年约1200亿元，车灯市场受智能照明和出口车型升级拉动。公司是成熟龙头，但核心品类渗透率已高，模型预测内外饰件2025-2030年CAGR约3.3%，成长空间不高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司未来的盈利趋势一般，表现为毛利率和净利率维持稳中小幅下滑再修复，主要由于国内汽车行业下行周期带来的零部件价格战加剧，以及后发的民营企业主动降价抢夺市场份额，预计到达稳态后公司的盈利能力又将缓慢修复。

内外饰件 (2星):

内饰件的盈利趋势一般。内外饰件毛利率从2022年14.84%降至2025年12.05%，预计2026-2030年约12.3%-12.5%后趋稳。价格年降和竞争压制毛利率，海外业务低毛利拖累整体，但项目效率提升、降本和规模效应可带来阶段修复。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局一般，公司为多个细分内外饰件行业的龙头，主要由于与海外龙头的长期合作以及公司作为老牌零部件企业的客户资源深耕，使得公司的现金流较好，市场份额较高，产品有口皆碑。但近年来随着许多后发进取型民营企业的崛起，公司再各个细分市场的份额都有小幅下滑趋势。

内外饰件 (3星):

行业集中度在不同子品类间差异较大。仪表板和保险杠中华域/延锋处于国内第一梯队，座椅继承安道拓延锋优势，国内领先地位较稳；门板项目制强、格局更分散；车灯曾为国内龙头，但星宇股份在成长性、高附加值研发和客户拓展上更领先。整体看，华域在慢变量、强验证、强交付品类地位稳固，在快速迭代智能化赛道优势不足。

5.4 护城河

★★★★☆

公司业务的护城河较为深厚，主要体现在公司具有客户资源和转换成本两大护城河，子公司延锋汽饰继承安道拓核心技术与客户，使公司长期市场份额相对稳定，与客户通过长期订单保证合作。公司护城河深厚，但受制于汽车内饰件高原材料占比的行业属性导致超额收益有限。

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
内外饰件	(3星) 华域汽车作为中国龙头汽车零部件企业，2025年经壹评级调整后内外饰件业务净资产收益率为8.2%，具有较低的超额收益。公司业务控制力星级中等，主要系公司具有客户资源和转换成本的优势。	(3.5星) 内外饰件业务护城河主要包括两个方面：①客户资源：公司覆盖上汽大众、上汽通用、比亚迪、赛力斯、特斯拉上海、小米、吉利等主流整车客户，具备获取平台定点和同步开发机会的能力；②转换成本：座椅、仪表板、门板、保险杠、车灯等产品涉及安全、外观、NVH、气味、装配一致性和质量责任，切换供应商需重新验证。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司内外饰件稳健增长、功能件低速增长、毛利率基本稳定、费用率保持克制、高分红延续以及客户结构改善的假设，公司属于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为内外饰件、功能性总成件、其他分别进行假设和预测，逻辑如下：

收入假设：

- 1) 内外饰件收入由2025年1339亿元增长至2030年1573亿元，2025-2030年CAGR约3.3%。核心假设仪表板、门板、保险杠、座椅等成熟品类维持份额，智能座舱和座椅舒适功能提升单车价值量，客户中性化带来新增量，但车灯和快速迭代智能化领域竞争压制份额扩张。
- 2) 功能性总成件收入由2025年292亿元增长至2030年316亿元，CAGR约1.6%，主要来自上汽体系企稳、智能底盘整合、海外客户拓展。
- 3) 其他业务由2025年209亿元增长至2030年241亿元，CAGR约3.0%，反映电子电器和新能源方向小幅增长，传统燃油相关业务承压。公司总收入由2025年1840亿元增长至2030年2130亿元，CAGR约3.0%。

毛利率假设：公司综合毛利率从2025年12.30%回升至2027年12.57%，2030年约12.41%。内外饰件毛利率从2025年12.05%提升至2027年12.5%后略降至2030年12.3%；功能件从2025年11.44%小幅降至2030年11.0%；其他业务约维持15%左右。逻辑是价格年降和整车价格战仍压制毛利率，海外业务不是高毛利来源，但海外项目损失收敛、客户索赔、降本和产能利用率提升带来一定修复。

费用率假设：销售费用率从2025年0.46%逐步升至2030年0.79%，仍体现ToB项目业务低营销强度；管理费用率从2025年4.68%小幅降至约4.5%，反映规模效应；研发费用率从2025年3.54%回升至2026年3.7%，随后稳定在3.5%-3.6%，主要用于新客户、新项目、智能底盘、电动化和座舱升级；财务费用率由2025年0.16%在2026年升至0.55%，2030年约0.14%。

资产负债表假设：少数股东损益比例2025年约12.4%，模型后续维持在12%左右；必要现金、经营性应收预付、存货和长期经营资产随收入同步增长。公司经营性资产周转率在显性期基本稳定，反映成熟制造平台资本效率变化不大；分红率中长期维持高位，是DDM估值的重要来源。

表2：公司整体业绩预测

华域汽车	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1685.9	1688.5	1840.0	1913.1	2016.4	2081.5	2106.6	2130.1
归母净利润(亿)	72.1	66.8	72.0	64.4	74.1	75.0	76.2	75.6
归母净利润增速(%)	0.0	-7.3	7.8	-10.5	14.9	1.3	1.5	-0.7
经营性净利润(亿)	51.6	47.0	55.7	45.9	56.9	58.0	59.3	58.7
经营性净利润增速(%)	3.8	-9.0	18.6	-17.5	23.9	1.9	2.3	-1.0
经营性归母净利润(亿)	46.0	42.0	48.8	40.2	49.9	50.8	52.0	51.4
经营性归母净利润增速(%)	3.5	-8.7	16.2	-17.5	23.9	1.9	2.3	-1.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

内外饰件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1130.7	1193.6	1339.5	1392.6	1472.0	1529.8	1552.0	1572.9
收入增速(%)	8.6	5.6	12.2	4.0	5.7	3.9	1.5	1.3
经营性净利润(亿)	30.1	29.1	37.1	28.1	38.2	38.9	39.8	39.4
经营性净利率(%)	2.7	2.4	2.8	2.0	2.6	2.5	2.6	2.5
经营性净利润增速(%)	-18.2	-3.2	27.4	-24.3	35.9	1.9	2.4	-1.2
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	269.8	235.2	208.6	216.9	228.6	236.0	238.8	241.5
收入增速(%)	-0.5	-12.8	-11.3	4.0	5.4	3.2	1.2	1.1
经营性净利润(亿)	15.2	12.3	11.6	11.6	12.4	12.8	13.1	13.2
经营性净利率(%)	5.6	5.2	5.6	5.4	5.4	5.4	5.5	5.5
经营性净利润增速(%)	39.4	-18.8	-5.7	-0.2	6.6	3.6	2.4	0.6
功能性总成件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	285.4	259.7	291.9	303.6	315.8	315.8	315.8	315.8
收入增速(%)	5.7	-9.0	12.4	4.0	4.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	6.3	5.5	7.0	6.3	6.4	6.3	6.4	6.1
经营性净利率(%)	2.2	2.1	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9
经营性净利润增速(%)	209.5	-13.1	26.2	-10.1	2.2	-1.3	0.9	-3.5

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)
内外饰件	2.0%	中低-	较好	较强	7.8%	12.17	39.4
其他	0.5%	中低-	一般	一般	7.8%	9.86	13.2
功能性总成件	1.0%	中低-	一般	一般	7.8%	9.86	6.2
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
内外饰件(亿)	79.5	355.8	435.2	-	46.4	140.1	528.9
其他(亿)	39.3	96.5	135.8	-	-	-	135.8
功能性总成件(亿)	17.9	45.1	63.0	-	-	-	63.0
公司整体测算(亿)	136.7	497.3	634.0	-	46.4	140.1	727.6

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
内外饰件(亿)	233.0	192.7	425.7	-	46.4	140.1	519.3
其他(亿)	96.6	61.7	158.3	-	-	-	158.3
功能性总成件(亿)	39.8	21.0	60.8	-	-	-	60.8
公司整体测算(亿)	369.4	275.4	644.8	-	46.4	140.1	738.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等偏高，主要由于收入、车型客户、主要分部、销量、毛利率、费用率、现金流和分红等指标可通过年报、季报、业绩交流会和行业批发销量持续跟踪。公司产品高度绑定整车客户，赛力斯、特斯拉、比亚迪、小米、上汽大众、上汽通用等客户销量和车型节奏具备较高频外部数据，可验证收入端假设；门板、座椅、车灯、仪表板、保险杠等产品销量和单车价值量也可通过年报和模型持续复盘。

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， $\text{上行空间}(X) = \text{估值}/\text{市值} - 1$ ，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式翻版、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。