

## 中信特钢（000708.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月28日

## 基本信息

|        |          |
|--------|----------|
| 所属行业   | 能源及材料    |
| 当前股价   | 14.21    |
| 总市值    | 717.20 亿 |
| PE-TTM | 11.84    |
| PB-MRQ | 1.61     |

## 估值结果

|             |        |
|-------------|--------|
| 价值          | 1217 亿 |
| DDM 估值 上行空间 | 70%    |
| 状态          | 低估     |
| 价值          | 1206 亿 |
| 动态估值 上行空间   | 68%    |
| 状态          | 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

中信特钢是全球领先的专业化特殊钢制造企业，在高端轴承钢、齿轮钢、汽车用钢、能源用钢等领域占据主导地位，深度绑定汽车、机械、风电、航空航天等高端制造客户，形成了“技术领先+客户协同+全球布局”的一体化竞争优势。

成长空间适中，公司通过并购整合国内存量优质产能，加速海外生产基地产能释放。盈利趋势方面，公司毛利率水平长期显著超越普钢企业，具有产品结构升级优化和差异化定制产品的溢价效应。产业格局良好，公司作为国内行业领军企业，在高端细分领域拥有较强的市场定价权和话语权，整体产业环境优于传统普钢板块。公司拥有深厚护城河，客户粘性强且转换成本较高，通过定制化研发和生产满足特定要求的特种钢材产品，形成了较高的客户依赖度和市场准入壁垒。

基于高端特钢需求持续增长、国产替代加速及海外产能逐步释放的假设，市场逐步认可其“高端制造核心材料供应商”定位。根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于低估区间。

## 我们区别于市场的观点

当前市场对公司的定价存在显著低估，主要源于两方面认知偏差：其一，受普钢行业整体低迷的拖累，市场将特钢板块与普钢简单类比，忽视了中信特钢作为高端特钢龙头的独立成长逻辑，其产品结构以高毛利的轴承钢、齿轮钢、汽车用钢为主，需求端绑定新能源、风电、航空航天等景气赛道，在周期低点尽显盈利韧性；其二，市场低估了公司的核心护城河，公司凭借技术壁垒、客户粘性（长期战略合作）及全球化产能布局，在高端特钢细分领域具备强定价权，这一护城河远非普钢企业可比。

## 风险提示

若宏观经济复苏不及预期，制造业投资放缓，则可能导致高端特钢下游需求疲软，公司产销量及盈利能力面临下行压力。若铁矿石、废钢等原材料价格大幅上涨，则可能压缩毛利率空间。

## 内容目录

|                    |    |
|--------------------|----|
| 1. 基本信息            | 4  |
| 2. 业务介绍            | 4  |
| 3. 商业模式            | 4  |
| 3.1 资产强度           | 5  |
| 3.2 研发高端度          | 5  |
| 3.3 人力资源高端度        | 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           | 7  |
| 5.4 护城河            | 8  |
| 6. 公司估值            | 8  |
| 6.1 核心假设及逻辑        | 8  |
| 6.2 动态估值           | 10 |
| 6.3 DDM估值          | 10 |
| 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 .....          | 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  |
| <br>                          |    |
| 表1：护城河详解表 .....               | 8  |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 9  |
| 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 .....         | 10 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 10 |

## 1. 基本信息

中信泰富特钢集团股份有限公司（简称“中信特钢”）成立于1993年，是中国中信集团旗下专业化特钢制造平台，总部位于江苏无锡，在湖北、山东、天津、江苏等地拥有九大生产基地，具备年产2000万吨特殊钢材料的生产能力，是全球规模最大的特钢制造企业。公司实际控制人为中国中信集团有限公司，最终控制人为中华人民共和国财政部。

公司主营业务涵盖特殊钢棒材、线材、特种板材、无缝钢管、特冶锻材及延伸加工六大板块，产品广泛应用于汽车、轴承、能源、机械、航空航天等高端制造领域。公司技术装备达世界领先水平，建成全球特钢行业首家“灯塔工厂”，牵头编制全球首个特殊钢绿色低碳评价标准，高端轴承钢产销量连续十余年全球第一，多项产品打破国外垄断。

## 2. 业务介绍

对于中信特钢公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

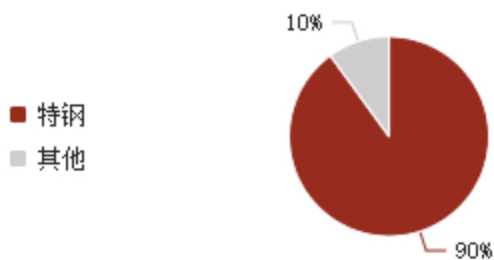
特钢：

公司作为全球最大的专业化特殊钢制造企业，其核心业务涵盖特殊钢棒材、线材、特种板材、无缝钢管、特冶锻材及延伸加工等多个板块。在高端轴承钢、汽车用钢、能源用钢等关键细分领域，深度参与全球供应链，产品远销海外，竞争格局呈现全球化特征。我们对该业务的市场界定为全球范围。

其他：

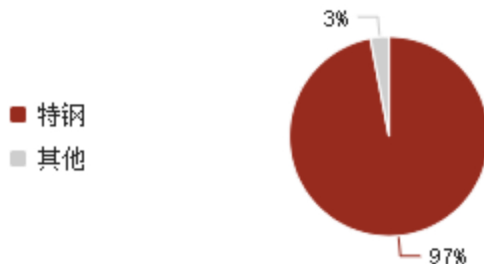
公司其他业务涵盖原材料、特钢深加工及全球钢铁贸易服务（如收购斯坦科构建全球贸易平台）。我们对该业务的市场界定为全球范围。

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企业，具备显著的重资产与高技术人才密集属性，在深耕炼铁、炼钢、轧钢及热处理等大规模固定资产投入的同时，前期在高端装备与智力资本上的投入巨大。公司向上游延伸至原材料基地以保障部分资源安全，向下游拓展深加工服务以满足高端制造需求。



### 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1103.23亿元，非流动资产占比高达55.09%，总资产周转率0.9701次，重资产属性明显。

### 3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

截至2025年末，公司研发高端度显著领先行业。技术壁垒：全年新增授权专利499件（行业平均约150件），主导制定国家/行业标准33项，突破高温合金、深海特钢等5项“卡脖子”技术。高端品种（“两高一特”）销量同比增21%，镍基合金GH4169接单量暴增500%，风电轴承钢全球市占率连续十年第一。研发费用44亿元，绝对值高于行业平均。

### 3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

截至2025年末，公司人力资源高端度显著领先行业，核心体现为：薪酬竞争力突出：人均薪酬达22.45万元（行业平均约15-18万元），较2024年增长3.9%；学历结构持续优化：硕士及以上学历员工占比升至2.71%（2024年2.32%），本科生占比29.85%（行业平均约20%）；人才密度与效率协同：人均创收339.96万元（行业平均约200万元）。

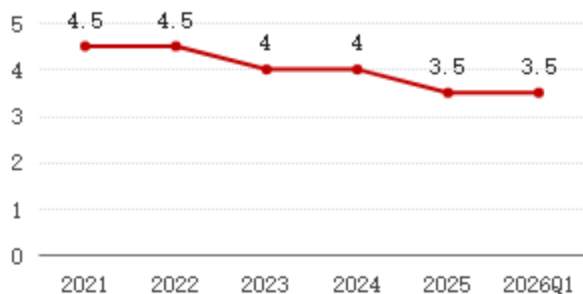
## 4. 历史经营绩效

公司近年来的综合表现呈现出抗风险能力强，但盈利与成长随周期波动的特征。2021至2022年，公司享受行业高景气红利，盈利、成长及股东回报能力均处于高位；2023至2024年，受行业下行周期影响，盈利、成长及回报能力均出现不同程度下滑，其中成长能力在2024年触底。公司凭借不可复制的抗周期壁垒，始终保持稳健经营。2025年，随着行业回暖及公司“高端化升级”与“出海战略”的推进，其成长与股东回报能力已率先出现回升。

### 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

在2021年至2022年的高景气红利期，公司充分享受了下游制造业和疫情影响下，海外订单带来的“量价齐升”红利。2022年，尽管宏观环境有所波动，公司依然维持行业内较高的ROE和毛利率水平。2023年至2024年，钢铁行业步入深度调整期，面临下游需求恢复不振、钢材价格下跌以及原料成本高企的三重挑战，评级略有下调。2025年，虽整体盈利能力指标表现为下滑，但ROE、净利率等指标已出现企稳回升趋势。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



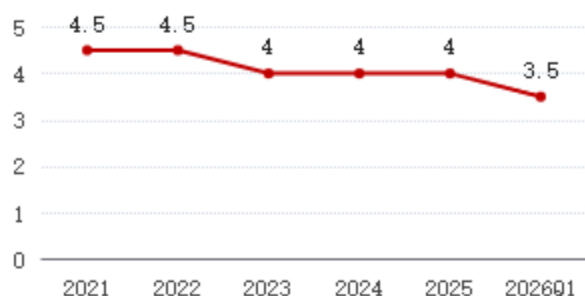
数据来源：公司财报，壹评级

2021年，公司归母净利润实现了31.84%的强劲同比增长，成长性极为突出，星级高。2022年至2024年，受汽车行业反内卷、工程机械周期下行等宏观因素拖累，公司归母净利润连续呈现负增长。2025年，成长评级回升，核心驱动力来自“高端化升级”与“出海战略”的双轮驱动。2025年公司实现钢材销量1953.82万吨，创历史新高，其中出口销量达230.29万吨。公司依靠产品结构优化而非单纯产能扩张带来的净利润正增长。

## 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



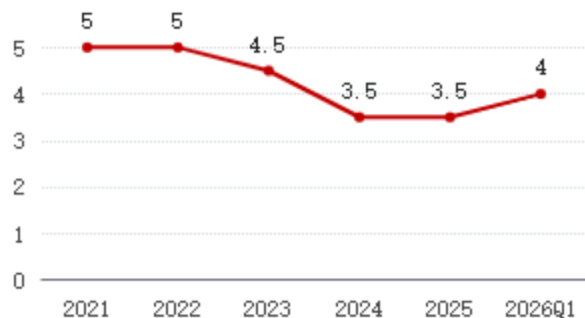
数据来源：公司财报，壹评级

2021年至2022年，公司资产负债率分别控制在61.16%和59.86%的健康水平，流动比率（0.85、1.00）和速动比率（0.62、0.72）稳健。2023年，随着行业步入寒冬，资产负债率微升至64.26%，评级略有下降。在业务控制力方面，始终维持在较高星级，原因在于其不可复制的抗周期壁垒。自1993年成立以来，公司连续32年未出现亏损，盈利能力远超同业。

## 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

2021年至2022年，处于盈利丰水期，其分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别高达42.29亿元和71.97亿元。巨大的绝对现金回报金额，星级高。2023年至2024年，随着净利润的下滑，公司缩减了绝对分红支出，评级略有下调。2025年，评级回升至较高水平，其核心逻辑在于“分红意愿与频次的双重提升”。2025年，公司首次实施中期分红，全年累计现金分红比例约55%，股东回报星级维持较高水平。

## 5. 四维评级

公司成长空间中等，未来增长主要依赖国内存量产能的并购收购、以及海外产能释放，整体呈现稳健增长特征。盈利趋势向好，受益于产品结构持续优化和产品的定制化溢价，毛利率长期高于普钢企业，但周期性明显弱于普钢。产业格局优良，特钢行业集中度持续提升，公司作为国内龙头，在高端细分市场具备较强定价权与议价能力，竞争格局优于普钢板块。公司护城河深厚，客户转化成本高，公司需要与终端客户对接，研发和生产满足要求的特钢产品，难以轻易更换。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

中信特钢的成长空间受限于国内特钢产能扩张的阶段性瓶颈，其年产2000万吨的产能规划已基本兑现，未来增长更多依赖于高端产品的国产替代、新应用领域的拓展以及海外市场的布局，整体呈现稳健但缺乏爆发性扩张的特征。

特钢(2.5星):

公司特钢国内产能扩张已基本触及阶段性天花板，随着“十四五”规划收官，公司年产2000万吨特钢的产能目标已圆满兑现，国内基地布局趋于成熟，短期内缺乏大规模新建产线带来的高弹性增量。未来的成长增量将主要依赖于存量资产的效能释放与海外版图的拓展。其成长空间更多体现为高端品种(如航空航天、新能源模具)的国产替代与渗透率提升，而非总量的爆发式扩张。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，得益于产品结构持续优化、高端特钢占比提升以及成本控制能力的增强。尽管钢铁行业整体面临周期性波动，但公司凭借技术壁垒和客户粘性，毛利率长期高于普钢企业，盈利中枢呈现温和抬升态势。

特钢(3.5星):

特钢未来的盈利趋势呈现“温和抬升、韧性修复”的特征，核心得益于“成本剪刀差”与“产品高端化”的双重共振。在行业普钢陷入同质化内卷的背景下，公司凭借卓越的成本管控能力，充分享受了上游原料价格回落的红利，其成本降幅显著优于售价降幅，从而拓宽了吨钢毛利空间。同时，高附加值的“两高一特”产品及“小巨人”项目销量占比持续提升，有效对冲了宏观需求疲软带来的价格压力。然而，考虑到钢铁行业整体仍处于需求弱复苏周期，公司盈利能力有望优于行业，给予中性偏积极的评级。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司在国内高端特钢领域占据绝对龙头地位，行业集中度高，竞争格局稳定。公司在轴承钢、汽车用钢等细分市场拥有极高的市场份额和定价权，形成了寡头垄断的竞争优势，产业格局优良。

## 特钢(4星):

产业格局极其优良，公司在国内高端特钢领域构筑了不可撼动的寡头垄断地位。特钢行业具有极高的资金与技术门槛。作为绝对龙头，公司在轴承钢、汽车齿轮钢等核心细分赛道拥有绝对的定价权与话语权，其中轴承钢产销量连续多年全球第一，深度绑定全球头部轴承及车企供应链。随着南钢股份并入中信特钢板块，整体产能规模进一步跃升，龙头效应与规模优势愈发显著。使得公司在面对行业下行周期时，具备远超同行的抗风险能力与资源整合能力。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，主要体现在技术壁垒、全流程产线布局、高客户粘性以及全球化供应链网络。公司研发投入占比高，专利数量行业领先，产品定制化能力强，下游客户认证周期长，转换成本高，形成了难以复制的竞争优势。

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                                                                                                                                                               |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 特钢 | (4.5星) 公司特钢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10.4%，公司市占率约为12%（全球口径），高端特钢细分领域超30%，业务控制力为4星。公司在轴承钢、汽车齿轮钢等高端特钢领域具备技术领先优势，已连续15年保持全球轴承钢产销量第一，深度绑定SKF、舍弗勒等全球头部客户，产品认证周期长、转换成本极高，形成显著技术与客户粘性护城河。 | (4.5星) 该业务拥有技术与客户粘性护城河。1) 高端特钢定制化属性强，下游航空航天、高铁、核电等领域客户认证壁垒高，一旦进入供应链便形成长期稳定合作，新进入者难以短期突破；2) 公司拥有从电炉-精炼-连轧-热处理的全流程特钢产线，研发投入占比行业领先，专利数量稳居第一，持续迭代的高端产品研发能力支撑长期竞争力，护城河可持续性高。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于公司高端特钢产品放量加速带来的结构优化红利释放，以及其在轴承钢、汽车用钢等核心领域构筑的深厚护城河难以被撼动的假设，市场尚未充分定价其“高壁垒+稳盈利”的稀缺属性。根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于低估区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括特钢，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：

#### 收入假设

量：2025年特钢销量约1954万吨（创历史新高），产能利用率维持高位；2026年销量目标2000-2050万吨（同比+2%-5%），增量主要来源于存量产线的技改提效及“小巨人”项目的高端品种放量。远期国内产能扩张受限于国内“双碳”政策红线，产能天花板已现；海外方面，随着全资控股斯坦科全球控股，出口销量有望维持5%-10%的增长，大规模海外建厂尚需时日，短期主要依赖产品出海。



价：2025 年钢材均价受宏观需求疲软影响微幅回调，但2026 年随着风电轴承、新能源汽车模具等“三新”领域需求爆发，高附加值产品占比将进一步提升。虽然普钢价格波动仍存，但公司通过提升“两高一特”（高温、高压、特种）产品比例，有望实现综合销售单价的结构性上涨，对冲行业周期性下行风险。

### 盈利能力假设

短期：2026 年单位成本预计下降3% - 5%，完全成本控制在行业领先水平。得益于铁矿石、焦煤等原材料价格回落带来的“成本剪刀差”红利，以及公司卓越的精益化管理能力，毛利率有望修复至15% - 16% 区间。在吨钢净利方面，随着高毛利品种占比提升，预计吨钢净利将显著优于行业平均水平，净利率稳定在5.5% - 6.0%，展现出极强的抗周期盈利韧性。

长期：随着南钢股份并入协同效应显现，采购与销售端的规模优势将进一步降低运营成本。公司ROIC 有望稳定在10%以上，显著高于普钢企业。同时，凭借连续32年盈利的穿越周期能力，以及高达55%的现金分红比例，公司将确立“高股息+稳增长”的防御性价值中枢。即便在行业低谷期，其凭借技术壁垒和极高的客户转换成本（认证周期3 - 5年），仍能维持5.5% - 6.0%以上的净利率水平，护城河优势显著。

表2：公司整体业绩预测

| 中信特钢          | 2023A  | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2029E  | 2030E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(亿)         | 1140.2 | 1092.0 | 1073.7 | 1087.6 | 1136.0 | 1179.1 | 1232.3 | 1260.0 |
| 归母净利润(亿)      | 56.6   | 52.3   | 60.9   | 71.6   | 78.8   | 78.4   | 82.5   | 84.7   |
| 归母净利润增速(%)    | -15.9  | -7.6   | 16.4   | 17.7   | 10.0   | -0.5   | 5.2    | 2.6    |
| 经营性净利润(亿)     | 57.2   | 52.0   | 58.3   | 73.2   | 80.5   | 80.1   | 84.3   | 86.5   |
| 经营性净利润增速(%)   | -15.7  | -9.1   | 12.2   | 25.5   | 10.0   | -0.5   | 5.2    | 2.6    |
| 经营性归母净利润(亿)   | 55.5   | 49.7   | 57.1   | 71.6   | 78.8   | 78.4   | 82.5   | 84.7   |
| 经营性归母净利润增速(%) | -18.2  | -10.4  | 14.8   | 25.5   | 10.0   | -0.5   | 5.2    | 2.6    |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 特钢          | 2023A  | 2024A  | 2025A | 2026E | 2027E  | 2028E  | 2029E  | 2030E  |
|-------------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(亿)       | 1017.6 | 966.6  | 971.9 | 983.6 | 1030.0 | 1071.0 | 1122.0 | 1147.5 |
| 收入增速(%)     | 18.6   | -5.0   | 0.5   | 1.2   | 4.7    | 4.0    | 4.8    | 2.3    |
| 经营性净利润(亿)   | 56.4   | 53.8   | 60.4  | 69.1  | 76.3   | 75.9   | 80.0   | 82.1   |
| 经营性净利率(%)   | 5.5    | 5.6    | 6.2   | 7.0   | 7.4    | 7.1    | 7.1    | 7.2    |
| 经营性净利润增速(%) | -14.3  | -4.6   | 12.3  | 14.3  | 10.5   | -0.6   | 5.4    | 2.6    |
| 其他          | 2023A  | 2024A  | 2025A | 2026E | 2027E  | 2028E  | 2029E  | 2030E  |
| 收入(亿)       | 122.6  | 125.4  | 101.9 | 103.9 | 106.0  | 108.1  | 110.3  | 112.5  |
| 收入增速(%)     | -2.5   | 2.3    | -18.8 | 2.0   | 2.0    | 2.0    | 2.0    | 2.0    |
| 经营性净利润(亿)   | 0.8    | -1.9   | -2.1  | 4.1   | 4.2    | 4.2    | 4.3    | 4.4    |
| 经营性净利率(%)   | 0.6    | -1.5   | -2.1  | 3.9   | 3.9    | 3.9    | 3.9    | 3.9    |
| 经营性净利润增速(%) | -60.8  | -346.5 | -13.9 | 292.8 | 2.0    | 2.0    | 2.0    | 2.0    |

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<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局   | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|--------|------------|--------------|------------|---------------|
| 特钢        | 3.7%         | 中低         | 较好     | 强          | 7.8%         | 15.78      | 84.3          |
| 其他        | 2.0%         | 中低         | 一般     | 一般         | 7.8%         | 11.62      | 4.8           |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值   | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 特钢(亿)     | 445.8        | 732.0      | 1177.8 | -          | 25.1         | -          | 1152.7        |
| 其他(亿)     | 23.1         | 30.5       | 53.5   | -          | -            | -          | 53.5          |
| 公司整体测算(亿) | 468.8        | 762.5      | 1231.3 | -          | 25.1         | -          | 1206.2        |

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<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值   | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值    |
|-----------|-----------|-----------|--------|------|--------------|------------|--------|
| 特钢(亿)     | 601.6     | 584.3     | 1186.0 | -    | 24.9         | -          | 1161.1 |
| 其他(亿)     | 32.3      | 23.6      | 55.9   | -    | -            | -          | 55.9   |
| 公司整体测算(亿) | 633.9     | 608.0     | 1241.9 | -    | 24.9         | -          | 1217.0 |

数据来源：壹评级



## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，核心在于其业绩增长路径清晰可见，且具备多重安全边际支撑。作为特钢行业的绝对龙头，公司盈利模式已摆脱单纯依赖钢价波动的周期属性。叠加当前钢铁行业“反内卷”政策推动供给侧优化，以及公司在风电、航空航天等高端领域的国产替代逻辑，其未来业绩增长的确切性显著高于行业平均水平，估值修复逻辑清晰。

## 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。