

合盛硅业（603260.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月7日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	43.44
总市值	513.55亿
PE-TTM	-16.18
PB-MRQ	1.75

估值结果

价值	868.40亿
DDM估值 上行空间	69%
状态	低估
价值	865.20亿
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

公司是工业硅+有机硅龙头。现有工业硅产能122万吨/年，有机硅单体产能173万吨/年，均居行业首位。

公司有机硅业务兼具量价弹性与结构升级红利，工业硅业务大概率能实现周期修复，成长能力较好。有机硅在“反内卷”驱动下价格已触底回升，工业硅当前仍处于绝对底部，未来困境反转的确定性较强，整体来看盈利趋势向好。有机硅中低端同质化竞争，产业格局一般；工业硅龙头优势更稳固，产业格局较好，总体来看产业格局尚可。有机硅具备规模效应和技术优势护城河，护城河宽度一般但持续性好；工业硅具备资源优势 and 规模效应护城河，护城河宽度高且持续性好。

基于有机硅、工业硅均兑现景气向上修复至中枢值、随后保持稳健增长，多晶硅业务剥离顺利的核心假设，根据壹评级DDM估值模型及动态估值模型，公司目前处于低估状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍将合盛硅业简单视为强周期标的，过度担忧高负债与短期业绩波动；而我们认为，短期高负债与业绩亏损是周期底部和战略投入期的阶段性现象。公司凭借不可复制的煤-电-硅一体化成本护城河、全球双龙头规模壁垒构筑了显著的成本优势，在行业“反内卷”减产推进、落后产能加速出清背景下，将率先受益于供需格局改善。当前估值已过度反映短期悲观预期，安全边际充足。

风险提示

工业硅、有机硅、多晶硅均处产能过剩周期，产品价格波动剧烈，直接决定公司盈利与估值中枢，反弹节奏与持续性存在较高的不确定性风险。公司有息负债规模大、资产负债率高、流动比率远低于安全线，短期偿债压力突出；若融资收紧或现金流恶化，易引发流动性危机。公司跨界光伏（多晶硅/组件）产能利用率低、项目停摆，已计提大额资产减值；后续若行业复苏不及预期或技术迭代，或仍有进一步减值压力。

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
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
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	6
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	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	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	6
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	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

公司主要从事工业硅、有机硅及多晶硅等硅基新材料产品的研发、生产及销售，是我国硅基新材料行业中业务链最完整、生产规模最大的企业之一。

截至2025年末，公司工业硅产能122万吨/年，有机硅单体产能173万吨/年，多晶硅产能5万吨/年，已经与多晶硅、有机硅、硅铝合金行业中的龙头企业、知名企业建立了广泛、密切的业务合作关系。

2. 业务介绍

对于合盛硅业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

有机硅：

有机硅是对含硅有机化合物的统称，其产品种类众多、应用领域广泛。由于有机硅材料具备耐温、耐候、电气绝缘、低表面张力等优异的性能，因此在建筑、电子电气、纺织、汽车、机械、皮革造纸、化工轻工、金属和油漆、医药医疗、军工等行业广泛应用，形成了丰富的产品品类，大约有8,000多个品种应用在各个行业，有工业维生素之称。我们对其业务竞争市场定义为国内市场。

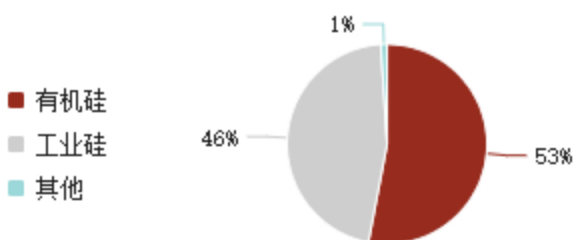
工业硅：

工业硅是由硅矿石和碳质还原剂在矿热炉内冶炼成的产品，主要成分为硅元素，是下游光伏材料、有机硅材料、合金材料的主要原料。我们对其业务竞争市场定义为国内市场。

其他：

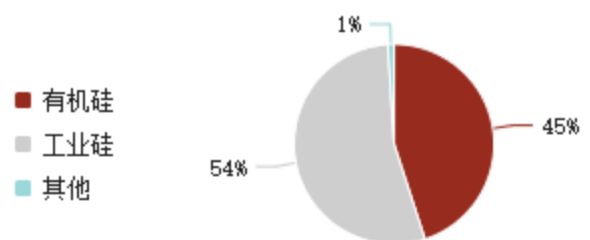
其他业务主要包括多晶硅及其他，多晶硅是指以纯度99%的工业硅为原料，经过化学或物理方法提纯后，硅纯度达到99.9999%以上的高纯硅材料，具有半导体属性，它是单质硅的一种形态，高温熔融状态下，具有较大的化学活泼性，几乎能与任何材料作用，产业链下游终端为光伏与半导体行业，且以光伏行业为主。我们对其业务竞争市场定义为国内市场。

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

公司以高强度重资产搭建全产业链一体化底盘，靠自备能源、规模产能实现行业领先成本优势；以偏低的高端研发投入聚焦成熟品类规模化量产，放弃部分高端技术溢价红利；以低供应链集中度实现上下游风险分散、经营抗波动能力提升，是典型的周期品龙头以规模扩张实现成本制胜的商业模式。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司属于典型重资产、一体化重资产运营模式，深耕煤—电—工业硅—有机硅全产业链，大规模布局自备电厂、煤炭配套、冶炼装置、有机硅产能及配套基础设施，固定资产、在建工程体量庞大，资本开支投入强度大、产能规模化壁垒极高。2025年年报显示，公司固定资产合计314亿元，在建工程合计331亿元，两者合计占总资产的比例高达77%，资产强度高。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司核心优势集中在规模化生产、成本控制、产业链一体化，研发投入更多聚焦于现有产能工艺优化、能耗降本、生产效率提升，而非高端硅基新材料、电子级硅材料等高精尖领域的原创研发与技术迭代。相较于同行深耕高端硅油、电子硅制品、半导体硅材料的企业，公司高端化研发布局起步晚、技术储备偏少，高附加值产品占比偏低，研发偏向应用型、生产改良型，前沿技术突破与高端产品进口替代能力偏弱，整体研发高端度较低，成长更多依靠产能扩张与周期修复，而非技术驱动的产品溢价成长。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司依托自建煤电一体化体系，上游煤炭、电力以自给配套为主，对外采购依赖度大幅降低；工业硅、有机硅生产原料多渠道分散采购，同时产能布局多区域、客户覆盖全球各类化工、光伏、建材等分散下游市场，不依赖单一上游供应商、也不绑定单一下游行业或大客户，整体供应链集中度较低。

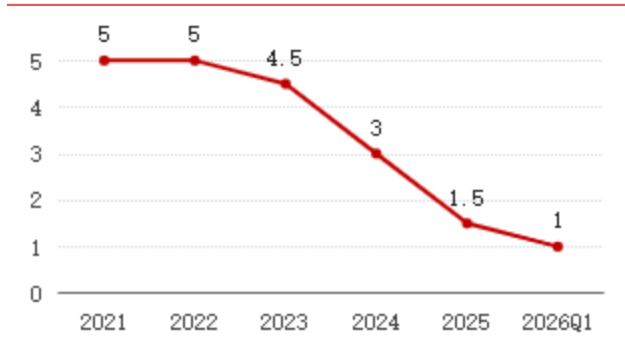
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效呈现典型的强周期化工龙头特征：盈利能力、成长能力与股东回报高度绑定工业硅/有机硅行业景气度，在2021-2022年行业高景气阶段表现突出，但2023年以来随行业产能过剩、价格景气下行，经营绩效出现断崖式下滑；唯有业务控制力在行业低谷期通过主动调整实现持续改善，评级逆势回升，反映出公司虽具备应对周期的韧性，但仍缺乏摆脱周期束缚、实现盈利与股东回报稳定增长的能力，整体经营绩效高度依赖行业景气度。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



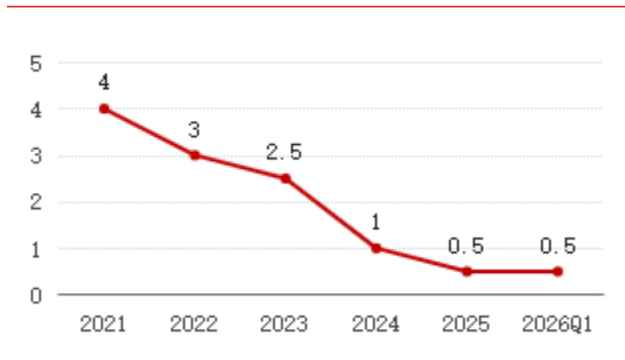
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2022年公司盈利能力非常好，主要受益于工业硅、有机硅行业高景气，价格与盈利处于历史高位；2023年起随行业新增产能扩张导致产能过剩、价格大幅下跌，盈利能力评级大幅下滑至底部，体现了公司盈利对硅基产品价格的强周期性依赖，周期下行期业绩承压显著。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



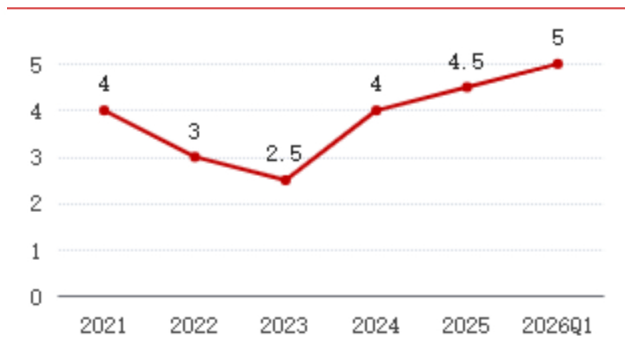
数据来源：公司财报，壹评级

2021年公司成长能力较好，主要源于行业高景气下营收与业绩快速增长；随后受行业产能过剩、价格战及多晶硅项目拖累，营收增速持续放缓，反映出行业周期下行期公司成长动能基本停滞，规模扩张难抵价格下跌冲击。

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



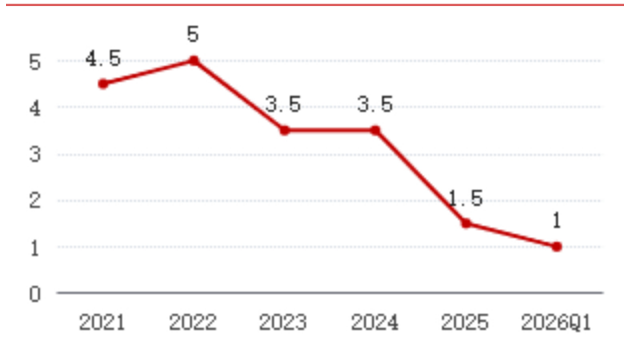
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力呈现“先承压、后修复”的趋势，尤其是2024年以来，一方面，公司依托龙头地位强化对上游的议价与账期管理，同时通过预付款优化、应付款占款能力提升，对冲应收端压力，公司净占款指标一直表现很优秀；另一方面，通过收缩非核心业务、聚焦主业现金流管理，经营活动现金流持续改善，带动业务控制力星级快速回升。

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

2021-2022年公司股东回报评级较高，主要系行业高景气带来高ROE，以及当时股价随周期上行而强势上涨，资本利得丰厚；2023年起随盈利下滑、利润大幅收缩，导致股东回报能力大幅削弱，2025年以来不再进行分红，叠加周期下行期公司股价高位快速回落，最终股东回报评级较差。

5. 四维评级

公司有机硅业务兼具量价弹性与结构升级红利，工业硅业务大概率能实现周期修复，双业务改善确定性较好，成长能力较好。有机硅在反内卷驱动下价格已触底回升，工业硅当前仍处于绝对底部，未来困境反转的确定性较强，整体来看盈利趋势向好。有机硅中低端同质化竞争、高端市场突围仍在推进，产业格局一般；工业硅龙头优势更稳固，产业格局较好，总体来看产业格局尚可。有机硅具备规模效应和技术优势护城河，护城河宽度一般但持续性好；工业硅具备资源优势 and 规模效应护城河，护城河宽度高且持续性好。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

有机硅受益于供需格局优化、新兴需求扩容与公司高端化转型，兼具量价弹性与结构升级红利，成长能力更强；工业硅受限于同质化竞争与附加值天花板，但大概率能实现周期修复，成长能力也尚可。

有机硅(4.5星)：

有机硅受益于光伏、新能源车、电子等下游新兴需求放量，叠加反内卷政策催化，中短期有望实现中高增速成长，较过去几年周期下行至底部的收入表现来讲，边际改善明显。而且除行业供需改善带来的量价修复外，公司正推动产品高端化、终端化转型，高附加值硅油、硅橡胶等产品占比提升，可显著打开盈利与收入增长空间，成长天花板更高。

工业硅(3.5星)：

工业硅作为基础原材料，同质化严重、产品附加值低，盈利高度依赖价格波动，难以通过产品差异化获取溢价。且公司增长主要依赖光伏需求带动的温和量增与周期价格修复，缺乏新的成长曲线。公司已基本完成产能布局，后续资本开支主要用于维持与优化，新增产能空间有限，更多作为成本底座与现金流来源。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

有机硅在反内卷驱动下价格已触底回升，工业硅当前仍处于绝对底部，未来困境反转的确定性较强，整体来看盈利趋势向好。

有机硅(4星):

有机硅行业无新增产能，再考虑到光伏、新能源汽车、电子电器、医疗等新兴下游需求持续扩容，可以判断未来几年行业供需格局将持续优化。在反内卷政策加持下，行业景气度抬升，龙头盈利改善的确定性较强。

工业硅(4.5星):

工业硅是典型的高耗能行业，每生产1吨工业硅需耗电约12000-14000度，电费占生产成本的40%-50%，是决定企业竞争力与盈利的核心变量。在2023-2025年行业价格战、产能过剩的背景下，工业硅价格持续下行，当前工业硅行业万元电费对应产值已跌至历史低位，多数非自备电企业的万元电费对应产值已跌破现金成本线，企业被迫减产、停产，高成本产能持续退出，未来行业周期反转的确定性强。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司有机硅业务中低端同质化竞争、高端市场突围仍在推进，产业格局一般；工业硅业务虽短期受产能过剩压制，但供给出清、政策管控、龙头成本壁垒三大因素共同推动格局持续优化，且龙头优势更稳固，产业格局较好。

有机硅(3星):

有机硅业务虽受益于供给侧政策管控，新增产能受限，且光伏、新能源汽车等下游新兴需求持续扩容，行业供需格局正逐步优化，但中低端产品同质化竞争仍较普遍，高端市场仍被海外企业占据，行业内现有竞争者间的博弈尚未完全出清。且公司有机硅产品偏中低端的大宗品类，高端化比例不足，上下游话语权偏弱，总体产业格局一般。

工业硅(3.5星):

工业硅业务短期面临行业产能过剩、价格战激烈的压力，但供给端受能耗、环保政策严格约束，新进入者壁垒极高，且高成本产能正加速出清，龙头企业凭借自备煤电的极致成本优势，市场份额持续提升；公司净占款一直显著为正，凸显上下游话语权，且龙头企业的成本护城河难以被颠覆，行业格局正随出清加速持续优化，龙头优势稳固，产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司有机硅业务具备规模效应和技术优势护城河，护城河宽度一般但持续性好；工业硅业务具备资源优势 and 规模效应护城河，护城河宽度高且持续性好。

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
有机硅	(2.5星) 公司有机硅业务国内市占率约25%，排名行业第一。由于上一轮景气高点后行业扩产较多，导致供需格局恶化、有机硅景气触底，该业务当前投资回报水平较差，但稳态期经壹评级调整后ROIC可提升至11.5%，具备一定超额收益。公司在产业链中话语权较强，业务控制力为4星。	(4.5星) 该业务的护城河来源于规模效应与技术优势，持续性好。具体来看：1) 规模效应方面，公司有机硅产能体量位居行业前列，依托全产业链一体化布局实现原料自给与产能协同，产能利用率稳步提升带动单位制造费用下行，行业供给受限背景下龙头规模话语权持续强化；2) 技术优势方面，公司有机硅业务技术优势整体处于行业中上游水平，但更多体现在规模化生产工艺和成本控制上，高端技术壁垒与龙头企业相比仍有明显差距，未来将会在高端产品上持续发力，进一步增强技术优势护城河。
工业硅	(4星) 公司工业硅业务国内市占率，按产能计算约15%，排名行业第一，但若考虑到实际产量情况，产量角度的市占率可达35%左右，份额领先于同行。稳态期经壹评级调整后ROIC稳定在15%左右，具备明显超额收益。公司在产业链中话语权强，业务控制力为5星。	(4.5星) 该业务的护城河来源于资源优势与规模效应，持续性好。具体来看：1) 资源优势方面，公司坐拥煤电硅一体化配套资源，自备能源形成极致成本壁垒，能耗与用电成本显著优于行业外购电企业，政策严控新增产能背景下，资源稀缺性进一步凸显，成本优势长期稳固；2) 规模效应方面，公司工业硅产能全球领先，规模化生产摊薄固定折旧与运维成本，行业高成本产能持续出清过程中，龙头产能份额不断提升，规模壁垒叠加区位优势，护城河具备较强延续性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于有机硅、工业硅均兑现景气向上修复至中枢值、随后保持稳健增长，多晶硅业务剥离顺利的核心假设，根据壹评级DDM估值模型及动态估值模型，公司目前处于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

我们将合盛硅业分类为有机硅、工业硅、其他（含多晶硅等）业务，进行盈利预测及估值。各业务的盈利预测核心假设及逻辑如下：

业务1：有机硅

收入假设：

公司有机硅业务历史增速较高，主要系有机硅销量增长驱动，2017~2025年有机硅业务销量年均复合增速达23%，而受行业周期性波动影响，同期有机硅产品价格年均复合增速为-7%。我们对有机硅产品的量价进行盈利预测假设时，销量方面，显性期（2026~2030年，下同）年均复合增速假设为10%，至2030年实现135万吨/年的有机硅产品销量。价格方面，显性期每年增速分别为25%、15%、10%、8%、5%，至2030年有机硅产品售价达到2万元/吨左右的十年历史均值水平。半显性期（2031~2040年，下同）有机硅业务CAGR为6.6%。

盈利能力假设：

有机硅行业周期性较强，前几年受行业扩产导致的供需失衡影响，毛利率跌至底部，我们判断在行业反内卷减产催化下，叠加行业供需格局逐步出现改善，该业务毛利率呈现明显的周期复苏，该业务显性期毛利率分别为18%、20%、22%、24%、26%（2015~2025年有机硅业务毛利率均值为30%左右）。

资本负债假设：

- 1) 周转率：有机硅属于成熟行业、重资产模式，显性期及半显性期周转率假设维持历史均值水平。
- 2) 负债率：有机硅行业周期性波动明显，因此资产负债率我们参照周期性行业，目标定为40%。

业务2：工业硅
收入假设：

公司工业硅业务历史增速较高，主要也是由于工业硅销量增长驱动，2017~2025年工业硅业务销量年均复合增速达16%，而受行业周期性波动影响，同期工业硅产品价格年均复合增速为-3%。我们对工业硅产品的量价进行盈利预测假设，销量方面，年均复合增速假设为5%，至2030年实现141万吨/年的工业硅产品销量。价格方面，显性期每年增速分别为20%、15%、10%、5%、3%，至2030年工业硅产品售价达到1.35万元/吨左右。半显性期工业硅业务CAGR为4.1%。

盈利能力假设：

工业硅行业周期性较强，前几年受行业扩产导致的供需失衡影响，毛利率跌至底部，价格屡创新低。我们判断当前处于绝对底部，后续行业供需格局将逐步出现改善，该业务毛利率呈现明显的周期复苏，该业务显性期毛利率分别为25%、27%、30%、31%、32%（2015~2025年工业硅业务毛利率均值约为31%）。

资本负债假设：

- 1) 周转率：工业硅属于成熟行业、重资产模式，显性期及半显性期周转率假设维持历史均值水平。
- 2) 负债率：工业硅行业周期性波动明显，因此资产负债率我们参照周期性行业，目标定为40%。

表2：公司整体业绩预测

合盛硅业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	265.8	266.9	205.0	239.8	296.3	350.7	403.1	452.9
归母净利润(亿)	26.2	17.4	-29.9	22.7	35.1	50.6	63.9	78.3
归母净利润增速(%)	-49.0	-33.7	-272.0	175.8	54.8	44.2	26.2	22.5
经营性净利润(亿)	24.5	16.3	-29.3	22.7	35.1	50.6	63.9	78.3
经营性净利润增速(%)	-52.3	-33.6	-280.0	177.4	54.8	44.2	26.2	22.5
经营性归母净利润(亿)	24.9	16.6	-28.9	22.7	35.1	50.6	63.9	78.3
经营性归母净利润增速(%)	-51.7	-33.1	-273.7	178.5	54.8	44.2	26.2	22.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

有机硅	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	123.4	122.0	95.8	126.4	159.9	193.5	229.8	265.5
收入增速(%)	-5.3	-1.1	-21.5	32.0	26.5	21.0	18.8	15.5
经营性净利润(亿)	-2.1	-4.5	-25.9	9.9	16.0	23.5	32.1	42.0
经营性净利率(%)	-1.7	-3.7	-27.0	7.8	10.0	12.1	14.0	15.8
经营性净利润增速(%)	-108.5	-119.6	-474.2	138.3	61.6	46.6	36.9	30.8
工业硅	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	136.1	137.6	90.8	109.6	132.3	152.9	168.5	182.3
收入增速(%)	32.4	1.1	-34.0	20.8	20.8	15.5	10.2	8.2
经营性净利润(亿)	25.4	22.2	10.0	14.7	20.7	28.3	33.0	37.6
经营性净利率(%)	18.6	16.1	11.0	13.4	15.6	18.5	19.6	20.6
经营性净利润增速(%)	-3.2	-12.6	-54.8	47.0	40.3	37.1	16.5	14.0
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.3	7.3	18.5	3.8	4.1	4.4	4.8	5.2
收入增速(%)	81.8	15.7	153.7	-79.3	7.6	6.8	8.5	8.4
经营性净利润(亿)	1.2	-1.4	-13.5	-2.0	-1.6	-1.2	-1.2	-1.4
经营性净利率(%)	18.8	-19.4	-72.9	-51.4	-38.3	-26.9	-26.3	-26.8
经营性净利润增速(%)	13.1	-219.2	-854.1	85.4	19.8	25.1	-6.1	-10.7

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)
有机硅	10.0%	中等	较好	强	8.0%	17.88	42.0
工业硅	5.0%	中低	较好	强	8.0%	15.13	37.6
其他	4.6%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	-1.4
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
有机硅(亿)	-113.9	552.6	438.7	-	-	-	438.7
工业硅(亿)	-41.4	418.4	377.0	-	-	-	377.0
其他(亿)	60.9	-11.3	49.6	-	-	-	49.6
公司整体测算(亿)	-94.4	959.6	865.2	-	-	-	865.2

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
有机硅(亿)	53.6	368.7	422.3	-	-	-	422.3
工业硅(亿)	132.5	258.1	390.6	-	-	-	390.6
其他(亿)	55.5	-	55.5	-	-	-	55.5
公司整体测算(亿)	241.6	626.8	868.4	-	-	-	868.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司作为工业硅及有机硅双龙头，信息披露规范，与市场投资者交流较充分。但工业硅、有机硅处于产能过剩、价格波动剧烈的强周期赛道，2025年公司业绩大幅亏损，凸显业绩随产品价格景气的强周期性波动。当前处于周期底部，后续复苏节奏与价格反弹高度存在较大不确定性，难以形成稳定的盈利预期与估值中枢。另外值得注意的是，财务与估值层面，公司资产负债率偏高、在建工程规模大，周期下行期折旧与财务费用压力显著，现金流与盈利波动放大，进一步削弱估值确定性。

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	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
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任何变更。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。