

华海清科（688120.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月27日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	263.9
总市值	1305.60亿
PE-TTM	118.95
PB-MRQ	16.91

估值结果

	价值	1012亿
DDM估值	上行空间	-23%
	状态	偏高估
	价值	955.02亿
动态估值	上行空间	-27%
	状态	偏高估

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

华海清科是国产CMP设备龙头。公司早期成长主要受益于CMP设备国产化需求，近年来则拓展至离子注入、减薄、晶圆再生及耗材维保等领域。

公司成长空间大，短期核心增长仍来自存储晶圆厂扩产与国产替代深化，中长期则有望受益于AI驱动下先进封装需求提升；公司盈利趋势较强，CMP设备作为公司基本盘业务，竞争格局优于多数国产前道设备赛道，同时服务业务占比提升有望增强利润稳定性；公司产业格局较好，CMP全球市场长期由应用材料与荏原双寡头垄断，但国内市场公司已建立显著领先优势；公司护城河较强，核心来自CMP工艺 Know-how、头部客户深度绑定以及设备—服务协同形成的体系化能力。

在我们假设本土晶圆大规模扩产以及先进封装需求提升的情景下，当前估值偏高估。

我们区别于市场的观点

当前市场对于华海清科的认知仍更多停留在国内CMP龙头，估值锚点主要来自逻辑/存储晶圆厂资本开支周期以及国产替代逻辑。而我们认为，公司远期价值不应仅仅局限于前道CMP设备成长。在AI驱动下，先进封装正逐步从传统后道制造环节演变为算力产业链核心瓶颈，HBM等先进封装工艺对减薄、抛光、表面处理等环节的复杂度与设备价值量要求明显提升。公司当前布局的CMP、减薄、划切及晶圆再生等业务之间存在较强工艺协同性，未来有机会逐步形成先进封装核心工艺平台。因此，我们认为市场对于公司先进封装相关布局的长期潜力仍存在低估。

风险提示

若国内晶圆厂资本开支低于预期，可能影响 CMP 设备订单增长；若先进封装相关设备导入进展慢于预期，公司平台化扩张节奏可能不及预期；若国内设备厂商加强本土化竞争，也可能对公司市占率形成压力。

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	9
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	5
图2：预测2026年毛利占比	5
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	11
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

华海清科成立于2013年，2022年在科创板上市，公司是国内CMP（化学机械抛光）设备龙头企业，也是少数实现12英寸CMP设备产业化并批量进入国内头部晶圆厂供应链体系的国产设备厂商。公司核心业务围绕CMP设备展开，同时逐步向减薄、划切、离子注入、晶圆再生及维保服务等方向延伸，正在从单一设备公司向平台型工艺装备企业发展。

2. 业务介绍

对于华海清科公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

半导体装备：

半导体装备业务包括：CMP设备、离子注入设备、减薄等封装设备。

1) CMP设备：公司当前最核心业务，也是主要收入与利润来源。CMP属于晶圆制造中的关键工艺环节，广泛应用于逻辑、存储及先进封装制造。随着先进制程和HBM等先进封装复杂度提升，CMP步骤数量持续增加，设备价值量同步提升。当前全球CMP市场长期由应用材料与荏原双寡头主导，国产化率较低。华海清科作为国内龙头，已经完成从“0→1”的客户验证阶段，进入头部晶圆厂持续放量阶段，在国内市场竞争优势明显。

2) 离子注入设备：通过收购芯睿半导体切入该领域，芯睿核心团队拥有超30年行业经验，公司已完成核心技术的吸收和转化；目前已实现低能大束流离子注入装备的商业化量产，并完成多台设备验收。

3) 减薄/划切等先进封装相关设备：公司近年来逐步布局晶圆减薄、划切等后道核心设备。随着AI服务器与HBM需求增长，先进封装工艺复杂度显著提升，对减薄、表面处理等设备需求快速增加。

我们对该市场的界定是国内CMP设备、离子注入设备和减薄/划切等先进封装相关设备市场。

半导体服务：

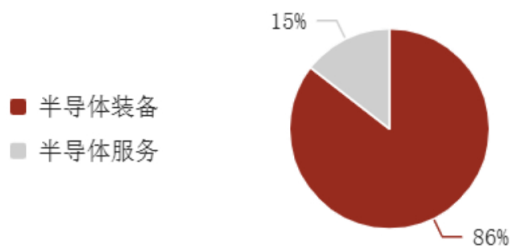
半导体服务业务包括：晶圆再生和关键耗材与维保服务。

1) 晶圆再生：公司依托CMP装备及工艺积淀较早布局该业务，打通控片/挡片回收、研磨抛光、清洗全流程，2020年起规模化生产；2023年产能达10万片/月，2025年天津基地20万片/月产能满产，昆山基地扩建中，规划总产能60万片/月。

2) 关键耗材与维保服务：该业务伴随CMP设备销售自然衍生，CMP、减薄等设备运行需定期更换耗材与核心零部件、开展维保；公司存量设备基数扩大，为该业务提供持续增长基础。

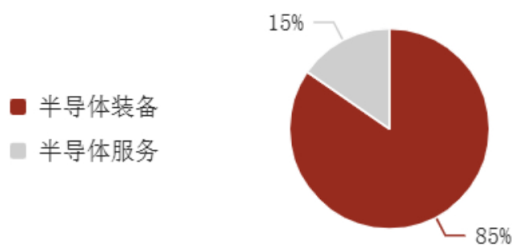
我们对该市场的界定是国内晶圆再生和关键耗材与维保服务市场。

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

华海清科作为国产CMP设备龙头，商业模式兼具“高研发投入+重客户验证”的半导体设备行业特征，资产强度较高，高研发强度，客户集中度高。公司前期依靠CMP设备切入头部晶圆厂供应链，当前逐步形成“设备+服务+平台化扩张”的业务结构。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司资产强度中等。作为半导体设备企业，公司需要持续投入研发平台、零部件验证平台及生产制造基地，但整体资本开支压力明显低于晶圆制造企业。近年来公司持续扩张产能，并布局晶圆再生相关业务，固定资产规模有所提升，但整体仍属于“轻于制造、重于设备设计”的商业模式。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

公司研发强度高。CMP设备本身属于工艺壁垒较强的半导体核心设备，对设备稳定性、工艺一致性以及客户协同开发能力要求较高。公司长期维持较高研发投入，重点布局CMP平台迭代、先进封装相关设备以及减薄、划切等新品类。华海清科的技术优势不仅在“设备制造”，更在于长期积累的CMP工艺Know-how与客户工艺协同能力。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 **高**

公司客户集中度高。当前客户主要来自国内头部晶圆厂及存储厂，包括中芯国际、长江存储、华虹公司等。CMP设备属于强验证属性产品，一旦进入客户供应链体系后粘性较强，因此公司与头部客户形成了较深绑定关系。与此同时，客户集中度较高也意味着公司订单节奏与国内晶圆厂资本开支周期关联度较强，行业波动会直接影响短期经营表现。

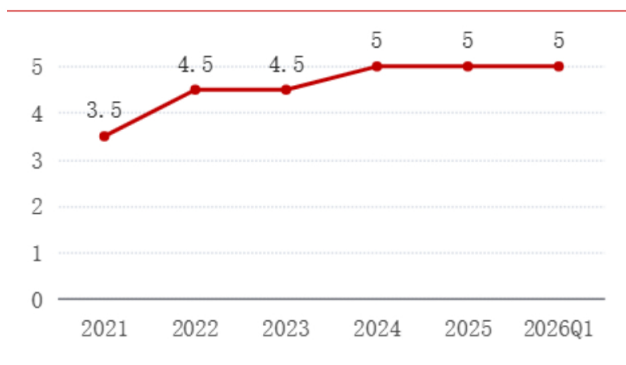
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效优秀，受益于国内晶圆厂扩产与CMP国产替代推进，近几年收入与利润实现快速增长。相比多数国产半导体设备公司，华海清科的特点在于：其核心CMP产品较早完成头部客户验证，并已经进入持续放量阶段，因此盈利兑现能力更强。近年来，公司逐步拓展设备后服务与先进封装相关业务，盈利结构也开始从“单一设备驱动”向“设备+服务”转变。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



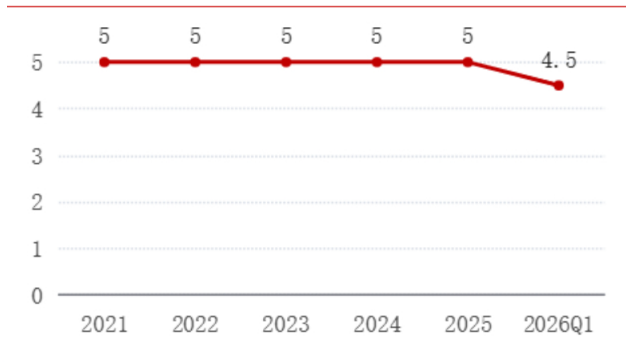
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力强。CMP设备属于国产半导体设备中竞争格局相对较好的细分领域，公司毛利率长期维持较高水平。相比多数仍处于导入期的国产设备企业，华海清科已进入规模放量阶段，因此盈利兑现能力更突出。近年来随着设备保有量提升，维保及晶圆再生业务占比提升，也增强了利润稳定性。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



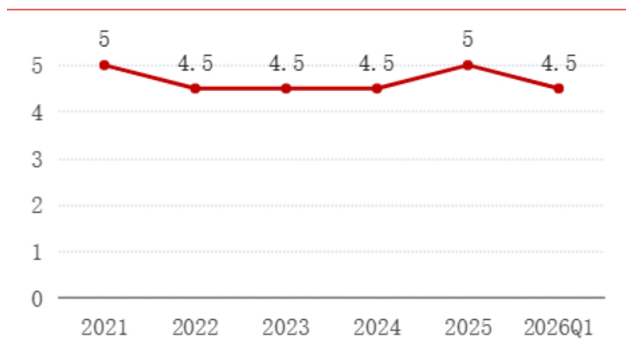
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力强。过去几年主要受益于国内晶圆厂扩产及CMP国产替代加速，公司收入持续快速增长。同时，公司逐步从CMP单一设备向减薄、划切、晶圆再生等方向扩张，打开新的成长空间。不过，公司短期成长节奏仍与国内晶圆厂资本开支周期高度相关，因此行业景气波动仍会对订单确认产生影响。

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



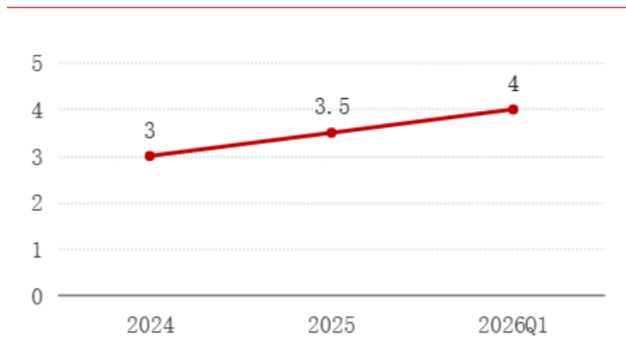
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现好。CMP设备具备较强客户验证壁垒，一旦进入头部晶圆厂供应链后客户粘性较强，因此公司在细分领域具备一定议价能力。同时，公司整体现金流质量优于多数仍处于高投入阶段的国产设备企业。

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

公司股东回报能力较好。当前公司仍处于平台化扩张阶段，整体更偏重研发投入与业务拓展，分红比例相对有限，近四年股息率稳定在0.2%-0.4%之间。长期来看，公司股东回报能力取决于CMP主业份额提升、平台化新品放量以及服务业务占比提升后的盈利稳定性。

5. 四维评级

华海清科成长空间广阔，盈利趋势向好。公司CMP设备国内龙头地位稳固，赛道门槛高、格局优异，凭借规模、技术与客户壁垒构筑深厚护城河。业务向多品类设备拓展，半导体服务依托设备形成高客户粘性，抗周期能力强，设备与服务协同发展，护城河持续性强。

5.1 成长空间

★★★★★

公司具备高增长空间。CMP设备受益于先进工艺需求及国产替代，份额有望提升，新品类也将打造第二增长曲线。半导体服务随设备保有量、降本需求扩容，业务稳定性强，还能深化客户绑定，形成业务协同体系。

半导体装备(5星):

半导体装备成长空间大。CMP设备仍是公司最核心成长来源，受益于先进制程、3D NAND、HBM等前道和先进封装工艺对抛光步骤需求增加。同时，国内晶圆厂对于国产CMP设备接受度持续提升，公司作为国内龙头，未来仍具备持续提升份额空间。此外，公司正逐步向减薄、划切、离子注入等领域扩张。虽然这些新品类当前体量较小，但与CMP存在较强工艺协同性，未来有机会形成“表面处理+先进封装工艺平台”的业务体系，打开第二成长曲线。

半导体服务(5星):

半导体服务成长空间大。晶圆再生受益于晶圆厂降本需求增强，设备耗材与维保业务则受益于设备保有量持续提升。相比设备销售，服务业务具备更强持续性和稳定性，未来收入占比有望持续提高。同时，服务业务也能够进一步增强客户绑定关系，形成“设备导入—维保服务—耗材再生”的长期协同体系。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较强。CMP设备竞争温和、客户切换成本高，毛利率稳定，行业需求与新品落地将带动盈利增长。半导体服务现金流稳健，随着公司装机量持续增长利润贡献将逐步提升，还能降低企业对行业资本开支周期的依赖。

半导体装备(3.5星):

半导体装备盈利趋势较强。CMP设备属于国产半导体设备中竞争格局相对较好的细分方向，行业长期由应用材料与荏原主导，国内竞争相对温和。由于CMP具备较强工艺属性和验证壁垒，客户切换成本较高，公司毛利率长期维持较高水平。未来随着先进制程与先进封装渗透率提升，CMP步骤数量增加，设备价值量有望持续提升。同时，新品类设备若逐步完成客户导入，也有望进一步提升整体盈利能力。

半导体服务(3.5星):

半导体服务盈利趋势较强。服务业务相比设备销售周期波动更弱，现金流稳定性更好。随着公司设备装机量持续增长，维保、晶圆再生等业务利润贡献有望逐步提升，从而增强公司整体盈利稳定性。长期来看，服务业务占比提升也有助于降低公司经营对于晶圆厂资本开支周期的敏感度。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。CMP设备国内市场华海清科优势显著，该赛道参与者少、工艺门槛高，新竞争者难入局；后道设备格局偏弱。半导体服务壁垒突出，晶圆再生客户粘性强，CMP设备维保等服务技术门槛高，多由原厂承接，整体市场格局稳定。

半导体装备(4星):

半导体装备产业格局较好。CMP设备全球市场长期由应用材料与荏原双寡头主导，但国内市场华海清科已经建立明显领先优势。相比刻蚀、沉积等玩家较多的大设备赛道，CMP行业偏利基市场，参与者更少，工艺积累要求更高，新进入者短期较难形成有效挑战。离子注入和减薄等后道设备营收占比低，产业格局尚不清晰，国内玩家普遍份额较低，产业格局相对一般。

半导体服务(3.5星):

半导体服务业务产业格局较好。晶圆再生业务具备一定区域属性与客户绑定特征，产业壁垒高。耗材和维保服务业务本质是设备厂商对自身售设备的全生命周期服务延伸，竞争壁垒在于对设备核心技术的掌握；CMP设备核心部件维保技术难度高，通常由设备原厂独家提供，市场格局稳定。

5.4 护城河

★★★★☆

公司具备较深护城河。半导体装备护城河较宽且持续性较强，公司凭借高市占率、技术与客户壁垒领跑行业，龙头地位难以撼动；半导体服务依托设备优势形成高客户转换成本，设备+服务协同还将持续巩固竞争优势，护城河持续性强。

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
半导体装备	(4.5星) 华海清科半导体装备业务护城河较宽。公司是国内CMP设备龙头，市占率约40%，业务控制力强。经壹评级调整：2025年半导体装备业务超额ROIC为21%。超额ROIC主要系公司已经形成较强客户验证壁垒和工艺积累，市场份额远超其他国产厂商，同时具有规模优势和技术优势。	(4星) 华海清科半导体装备业务护城河来自于规模经济和技术优势。规模优势主要来自于公司在国内CMP设备市场2025年市占率达到40%，排名第一。技术优势主要来自于该市场进入壁垒高，玩家少，公司已占据核心地位。护城河持续性较强：我们认为华海清科能够保持国内CMP设备龙头地位，同时利用大平台优势向其他封装设备领域渗透，其他玩家更多走差异化路线，缺乏全面布局的实力，难以挑战华海清科的龙头地位。
半导体服务	(4星) 华海清科半导体服务业务护城河宽。公司是国内CMP设备龙头，市占率约40%，而半导体服务业务主要依托于CMP设备，业务控制力强。经壹评级调整：2025年半导体服务业务超额ROIC为23%。超额ROIC主要系晶圆再生与维保业务依赖设备装机量 and 客户绑定关系，具备强客户粘性，产业壁垒高，盈利能力好。	(4.5星) 华海清科半导体服务业务护城河来自于转换成本和技术优势。转换成本主要来自于公司在CMP设备领域的龙头地位，客户粘性强，产业壁垒高。护城河持续性较强：未来随着公司设备保有量持续提升，“设备+服务”协同能力有望不断增强，从而提升长期客户稳定性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

在我们假设本土晶圆大规模扩产以及先进封装需求提升的情景下，当前估值偏高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：半导体装备、半导体服务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

半导体装备：

收入假设：

1) 市场规模: 半导体装备包括CMP设备、离子注入、减薄等后道设备三类。受益于国内晶圆产能扩产与先进逻辑、先进存储、先进封装CMP需求增加明显, 预计国内CMP设备市场规模将从2025年100亿元增长至2040年822亿元, CAGR未来十五年18.5%。可以发现我们对CMP设备市场的成长预测高于大部分半导体设备, 这是因为我们更为看好CMP设备在先进封装中的应用潜力, CMP市场的核心成长动能将从目前的前道晶圆厂扩产逐步切换到先进封装需求带来的增长。而离子注入设备市场成长性相对有限, CAGR未来十五年10%, 这是因为离子注入次数随制程微缩增加幅度较低, FinFET/GAA等几何结构下部分注入步骤被弱化甚至取消。减薄等后道设备成长空间与先进封装技术发展紧密相关; Chiplet、HBM等先进封装技术中, 芯片堆叠需要多次减薄工艺, 减薄装备成为关键核心设备, 需求随之增长, 预计国内减薄等后道设备市场规模将从2025年22亿元增长至2040年290亿元, CAGR未来十五年20%。

2) 市占率: 目前华海清科是国产CMP设备绝对龙头, 其他国产CMP厂商(晶亦精微、杭州众硅等)产品主要为6、8寸CMP设备, 12寸设备仅有少量出货, 实力不足以挑战华海清科龙头地位。但是考虑到晶圆厂会寻求本地供应链多元化, 以及海外CMP设备没有明确限制, 禁运难, 我们假设CMP设备国产化率到2040年为80%, 华海清科市占率预计从目前的40%提升至60%的水平。

盈利能力假设:

半导体装备历史毛利率整体呈现增长趋势, 公司2020年由于新设备前期成本计入较多验证调试支出, 毛利率偏低, 后续提升至45%左右的平均水平, 考虑到新品拓展节奏、公司自身地位和技术优势, 我们认为华海清科半导体装备业务未来毛利率在40-45%之间波动, 远期稳定在40%的水平。

半导体服务:

收入假设:

半导体服务业务包括晶圆再生业务和关键耗材与维保业务:

1) 晶圆再生: 晶圆再生业务的短期营收我们根据公司规划明年底扩产60万片的晶圆再生产能进行测算, 对应约6亿的营收。长期营收天花板测算逻辑在于晶圆再生的硅片来源是旧硅片, 所以意味着其市场规模受到测试与配片市场规模的限制。我们根据此前测算过的国内测试与配片市场规模, 预计到2040年达到75亿元, 假设回收率75%, 折价80%, 由此推算出国内晶圆再生市场远期规模约为45亿元, 属于小众利基市场。市占率方面, 由于目前国内晶圆再生参与者极少, 其他公司基本还处于产能建设期, 而华海清科基本享有目前全部市场, 因此我们假设2040年华海清科能够享有50%的市占率。

2) 关键耗材与维保: 该业务伴随CMP设备销售自然衍生, CMP、减薄等设备运行需定期更换耗材与核心零部件、开展维保; 公司存量设备基数持续扩大, 为该业务提供持续增长基础。参考全球龙头应用材料服务业务收入长期占总营收20%以上, 我们假设公司远期关键耗材与维保营收规模为半导体装备营收规模的20%

盈利能力假设:

半导体服务业务历史毛利率水平较高, 历史毛利率均值约50%, 主要系关键耗材与维保业务高毛利。考虑到晶圆再生产能爬坡节奏, 耗材与维保业务高行业壁垒, 我们认为华海清科半导体服务业务未来毛利率近五年毛利率随晶圆再生业务规模效应显现以及关键耗材与维保业务占比提升而持续增长, 远期稳定在52%的毛利率水平。

表2：公司整体业绩预测

华海清科	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	25.1	34.1	46.5	69.4	87.6	111.0	171.4	205.2
归母净利润(亿)	7.2	10.2	10.8	13.3	10.2	16.1	40.3	45.2
归母净利润增速(%)	44.3	41.5	5.9	22.6	-23.3	58.2	149.9	12.1
经营性净利润(亿)	6.7	9.6	10.0	13.3	10.2	16.1	40.3	45.2
经营性净利润增速(%)	49.8	44.0	4.5	32.3	-23.3	58.2	149.9	12.1
经营性归母净利润(亿)	6.7	9.6	10.0	13.3	10.2	16.1	40.3	45.2
经营性归母净利润增速(%)	49.8	44.0	4.5	32.3	-23.3	58.2	149.9	12.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

半导体装备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	22.8	29.9	40.5	59.3	75.0	95.3	150.8	171.9
收入增速(%)	59.2	31.2	35.7	46.3	26.5	27.1	58.2	14.0
经营性净利润(亿)	6.1	8.4	8.4	11.1	7.8	12.9	35.4	37.4
经营性净利率(%)	26.6	28.1	20.8	18.8	10.4	13.6	23.5	21.7
经营性净利润增速(%)	57.2	38.4	0.3	32.4	-30.3	66.6	173.2	5.6
半导体服务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.3	4.2	5.9	10.1	12.6	15.7	20.6	33.3
收入增速(%)	5.6	81.9	41.9	69.2	25.1	24.8	31.2	61.9
经营性净利润(亿)	0.6	1.2	1.6	2.1	2.4	3.2	4.9	7.8
经营性净利率(%)	26.6	29.1	27.3	21.3	19.2	20.2	23.8	23.4
经营性净利润增速(%)	2.2	99.1	33.3	31.7	12.9	31.3	54.7	58.9

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)
半导体装备	15.3%	高-	较好	较强	8.3%	18.4	62.5
半导体服务	18.5%	超高	较好	强	8.3%	23.32	13.3
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
半导体装备(亿)	-9.0	714.4	705.4	34.7	-	-	740.1
半导体服务(亿)	1.6	208.3	209.9	5.1	-	-	215.0
公司整体测算(亿)	-7.4	922.7	915.2	39.8	-	-	955.0

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
半导体装备(亿)	192.3	537.5	729.8	34.7	—	—	764.5
半导体服务(亿)	80.1	162.1	242.2	5.1	—	—	247.3
公司整体测算(亿)	272.4	699.6	972.0	39.8	—	—	1011.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设来自中性假设。不及预期的可能主要来自若未来国内半导体设备研发遭遇瓶颈，国产线良率难以提升将抑制下游扩产需求。超预期的可能主要来自若研发进展非常顺利，国产设备与海外龙头设备匹敌甚至更好，加上定价优势且国际贸易局势平稳，那么“半导体设备出海”将成为可能。

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。