

帝科股份（300842.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月21日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	TMT	价值	119.60亿	成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
当前股价	54.44	DDM估值 上行空间	51%	盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
总市值	79.09亿	状态	低估	产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
PE-TTM	-26.67	价值	128.81亿	护城河	★ ★ ★ ☆ ☆
PB-MRQ	4.93	动态估值 上行空间	63%		
		状态	低估		

核心评级结论

帝科股份为光伏浆料龙头，布局存储芯片打造第二增长曲线。

公司成长空间星级一般，主要受下游需求增速放缓叠加银浆单耗不断下降影响，公司光伏浆料成长空间星级较低。公司盈利趋势星级一般，一方面，光伏浆料定价采用“银价+加工费”的模式，公司光伏浆料盈利波动幅度较小；另一方面，目前公司存储芯片盈利较高，预计随着未来公司体量变大，公司将参与进竞争偏激烈的低毛利市场，后续公司毛利率或将有所下降。公司产业格局星级一般，一方面，公司供应商及客户集中度均较高，叠加光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”模式，使得公司对上下游企业议价能力较弱；另一方面，存储模组厂处于产业链中下游，面临上游原厂垄断挤压、下游客户分散压价、行业强周期收割及低端同质化严重等多重困境，使得其竞争格局较差。公司护城河星级一般，作为光伏浆料龙头，公司围绕TOPCon、TBC、HJT及钙钛矿/晶硅叠层，形成正背面全套导电浆料方案，具备技术优势护城河。考虑到光伏电池技术迭代较快，若后续公司不能持续引领光伏浆料更新迭代，其护城河存在被削弱的风险。

基于未来下游需求增速放缓带动公司光伏银浆出货量增速承压，叠加公司存储芯片持续放量及盈利承压的假设，目前公司DDM估值处于低估状态。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们对公司2026年业绩预测更为乐观，主要考虑到上游银价位于高位有望带动公司光伏浆料售价大幅上涨，叠加DRAM价格上涨及公司推动存储芯片放量，公司存储芯片有望迎来量价齐升。

风险提示

1) 光伏新增装机需求不及预期会对光伏浆料需求产生影响，进而或将对公司光伏浆料的出货量产生较大影响；2) 新技术产业化进展不及预期，或将对公司光伏浆料产品出货结构及盈利能力产生影响；3) 存储芯片作为公司的重点布局，若进展不及预期，将对公司的业绩、估值逻辑等产生实质性影响。

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 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	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

帝科股份是全球光伏导电银浆龙头，主营光伏电池导电浆料（银浆、铜浆、银包铜浆等）及半导体封装浆料，同时正积极布局存储芯片（DRAM存储模组）业务，致力于向“光伏浆料+存储芯片”双轮驱动的平台型企业转型。

2. 业务介绍

对于帝科股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

光伏浆料：

光伏浆料是一种由微细导电金属粉末、玻璃氧化物、有机树脂和溶剂等组成的均匀黏稠状混合物，通过印刷与烧结/固化工艺在光伏电池表面形成栅线，承担收集与传输光生载流子的核心功能，直接决定了光伏电池的光电转换效率与性能表现。我们对该业务的界定为全球光伏浆料市场。

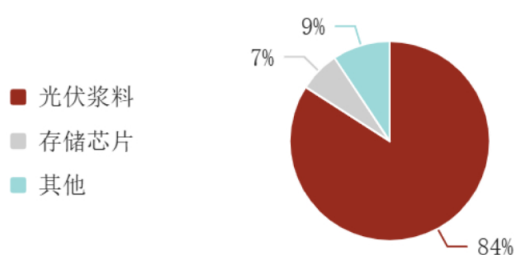
存储芯片：

公司将存储芯片业务定位为公司“第二主业”，主要聚焦于DRAM（内存）存储模组，通过收购因梦控股和江苏晶凯，实现了从芯片应用性开发设计、晶圆测试分选到封装测试的一体化产业链布局，产品广泛应用于消费电子、智能终端等领域。我们对该业务的界定为全球DRAM嵌入式存储市场。

其他：

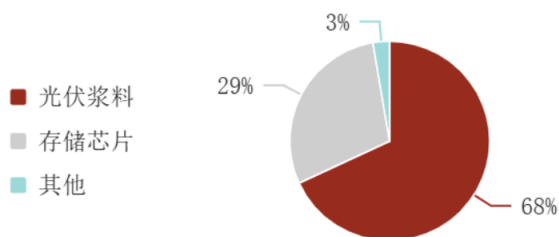
公司其他业务包括材料销售、半导体导电浆料等。

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

帝科股份商业模式呈“轻资产配方加工+高端研发卡位+上下游双向集中”特征：资产端以银粉外采为主、自有产线集中于混料与品控环节，固定资产投入较轻，倚重配方与工艺迭代赚取加工溢价；研发端持续聚焦N型TOPCon、LECO及少银/无银化等前沿浆料以维系高端产品溢价能力；供应链则呈典型双向集中格局，上游银粉依赖海外头部供应商、下游深度绑定头部电池厂商，整体属于以配方迭代速度构筑护城河的技术密集型模式。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

光伏银浆属于轻资产行业，截至2025年末，公司固定资产占营业收入的比例为3.7%。光伏银浆核心竞争力主要在于以下两个方面：1) 通过持续迭代浆料配方，提升银浆与电池片的适配性及导电效率，从而强化产品附加值；2) 锁定低价原材料渠道、优化供应链管理，降低单位产品的银粉等核心原料耗用成本。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司研发高端度高，2025年公司研发费用与研发人员的比值为128.5万元/人。一方面，作为太阳能电池电极的关键材料，光伏银浆需精准匹配不同电池技术的工艺需求，研发人员需持续优化银粉配方、印刷性能和导电效率，以提升电池转换效率并降低银耗。另一方面，公司跨界存储芯片赛道，存储模组需适配AI、车规等高端场景，涉及自研主控、先进封测及复杂系统集成，技术壁垒与研发门槛高，因此企业需提供较高薪酬以吸引和留住研发人员。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较高，近年来公司前五大客户销售额合计占比均超55%。目前公司业绩占比仍以光伏银浆为主，光伏银浆下游为光伏电池，光伏电池行业集中度较高，近年来光伏电池CR5企业产量合计占比均超50%。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司供应商集中度高，近年来公司前五名供应商采购额合计占比超80%。银粉是光伏银浆的主要原材料，占原材料成本超98%，银粉行业集中度高，其中日本DOWA是全球最大的光伏导电浆料银粉供应商。

4. 历史经营绩效

2024年以来公司盈利能力星级及成长能力星级有所下降，光伏电池降本增效推动单W银耗下降及上游原料银粉价格上涨，使得公司光伏银浆销量增速及盈利能力均有所承压。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



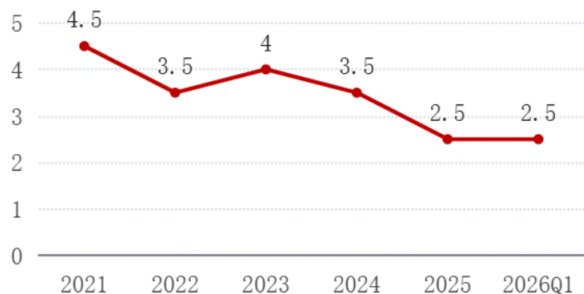
数据来源：公司财报，壹评级

2022年受N型浆料量产爬坡未稳及行业加工费竞争加剧影响，公司盈利端有所承压；2023-2024年伴随TOPCon电池片加速渗透，LECO及少银化等高端正银产品放量，公司凭借N型浆料先发优势抬升高附加值占比，盈利端迎来修复；2025年公司盈利再度承压，在银价持续冲高背景下，叠加下游多数光伏电池企业处于亏损阶段，对公司盈利造成挤压，2026年一季度公司盈利能力星级维持稳定。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



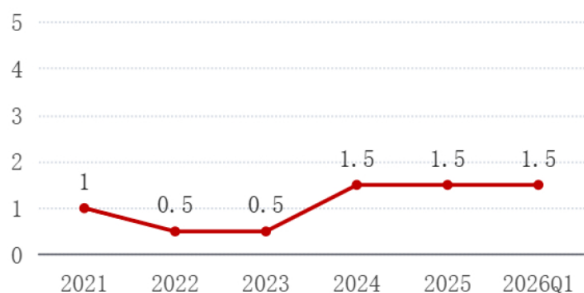
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2023年公司业绩呈快速增长态势，主要系下游光伏新增装机需求快速增长带动公司光伏银浆销量快速增长。2024-2025年公司业绩增速放缓，光伏电池持续推进降本增效，银浆作为光伏电池的第二大成本，降低银浆单W消耗成为光伏电池降本的重要举措之一，2024-2025年光伏电池单W银耗下降使得光伏银浆需求增速显著放缓，公司光伏银浆销量增速跟随下行。2026年一季度公司成长能力星级维持低位。

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



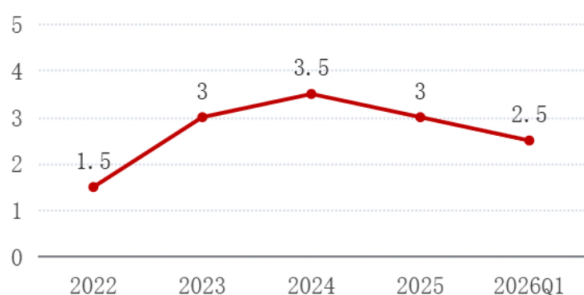
数据来源：公司财报，壹评级

2021年以来公司业务控制力星级维持低位，光伏银浆定价采用“银价+加工费”的模式，公司在产业链议价能力较低，且其对上游银粉的付款周期较短，主要以现款及信用证结算，对下游光伏电池厂商一般给予一定账期，因此公司对上下游占款能力弱。

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

2023-2024年随TOPCon浆料放量带动盈利修复、经营性现金流同步改善，公司在盈利兑现期分红比例逐步抬升，股东回报意愿增强；2025年-2026年一季度公司股东回报能力星级有所下降，主因银价冲高扰动表观净利、下游长账期与银粉集中采购持续占用营运资金，叠加高铜少银迭代期及布局第二增长曲线存储模组仍需资本开支，使得公司分红力度有所下降。

5. 四维评级

公司成长空间星级一般，主要受下游需求增速放缓叠加银浆单耗不断下降影响，公司光伏浆料成长空间星级较低。公司盈利趋势星级一般，一方面，光伏浆料定价采用“银价+加工费”的模式，公司光伏浆料盈利波动幅度较小；另一方面，目前公司存储芯片盈利较高，预计随着未来公司体量变大，公司将参与进竞争偏激烈的低毛利市场，参考传统模组厂商嵌入式存储毛利率，后续公司毛利率或将有所下降。公司产业格局星级一般，一方面，公司供应商及客户集中度均较高，叠加光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”模式，使得公司对上下游企业议价能力较弱；另一方面，存储模组厂处于产业链中下游，面临上游原厂垄断挤压、下游客户分散压价、行业强周期收割及低端同质化严重等多重困境，使得其竞争格局较差。公司护城河星级一般，作为光伏浆料龙头，公司围绕TOPCon、TBC、HJT及钙钛矿/晶硅叠层，形成正背面全套导电浆料方案，具备技术优势护城河。考虑到光伏电池技术迭代较快，若后续公司不能持续引领光伏浆料更新迭代，其护城河存在被削弱的风险。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级一般，主要受下游需求增速放缓及银浆单耗下降影响，光伏浆料成长空间受限。

光伏浆料(2星):

公司光伏浆料成长空间星级较低，受两大因素影响，一方面光伏行业整体新增装机增速明显放缓，市场需求端持续走弱，另一方面行业降本增效趋势下银浆单耗不断下降，双重压力叠加下，公司光伏浆料的销量面临承压态势。

存储芯片(4.5星):

公司存储芯片成长空间星级高，一方面，公司将存储芯片业务定位为公司第二主业，目前处于放量初期，业绩基数较低，后续公司将持续加大存储芯片市场拓展，有望推动其销量上行；另一方面，受AI算力爆发引发供需错配影响，存储芯片价格大涨，有望带动公司售价上行。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级一般，一方面，光伏浆料定价采用“银价+加工费”的模式，公司光伏浆料盈利波动幅度较小；另一方面，目前公司存储芯片盈利较高，预计随着未来公司体量变大，公司将参与进竞争偏激烈的低毛利市场，参考传统模组厂商嵌入式存储毛利率，后续公司毛利率或将有所下降。

光伏浆料(3星):

公司光伏浆料盈利趋势星级一般，光伏浆料定价采用“银价+加工费”的模式，近年来公司光伏浆料毛利率波动幅度较小，2021-2025年公司光伏浆料毛利率均位于8.5%-12%之间，预计后续公司盈利修复空间较小。

存储芯片(2.5星):

公司存储芯片盈利趋势星级一般，2025年公司存储芯片毛利率同比高增，预计主要得益于存储芯片行业高景气带来的产品涨价红利，以及公司存储业务实现“芯片设计+晶圆测试+封装测试”全产业链一体化布局。目前公司存储芯片业务体量较小，公司致力于成为国内第三方模组厂商，预计随着公司体量变大，公司将参与到竞争偏激烈的低毛利市场，参考传统模组厂商嵌入式存储毛利率，预计后续公司毛利率或将有所下降。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，一方面，公司供应商及客户集中度均较高，叠加光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”模式，使得公司对上下游企业议价能力较弱；另一方面，存储模组厂处于产业链中下游，面临上游原厂垄断挤压、下游客户分散压价、行业强周期收割及低端同质化严重等多重困境，使得其竞争格局较差。

光伏浆料(3星):

公司光伏浆料产业格局星级一般，光伏银浆上下游企业行业集中度高，使得公司供应商及客户集中度均较高，叠加光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”模式，使得公司对上下游企业议价能力较弱。

存储芯片(2.5星):

公司存储芯片产业格局星级一般，目前公司以出售存储模组为主，存储模组厂处于产业链中下游，面临上游原厂垄断挤压、下游客户分散压价、行业强周期收割及低端同质化严重等多重困境，导致行业呈现“头部垄断、中小内卷”的割裂格局。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级一般，作为光伏浆料龙头，公司围绕TOPCon、TBC、HJT及钙钛矿/晶硅叠层，形成正背面全套导电浆料方案，具备技术优势护城河。考虑到光伏电池技术迭代较快，若后续公司不能持续引领光伏浆料更新迭代，其护城河存在被削弱的风险。

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
光伏浆料	(3星) 公司光伏浆料护城河宽度星级一般，其光伏银浆定价模式采用“银价+加工费”的模式，叠加其对上游银粉的付款周期较短，主要以现款及信用证结算，对下游光伏电池厂商一般给予一定账期，公司对上下游占款能力弱，使得其业务控制力星级低。	(3星) 公司具备技术优势护城河。公司围绕TOPCon、TBC、HJT及钙钛矿/晶硅叠层，形成正背面全套导电浆料方案，持续推动激光增强烧结、边缘钝化、Polyfinger、0BB、少银化与铜浆等技术量产，并在低银含、银包铜、纯铜浆及封装胶黏剂等方面保持领先，兼具高可靠性、低成本与前瞻布局。考虑到光伏电池技术迭代较快，若后续公司不能持续引领光伏浆料更新迭代，其护城河存在被削弱风险。
存储芯片	(1.5星) 公司存储芯片护城河宽度星级一般，相较于传统第三方存储模组厂商，公司切入第三方存储模组行业时间较晚，市占率低，叠加其上游存储原厂行业集中度高，使得公司在产业链议价能力较弱，业务控制力星级较低。	(3星) 公司具备技术优势护城河。公司在存储芯片领域的技术优势在于“应用性开发设计-晶圆测试-封测”一体化能力：通过晶圆分选与分级利用体系，结合封装、测试全流程协同，并与头部SoC设计公司合作，提升封测效率和成品利用率、最大化晶圆价值并改善毛利率；同时前瞻布局SoC-DRAM合封、CXL与LPWDRAM（Mobile-HBM）等端侧AI/算力相关产品，强化先进封装与测试技术研发，为量产导入奠定基础。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来下游需求增速放缓带动公司光伏银浆出货量增速承压，叠加公司存储芯片持续放量及盈利承压的假设，目前公司DDM估值处于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

光伏浆料：

收入：

1) 销量：考虑到下游光伏新增装机需求增速放缓及光伏电池单W银耗下降，预计后续随着光伏行业反内卷推进及光伏电池技术迭代，公司光伏银浆市占率有所提升，假设2026-2030年公司光伏银浆销量年均复合增长率约1.8%。

2) 单价：光伏银浆定价采用“银价+加工费”的模式，受地缘政治等因素影响，2025年以来银价大幅上涨，目前仍位于历史高位，随着宏观货币紧缩及光伏行业“去银化”导致工业端需求放缓，预计后续银价或将有所回落，假设2026-2030年公司光伏浆料售价年均复合增长率为-11.2%。

盈利能力：

毛利率：受原材料银价上涨影响，假设2026年公司光伏浆料盈利或将进一步承压，后续随着银价回落及光伏电池技术迭代带动产品结构优化，假设2027-2030年公司光伏浆料盈利能力有所修复。

存储芯片：

收入：

1) 市场规模：目前公司产品为嵌入式存储芯片类的DRAM芯片，AI算力爆发带来的需求激增使得DRAM价格大幅上涨，假设2025-2030年全球DRAM嵌入式存储市场规模年均复合增长率为20.1%。

2) 市占率：公司存储芯片于2025年放量，其将存储芯片定位为第二主业，2026年存储芯片出货量目标有望较2025年翻倍，预计随着公司加大存储芯片市场拓展及产能建设，后续其市占率有望进一步上行。

盈利能力：

毛利率：2025年公司存储芯片毛利率同比高增，预计主要得益于存储芯片行业高景气带来的产品涨价红利，以及公司存储业务实现“芯片设计+晶圆测试+封装测试”全产业链一体化布局。目前公司存储芯片业务体量较小，公司致力于成为国内第三方模组厂商，预计随着公司体量变大，公司将参与到竞争偏激烈的低毛利市场，参考传统模组厂商嵌入式存储毛利率，预计后续公司存储芯片毛利率有所承压，假设2026/2027/2028/2029/2030年公司存储芯片毛利率分别为48%/45%/42%/39%/37%。

表2：公司整体业绩预测

帝科股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	96.0	153.5	180.5	274.3	248.8	232.0	207.6	196.8
归母净利润(亿)	3.9	3.6	-2.8	6.7	10.0	10.7	9.7	8.3
归母净利润增速(%)	2330.7	-6.5	-176.9	343.1	49.1	6.7	-9.3	-14.0
经营性净利润(亿)	3.8	4.9	3.3	12.4	16.8	16.6	12.5	10.5
经营性净利润增速(%)	2825.2	29.6	-31.5	271.5	35.1	-1.0	-24.4	-16.5
经营性归母净利润(亿)	3.8	5.1	4.6	8.9	11.0	11.2	9.7	8.3
经营性归母净利润增速(%)	3509.4	32.3	-9.9	93.6	24.1	1.7	-13.4	-14.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光伏浆料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	90.8	128.6	148.7	230.8	185.2	166.4	160.5	154.0
收入增速(%)	167.8	41.6	15.6	55.2	-19.8	-10.1	-3.6	-4.0
经营性净利润(亿)	3.7	4.2	0.7	6.6	5.8	5.8	6.6	6.0
经营性净利率(%)	4.0	3.3	0.5	2.9	3.1	3.5	4.1	3.9
经营性净利润增速(%)	1837.1	14.6	-84.0	889.0	-12.9	0.4	14.2	-10.1
存储芯片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.8	5.0	18.1	39.5	42.6	25.3	22.1
收入增速(%)	0.0	0.0	566.7	261.4	118.5	8.0	-40.7	-12.5
经营性净利润(亿)	0.0	0.1	1.6	5.2	10.4	10.2	5.4	4.0
经营性净利率(%)	0.0	10.3	31.8	29.0	26.4	23.8	21.2	17.9
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	1960.0	229.4	98.7	-2.3	-47.2	-26.2
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5.2	24.2	26.8	25.4	24.2	22.9	21.8	20.7
收入增速(%)	38.8	362.0	10.8	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.6	1.1	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
经营性净利率(%)	1.8	2.5	4.0	2.1	2.3	2.6	2.4	2.6
经营性净利润增速(%)	26.0	544.2	81.2	-51.3	8.1	6.9	-12.4	1.4

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)
光伏浆料	2.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	6.1
存储芯片	4.0%	中低	一般	较强	8.0%	12.38	7.2
其他	-	中低	一般	一般	7.5%	10.31	0.5
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
光伏浆料(亿)	16.9	64.7	81.6	-	2.4	4.7	83.9
存储芯片(亿)	19.6	48.1	67.7	-	33.2	3.2	37.7
其他(亿)	3.1	4.1	7.2	-	-	-	7.2
公司整体测算(亿)	39.6	116.9	156.5	-	35.6	7.9	128.8

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
光伏浆料(亿)	35.1	36.8	71.9	—	2.2	4.7	74.4
存储芯片(亿)	32.2	35.5	67.7	—	33.2	3.2	37.7
其他(亿)	4.6	2.9	7.5	—	—	—	7.5
公司整体测算(亿)	71.9	75.2	147.1	—	35.4	7.9	119.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，光伏浆料方面，光伏行业仍处于技术迭代中，未来主流技术存在一定的不确定性，或将对公司业绩产生影响，叠加银价波动和专利诉讼带来的经营不确定性。存储芯片方面，公司该业务处于跨界起步阶段，面临高溢价收购的商誉减值风险、业绩承诺兑现的不确定性，以及存储行业强周期带来的业绩波动风险。

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。