

中控技术（688777.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月3日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	93.12
总市值	736.76 亿
PE-TTM	186.02
PB-MRQ	7.34

估值结果

价值	1153 亿
DDM 估值 上行空间	56%
状态	低估
价值	1130 亿
动态估值 上行空间	53%
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

中控技术深耕流程自动化三十余年，是中国流程工业自动化与智能制造领域的领军企业。现阶段公司正加速向“工业AI平台型公司”全面转型，依托深厚的工业数据积累，推出时序大模型TPT及通用控制系统UCS，推动流程工业从自动化走向自主运行。

中控技术成长能力星级高，工业AI大模型打开了数倍于传统业务的第二成长曲线；盈利趋势星级较高，短期受宏观资本开支影响承压，但随着高毛利AI软件占比提升及商业模式向订阅制转变，长期盈利能力将显著优化；产业格局星级高，DCS控制系统国内市占率断层领先，对海外巨头替代趋势明确；各项的护城河星级极好，深厚的数据壁垒与行业know-how构筑了极宽的护城河，且优势项持续性极强。

中控技术正从传统DCS龙头向工业AI平台跨越，商业模式由一次性买断转向高毛利订阅制。尽管短期受化工石化资本开支疲软拖累，但AI业务爆发带来显著边际改善。基于以上假设，结合DDM及动估模型测算，中控技术目前属于低估的位置。

我们区别于市场的观点

市场普遍将中控技术定义为国内DCS国产替代龙头，周期属性显著。担忧下游投资波动、工业AI尚处概念阶段、海外拓展缓慢，估值受制造业周期约束。

我们认为中控不只是DCS硬件厂商，而是流程工业全栈工业AI平台。依托DCS构筑入口壁垒，凭借海量工艺数据、TPT时序大模型、UCS新一代控制系统，订阅模式打开第二增长曲线，打开长期估值空间。

风险提示

倘若工控市场竞争加剧，对公司产品定价及客户资源有一定负面影响；若平台产品开发缓慢或新品推广缓于预期，公司的成长空间及盈利改善空间有限。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 整体供应链集中度	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	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
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	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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司深耕流程自动化三十余年，是中国流程工业自动化与智能制造领域的领军企业。中控技术成立于1993年，其核心产品集散控制系统（DCS）2025年国内市占率达45.1%，连续15年蝉联第一。公司正加速向“工业AI平台型公司”全面转型，依托深厚的工业数据积累，公司推出时序大模型TPT及通用控制系统UCS，推动流程工业从自动化走向自主运行。目前，公司已累计服务近4万家客户，并积极拓展中东等海外市场。

2. 业务介绍

对于中控技术公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

工业软件：

该业务覆盖研发设计、生产制造、经营管理和工业控制等多个环节，主要包括先进控制、优化控制、数据平台等软件产品，与底层控制系统协同形成全面的产品矩阵。业务的竞争市场界定为中国市场。

工业自动化及智能制造解决方案：

该板块是公司的核心收入来源，主要满足流程工业客户从单套装置稳定运行到全厂级安全、质量、能耗、排产及经营优化的综合需求。产品涵盖控制系统、控制系统加仪表、控制系统加软件等组合。业务的竞争市场界定为中国市场。

自动化仪表：

该业务作为感知与执行部件，向下补强公司的整体解决方案能力。具体产品涵盖依托APL平台推出的Hermes系列新型仪表、SFM800质量流量计、防雷栅及电涌保护器等，并已实现自主传感器的技术突破与量产。业务的竞争市场界定为中国市场。

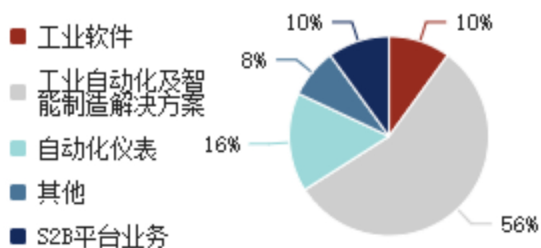
其他：

其他包含SBS平台业务、运维业务及其他业务。业务的竞争市场界定为中国市场。

S2B平台业务：

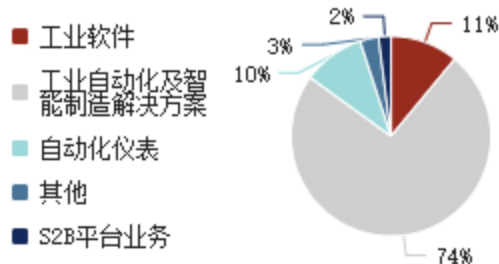
SBS（Supply chain to Business）平台业务，具有贸易或供应链集采性质，对公司核心利润的实质贡献极小。业务的竞争市场界定为中国市场。

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

中控技术为软件服务驱动的轻资产科技企业，核心壁垒是技术研发与工业数据沉淀，商业模式正由一次性项目交付转向SaaS 订阅。公司研发投入持续高位，发力TPT工业大模型、UCS 新一代控制系统，高研发投入支撑软件迭代。公司上下游供应链分散，经营分散化降低单一供需依赖风险。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司属于软件与服务驱动的轻资产模式，资产强度低。中控技术本质是“软件+服务”驱动的科技企业。2025 年其固定资产与无形资产合计仅7.89 亿元，占总资产的比例不足5%，其核心壁垒在于研发与工业数据积累。当前，公司商业模式正从一次性交付向SaaS 订阅转型。这一转变意味着未来成本将更集中于研发，高经营杠杆将释放更大弹性。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

中控技术研发强度高。公司正从传统DCS 向“工业AI 平台”转型，核心在于构筑TPT 大模型与UCS 系统的技术壁垒。因而公司每年的研发投入较大，2023 -2025 年研发费用维持在9-10 亿的高位，研发费用率高于10%，软件服务公司的核心竞争在于技术软件的迭代。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

中控技术整体供应链集中度低。上游包含半导体芯片、电子元器件、电气配件等DCS /UCS /PLC 控制系统核心原材料，以及各类金属铸件、不锈钢阀体、膜片、电阻等设备核心零部件。下游包含石油、石化、建材等领域客户。公司前五大客户销售占比21.6%，前五大供应商采购占比17.6%，集中度相对分散。

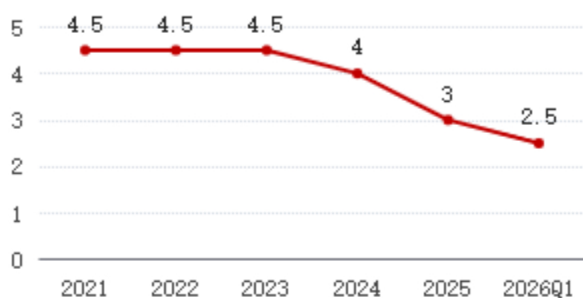
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力有所波动，主要受下游资本开支收缩、研发前置、汇兑影响阶段性承压；增长端此前依托国产替代驱动下增速亮眼，后传统业务见顶后增速回落，当前处于向工业AI转型蓄力阶段；业务控制力中等，公司DCS国内龙头地位稳固，自研工业大模型巩固技术优势，上下游分散且客户粘性强，业务把控力尚可；股东回报星级较高，公司财务质地稳健，现金流充沛，长期ROE表现优良，分红稳定且比例可观。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



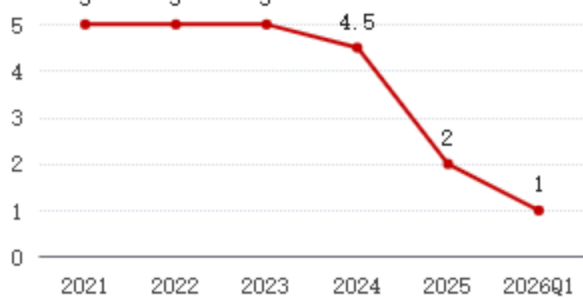
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力经历了从高位稳健到短期承压的显著拐点。2020至2024年，公司ROE与利润率稳定，核心底盘稳固。2025年成为盈利低谷，主要受下游化工资本开支收紧，叠加全面向工业AI转型导致研发费用前置及汇兑损失放大所致。后续重点跟踪TPT大模型等高毛利SaaS订阅业务发展进度。

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

公司历史成长能力出现断崖下降。2020至2023年，受益于国产替代，成长增速维持高位。但随传统业务触及周期顶部，2024年营收增速放缓，现阶段公司正处于从传统自动化向工业AI平台跨越的阵痛与蓄力期。后续需密切关注合同负债等前置指标转化及AI产品出海进度。

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



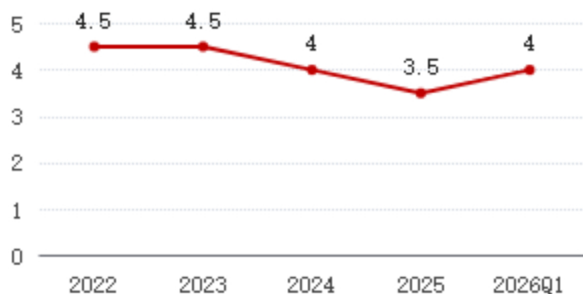
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制能力星级中等。公司DCS系统连续十多年稳居国内首位，全国乃至全球竞争力突出。此外公司推出全球首款工业大模型，持续高研发投入以维持行业领先的地位。公司上下游供应商与客户分散，客户粘性极强。

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

公司股东回报评级较好。公司财务状况整体稳健，现金流扎实，分红政策稳定，分红比例保持较高水平，持续回馈股东。净资产收益率长期稳定在良好区间，随着股东价值稳步提升，回报能力行业领先。

5. 四维评级

中控技术成长能力星级高，工业AI大模型打开了数倍于传统业务的第二成长曲线；盈利趋势星级较好，短期受宏观资本开支影响承压，但随着高毛利AI软件占比提升及商业模式向订阅制转变，长期盈利能力将显著优化；产业格局星级高，DCS控制系统国内市占率断层领先，对海外巨头替代趋势明确；各项的护城河星级好，深厚的数据壁垒与行业know-how构筑了极宽的护城河，且优势项持续性极强。

5.1 成长空间

★★★★★

中控技术成长能力星级高。传统工业软件有望随着国内流程工业底部回暖、TPT大模型带来打开工业软件天花板，以及自动化仪表补齐公司硬件短板。

工业软件(5星)：

工业软件成长星级高。公司已开启All in AI战略，前期业务存在业务转型阵痛期。随着TPT大模型收入大幅提升，板块呈现爆发式增长态势，工业软件可触及的空间巨大。

工业自动化及智能制造解决方案 (3.5 星):

工业自动化及智能制造解决方案的成长星级较高。工业软件作为公司的基本盘，短期受国内化工、油气行业资本开支下滑拖累。但随着国家“大规模设备更新”政策落地及沙特阿美等海外标杆项目突破，该业务有望在2026年重回稳健增长轨道。

自动化仪表 (3.5 星):

自动化仪表成长星级较好。公司收购荷兰Hobré International BV，以补齐高端分析仪表产品线，丰富公司产品矩阵。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

中控技术整体盈利趋势星级较好。2025年受传统业务拖累，毛利率大幅下滑。后续随着业务结构向高毛利的工业AI倾斜，以及下游需求逐步企稳，盈利拐点已现。

工业软件 (4星):

工业软件盈利趋势星级较高。TPT大模型能为客户创造极高的投资回报率，极强的经济性使得客户付费意愿高，且公司正推动商业模式从一次性买断向价值订阅转变，这将带来持续且高毛利的现金流。

工业自动化及智能制造解决方案 (3.5 星):

工业自动化及智能制造解决方案的盈利趋势星级较好。传统DCS业务面临一定的价格竞争压力，但伴随版本迭代仍有盈利能力仍有修复的空间。

自动化仪表 (3.5 星):

自动化仪表的盈利趋势星级较好。作为硬件配套产品，其盈利能力相对固定，主要受原材料成本及规模效应影响，后续随着高端分析线完善，板块盈利能力有望提升。

5.3 产业格局

★★★★★

中控技术的产业格局星级好。公司是国内流程工业自动化的绝对龙头，在自主可控背景下，市场份额持续向头部集中。

工业软件 (5星):

公司的产业格局星级高。全球仅中控与西门子布局流程工业时序大模型，且西门子在流程工业落地较少。中控在国内几乎处于独家卡位，模型自2024年以来已迭代2个大版本，代际领先优势明显。

工业自动化及智能制造解决方案 (5星):

公司的产业格局星级高。公司DCS产品连续15年国内市占率第一，尤其在化工、石化领域领先优势明显。工业软件需要客户数据的授权与自身技术模型的更新形成完美闭环，竞争格局稳定，公司的领先地位难以撼动。

自动化仪表(4星):

公司产业格局星级较好。虽然底层硬件市场相对分散，且公司业务起步晚，市占率较低。后续公司凭借控制系统的绝对优势，有望带动软件端的份额提升，竞争格局逐步向好。

5.4 护城河

★★★★★

中控技术的护城河深，且优势项的持续性极好。流程工业对安全稳定要求极高，极高的试错成本天然排斥新进入者，公司的客户粘性高；通过十多年客户数据的积累，持续完善其模型与软件，给客户带来极高的经济回报。

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
工业软件	(4.5星)经壹评级调整，中控技术工业软件板块的ROIC为28.5%，存在21.5%的超额收益。公司业务控制力为2.5星，公司属于工业软件头部企业，随着后续从项目制向SASS订阅制模式转型，ROIC数值有望逐步提升。	(5星)公司护城河归因为转换成本、规模经济和品牌影响力。1) 转换成本：工业软件是化工、石化等流程工厂的生产大脑装置，连续24小时运行，更换整套控制系统需要长期停产，单套装置停工损失可达千万级别，因而客户粘性好，且该项护城河深且衰退程度慢；2) 资源优势：公司与客户合作多年，积累充分的信任度，此外，随着业务向项目订阅制转型，公司大客户与品牌资源优势有望进一步加强；3) 技术优势：中控依托超11万套控制系统、沉淀约100EB的真实工业时序数据，构筑了数据壁垒AI模型。同时大量落地案例带来的工艺数据将形成模型迭代的正反馈，技术护城河随着时间流逝持续加深。
工业自动化及智能制造解决方案	(4星)经壹评级调整，中控技术该板块的ROIC为17.6%，存在10.6%的超额收益。公司拳头产品DCS软件全国市占率超过50%。业务控制力为2.5星，公司累计服务超4万家客户，深度掌握流程工业“三传一反”机理与能耗优化逻辑，积累了丰富的项目经验与客户信任度。	(5星)公司护城河归因为转换成本、规模经济和品牌影响力。1) 转换成本：DCS系统连续十多年国内市占率第一，工业软件为工厂的大脑，替换风险极大，因而客户的转换成本非常高；2) 资源优势：工业数据具有极高的封闭性，需要客户授权才可以使用。公司与客户合作多年，积累充分的信任度，具备大客户与品牌资源优势；3) 技术优势：中控累积丰富的真实工业时序数据以完善其模型，且持续高投入以维持技术行业领先地位，技术护城河有望随着时间流逝持续加深。
自动化仪表	(1星)经壹评级调整，中控技术自动化仪表板块的ROIC为11.1%，存在4.1%的超额收益。公司业务控制力为2.5星，目前国内市占率较低，未来成长空间较大。	(4星)公司护城河归因为资源优势与规模经济。1) 资源优势：公司软硬件客户同源，后续有望借助软件方面的客户优势，壁垒进一步加强，形成协同发展；2) 规模优势：随着规模起量，费用单位分摊金额下降，规模经济壁垒有望持续加强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

中控技术正从传统DCS龙头向工业AI平台跨越，商业模式由一次性买断转向高毛利订阅制。尽管短期受化工石化资本开支疲软拖累，但AI业务爆发带来显著边际改善。基于以上假设，结合DDM及动估模型测算，中控技术目前属于低估的位置。

6.1 核心假设及逻辑

中控技术按产品种类收入分为工业软件、智能制造解决方案和自动化仪表。我们分产品进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

1、工业软件：1）收入：公司着重迭代及推广其新产品，TPT大模型在流程工业中的渗透率有望快速提升，收入将迎来爆发式增长，我们预计2026~2028年收入同比增速为132.1%/51.4%/69.4%，预计大模型的渗透率终局稳定在30%；2）毛利率：随着订阅服务制商业模式跑通，流程行业乃至制造业都将面临产业持续升级，且客户经济效益提升显著，对产品订阅服务费敏感度低，我们预计2026~2028年毛利率为37.5%/37.5%/38%，终局毛利率稳定在42%。

2、智能制造解决方案：1）收入：伴随宏观经济逐步修复，石化、建材等流程工业的资本开支企稳，智能制造解决方案有望重回增长轨道，我们假设2026~2028年智能制造解决方案营收同比增速为-5%/-3%/2%，后续增速稳定在3%。2）毛利率。智能制造解决方案成熟且稳定，板块利润率波动幅度较小，我们假设2026~2028年毛利率为40%/40%/41%，后续稳定为41%。

3、自动化仪表：1）收入：随着公司仪器仪表产品扩容，预计该业务将继续保持快速增长，我们假设2026~2028年自动化仪表业务同比增速为30%、25%、20%，后续维持稳定增长；2）毛利率：自动化仪表高端占比提升，及业务存在规模效应，毛利率预计稳中有升，我们假设2026~2028年毛利率分别为25%、25.5%、26%。

表2：公司整体业绩预测

中控技术	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	86.2	91.4	80.7	91.2	102.5	125.3	150.6	186.6
归母净利润(亿)	11.0	11.2	4.4	7.5	9.6	12.4	14.6	20.0
归母净利润增速(%)	38.1	1.4	-60.5	69.7	27.6	29.4	18.3	36.3
经营性净利润(亿)	8.9	9.3	2.8	5.9	8.0	10.9	13.2	18.7
经营性净利润增速(%)	20.4	4.5	-70.0	112.1	35.4	36.6	21.0	41.6
经营性归母净利润(亿)	8.7	9.0	2.7	5.7	7.8	10.6	12.9	18.2
经营性归母净利润增速(%)	19.5	3.4	-70.2	114.7	35.4	36.6	21.0	41.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

工业软件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.0	7.4	7.2	16.6	25.1	42.6	62.9	93.3
收入增速(%)	11.1	5.8	-3.8	132.1	51.4	69.4	47.9	48.3
经营性净利润(亿)	0.9	0.7	0.3	1.0	2.0	3.5	5.4	9.7
经营性净利率(%)	13.5	9.2	3.7	6.0	8.0	8.2	8.6	10.4
经营性净利润增速(%)	4.4	-27.8	-61.7	276.8	103.5	73.9	55.0	78.9
工业自动化及智能制造解决方案	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	49.6	56.4	45.3	43.0	41.7	42.6	43.4	44.5
收入增速(%)	13.5	13.9	-19.8	-5.0	-3.0	2.0	2.0	2.5
经营性净利润(亿)	6.7	7.4	3.3	3.5	4.2	5.3	5.4	6.0
经营性净利率(%)	13.6	13.0	7.3	8.2	10.2	12.5	12.5	13.6
经营性净利润增速(%)	30.2	9.5	-55.2	7.4	19.6	25.1	1.9	11.6
自动化仪表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.2	6.4	12.5	16.3	20.3	24.4	28.1	32.3
收入增速(%)	80.3	3.5	94.7	30.0	25.0	20.0	15.0	15.0
经营性净利润(亿)	0.8	0.8	-0.1	0.9	1.3	1.6	1.9	2.4
经营性净利率(%)	13.3	13.0	-0.5	5.8	6.3	6.7	6.7	7.6
经营性净利润增速(%)	37.1	1.3	-107.5	1608.7	35.2	27.3	15.0	30.1
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.4	4.9	5.2	5.7	6.1	6.5	6.8	7.0
收入增速(%)	8.9	10.0	7.5	7.9	7.6	6.9	4.4	3.4
经营性净利润(亿)	0.3	0.5	-0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
经营性净利率(%)	7.8	10.3	-9.3	6.6	6.7	6.6	6.6	6.5
经营性净利润增速(%)	-3.9	45.4	-197.1	176.5	9.2	5.9	3.6	3.1
S2B平台业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.0	16.2	10.5	9.7	9.2	9.3	9.4	9.5
收入增速(%)	117.1	-14.5	-35.0	-8.0	-5.0	1.0	1.0	1.0
经营性净利润(亿)	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	0.1	-0.8	-2.2	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
经营性净利润增速(%)	-94.4	-789.7	-87.1	117.0	5.9	-2.5	2.5	-2.5

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)
工业软件	14.2%	超高	非常好	强	8.0%	26.72	67.8
工业自动化及智能 制造解决方案	2.5%	中等	非常好	强	7.5%	21.45	8.2
自动化仪表	2.2%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	4.2
其他	2.2%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	0.5
S2B平台业务	2.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	0.0
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
工业软件(亿)	-1.0	906.0	905.0	7.1	-	0.1	912.2
工业自动化及智能 制造解决方案(亿)	52.2	92.0	144.2	18.3	0.1	0.1	162.5
自动化仪表(亿)	5.0	33.4	38.4	6.9	1.0	-	44.3
其他(亿)	1.7	3.9	5.6	2.4	-	-	8.0
S2B平台业务(亿)	-1.6	0.3	-1.4	4.1	-	-	2.8
公司整体测算(亿)	56.3	1035.7	1092.0	38.8	1.1	0.2	1129.9

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
工业软件(亿)	150.5	790.0	940.4	7.1	-	-	947.5
工业自动化及智能 制造解决方案(亿)	69.8	62.2	132.0	18.3	-	-	150.3
自动化仪表(亿)	12.6	23.8	36.4	6.9	-	-	43.4
其他(亿)	3.8	3.0	6.8	2.4	-	-	9.2
S2B平台业务(亿)	-1.6	-0.1	-1.7	4.1	-	-	2.4
公司整体测算(亿)	235.1	879.0	1114.1	38.8	-	-	1152.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

中控的估值确定性评级中等偏高。虽然公司推出的TPT大模型的实际进展与终局渗透率存在一定的不确定，但公司与资本市场沟通积极，并且系统的实际效果可以通过下游客户多元化验证。此外，公司产品技术领先且竞争格局优秀，各项护城河较深且持续性强，为其估值的确定性提供了坚实的支撑。

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。