

吉林碳谷（920077.BJ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月15日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	13.09
总市值	76.74亿
PE-TTM	37.14
PB-MRQ	2.86

估值结果

价值	103.88亿
DDM估值	上行空间 35%
状态	偏低估
价值	107.33亿
动态估值	上行空间 40%
状态	偏低估

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

公司是全球风电大丝束碳纤维原丝龙头。

成长空间广阔，主要受益于全球海风装机高增带动风电大丝束碳纤维及原丝需求持续扩容；海风需求拉动产销放量，规模效应逐步兑现，碳纤维原丝业务盈利修复趋势向好；碳纤维原丝细分赛道寡头优势突出，重资产与工艺壁垒阻挡新进入者、替代风险极低，但行业龙头持续扩产，整体供需格局一般，产业格局中等；公司护城河由碳纤维原丝业务的规模成本优势、集团配套客户资源构筑，长期持续性较好。

基于风机大型化、海风渗透率提升拉动碳纤维需求，公司新增原丝产能可充分消化，单位折旧下行、盈利回归合理中枢的核心假设，根据壹评级DDM与动态估值模型测算，公司当前估值处于偏低估区间。

我们区别于市场的观点

市场乐观观点认为本轮大丝束碳纤维景气周期将实现量价齐升，而我们判断中短期大概率是量增价稳。新材料的本质在于更高性价比替代“旧”材料。新材料产品的价格中枢一般会随技术进步而逐渐走低，从而推动下游渗透率持续提升。历史经验来看，一般新材料价格是传统材料的5-10倍，是可以被下游接受的高性价比区间。参考风电用中高端玻纤价格6500-8000元/吨，当前风电大丝束碳纤维价格约7.5万元/吨，可以看到风电下游已经开始加速使用碳纤维替代玻纤。再参考当前碳纤维企业，尤其是大丝束企业纷纷筹划扩产的现状，未来碳纤维要继续提高渗透率，价格大概率持稳，甚至不排除进一步下降。大丝束碳纤维企业盈利改善核心依靠产能规模化摊薄单位成本，而非产品高端化提价。

风险提示

若上游丙烯腈价格大幅波动，或将挤压利润空间；若集团关联客户采购节奏不及预期、外部市场化客户拓展缓慢，或将放大盈利不确定性；若公司持续大额资本开支叠加行业周期磨底时间超预期，或将加重折旧压力与财务负担；若同业扩产提速、行业出现技术迭代，或将削弱公司长期竞争壁垒与份额优势。

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	6
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	7
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	8
5.1 成长空间	8
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
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	13
6.4 估值确定性	13

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	7
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	10
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
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	13

1. 基本信息

吉林碳谷是北交所上市、国内碳纤维原丝龙头企业。依托吉林化纤集团多年化纤产业技术积淀，公司纺丝生产工艺成熟稳定，产出原丝均匀度、连续性优异，下游碳化后的成品碳丝性能一致性强，是国产碳纤维产业链上游核心原料供应商。

2. 业务介绍

对于吉林碳谷公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

碳纤维原丝：

碳纤维原丝为公司核心主营产品，主流品类为聚丙烯腈（PAN）原丝。简单来说，原丝经过预氧化、高温碳化工序加工后，方可制成成品碳纤维。公司自主研发湿法两步法工艺，打破海外长期技术垄断，主营1K-50K全规格聚丙烯腈基碳纤维原丝、预氧丝，产品主要供给下游碳化厂商，终端广泛用于风电叶片、新能源汽车轻量化、无人机、航空航天、体育器材等领域。公司持续推进产能扩建，打造国内规模领先的碳纤维原丝生产基地，国内原丝市场份额位居行业前列，15万吨原丝扩产项目稳步落地，持续巩固龙头地位。该业务竞争市场定位为全球市场。

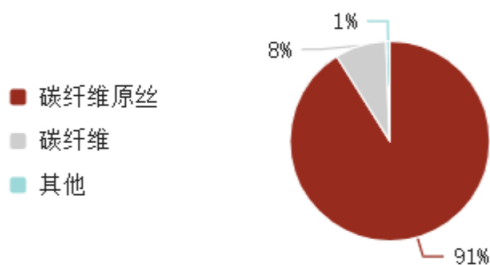
碳纤维：

公司向下游延伸布局碳化加工业务，以自产高品质原丝为原料制备成品碳纤维，依托上游原丝一体化配套降低生产成本，可匹配大丝束、小丝束多规格碳化生产，产出T400-T800系列工业级、高性能碳丝；碳丝产品兼具轻量化、高强度特性，面向风电、低空经济、高端装备等终端客户供货，依托集团全产业链协同优势提升产品交付稳定性。碳纤维业务营收占比较低，仅作为原丝主业配套补充。该业务竞争市场定位为国内市场。

其他：

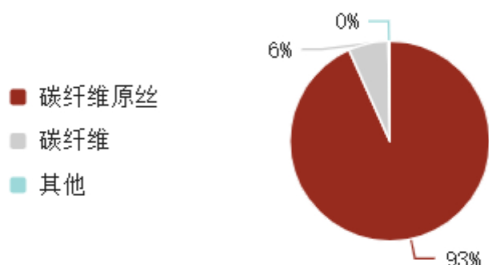
其他业务体量较小，核心包含四方面业务：一是预氧丝、碳纤维短切丝等中间配套材料，作为原丝碳化中间产物对外销售，适配碳碳复合材料、碳陶制动盘等细分场景；二是自产碳纤维专用油剂等配套助剂，配套6000吨助剂产能，优先自用同时对外供货，降低原丝生产成本；三是丙烯腈化工原料贸易，依托产业链资源开展原料批发业务；四是新材料技术研发、工艺技术配套服务，以及少量碳纤维纺织制品、定制化小批量纤维制品产销，同时包含废液溶剂回收、生产配套辅料等零星经营收入，整体以配套主业、完善产业链协同为主，仅作为辅助增收业务。该业务竞争市场定位为国内市场。

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

吉林碳谷依靠全球规模领先的原丝产能，以规模效应构建行业成本壁垒；成熟产业化工艺压低持续研发投入，优先保障当期盈利；依托集团内部碳化产能消化绝大部分产品，锁定稳定产销；上游丙烯腈集中采购保障原料稳定供应。四大特征共同塑造公司经营底色：业绩强周期属性显著、生产成本刚性突出、上下游客户与供应商双集中度高。规模是公司核心护城河，但客户与供应商集中、重资产高额折旧、前沿研发投入不足等因素，构成中长期经营约束。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司属于典型重资产制造业，资产强度高，核心商业模式是依托大额固定资产投入构建规模化纺丝产线形成成本壁垒。公司持续推进15万吨通用原丝、3万吨高性能原丝两大项目，根据2025年年报，公司固定资产38.33亿元，在建工程3.67亿元，固定资产与在建工程合计占总资产比重达64%，资产负债率接近60%。

经营逻辑上，公司依靠持续扩产摊薄单位制造、设备折旧成本，依托全球最大原丝产能形成规模优势；但重资产属性导致产能爬坡周期长、固定成本刚性，行业需求下行阶段产能利用率下滑会直接压缩毛利率，现金流高度依赖下游碳化厂订单回款，产能扩张阶段持续大额资本开支消耗现金流，资产周转效率偏低，业绩弹性与行业景气度高度绑定。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

近五年公司研发费用率在3.2%-4.7%区间波动，显著低于高端新材料企业，研发强度较低。公司湿法两步法、大丝束纺丝核心工艺早已完成产业化验证，专利体系以实用新型、设备改良为主，前沿T1000等高模量原丝仅小批量试验，暂无大规模产业化研发投入。

商业模式层面，公司不依靠高频技术迭代构筑壁垒，而是依托成熟稳定工艺、规模化产能抢占市场，研发投入仅作为配套降本手段；优势是单位营收研发费用负担轻、盈利损耗小，短板在于前沿高性能产品迭代速度慢，高端航空航天级原丝突破节奏滞后，长期高端赛道竞争力存在潜在压力。

3.3 整体供应链集中度

低

较低

中等

较高

高

根据2025年年报，公司前五大客户营收占比达93%，其中集团内关联碳化企业吉林国兴、吉林化纤股份合计销售占比约80%，绝大部分产品供给集团内部碳化产能，外部第三方客户占比偏低，业绩高度依赖集团碳化产能投产节奏。

公司原材料以丙烯腈为主，原料成本占原丝生产成本六成以上，2025年前五大供应商采购占比高达97%，其中核心原材料丙烯腈主要从吉林石化、山东滨化、江苏斯尔邦等核心供应商采购，另外，关联供应商采购占比高达42%，供应商集中度高。

综合来看，公司整体供应链集中度高，且关联企业间交易占比高。公司依托集团内部碳化产能消化绝大部分产品，锁定稳定产销；上游通过丙烯腈集中采购、签订长期锁价协议保障原料稳定供应。

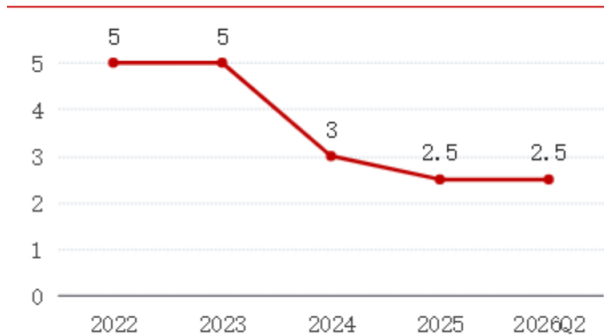
4. 历史经营绩效

2022年风电高景气阶段公司盈利、成长指标均处于高位。2023年以来，大丝束碳纤维行业供给过剩、需求阶段性走弱叠加重资产扩产、折旧压力增加，盈利能力持续回落并低位震荡；成长能力触底后随海风等需求回暖逐步修复；但公司高资产强度、上下游双高集中度的商业模式，持续推高财务压力，现金流承压，企业业务整体控制力偏弱；盈利中枢下行压缩分红空间、高额资本开支拖累股东回报指标，股东回报指标逐年走弱。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



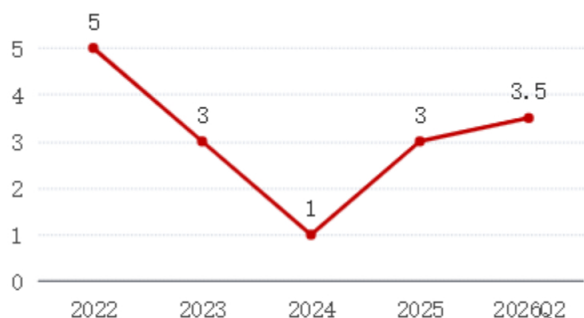
数据来源：公司财报，壹评级

2022-2023年风电需求高景气，原丝量价齐升，叠加产能规模释放，公司毛利率、ROE处于高位；2024年行业新增大量原丝产能，供给过剩压制产品售价，同时上游丙烯腈原料价格高位运行，叠加大规模扩产带来折旧摊销大幅增加，盈利水平明显下滑；2025至2026年一季度行业供需格局弱修复，但重资产折旧刚性、原料成本波动压力仍存，盈利中枢维持低位，盈利能力一般。

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

2022年风电装机高速扩张，公司产能持续投放，营收高速增长；2023年下游风电装机阶段性放缓，行业价格战开启，营收增速回落；2024年行业供给过剩、下游需求疲软，叠加下游碳化厂减产，公司产销规模承压，成长能力触底；2025年起海风等大丝束碳纤维需求持续放量，公司原丝产能逐步释放，下游集团碳化基地同步扩产消化增量，营收增速持续修复，2026年一季度成长能力快速回升。

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



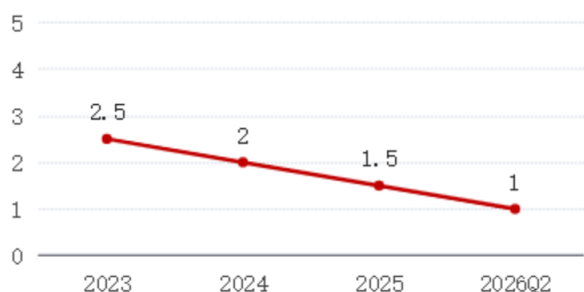
数据来源：公司财报，壹评级

公司为重资产扩产模式，近年持续进行大额资本开支、建设原丝产线，资产负债率持续走高、现金流持续承压；叠加公司客户高度集中于集团关联碳化企业，外部客户拓展缓慢，议价能力偏弱；同时上游丙烯腈原料供应商高度集中，上下游双重弱势拖累整体业务控制力偏弱。

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

一方面，前期碳纤维行业周期下行阶段，公司盈利中枢下移，分红空间收缩；另一方面，公司持续大规模扩产、增发稀释股东收益，资产周转效率下滑，ROE持续走低；叠加二级市场行业估值承压，股息率、资本回报水平同步回落，股东回报逐年弱化，整体表现偏弱。

5. 四维评级

成长空间广阔，主要受益于全球海风装机高增带动风电大丝束碳纤维及原丝需求持续扩容；海风需求拉动产销放量，规模效应逐步兑现，碳纤维原丝业务盈利修复趋势向好；碳纤维原丝细分赛道寡头优势突出，重资产与工艺壁垒阻挡新进入者、替代风险极低，但行业龙头持续扩产，整体供需格局一般，产业格局中等；公司护城河由碳纤维原丝业务的规模成本优势、集团配套客户资源构筑，长期持续性较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

碳纤维原丝作为核心营收支柱，全球海风高景气带来刚性增量，贡献公司主要业绩增量，成长空间广阔；碳纤维业务作为协同，共享风电下游需求红利，成长空间广阔。相较过去三年行业供给过剩、需求疲软的低增长阶段，未来数年板块收入增速中枢明显抬升，整体成长空间广阔。

碳纤维原丝(4星):

全球海风装机维持高增速，大兆瓦、超长叶片普及下碳纤维成为海风不可或缺的核心材料，风电大丝束原丝需求有望持续爆发，公司是国内少数可规模化量产25K-50K风电专用大丝束原丝的龙头企业，15万吨原丝+3万吨高性能原丝产能持续释放，未来3-5年销量具备稳健高增基础；且公司产品以集团内部碳化长单消化为主，海风头部叶片企业同步锁定长期采购订单，需求确定性较好；此外，对比过去三年，2024年行业供给过剩、下游需求疲软导致营收增速触底，当前全球海风高景气带来刚性增量，未来3-5年收入增速将显著优于过去三年低迷阶段，仅行业阶段性价格竞争小幅压制增速，综合来看成长空间广阔。

碳纤维(4.5星):

依托自产大丝束原丝一体化配套优势，叠加全球海风需求为碳丝提供基础支撑，碳纤维业务有望同步扩张。由于该业务投产时间短、营收基数低，测算下来未来成长增速预期广阔。但碳化环节新增产能集中释放，行业价格竞争加剧，叠加碳纤维客户认证周期长，增长确定性弱。综合来看碳纤维成长空间广阔。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

碳纤维原丝为公司核心利润来源。基于全球海风装机高速扩张，带动大丝束碳纤维原丝刚性需求持续释放，进而带动公司碳纤维原丝新增产能消化、产销规模放大，摊薄成本以改善盈利，盈利趋势向好。

碳纤维原丝(3.5星):

未来三年，全球海风装机高速扩张带动大丝束原丝刚性需求持续释放，行业低效产能逐步出清，供需格局持续优化，大丝束原丝价格企稳回升；公司大规模产能投放充分释放规模效应，单位折旧、制造成本持续下行，叠加溶剂回收、油剂国产化持续降本，毛利率具备明确修复空间，盈利趋势向好。

碳纤维(2星):

未来三年，碳纤维赛道仍有大量级新增产能待释放，叠加海风碳纤维国产化竞争激烈，产品售价持续承压，公司仅能依靠需求回暖、产销增长来摊薄成本，盈利修复空间相对有限，盈利趋势较弱。

5.3 产业格局

★★★★☆

依托碳纤维原丝业务形成细分赛道寡头优势，重资产、大丝束工艺壁垒压制新进入者，叠加海风长期刚需使得替代品威胁极低，产业格局基本盘尚可；而自有碳纤维碳化业务门槛偏低、行业扩产潮带来激烈同业竞争、下游客户议价能力更强，对整体格局形成一定拖累，综合来看公司产业格局中等。

碳纤维原丝(3.5星):

碳纤维原丝赛道具备一定细分壁垒，公司风电大丝束原丝占据绝对龙头地位，重资产投入、长期纺丝工艺积淀形成极高准入门槛，潜在进入者与材料替代品威胁极低；仅上游丙烯腈原料供应商高度集中带来成本波动压力；同时虽单独做原丝的企业不多，但多数碳纤维龙头均自备上游原丝产能，因此行业内竞争仍略显激烈，综合来看，该业务产业格局较好。

碳纤维(3星):

下游碳化环节投资与技术门槛低于原丝，行业集中扩产导致同业同质化竞争激烈，风电级碳丝供给过剩、价格战常态化，设备国产化成熟使得新进入者可以进入，不过行业景气底部持续出清后，当前新增进入者数量已明显减少。碳纤维下游终端风电、工业复材客户可选供应商较多，客户议价能力较强；仅替代品威胁极低。综合来看产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河主要来源于核心的碳纤维原丝业务，具体来看，护城河主要来源于规模效应带来的成本优势、以及依托于集团形成的客户资源优势，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
碳纤维原丝	(1.5星) 碳纤维原丝业务护城河宽度较好。公司为碳纤维原丝龙头，是国内唯一可大规模对外市场化供货的原丝企业。国产原丝（含一体化企业自用产能）口径下，行业第三方调研数据显示公司整体国内份额约38%-53%，稳居行业第一。当前该业务经壹评级调整后的ROE为10.9%，具备一定超额收益。但公司客户与供应商集中度偏高，业务控制力为0.5星，偏弱。	(4.5星) 该业务护城河主要源于规模经济与依托集团形成的客户资源优势，持续性好。公司凭借长期聚合、纺丝及溶剂回收工艺迭代积累，构建了极高的产业化生产壁垒，行业中小零散原丝产能因高成本、品控不稳定逐步淘汰；规模化一体化产线摊薄折旧、能耗与辅料支出，综合生产成本显著低于潜在竞争者，且公司仍在大力扩张产能，预计成本优势可长期维持；依托集团碳纤维全产业链布局，对内配套碳化产能消化自产原丝，对外深度绑定国内独立碳化厂商与头部海风企业锁定长期采购订单，客户转换成本高、需求保障充足，护城河持续性好。
碳纤维	(0.5星) 碳纤维业务护城河宽度较弱。公司自身碳化产能规模偏小，仅参股吉林宝旌碳化产线，自有对外销售碳纤维体量有限，单独核算的话，国内碳纤维市占率仅为低个位数。当前该业务经壹评级调整后的ROE为5.4%，不具备超额收益。公司客户与供应商集中度偏高，业务控制力为0.5星，偏弱。	(3.5星) 该业务护城河主要源于规模经济与技术优势，持续性较好。公司依托自产大丝束原丝一体化配套、碳化工艺持续改良积累，构建起差异化生产壁垒，行业单纯外购原丝的中小型碳化企业因原料成本、产品稳定性短板竞争压力突出；随着碳化产能持续爬坡释放规模效应，单位折旧、能耗成本持续下行，一体化生产带来的综合成本优势逐步显现，长期具备持续成本改善空间，护城河持续性较好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于风机大型化、海风渗透率提升拉动碳纤维需求，公司新增原丝产能可充分消化，单位折旧下行、盈利回归合理中枢的核心假设，根据壹评级DDM与动态估值模型测算，公司当前估值处于偏低估区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们将公司业务拆分为碳纤维原丝、碳纤维，并对其进行盈利预测及估值，预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：碳纤维原丝

收入假设：

碳纤维原丝未来收入的核心驱动因素在于新增产能落地、产销量扩张：随着公司年产15万吨碳纤维原丝项目、年产3万吨高性能碳纤维原丝项目产能陆续释放，我们假设到2030年，公司碳纤维原丝业务产能从2025年的5万吨左右提升至23万吨，对应碳纤维销量规模稳步扩张。具体来看，显性期（2026年至2030年，下同）每年产能分别为10、15、20、20、23万吨；销量分别为7、10.5、14、17、20万吨，销售均价方面，我们假设在行业供给释放和成本下移背景下，销售均价温和回落后，又随着产品结构升级小幅回升，到2030年实现的销售均价假设为3.34万元/吨，较2025年该业务板块均价累计下跌21%左右。半显性期，该业务板块收入CAGR约4%左右。

盈利能力假设：

我们判断未来碳纤维原丝业务板块盈利能力逐步回升至合理中枢水平，主要原因是：随着风电叶片等终端应用领域需求增长，叠加公司产销规模扩大，折旧等固定成本被明显摊薄，公司成本优势进一步强化，毛利率有望回升。在此背景下，我们预计该业务毛利率将从2025年的18.5%逐步回升至2030年的25%（2021年至2025年碳纤维原丝业务毛利率均值为29%），并在半显性期得以维持。

资本负债假设：

- 1) 周转率：碳纤维原丝业务为公司核心主业，目前资产周转率水平处于历史高位，我们判断未来随产能陆续释放，收入贡献持续提升，资产周转率逐步优化至历史均值水平。
- 2) 负债率：历史数据来看，碳纤维原丝业务周期性波动明显。因此谨慎起见，该业务资产负债率参照周期性行业，目标定为40%。

业务2：碳纤维

收入假设：

碳纤维业务占比不高，也非公司核心业务，但此业务确实有一定增量。我们假设该业务模块显性期销量分别为1、1、1、2、3.2万吨，同期碳纤维均价假设分别为7.5、7.8、7.5、7、6万元/吨。半显性期，该业务板块收入CAGR约2%左右。

盈利能力假设：

碳纤维价格景气磨底已久，我们判断未来随着需求增长逐步消化掉新增产能，叠加公司产能规模提升后成本控制能力优化，碳纤维业务板块盈利能力逐步回升至合理中枢水平。具体来看，我们预计该业务毛利率将从2025年的15%逐步回升至2030年的20%（2021年至2025年碳纤维业务毛利率均值为20.5%），并在半显性期得以维持。

资本负债假设：

- 1) 周转率：碳纤维业务的资产周转率也逐步优化至历史均值水平。
- 2) 负债率：谨慎起见，该业务资产负债率也参照周期性行业，目标定为40%。

表2：公司整体业绩预测

吉林碳谷	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	20.5	16.0	25.4	30.1	40.1	51.3	68.3	86.2
归母净利润(亿)	2.3	0.9	1.8	2.0	3.4	5.4	8.9	13.0
归母净利润增速(%)	-63.3	-59.4	90.3	12.3	71.7	58.1	63.2	46.6
经营性净利润(亿)	2.4	0.9	1.8	2.0	3.4	5.4	8.9	13.0
经营性净利润增速(%)	-61.9	-60.7	89.8	12.1	71.7	58.1	63.2	46.6
经营性归母净利润(亿)	2.4	0.9	1.8	2.0	3.4	5.4	8.9	13.0
经营性归母净利润增速(%)	-61.9	-60.5	89.2	11.8	71.7	58.1	63.2	46.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

碳纤维原丝	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.6	13.4	21.3	22.5	32.1	43.7	54.1	66.9
收入增速(%)	-0.8	-14.1	58.8	5.8	42.8	36.0	23.9	23.6
经营性净利润(亿)	1.8	0.9	1.5	1.6	2.9	4.8	7.6	10.8
经营性净利率(%)	11.5	6.5	6.9	6.9	9.0	11.0	14.0	16.1
经营性净利润增速(%)	-62.6	-51.6	68.8	6.3	85.6	67.1	56.9	42.7
碳纤维	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.4	2.6	4.0	7.5	7.8	7.5	14.0	19.2
收入增速(%)	66.7	80.7	54.2	85.6	4.0	-3.8	86.7	37.1
经营性净利润(亿)	-0.0	0.1	0.4	0.4	0.6	0.6	1.3	2.2
经营性净利率(%)	-1.5	3.1	8.9	6.0	7.2	8.3	9.4	11.6
经营性净利润增速(%)	-107.2	483.9	334.4	25.6	24.2	11.5	112.1	68.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
收入增速(%)	-18.8	-99.4	250.0	85.7	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.6	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	18.2	-28.5	-43.5	1.5	1.7	1.8	1.8	1.9
经营性净利润增速(%)	-48.3	-100.9	-434.8	106.4	15.7	5.5	1.3	3.8

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)
碳纤维原丝	4.6%	中低	较好	强	8.3%	14.52	11.5
碳纤维	2.0%	中低	较好	较强	8.5%	12.69	2.3
其他	0.0%	中低-	一般	一般	8.5%	8.72	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
碳纤维原丝(亿)	-16.2	112.5	96.3	-	-	-	96.3
碳纤维(亿)	-8.0	19.0	11.1	-	-	-	11.1
其他(亿)	-0.0	0.0	-0.0	-	-	-	-0.0
公司整体测算(亿)	-24.2	131.5	107.3	-	-	-	107.3

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
碳纤维原丝(亿)	25.7	68.6	94.3	-	-	-	94.3
碳纤维(亿)	-0.5	10.1	9.6	-	-	-	9.6
其他(亿)	-0.0	-	-0.0	-	-	-	-0.0
公司整体测算(亿)	25.2	78.7	103.9	-	-	-	103.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性评级较低，核心受行业强周期属性与自身信息披露、经营结构等多重约束共同制约。具体来看，碳纤维原丝属于典型强周期赛道，产品售价、盈利水平随丙烯腈原料价格、行业产能投放节奏、海风装机增速大幅波动，此前行业周期下行期公司盈利预测与实际兑现偏差较大；此外，公司存在高关联交易、上下游双集中度偏高的特征，关联客户营收占比接近80%，原料采购高度依赖少数化工供应商，关联交易定价、集团碳化产能投产节奏会显著扰动盈利预期，定期报告对关联交易定价细则、下游分领域需求拆分、远期产能成本测算披露颗粒度有限，难以精准锁定长期盈利中枢；叠加重资产持续扩产带来大额资本开支、折旧摊销刚性，未来产能利用率、产品价格反弹幅度存在较大不确定性，机构盈利预测分歧度高，业绩与估值中枢缺乏稳定锚定，仅海风长期刚性需求与龙头规模优势提供有限支撑，估值确定性偏弱。

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。