

中天科技（600522.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月22日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	36.95
总市值	1261.08亿
PE-TTM	33.88
PB-MRQ	3.28

估值结果

价值	1270亿
DDM估值	上行空间 0.7%
状态	合理估值
价值	1288亿
动态估值	上行空间 2.1%
状态	合理估值

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

中天科技是中国领先的通信、电力传输与海洋装备整体解决方案供应商，产品出口160多个国家和地区，广泛应用于5G通信、智能电网、海上风电、海洋通信等领域。

公司成长空间尚可，短期有充沛的海洋业务订单作为支撑，中长期则受益于海上风电、电网升级及在空芯光纤、储能等前沿领域的布局；公司盈利趋势尚可，高毛利业务带动整体毛利率保持较好水平，但持续的研发与产能投入，以及对少数大客户的依赖，使得利润的稳定性和增速面临一定压力；公司产业格局尚可，在海洋、光纤、电力等市场已确立头部地位，但由于下游客户极为集中且实力强大，公司的议价能力受到一定的制约；公司护城河尚可，在高端海缆、特种光纤领域构建了深厚的技术与全产业链壁垒。

基于我们对公司的假设，我们认为公司在海洋风电与光通信双轮驱动下的成长确定性较高，公司手握充沛订单，且在高端海缆与特种光纤领域构建了深厚的技术护城河；但短期利润受交付节奏等因素扰动，其盈利能力的全面释放尚需时间。公司目前估值处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍预期中天科技正处于明确的成长通道中，核心驱动力来自“海上风电”与“光通信”两大方向，且在手订单为短期业绩提供了高确定性。

我们认为公司仍存在一些不确定性。短期看，公司由海洋能源与光通信双轮驱动，成长确定性较高，当前能源网络在手订单约330亿元，并在高端海缆、空芯光纤及特种光纤领域构筑了较深技术护城河。但短期利润受项目交付节奏、汇兑损益波动等因素扰动，2026H1盈利能力虽已明显修复，其持续性仍需紧密跟踪。

风险提示

若风电行业未来需求不及预期，可能造成公司出货量不及预期；空芯光纤、氢能等前沿技术商业化进程不及预期；公司经营性现金流存在一定风险。

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 研发强度	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	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	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	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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

中天科技的主营业务是能源网络业务、通信网络业务。公司的主要产品是算力网络服务解决方案、绿色基站融合解决方案、广义室分系统解决方案、全域光网智联解决方案。

2. 业务介绍

对于中天科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

光通信业务：

光通信业务包括从传统光纤光缆，扩展到面向AI算力、高速传输前沿的400G/800G光模块，不仅巩固了在传统光网络领域的地位，更在数据中心、下一代通信等前沿方向技术路线领先，我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

海缆业务：

海缆业务提供从超高压交直流海缆（实现“双500kV”突破）、深海特种缆，到海上风电工程总包的全套方案，是公司当前核心的增长引擎，具备从研发、制造到施工的全产业链能力，海上优势明显，公司是国内海缆领域的龙头企业之一，我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

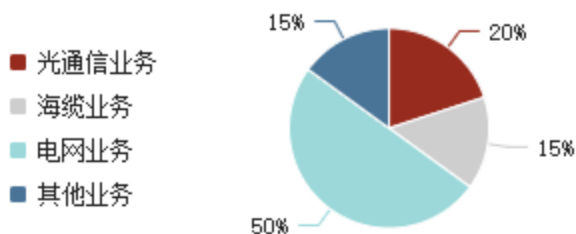
电网业务：

电网业务聚焦于特种导线、电力电缆及智能配网设备，是特高压、电网升级等国家重大工程的核心供应商，是公司最稳固的基本盘和现金流来源，我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

其他业务：

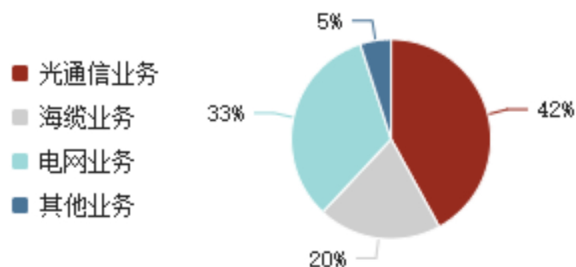
其他业务（新能源与材料）：主要包括储能（如半固态电池）、光伏以及应用于高频高速场景的高端电子材料（如铜箔）。是公司积极培育的未来增长点，作为围绕主业的“相关多元化”布局，我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

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

中天科技的商业模式是以“光”与“电”两大核心技术为根基，向能源与通信两大市场提供从高端产品到系统解决方案的综合服务，并通过全球化和产业链延伸来实现增长。其核心发展逻辑在于通过相关多元化创新和产业链协同，在能源革命和信息革命的双重浪潮中巩固优势。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

中天科技资产强度评级为“较低”，2026年半年报披露，公司总资产为666.28亿元，较年初增长7.27%，公司资产规模虽然处于通信线缆与电力设备行业的头部阵营，但与竞争对手相比，并未形成数量级上的优势。同时，公司资产负债率为40.82%，负债率低于行业平均，偿债压力相对较小，融资空间充裕。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

中天科技研发高端度评级为“较高”，公司研发人员数量众多，其人均研发经费处于行业较高水平，研发高端的优势体现在“高端、特种、系统”领域，如66kV高压海缆、深海柔性直流电缆、超低损耗光纤等。这些技术壁垒极高的产品，直接帮助公司中标阳江等大型海上风电项目的高价值海缆订单，以及国家电网的特高压项目，此类订单毛利率显著高于普通产品。

3.3 研发强度

低 较低 中等 较高 高

中天科技研发强度评级为“较低”，2026年上半年研发费用达11.47亿元，同比增长18.80%，持续的研发投入确保了公司的技术领先地位，是其核心竞争力的重要来源。公司作为系统解决方案提供商，其研发策略是针对性、应用驱动型的，而非盲目追求超高比例。其研发投入与当前业务升级和市场需求紧密结合，强度虽不高但效率导向明确。

4. 历史经营绩效

中天科技当前盈利能力星级、成长能力星级以及业务控制力星级表现较为一般，股东回报星级表现较好且持续上升。

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年，公司业绩非经常性暴雷，专网通信骗局导致计提减值30.23亿，盈利能力大幅下降。2022年，公司归母净利润同比大幅提升，盈利星级有所提升。2023年，海洋板块毛利下降，拖累整体盈利。2024年，虽然海洋业务仍承压，但电力业务持续增长，带动毛利回升。2025年，公司增收难增利、毛利率持续下降，盈利修复力度不足，导致评分下降。2026年上半年，受光纤涨价与高端海缆交付带动，公司盈利修复力度明显增强。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



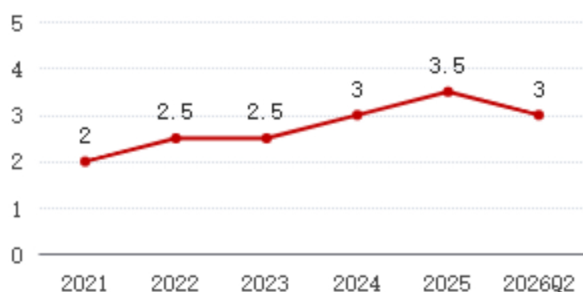
数据来源：公司财报，壹评级

2021年，公司三大业务板块均实现增长，5G建设驱动光通信，海上风电抢装驱动海洋业务。2022年，战略性剥离低毛利贸易业务，营收规模下降但利润质量大幅提升。2023年，增长引擎切换，海洋业务受政策节奏影响下滑，电网业务接棒成为增长主力。2024年，公司营收增速放缓，受宏观经济及行业竞争影响，新能源、海洋业务增速回落。2025至2026年上半年，公司光通信产品收入实现大幅增长，带动公司成长能力大幅提升。

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



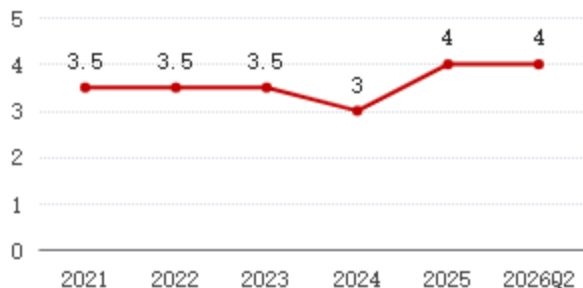
数据来源：公司财报，壹评级

2021年，公司业务控制力星级表现较差，对上游提前全额付款、对下游仅收定金，导致资金被长期无偿占用。2022-2023年，公司利润有所修复，但业务控制力质量未同步改善。2024年，虽然海洋业务下滑、行业开始价格战，但公司扛住了周期下行、未崩盘，整体业务控制力评分提升。2025至2026年上半年，虽然在手订单较高，但未转化为对下游议价能力的实质性改善，收入确认节奏存在延后，回款与交付效率仍有待改善。

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，公司稳定但偏保守，极端低盈利情况下仍坚持分红，体现对股东回报的承诺。2023年，得益于盈利仍处高位，分红再创新高。2024年，盈利下滑，分红能力下降，但公司逆势提高分红来提振市场信心。2025年至2026上半年，公司启动第六期股份回购计划，向市场传递了极强的股东回报意愿与现金流信心，整体星级维持高位。

5. 四维评级

公司成长空间较好，盈利趋势和产业格局尚可，具有较深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力较好，截至2026年上半年，公司能源网络领域在手订单较高，深度绑定“十五五”海风高景气；光通信受益于AI算力驱动下的光纤涨价周期，空芯光纤、高速铜缆等AI新故事已商业化落地。三大增长引擎清晰，中期业绩能见度较高。

光通信业务(4星)：

光通信业务是驱动成长空间的核心点，AI算力需求爆发推动全球光纤价格大幅提升，常规G.652.D光纤价格自2025年初累计涨幅超400%，公司具备棒-纤-缆一体化自主制造能力，产能利用率处于高位，有望带动2026年收入和毛利持续提升。同时，高速光模块、MPO高密度预连接组件已量产并切入AI数据中心，中标互联网企业数据中心用MPO光纤跳线及配件项目金额超15亿元，为长期成长打开新空间。

海缆业务(3.5星)：

海缆业务是公司最确定的增长点，截至2026年上半年，公司能源网络领域在手订单约330亿元，其中海洋系列约113亿元，公司订单深度绑定深远海开发，已经成为国内第二家突破500kV直流海缆技术门槛的厂商，深远海开发市场空间全面打开。德国、波兰等欧洲区域高压海缆项目将于2026年下半年至2027年集中交付，沙特海缆工厂开工建设，海外高端市场开拓成效凸显。

电网业务(3星)：

电网业务是公司最稳健的基本盘，也是公司目前最大收入来源，未来受益于“十五五”国网投资约4万亿元规划及海外电网建设需求，预计公司电网业务收入保持持续增长，同时海外陆地电缆渗透率也有望持续提升。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势有所改善，2026年以来，公司整体毛利率处于持续修复的阶段。

光通信业务(3星):

2026年上半年，光纤价格大幅上涨，AI算力光纤G.657.A2出货量同比增长2倍以上，驱动光通信业务毛利率从低位大幅修复，是三大业务中唯一毛利率趋势明确向上的板块。

海缆业务(2.5星):

海缆业务毛利率有所承压，其盈利趋势波动剧烈，受原材料价格、行业供需、招标价格影响极大，此前受价格战影响导致的利润率下行周期已过，目前处于周期底部反转阶段，未来有望持续增长。

电网业务(2.5星):

电网建设业务毛利率长期在15%左右，部分产品仅10%以内，是典型的规模驱动、利润微薄的成熟期业务，收入占比最高但利润贡献弹性比较一般，未来受益于特高压等高电压等级产品占比提升，盈利趋势也有望向上。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局星级较为一般，公司虽然为国内海缆+光纤双行业龙头，但仍面临行业内的激烈竞争。

光通信业务(3星):

国内市场已形成长飞、亨通、中天、烽火等几家寡头格局，份额集中。竞争核心是成本、规模与稳定交付，价格竞争常态化，新进入者极难破局。但公司与同为头部的竞争对手相比，优势并不明显，呈现出份额领先但无定价权的特点。

海缆业务(3星):

公司与东方电缆、亨通光电合计占据国内海缆市场近90%的份额，公司市占率超过20%，三家技术实力、中标业绩高度接近，500kV超高压直流海缆仅三家有业绩，属于寡头竞争而非寡头垄断，利润受制于行业招标价格。

电网业务(3星):

该业务市场参与者众多，市场份额较为分散，公司虽然在高压导线市场份额国内领先，但产品同质化程度高、招标价格稳定，无法形成超额定价权。属于“守成”业务，不具备格局改善空间。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级尚可，特种光缆连续十余年市占率排名前列，海缆具备±525kV直流量产能力，形成全产业链布局与较大的生产规模，造成公司的成本优势和全球化布局优势。

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
光通信业务	(2.5星) 该业务护城河宽度星级一般，公司在全球光纤光缆市场份额较为领先，国内属于一线龙头的地位。经壹评级调整后的ROE为19%，ROIC为17%。公司业务控制力星级尚可，下游话语权一般，光纤光缆产品标准化程度较高，定价权受制于行业供需周期的影响。	(3.5星) 公司该业务护城河持续性较好，护城河主要为规模经济和技术优势，规模经济体现在公司光棒自给率100%，成本比同行低5%-8%；单模光纤年产能约9000万芯公里，光缆产能约7000万芯公里，产能规模优势显著；技术优势体现在空芯光纤领域取得重大突破，光模块领域已掌握COB高速光模块封装能力。长期看，公司该业务的护城河可能面临挑战，竞争对手在海外高端市场（如北美AI数据中心）的先发优势，同时光纤价格受供需周期影响，2027年新增产能释放可能导致价格回落。
海缆业务	(3.5星) 该业务护城河宽度星级较好，公司为国内海上风电海缆领域三巨头之一，2024年国内海缆市场份额超过20%，经壹评级调整后的ROE为14%，ROIC为13%。公司业务控制力星级尚可，下游话语权较强，得益于公司具备“海缆-海底观测-敷设施工”全产业链总包能力，当前公司在手订单较高，推动后续业绩持续增长。	(3星) 公司该业务护城河持续性尚可，护城河主要为技术优势和资源优势，技术优势体现在从35kV到500kV交流、±200kV到±525kV直流全电压等级覆盖能力，全球首套66kV三芯动态海缆、±525kV直流海缆已实现量产；资源优势体现在公司拥有自有专用码头与核心海工装备，在南通、盐城等海缆基地配备万吨级深水专用出运码头，同时拥有中天31”“中天39”等多只国际先进海工船。长期看，公司该业务的护城河可能面临挑战，包括竞争对手追赶，海风政策落地节奏不确定性，部分地区规划与实际建设存在差距、海外市场拓展面临欧洲厂商长期垄断及地缘政治风险。
电网业务	(3星) 该业务护城河宽度星级尚可，公司在特高压输电线路市场份额持续领先，经壹评级调整后的ROE为9%，ROIC为7%。公司业务控制力星级尚可，下游话语权较强，得益于公司与国家电网、南方电网、中国海油、五大发电集团等核心客户签订10年以上长期战略合作协议，合作关系深度远超竞争对手。	(3.5星) 公司该业务护城河持续性较好，护城河主要为规模经济和技术优势，规模经济体现在公司是国内光电缆品种最齐全的专业企业，拥有从中低压至±1100kVDC全电压等级电缆系统技术，产能规模与品类覆盖构成综合成本优势；技术优势体现在节能导线、特种导线、OPGW等产品连续多年出口领先，ADSS、OPGW均为国家级鉴定的优秀产品，已批量出口欧盟、东南亚等地。长期看，公司该业务的护城河可能面临挑战，电网建设已进入成熟期，特高压投资虽维持高位但缺乏爆发性增长空间，产品同质化程度较高，虽然份额领先但无法形成溢价、地缘政治对海外高端电网市场拓展存在不确定性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于海缆业务受益于“十五五”海风建设提速及海外订单反转、光通信业务受益于光纤涨价周期与空芯光纤等AI新业务落地、电网业务受益于特高压投资高景气及海外渗透率提升的假设，目前公司处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

一、海缆业务：

收入假设：

- 1、根据最新“十五五”规划，上调国内陆风海风装机量的预测，根据GWEC全球预测，平滑预测全球的风电装机总量，并根据全球装机总量，转换成风电送出缆和阵列缆的用量，深远海政策的推进带动平均离岸距离增加，提升了送出缆的平均长度。
- 2、受深远海发展带动，减少220kv送出缆、35kv阵列缆的占比，提升500kv以上送出缆、66kv以上阵列缆的占比，直至完全替代。
- 3、随着规模效应的增加，假设220kv和500kv以上送出缆、35kv和66kv以上阵列缆的单价呈现出稳定缓降的趋势。
- 4、预计海缆相关业务2026-2030年收入复合增速约15%。

盈利能力假设：

毛利率：2026-2030年，预计该业务毛利率缓增，2030年以后，预计毛利率略有下降。长期毛利率预计稳定在23%-24%。

二、光纤业务：

收入假设：

- 1、根据行业预测，光纤光缆产业有望回归供需紧平衡，推动光纤价格整体向好，在位厂商近年来扩产决策相对谨慎，供给呈现相对刚性，整体竞争格局较为稳定，千兆、万兆光网建设，骨干网升级，以及海外市场的 FTTx 建设驱动基础电信光纤需求保持平稳，预计光棒产量缓慢提升，带动产能利用率逐步上行，且随着技术提升，光棒的拉丝效率保持稳定提升。
- 2、受益于AI数据中心建设与全球光纤供需错配，预计2026-2027年光纤价格持续上行，2028年起随新增产能投放逐步回落至行业稳态水平。公司依托全球领先的棒-纤-缆一体化产能与市占率优势，收入增速呈前高后低态势。
- 4、预计光纤相关业务2026-2030年收入复合增速约25%。

盈利能力假设：

毛利率：2026年，预计公司该业务毛利率同比2025年大幅提升，2027年，由于光纤行业的供需缺口仍在，新增产能落地时间较长，预计该业务毛利率维持高位，2028年以后，行业供需达到平衡，预计毛利率持续下降，直至回归稳态。长期毛利率预计稳定在27%-29%。

三、电网业务：预计该业务的2026-2030年收入的复合增速为7%，毛利率保持12%稳定不变。

表2：公司整体业绩预测

中天科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	450.7	480.5	525.0	624.0	695.7	768.4	843.7	923.2
归母净利润(亿)	31.2	28.4	29.0	51.2	61.4	70.8	75.6	83.7
归母净利润增速(%)	-3.1	-8.9	2.2	76.5	20.0	15.3	6.8	10.7
经营性净利润(亿)	27.6	24.9	26.0	49.9	60.1	69.5	74.3	82.4
经营性净利润增速(%)	-21.3	-10.0	4.6	91.8	20.5	15.7	6.9	10.8
经营性归母净利润(亿)	26.6	24.9	25.7	49.9	60.1	69.5	74.3	82.4
经营性归母净利润增速(%)	-19.6	-6.2	3.1	94.0	20.5	15.7	6.9	10.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光通信业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	72.1	76.9	84.0	121.8	162.0	202.5	243.0	284.3
收入增速(%)	11.9	6.6	9.3	45.0	33.0	25.0	20.0	17.0
经营性净利润(亿)	6.5	5.6	8.0	29.4	37.8	44.5	46.2	51.6
经营性净利率(%)	9.0	7.3	9.5	24.2	23.3	22.0	19.0	18.2
经营性净利润增速(%)	-41.4	-13.5	42.2	267.5	28.4	17.8	3.8	11.8
海缆业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	67.6	72.1	78.7	82.0	92.6	102.7	114.3	128.2
收入增速(%)	11.9	6.6	9.3	4.1	12.9	10.9	11.3	12.2
经营性净利润(亿)	13.9	9.8	10.7	10.6	12.0	14.2	16.7	18.8
经营性净利率(%)	20.6	13.5	13.6	13.0	13.0	13.8	14.7	14.7
经营性净利润增速(%)	-8.5	-29.7	10.0	-1.2	12.9	18.2	18.2	12.2
电网业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	256.9	273.9	299.2	314.2	329.9	346.4	363.7	381.9
收入增速(%)	11.9	6.6	9.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	8.9	11.3	10.1	9.5	9.9	10.4	10.9	11.5
经营性净利率(%)	3.5	4.1	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润增速(%)	-10.4	27.3	-11.0	-6.4	5.0	5.0	5.0	5.0
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	54.1	57.7	63.0	106.0	111.2	116.8	122.7	128.8
收入增速(%)	11.9	6.6	9.3	68.2	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-1.7	-1.9	-2.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	-3.1	-3.3	-4.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利润增速(%)	-50.9	-11.3	-51.4	112.6	5.0	5.0	5.0	5.0

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)
光通信业务	5.5%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	49.8
海缆业务	5.0%	中等-	较好	较强	7.5%	16.36	18.1
电网业务	4.0%	中低	较好	较强	7.2%	15.71	11.3
其他业务	3.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	0.4
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
光通信业务(亿)	78.3	661.6	739.9	31.9	-	-	771.8
海缆业务(亿)	22.1	221.8	243.9	37.3	-	-	281.3
电网业务(亿)	26.1	134.3	160.4	70.9	-	-	231.4
其他业务(亿)	-3.6	3.7	0.1	3.7	-	-	3.8
公司整体测算(亿)	122.9	1021.5	1144.4	143.9	-	-	1288.2

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
光通信业务(亿)	291.1	422.3	713.4	31.9	-	-	745.2
海缆业务(亿)	89.4	139.1	228.6	37.3	-	-	265.9
电网业务(亿)	67.9	98.2	166.1	70.9	-	-	237.0
其他业务(亿)	4.4	14.0	18.4	3.7	-	-	22.1
公司整体测算(亿)	452.9	673.5	1126.4	143.9	-	-	1270.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

中天科技的三大业务来看，海缆业务依靠政策推动与交付落地情况、光通信受制于周期波动与新业务商业化进程、电网则缺乏利润弹性与增长想象空间。公司业务结构复杂，单一业务的利好往往被其他业务的拖累对冲，导致整体利润能见度偏低。虽然短期在手订单充裕，但市场对其长期的发展情况始终存在分歧，导致公司整体估值确定性不高。

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。