

银轮股份（002126.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月1日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	消费品	价值	381.69亿	成长空间	★★★★★
当前股价	41.87	DDM估值 上行空间	7.7%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	354.56亿	状态	合理估值	产业格局	★★★☆☆
PE-TTM	36.62	价值	331.63亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	4.75	动态估值 上行空间	-6.5%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

银轮股份是以换热器为核心的综合热管理供应商，覆盖汽车热管理和工业热管理，汽车热管理产品已进入商用车、乘用车和新能源车供应链，工业热管理覆盖AIDC燃机、数据中心液冷/CDU、储能及其他工业换热场景。公司是国内汽车换热器头部企业，潜在的未放量业务为AIDC燃机热管理、数据中心液冷/CDU和储能热管理。

公司成长空间好，主要由于新能源车热管理单车价值量提升、商用车电动化、海外属地化产能释放，以及工业热管理业务从定点、验证向批量供货转化。公司盈利趋势较好，主要由于正在高速放量的AI和储能等业务毛利率显著高于传统主业。公司产业格局一般，主要由于汽车热管理国产替代和客户认证壁垒较好，但国际Tier1、国内头部厂商和跨界进入者仍会加剧竞争；工业热管理的高端板换和液冷市场则呈现高端集中、供给刚性与客户认证并存的格局。公司护城河较深，主要由于40余年换热器工艺积累、全球化产能和客户认证、规模制造能力与技术迁移能力。

基于对汽车热管理稳健增长、工业热管理高增长、2026年后工业业务海外产能爬坡及毛利率改善的假设，公司处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

市场认为公司为纯度不高的液冷概念股，但我们认为公司是AI和新能源的双重卖铲人，随着各类工业应用对散热要求的提升，公司作为换热器龙头充分受益。

风险提示

- 汽车行业竞争进一步加剧造成公司毛利率和回款能力下降。
- AI等新业务推进不及预期。
- 美元汇率波动风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	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	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	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

银轮股份前身成立于1958年，2007年在深交所上市，长期专注油、水、气、冷媒之间的热交换器、汽车空调及热管理系统。公司已形成“汽车热管理+工业热管理”两大业务平台：前者覆盖乘用车、新能源乘用车、商用车及非道路机械；后者覆盖制造业散热模块、AIDC燃机热交换模块、数据中心液冷/CDU、储能温控和其他能源热管理。

2025年公司收入156.78亿元，同比增长23.43%；归母净利润9.57亿元，同比增长22.17%；扣非归母净利润8.98亿元，同比增长31.51%。公司拥有美国、墨西哥、欧洲、印度、马来西亚等研发和生产基地，2020-2025年海外收入由11.1亿元增至38.2亿元，CAGR约28.05%。截至2025年底，公司拥有有效专利1210项，其中发明专利295项。

2. 业务介绍

对于银轮股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

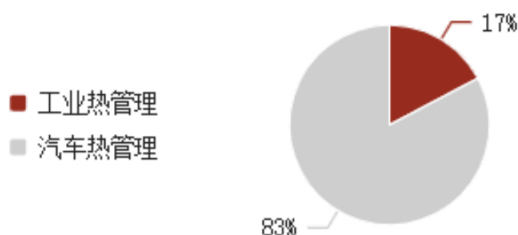
工业热管理：

产品包括AIDC燃机冷却及尾气排放处理模块、数据中心板式换热器、CDU与液冷冷板、储能热管理和其他工业换热器。该业务处于高速成长和产能爬坡期，竞争焦点是高可靠性设计、真空钎焊、客户认证、交付能力及全球属地化服务。我们将其界定为AIDC、数据中心、储能及工业热交换设备市场。

汽车热管理：

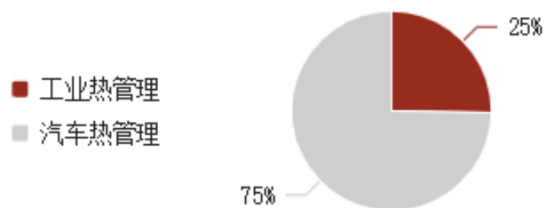
产品包括乘用车发动机及新能源三电热管理、乘员舱空调/热泵、商用车及非道路冷却模块、油冷器、EGR和尾气后处理等。公司国内市场份额及产品份额随品类变化，属于国产替代和客户定点驱动的头部分供应商。该业务相对成熟，但新能源车、商用车电动化和海外客户拓展仍提供结构性增长。我们将其界定为全球汽车热管理零部件及系统市场。

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

公司主要采用面向整车厂、发动机厂、工程机械厂及能源设备客户的ToB直销模式，以一级供应商身份参与客户同步开发、定点、验证、量产和售后。生产采用订单驱动的拉动型模式，从订单、采购到交付通常约15-25天；海外则通过本地研发、生产和服务网络满足客户的属地化要求。收入增长来自客户项目定点和量产、单车价值量提升、产品结构升级、国产替代、海外产能爬坡及工业热管理新场景放量。

3.1 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度低。公司主要采用面向整车厂、发动机厂、工程机械厂及能源设备客户的ToB直销模式，获客依赖项目定点、同步开发、客户认证、质量和交付，不依赖面向终端消费者的广告及渠道投放。2025年销售费用约2.11亿元，销售费用率约1.35%；客户经理、项目经理和技术经理组成的“金三角”团队承担客户开发与项目服务，销售投入重点在工程支持和全球属地化服务。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较低。公司客户覆盖全球整车、发动机、工程机械和能源设备产业链，年报列示的客户包括宝马、戴姆勒、奥迪、通用、福特、日产、康明斯、卡特彼勒、沃尔沃、丰田，以及吉利、广汽、长城、长安、上汽、一汽、东风、福田、潍柴、重汽、江淮和徐工等。2025年前五大客户合计销售占比26.48%，第一大客户占比8.20%，客户跨区域、跨车型和跨应用场景分布，单一客户波动对整体收入的影响相对有限；但项目定点、客户导入和车型生命周期仍会造成阶段性波动。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司供应商集中度较低。公司主要原材料为铝、钢、铁、铜等通用金属，2025年前五大供应商合计采购占比22.88%，第一大供应商占比10.78%，且前五大供应商采购不存在关联方交易，单一供应商依赖相对有限。公司通过订单驱动采购、全球化制造布局 and 属地化供应能力服务不同区域客户。需要区分供应商集中度与原材料价格风险：前者相对可控，但铝、钢、铁、铜等价格波动仍会影响成本和毛利率，在整车年降压力下成本传导可能不充分。

4. 历史经营绩效

2020-2025年，公司营业收入由63.24亿元增至156.78亿元，CAGR约19.9%；归母净利润由3.22亿元增至9.57亿元，CAGR约24.4%。2025年收入同比增长23.43%，归母净利润同比增长22.17%，扣非归母净利润同比增长31.51%，经营活动现金流净额14.05亿元。增长主要来自新能源乘用车热管理放量、商用车与非道路业务恢复、海外客户拓展，以及数字与能源业务收入同比增长42.9%。

按模型分部，汽车热管理收入由2023年的99.44亿元增至2025年的135.62亿元，工业热管理由10.74亿元增至21.16亿元。汽车热管理毛利率由2023年的20.5%降至2025年的17.9%，主要受新能源车年降和整车竞争影响；工业热管理毛利率由31.2%降至27.9%，主要受海外基地建设成本前置和产能利用率影响。工业热管理是未来最大增量来源。

2026年上半年实现营收90.26亿元，同比+25.93%；归母净利润4.52亿元，同比+2.50%。（2）其中Q2实现营收47.81亿元，同/环比+27.45%/+12.62%；归母净利润2.38亿元，同/环比+4.09%/+11.32%。公司利润增速低于营收主要由于汇兑损益影响，剔除后利润增速和营收保持基本一致。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



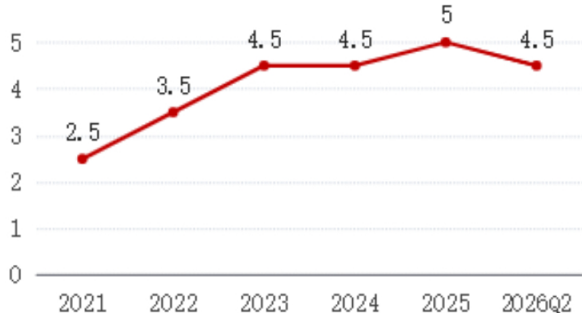
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力有所提升，主要由于规模效应的提升。综合毛利率由2020年的23.9%降至2025年的19.2%，净利率由5.1%升至6.1%，加权平均净资产收益率由2023年的12.07%升至2025年的14.12%。利润率改善主要来自规模增长、产品结构和经营效率；毛利率压力来自新能源乘用车价格竞争、产品年降、海外工厂利用率和汇率。

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

公司成长能力持续提升，26Q2为汇兑损益影响。公司2020-2025年收入和归母净利润保持较快复合增长，2023-2025年收入增速分别约30.3%、13.3%和23.4%，归母净利润增速分别约59.7%、28.0%和22.2%。成长动能已从单一汽车零部件扩展为新能源车、海外和工业热管理多曲线；未来增速的关键变量是工业热管理放量能否兑现。

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



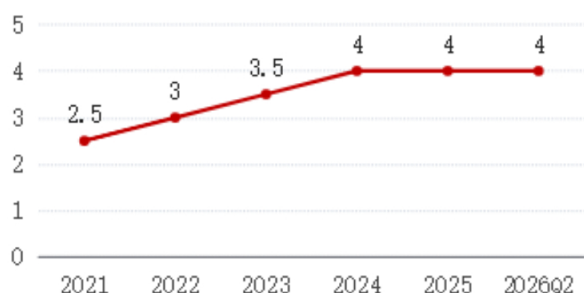
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力一般，主要由于公司所处的产业链环节议价权较弱。公司2025年末资产负债率约53.4%，有息负债约12.88亿元；经营活动现金流净额14.05亿元，高于归母净利润。公司现金和金融资产对债务具有一定覆盖能力。需要关注后续工业业务扩产、应收票据/账款和存货增长对营运资金的占用。

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

公司的股东回报近年来有所提升，2025年年报披露拟以实施时扣除回购股份后的股本为基数，每10股派发现金红利1.2元；公司同时持有回购股份。历史分红金额和比例受扩产、海外布局及可转债等资本安排影响，未来股东回报取决于工业热管理资本开支、现金流和盈利兑现情况。

5. 四维评级

公司四维评级的特点在于护城河较深、成长空间大、盈利趋势较好，但产业格局中等。护城河主要来自40余年换热器技术与工艺积累、整车及发动机客户定点认证、全球属地化交付和规模制造能力；成长空间较大主要由于新能源车热管理单车价值量提升、海外业务扩张，以及工业热管理从定点验证向批量供货转化。产业格局一般主要因为汽车热管理同时面对三花智控、法雷奥、马勒、翰昂等国内外厂商竞争，工业热管理高端板换、液冷和燃机模块仍处于国际龙头主导、客户认证持续推进阶段。盈利趋势较好但并非没有压力，2026年汽车业务毛利率受年降和整车竞争承压，工业业务受新产能折旧和利用率影响；后续随着工业业务放量、产品结构改善和海外工厂利用率提升，公司盈利能力有望修复。

5.1 成长空间

★★★★★

公司成长空间较大，主要由于新能源乘用车热管理单车价值量提升、商用车电动化和海外客户拓展，汽车热管理基本盘仍具备稳健增长；同时AIDC燃机、数据中心液冷/CDU和储能热管理等工业业务处于放量初期，有望贡献更高弹性。但工业业务收入预测对项目定点转量产、客户拓展和海外产能爬坡要求较高，实际释放速度仍需持续验证。

工业热管理(5星):

工业热管理业务成长能力优秀。AIDC燃机、数据中心液冷/CDU和储能热管理处于高景气扩张期。公司已获得卡特彼勒柴油/燃气发电机相关定点，板式换热器具备真空钎焊和自产设备能力，并通过头部客户认证。模型预测工业热管理收入由2025年的21.16亿元增至2030年的114.07亿元，CAGR约40.1%，收入占比由13.5%提升至33.0%。确定性低于汽车基本盘，核心观察项目量产、客户扩展、产能利用率和海外工厂爬坡。

汽车热管理(4星):

汽车热管理业务成长能力较好。新能源乘用车热管理市场扩容，2023-2027年国内乘用车热管理市场规模模型预计由983亿元增至1448亿元，新能源车热管理占比持续提升；新能源商用车单车热管理价值量约为传统产品的2-3倍。公司汽车热管理收入模型由2025年的135.62亿元增至2030年的231.27亿元，CAGR约11.3%，市场份额由3.8%提升至5.9%。限制因素是传统燃油车业务成熟、整车价格竞争和产品年降。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势较好，主要由于工业热管理放量后产品结构改善、规模效应和海外工厂利用率提升，有望推动整体毛利率和利润率修复；汽车热管理业务则依靠新能源产品占比提升、降本和经营效率改善维持盈利。短期盈利仍会受到汽车年降、整车价格竞争、原材料价格、海外新产能折旧及汇率波动影响，利润改善具有一定的爬坡和兑现过程。

工业热管理(4星):

工业热管理业务盈利趋势较好。工业热管理的下游客户主要包括卡特彼勒、谷歌等大厂，长期签订高毛利订单，在目前需求暴涨的背景下，公司稳定的供应能力和全球产能布局为盈利能力提供了坚实的保障。

汽车热管理(3.5星):

汽车热管理业务盈利趋势较好。乘用车新能源车热管理业务占比提升，带动公司高价值量产品出货占比提升，有力抵消了年降的负面影响。商用车业务为基本盘，覆盖全球客户，盈利能力长期稳健。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，主要由于汽车热管理已形成客户认证、质量体系、全球交付和工艺积累等进入壁垒，公司能够凭借综合配套能力参与国内外主机厂竞争；但三花智控、法雷奥、马勒、翰昂等国内外厂商均具备较强实力，整车厂降本和跨品类竞争使行业议价空间受到约束。工业热管理高端板换、液冷和燃机模块仍由国际龙头占据先发优势，公司处于客户认证和份额提升阶段，竞争格局尚未完全稳定。

工业热管理(2.5星):

工业热管理产业格局一般。数据中心板式换热器高端市场集中于阿法拉伐、舒瑞普、丹佛斯等国际厂商，供给受钎焊炉和认证周期约束；AIDC燃机热管理则由卡特彼勒、康明斯等主机厂项目认证驱动。公司具备成本、交付和属地化优势，但仍处于切入期，竞争者包括国际热交换器龙头、专业板换厂商及跨界进入者。

汽车热管理(3.5星):

汽车热管理产业格局较好。传统汽车热管理由国际Tier1主导逐步转向国内头部供应商与国际厂商竞争，新能源车技术变化为国产替代提供窗口。公司客户认证、全球交付、质量体系和40余年换热器经验构成进入壁垒；但三花智控、法雷奥、马勒、翰昂及其他本土供应商均有竞争能力，整车厂降本和跨品类竞争仍会压低议价空间。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较强，主要来自技术优势、转换成本、规模经济三方面：公司深耕换热器四十余年，形成覆盖材料、流道设计、真空钎焊和系统集成的技术工艺体系；整车、发动机、工程机械和能源设备客户的定点开发、验证及质量要求带来较高转换成本，全球研发、生产和服务网络增强客户粘性；多产品平台、全球采购制造和规模化生产则有助于摊薄单位成本。护城河持续性仍取决于技术迭代、客户份额保持、海外产能利用率和工业新业务认证转化。

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
工业热管理	(3星) 公司汽车热管理业务经调整后净资产收益率为10.4%，具有一定的超额收益。公司业务控制力较好，主要系公司具有技术优势、客户转换成本和规模经济的优势。	(3.5星) 汽车热管理业务护城河主要包括三个方面：①技术优势：40余年换热器经验，覆盖材料、流道设计、真空钎焊、密封和系统集成，并拥有1210项有效专利；②转换成本：整车厂定点、同步开发、验证和质量体系形成较长导入周期，全球客户对交付和质量一致性有较高要求；③规模经济：多平台产品、全球采购与制造网络、千万级产品批量和客户协同摊薄单位成本。持续性风险是整车厂年降、国际Tier1回补和新能源产品技术迭代。
汽车热管理	(3星) 公司工业热管理业务经调整后净资产收益率为15.6%，具有一定的超额收益。公司业务控制力较好，主要系公司具有技术优势、转换成本和规模经济的优势。	(3.5星) 工业热管理业务护城河主要包括三个方面：①技术优势：板式换热器流道设计、真空钎焊、自产钎焊设备和高流量高压可靠性能力可迁移至CDU、冷板和燃机模块；②转换成本：数据中心、燃机和储能客户认证周期长，供应商切换涉及可靠性、交付连续性和系统验证；③规模经济：全球产能布局、海外属地交付和头部客户项目经验有助于摊薄工程及制造成本。持续性取决于客户认证转化、产能利用率和国际龙头扩产速度。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司汽车热管理稳健增长、工业热管理高增长、海外产能爬坡、AIDC项目量产以及工业业务毛利率改善等关键假设，公司属于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为汽车热管理、工业热管理分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：模型以2025年实际财务数据为基期，采用分业务收入、毛利率、费用率、营运资产和资本结构假设，并通过动态估值和DDM估算股权价值。

收入假设：

1. 汽车热管理。收入由2025年的135.62亿元增至2026-2030年的160.96/191.00/210.16/220.66/231.27亿元。增长来自新能源乘用车渗透率提升、商用车电动化和全球客户份额提升；2025-2030年CAGR约11.3%，模型中新能源乘用车市场份额由5.8%提升至8.0%，商用车市场份额由5.3%提升至7.0%。
2. 工业热管理。收入由2025年的21.16亿元增至2026-2030年的33.55/50.04/69.03/89.31/114.07亿元，2025-2030年CAGR约40.1%。卡特彼勒燃机、其他主机厂、数据中心CDU/冷板和储能液冷是主要增量；收入预测隐含定点转量产、海外产能利用率提升和客户拓展顺利。
3. 集团收入。模型预测营业收入由2025年的156.78亿元增至2026-2030年的194.51/241.04/279.19/309.97/345.35亿元，2025-2030年CAGR约17.1%。汽车热管理收入占比由86.5%降至67.0%，工业热管理占比由13.5%升至33.0%。

毛利率假设：汽车热管理毛利率由2025年的17.88%降至2026年的16.80%，随后稳定在17.1%-17.5%；工业热管理毛利率由27.91%降至27.30%后，随着定制化产品、AIDC液冷和燃机业务放量升至2030年的34.0%。集团毛利率模型由2025年的19.23%降至2026年的18.61%，随后升至2030年的22.68%。主要驱动为工业业务占比提升、产品结构改善、规模效应和海外工厂利用率提高；主要压力为汽车年降、材料价格、汇率和折旧。

费用率假设：模型销售费用率由2025年的1.35%升至2026年的1.45%，后续约1.55%；管理费用率由5.08%降至2026年的4.88%，2027年后约4.78%；研发费用率由3.88%升至2026年的4.0%、2028年的4.4%，2030年回落至4.1%。费用率假设反映工业新产品开发、全球化运营和研发投入前置，以及收入增长后的规模摊薄。财务费用受利息、汇兑和海外资金安排影响，模型未将短期汇兑波动完全外推。

资产负债表假设：模型预计汽车热管理和工业热管理投入资本分别由2025年的78.27亿元和19.06亿元增至2030年的137.02亿元和105.50亿元；公司整体有息负债率由2025年的7.10%逐步降至2030年的4.60%。实际经营仍需关注工业扩产、应收票据、存货、海外资本开支和汇率对自由现金流的影响。

表2：公司整体业绩预测

银轮股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	110.2	127.0	156.8	194.5	241.0	279.2	310.0	345.3
归母净利润(亿)	6.1	7.8	9.6	9.6	15.9	20.1	24.5	30.7
归母净利润增速(%)	59.7	28.1	22.1	0.3	66.0	25.9	22.3	25.0
经营性净利润(亿)	7.0	8.4	10.8	10.5	17.6	22.3	27.4	34.4
经营性净利润增速(%)	59.1	20.2	27.8	-3.0	68.7	26.5	22.8	25.4
经营性归母净利润(亿)	6.1	7.4	9.5	9.2	15.6	19.7	24.2	30.3
经营性归母净利润增速(%)	62.9	20.6	28.5	-3.0	68.7	26.5	22.8	25.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

工业热管理	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.7	14.4	21.2	33.5	50.0	69.0	89.3	114.1
收入增速(%)	27.0	33.6	47.4	58.6	49.2	37.9	29.4	27.7
经营性净利润(亿)	1.8	2.3	3.2	4.9	8.5	12.7	17.2	23.3
经营性净利率(%)	16.6	16.1	15.3	14.7	16.9	18.4	19.3	20.4
经营性净利润增速(%)	47.5	29.9	39.7	52.9	71.6	50.3	35.5	35.2
汽车热管理	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	99.4	112.7	135.6	161.0	191.0	210.2	220.7	231.3
收入增速(%)	30.3	13.3	20.4	18.7	18.7	10.0	5.0	4.8
经营性净利润(亿)	5.2	6.1	7.6	5.5	9.2	9.6	10.2	11.1
经营性净利率(%)	5.3	5.4	5.6	3.4	4.8	4.6	4.6	4.8
经营性净利润增速(%)	63.5	16.9	23.3	-26.9	66.2	4.6	5.9	8.9

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)
工业热管理	5.2%	中等	一般	较强	7.8%	15.26	21.8
汽车热管理	2.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	10.9
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
工业热管理(亿)	-11.7	246.6	234.9	-	9.6	2.4	227.6
汽车热管理(亿)	-11.5	115.5	104.0	-	-	-	104.0
公司整体测算(亿)	-23.2	362.1	338.9	-	9.6	2.4	331.6

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
工业热管理(亿)	95.5	199.5	295.0	—	9.6	2.4	287.7
汽车热管理(亿)	31.7	62.3	94.0	—	—	—	94.0
公司整体测算(亿)	127.1	261.8	388.9	—	9.6	2.4	381.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等，主要由于汽车热管理具有较高可跟踪性，而工业热管理的量产转化和订单兑现仍需验证。可观察指标包括汽车产销量、新能源渗透率、客户定点和量产、公司月度或季度收入、海外收入、毛利率、原材料价格、应收与存货周转、AIDC资本开支、储能装机、CDU/冷板客户认证和燃机项目交付。

公司年报和投资者关系活动较为活跃，能够通过定期报告、调研纪要和公告跟踪经营进展；但订单金额、单项目毛利率、客户库存、海外工厂利用率以及新业务的真实收入确认时点并不完全透明。因此，汽车热管理估值确定性高于工业热管理，工业业务应采用季度滚动验证。

建议重点跟踪：①乘用车、商用车和新能源车销量及热管理单车价值量；②汽车业务毛利率、年降和客户结构；③卡特彼勒及其他主机厂燃机项目送样、定点、量产节奏；④数据中心CDU/冷板客户认证、产能和海外交付；⑤储能热管理订单、单GWh价值量和市场份额；⑥墨西哥、波兰、马来西亚及其他海外工厂收入、利用率和汇兑影响；⑦工业热管理毛利率、经营现金流和资本开支。

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式翻版、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。