江海股份（002484.SZ）

公司首次评级

2026年11月18日

基本信息	
所属行业	TMT
当前股价	29.64
总市值	252.10亿
PE-TTM	33.00
PB-MRQ	3.70

估值结果		
DDM估值	价值	184.66亿
	上行空间	-27%
	状态	偏高估
动态估值	价值	184.47亿
	上行空间	-27%
	状态	偏高估

四维评级	
成长空间	★★★½☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

江海股份是国内电容龙头，也是全球电力电子领域少数同时布局铝电解、薄膜、超级电容三大品类研发制造的厂商，且向上延伸电极箔等核心材料，产业链完整度高；公司也是超级电容国标副组长单位、高分子固态电容国标主要起草单位，连续多年入选中国电子元件百强。

公司成长空间较好，下游从单一工业，切换到光储+新能源车+AI算力+电网多高景气赛道，产品矩阵互相导流，客户复用性强，成长天花板显著高于单一品类电容厂商；公司盈利趋势较好，主业铝电解具备电极箔自供（高压化成箔自给率约75%），对冲铝价波动，毛利率中枢稳定，超级电容、高端MLPC使得业务结构持续优化；公司产业格局较好，全球电力电子领域，能同时把铝电解、薄膜、超级电容做到规模化、具备自研材料能力的厂商极少，公司全品类平台带来差异化优势，产业格局较好；公司护城河较深，纵向一体化、全品类平台、客户认证壁垒使得新进入者很难短期复制，护城河较深。

基于主业铝电解电容需求稳定，薄膜电容持续稳步扩产，MLPC/超级电容持续放量的情况下保持较高增长的假设，公司当前处于偏高估状态。

我们区别于市场的观点

我们在盈利预测上较市场一致预期更为审慎：短期不假设AI服务器超容及MLPC业务在2026年即进入大规模供货，相关收入仅按现有小批量订单计入；毛利率与净利率修复幅度低于市场预期；传统新能源及薄膜电容需求不作强复苏假设；海外并购协同留待后续季度验证。AI数据中心供电升级作为长期可选成长期权。

风险提示

周期与下游需求风险：基本盘铝电解电容高度绑定工控、变频器、传统电源；若工业资本开支下行、制造业复苏偏弱，订单、稼动率会快速承压，毛利率容易回落；原材料成本波动风险：虽然高压化成箔自给率较高，但核心原料铝、聚丙烯薄膜等涨价会压缩毛利。

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 研发强度 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 11
6.4 估值确定性 11

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 10
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 11

1. 基本信息

江海股份是中国电容器行业的龙头企业，是国内被动元件领域少有的、同时打通铝电解电容+薄膜电容+超级电容三大品类，并向上游电极箔/化成箔材料延伸的全产业链厂商，产品广泛覆盖工业自动化、新能源、储能、AI服务器、轨道交通、智能电网等高端场景。公司总部在江苏南通，公司是中国电子元件行业协会副理事长单位，连续多年入选"中国电子元件百强"。

2. 业务介绍

对于江海股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

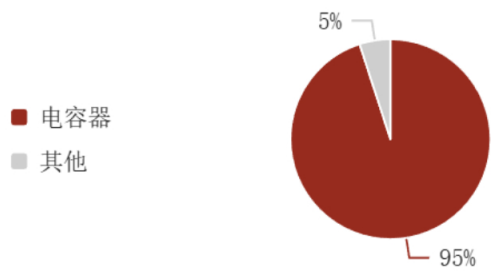
电容器：

电容器业务由铝电解电容、薄膜电容、超级电容三大品类构成，是公司收入、利润的主体，也是主要成长载体。铝电解电容为基本盘产品包含螺栓式、焊片、引线、高分子固态MLPC叠层电容等；优势是自愈性好、可靠性高、性价比强。薄膜电容是第二曲线，下游主要为光伏/风电逆变器、储能、电动汽车与充电桩、轨道交通、军工。超级电容弹性最大、基数最小，双电层电容（EDLC）与锂离子电容（LIC）及模组本质是储能器件，补的是"秒级到分钟级"的功率缺口。我们对该业务的市场界定为全球电容器市场。

其他：

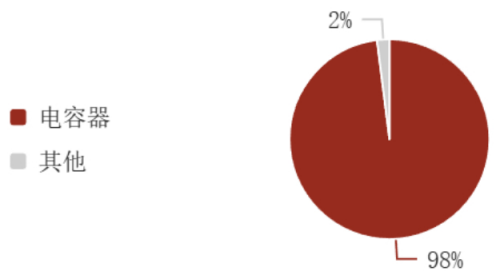
其他业务主要为电极箔（电子材料），体量不大，以配套、零星业务为主。电极箔包含腐蚀箔、化成箔，是铝电解电容的核心上游材料；优先内部供给，对外销售余量。定位是产业链配套环节，不是对外大规模售卖的独立业务；高压化成箔自给率约75%，作用是保障电容产能、控制成本、实现定制化开发；对外外销收入随铝电解稼动率波动，2025年外销收入同比下滑。此外还含少量配件、废料销售、加工服务、零星配套等，营收占比极低，对业绩影响很小，不属于战略业务。

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

公司主业为电容器产品的研发与制造，且下游覆盖工控变频器、工业电源、通信电源、家电、光伏逆变器、储能PCS、新能源汽车等领域，业务性质决定公司的资产强度中等、研发高端度中等、研发强度中等。

3.1 资产强度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

公司的资产强度中等，公司2025年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为28.4亿，占总资产的比例为33%，主要由于公司业务以电容器产品的研发和制造为主，早期产线投资较多，如今现在多数产线已经过了折旧高峰期，资产强度中等。

3.2 研发高端度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

公司的研发高端度中等，2025年公司职工人数4487人，研发费用2.71亿元，人均年研发费用6.03万元，公司铝电解面临艾华、日系厂商竞争；薄膜电容对标法拉电子，涉及品类较多，研发高端度中等。

3.3 研发强度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

公司的研发强度中等，公司2025年研发费用2.71亿元，研发费用率4.95%，单位收入研发费用0.0495元，主要由于公司降低了定工控、变频器、传统电源产品的占比，提高新能源（光伏、储能、车载）、AI 算力等高附加值产品占比，新产品占比提升，研发强度中等。

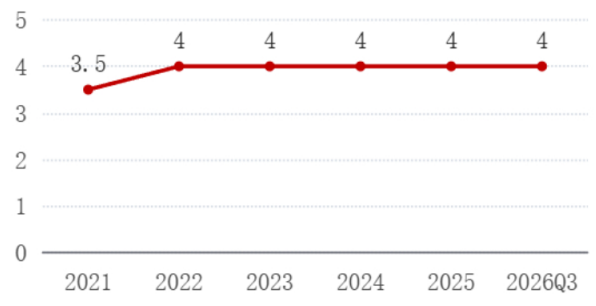
4. 历史经营绩效

2021年至今，江海股份完整走完一轮被动元件周期：2021年全面景气、盈利、成长、业务控制力、股东回报同步最优；2022－2023年进入下行周期，盈利、增长、定价权、现金流、分红同步走弱，营运资本压力凸显；2024－2025年开启结构性修复，依靠储能、AI算力、车载等高附加值产品拉动业绩，但低端品类竞争压制盈利上限，业务控制力分化，股东回报温和修复。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



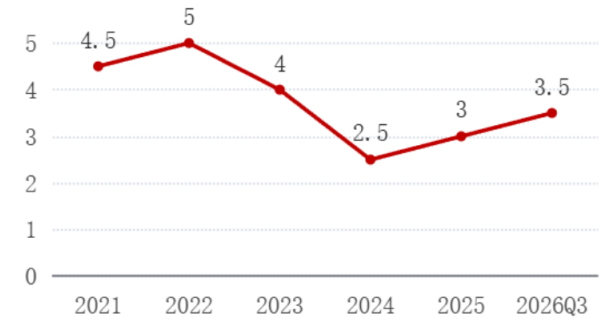
数据来源：公司财报，壹评级

公司2021年上行，工控、光伏需求旺盛，电容订单饱满，稼动率高；2022－2023年下游工控需求走弱、光伏环节开始价格竞争；2024年温和修复，光伏储能需求回暖、AI服务器电源订单逐步导入；2025年继续修复，AI算力、储能PCS、车载OBC对应的薄膜/MLPC/超容占比继续抬升；自有化成箔配套降本效果显现；盈利中枢受铝电解周期、薄膜电容价格战、新业务前期投入共同影响，公司依靠涨价传导与产品结构上移保持盈利能力。

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2021年高增，工控+光伏双景气驱动，薄膜电容放量；2022年增速显著放缓，营收尚能维持小幅增长，但利润端先杀，典型“量增利缩”。2023年收入几乎停滞、利润负增，传统工控订单萎缩，光储去库，整体进入收缩阶段。2024－2025年重回正增长，但增速弱于2021年，储能、AI服务器电源订单开始落地，利润弹性大于收入弹性；成长由下游赛道轮动主导，传统工控是拖累项，光储、算力是增量。

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



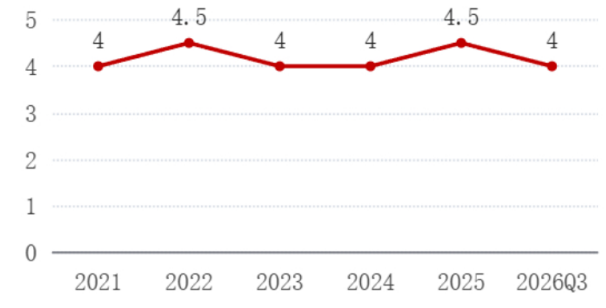
数据来源：公司财报，壹评级

公司的低端品类弱、高端电力电子品类强；周期上行阶段定价权强，下行阶段几乎没有定价权；产业链垂直配套是公司最重要的缓冲工具，而非强定价权来源。资产负债率五年在21%－27%之间窄幅波动，几乎无杠杆风险。2021年至今，经营现金流从3.11亿做到8.68亿，快于营收和净利，财务表现良好。

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年以来，公司股东回报水平在被动元件板块持续处于高位区间，核心由稳定的净资产收益能力、持续现金分红+股份回购的双渠道回报机制共同支撑。2021－2025年公司加权ROE维持在10%以上，盈利底盘扎实；分红政策稳健，2021年10派1.2元、2022年10派1.5元、2023/2024年均10派2.6元，分红率稳定抬升至32%左右，同时叠加股份回购用于股权激励，形成分红+回购的复合股东回报，提升资本返还力度。

5.四维评级

公司成长空间较好，下游从单一工业，切换到光储+新能源车+AI算力+电网多高景气赛道，产品矩阵互相导流，客户复用性强，成长天花板显著高于单一品类电容厂商；公司盈利趋势较好，主业铝电解具备电极箔自供（高压化成箔自给率约75%），对冲铝价波动，毛利率中枢稳定，超级电容、高端MLPC使得业务结构持续优化；公司产业格局较好，全球电力电子领域，能同时把铝电解、薄膜、超级电容做到规模化、具备自研材料能力的厂商极少，公司全品类平台带来差异化优势，产业格局较好；公司护城河较深，纵向一体化、全品类平台、客户认证壁垒使得新进入者很难短期复制，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★½☆

公司整体成长空间依托电容器业务的多赛道升级与国产替代，稳健基本盘+两条高弹性增量曲线共振，叠加全产业链配套、客户复用、海外基地布局，成长来源多元、抗单一赛道周期的能力优于单一品类电容厂商。电容器业务内部，传统产品稳住基本盘，服务器MLPC、储能薄膜、AI超级电容等高附加值新品打开中长期增量，赛道空间、产品迭代、客户导入三重逻辑支撑电容器业务成长空间向好。

电容器(3.5星)：

铝电解电容器为基本盘，普通工控、通信、家电铝电解属于存量市场，随工业自动化温和增长，现金流稳定；增量主要来自高端化升级，高端服务器、车规铝电解是铝电解板块的核心增量。AI服务器牛角电容、MLPC高分子固态叠层电容、固液混合电容适配新一代服务器电源架构，是铝电解内部增速最快的细分方向，当前基数低、渗透空间大。新能源车OBC、BMS、电控对可靠性要求高，车规级小型铝电解单车配套价值高于工业通用款。薄膜电容是光伏逆变器、储能PCS、车载OBC、充电桩、风电SVG的刚需器件，下游新能源装机规模持续扩张带来刚性需求。超级电容和锂电池属于互补路线，主打毫秒级瞬时大功率、宽温域、超长循环寿命，公司同时布局双电层电容EDLC、锂离子电容LIC，LIC能量密度更高，更适配服务器紧凑机柜场景，目前已经进入头部客户送样、批量验证阶段，产能同步技改扩产。铝电解是压舱石、靠高端化升级；薄膜电容绑定光储车，是中期主力增量；超级电容受益AI算力+电网改造，弹性最大。

5.2 盈利趋势

★★★☆☆

公司盈利趋势向好，根源就是电容器业务的结构性升级与成本对冲。公司主动收缩低毛利通用消费类铝电解产能，资源向AI服务器、储能、车载、电网调频等高附加值电容倾斜；超级电容、MLPC、车规薄膜电容毛利率显著高于传统普通铝电解，随着这类新品批量交付、收入占比逐年抬升，将持续拉动综合毛利率、净利率上行。海外日立AIC基地的高端订单盈利质量更高，外销占比提升，进一步优化盈利结构。高压化成箔自给率约75%，腐蚀箔、化成箔自研自产，电极箔是铝电解电容成本核心，自供体系可以对冲铝价、电解液等原材料波动；可以自主开发高比容特种箔材匹配高端产品，既保障性能，也减少外部采购溢价，在行业下行周期里毛利抗跌性明显优于纯组装厂商。

电容器(3星)：

MLPC、服务器专用牛角电容面向算力电源，客户认证门槛高、规格定制化、附加值高，毛利率显著高于通用铝电解；当前处于放量初期，随AI服务器电源渗透率提升，成为铝电解板块毛利提升核心来源。薄膜电容前期受光伏逆变器价格战压制，整体毛利偏低；后续盈利改善来自产品升级与优质客户结构。超级电容是三大电容里盈利改善弹性最强的板块，技改扩产匹配头部客户订单，良率持续提升，规模效应逐步体现，费用摊薄后净利率弹性最大，是电容器业务中长期利润弹性来源。电容器业务整体毛利率、净利率中枢具备持续上行的基础，是公司盈利改善的核心载体。

5.3 产业格局

★★★☆☆

国内同行大多是单品类聚焦：法拉电子主打薄膜电容、艾华集团侧重消费 + 贴片铝电解；日系厂商（贵弥功、尼吉康等）聚焦高端，但产能收缩、本地化服务弱、成本高、交期偏长。江海是国内少数同时规模化布局铝电解、薄膜、超级电容，且向上延伸电极箔材料的平台厂商，面向电源、逆变器、算力电源客户可以一站式配套，更容易进入头部电源厂商的供应链体系，形成差异化竞争，避开和单一品类龙头的正面内卷。国产替代大趋势下，供给端持续出清，份额向龙头集中。

电容器(3星)：

铝电解电容器方面，日系持续退出中高压常规工业市场，仅保留最高端医疗、高端工业小众场景；下游AI服务器、储能电源对牛角电容、MLPC高分子固态电容需求快速增长，该细分认证周期长、良率门槛高，玩家少，格局相对良性，不是完全价格战。江海依托自有化成箔配套，在光伏、工控、服务器电源铝电解赛道份额持续抬升。薄膜电容器方面，法拉电子在光伏储能薄膜电容份额领先，江海、铜峰等为第二梯队；低端普通薄膜电容价格战激烈，高端储能PCS、车载OBC、SVG高压薄膜电容壁垒高、玩家有限。江海避开纯低价光伏通用款，重点发力储能PCS、车载、工业脉冲电容，走差异化路线，赛道竞争压力小于低端通用薄膜。超级电容器方面，江海布局较早，是国内少数具备LIC量产能力的厂商，在算力、电网调频细分赛道卡位靠前，格局红利明显。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度较好，江海可以给电源、逆变器、算力电源客户提供一站式电容配套，客户研发协同、同步打样、多品类同步认证的粘性远高于单一品类供应商。高压化成箔自给率约75%，自主掌握腐蚀、化成工艺，同时布局超级电容电极材料、薄膜镀膜工艺；不是简单外购箔材组装。公司护城河不是单一壁垒，而是平台壁垒+材料工艺壁垒+认证壁垒+标准壁垒的组合壁垒。公司的护城河持续性较高，服务器MLPC、储能高压薄膜、LIC超级电容等高附加值细分赛道，材料工艺、良率、长周期认证三重壁垒叠加，新进入者切入难度大；且下游电源、算力、储能架构持续升级，倒逼电容技术迭代，头部厂商持续投入、持续积累know-how，护城河可以不断加宽，具备较好的持续性。

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
电容器	(3.5星)业务经壹评级调整过的超额ROE为9.4%，超额ROIC为8.4%，存在一定的超额收益率。核心壁垒来自化成箔自供+高分子配方+良率控制+服务器/车规长周期认证。MLPC面向高密度服务器电源，低ESR、耐高温、小型化，对材料、涂布、叠层工艺要求很高；客户认证严苛、失效后果严重，头部电源厂商导入谨慎。日系厂商虽技术强，但成本、交期、本地化服务处于劣势，国产龙头份额提升过程中壁垒持续巩固。	(4.5星)公司的护城河为技术优势、规模优势、管理运营，各自占比约三分之一，超额收益率未来5年与15年预计基本稳定。算力服务器电源持续迭代，对电容耐纹波、高温稳定性要求不断提高，需要持续迭代箔材与高分子配方，壁垒会随产品迭代持续加深，不是一次性的静态壁垒，国产龙头份额提升过程中壁垒持续巩固。储能、新能源车高压平台趋势下，单机电压、纹波电流持续抬升，对薄膜材料、耐温、自愈性要求越来越高，单纯低价厂商会逐步被排除在头部供应链之外，高端赛道壁垒持续集中。江海避开低端红海，重点布局储能、车载高端型号，壁垒质量优于普通薄膜赛道。超级电容属于功率型储能路线，和锂电池是互补而非简单替代；AI算力、电网调频场景还处于渗透早期，客户验证周期长、新玩家很难快速切入；随着批量供货、工况数据积累、良率提升，规模效应与工艺know-how进一步拉开差距，壁垒具备长期持续性，是电容器业务护城河最优质的板块。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于主业铝电解电容需求稳定，薄膜电容持续稳步扩产，MLPC/超级电容持续放量的情况下保持较高增长的假设，公司当前处于偏高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

电容器收入假设：

1)市场份额：江海股份是铝电解电容国内龙头，全球常年保持前三，全球市占率长期稳定在8%附近。江海依托自有化成箔配套，在光伏、工控、服务器电源铝电解赛道份额持续抬升，预计未来5年公司份额将会逐渐提升到10%附近，后续逐渐保持11%的稳态水平。薄膜电容方面，公司重点发力储能 PCS、车载、工业脉冲电容，走差异化路线，赛道竞争压力小于低端通用薄膜。预计未来5年公司份额将会逐渐提升到2.5%附近，后续逐渐保持2.5%附近的稳态水平。超级电容方面，江海为国内第一梯队，预计未来5年公司份额将会逐渐提升到3%附近，后续逐渐保持3%附近的稳态水平。

2)下游需求：铝电解电容不是指数级爆发赛道，传统照明、消费电源业务持续萎缩，只能依靠工控、新能源、算力电容做结构性弥补，未来5年铝电解电容市场整体CAGR预计在4.5%附近，未来5-15年铝电解电容市场整体CAGR预计在2.5%附近。薄膜电容的行业B明显优于铝电解，未来5年薄膜电容市场整体CAGR预计在5.6%附近，未来5-15年薄膜电容市场整体CAGR预计在4.5%附近。超级电容格局最优、竞争最良性，未来5年超级电容市场整体CAGR预计在22%附近，未来5-15年超级电容市场整体CAGR预计在6.7%附近。

盈利能力假设：

1)毛利率：公司规模优势与技术优势并存，同时叠加国产替代放量，预计5年内公司毛利率先升后降，5年后随着市场稳定，远期毛利率在25%。

2)费用率：公司已经度过大规模扩产阶段，费用率前期较高，预计后续费用率将会逐渐走低至9.8%。

资产负债假设：

1)公司属于重资产行业，未来会随着折旧而减少，从而提升公司资产周转率。

2)考虑到公司整体盈利非常稳健，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

江海股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	48.4	48.1	54.8	67.2	81.4	92.3	105.9	114.7
归母净利润(亿)	7.1	6.6	6.7	8.9	11.0	12.1	13.2	13.9
归母净利润增速(%)	6.9	-7.4	3.0	32.1	23.1	10.6	9.0	5.1
经营性净利润(亿)	7.1	6.6	6.7	8.9	11.0	12.1	13.2	13.9
经营性净利润增速(%)	7.5	-7.2	2.4	32.9	23.1	10.6	9.0	5.1
经营性归母净利润(亿)	7.0	6.5	6.6	8.9	11.0	12.1	13.2	13.9
经营性归母净利润增速(%)	7.2	-7.6	2.3	34.1	23.1	10.6	9.0	5.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

电容器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	46.5	46.0	53.5	65.6	79.2	90.0	103.4	112.2
收入增速(%)	10.3	-1.0	16.1	22.7	20.8	13.6	15.0	8.4
经营性净利润(亿)	6.8	6.3	6.6	8.7	10.7	11.9	13.0	13.7
经营性净利率(%)	14.7	13.7	12.3	13.3	13.6	13.2	12.6	12.2
经营性净利润增速(%)	7.5	-7.6	4.0	33.5	22.9	10.8	9.1	5.2
其他	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	2.0	2.1	1.4	1.6	2.2	2.3	2.4	2.5
收入增速(%)	-35.7	3.8	-32.3	17.4	35.1	2.8	6.2	3.9
经营性净利润(亿)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	12.3	12.2	11.3	10.3	10.0	9.8	9.5	9.3
经营性净利润增速(%)	6.9	2.5	-37.0	6.3	31.8	0.3	3.7	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)
电容器	2.8%	中低	较好	强	8.0%	15.13	13.3
其他	3.0%	中等-	一般	一般	7.5%	13.25	0.2
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
电容器(亿)	21.5	148.2	169.7	11.8	0.7	0.6	181.4
其他(亿)	0.4	2.3	2.7	0.3	-	-	3.0
公司整体测算(亿)	22.0	150.5	172.5	12.1	0.7	0.6	184.5

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
电容器(亿)	92.9	76.4	169.4	11.8	0.7	0.6	181.1
其他(亿)	1.8	1.5	3.3	0.3	-	-	3.6
公司整体测算(亿)	94.7	78.0	172.7	12.1	0.7	0.6	184.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★½☆

公司的确定性较高，铝电解、薄膜、超级电容业务景气错位，传统业务提供稳定现金流，MLPC、储能薄膜、AI超级电容等高附加值新品逐步兑现，盈利修复路径清晰。上游电极箔自供对冲周期波动，叠加长期认证壁垒、国产替代红利，业绩可预测性优于单一品类同行。估值锚既有被动元件周期底仓支撑，又具备算力、储能带来的成长溢价，盈利、格局、护城河共同托底，业绩与估值的兑现确定性更强。

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%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥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任何变更。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作有悖原意的引用、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。