科达制造（600499.SH）

公司首次评级

2026年11月10日

基本信息	
所属行业	工业
当前股价	11.15
总市值	213.84亿
PE-TTM	10.33
PB-MRQ	1.54

估值结果		
DDM估值	价值	467.56亿
	上行空间	119%
	状态	严重低估
动态估值	价值	460.73亿
	上行空间	115%
	状态	严重低估

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

核心评级结论

科达制造是一家以建筑陶瓷机械和海外建材为核心主业，并战略参股蓝科锂业布局锂盐，同时培育锂电材料及装备等业务的综合性制造企业。

综合来看，公司成长空间中等，海外建材具备可观成长空间，建材机械增长依靠海外拓展及延伸业务；公司盈利趋势向好，随产品结构持续优化具备提升空间；公司产业格局整体稳健，建材机械壁垒高筑，海外建材依托先发等优势市占率有望稳步提升；护城河方面，公司拥有领先的品牌、规模、资源、技术优势及转换成本壁垒，整体来看基本面较为优秀。

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于海外建材市场与品类持续扩张，建材机械业务稳健增长，蓝科锂业对应碳酸锂远期价格维持合理中枢，整体盈利能力回升的假设，当前科达制造处于严重低估区间。

我们区别于市场的观点

市场投资或着眼于科达制造传统业务周期波动，忽视其海外建材业务已跃升为第一大营收支柱。我们认为科达制造在周期波动环境中仍维持了相对更优的主业盈利韧性，公司的核心价值在于其在行业低谷期持续打磨α的能力，其非洲海外建材及陶机配套服务未来仍有发展潜力，当前市值尚未充分反映主业价值，公司或被低估。

风险提示

若海外新兴市场基建、地产需求不及预期，或拖累海外建材及陶瓷机械业务订单，进而压制公司营收与业绩增速；若钢材、能源等上游原材料价格大幅上行，成本向下传导不畅，或将挤压业务盈利空间；若碳酸锂价格大幅波动，公司投资收益存在较大不确定性；海外基地运营面临地缘政治、贸易政策、汇率波动等多重不确定性，同时区域市场同业产能投放，或将加剧市场竞争。上述各类风险若集中显现，或将对公司生产经营及盈利水平产生不利影响。

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 营销强度 …… 5
3.3 客户集中度 …… 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 …… 7
5.4 护城河 …… 8
6. 公司估值 …… 8
6.1 核心假设及逻辑 …… 8
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 …… 8
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

科达制造是一家以建筑陶瓷机械和海外建材为核心主业，并战略参股蓝科锂业布局锂盐，同时培育锂电材料及装备等业务的综合性制造企业。

2. 业务介绍

对于科达制造公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

海外建材：

公司海外建材业务以海外本地化建厂模式生产建筑陶瓷、玻璃、洁具等建材制品，产品适配非洲及周边区域需求，该业务已跨越成为公司第一大营收来源与核心增长引擎。公司在非洲多国布局生产基地，产能规模位居非洲建材行业前列，依托先发产能优势、渠道协同与本地化运营，产品已辐射至超60个国家和地区，我们对该业务的竞争市场界定为以非洲为主的海外新兴市场。

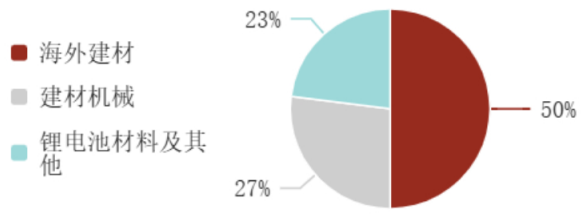
建材机械：

公司建材机械业务主要生产陶瓷压机、窑炉、抛磨设备等制造装备，并配套提供配件耗材、维修改造及数字化升级服务。该业务为公司传统优势基本盘，当前海外订单占比已超60%，并成功将整线与核心设备出口至日本、欧洲等高端市场。依托全流程服务能力，公司正加速向全球建陶生产服务商转型，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

锂电池材料及其他：

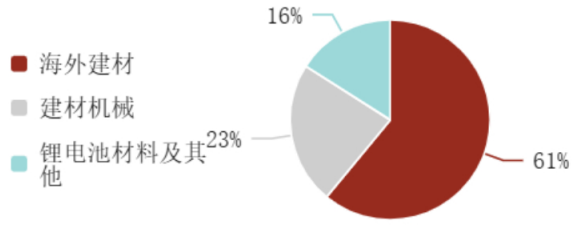
公司锂电池材料及其他业务主要涵盖人造石墨负极材料的研发生产、锂电材料烧结装备制造，以及参股蓝科锂业的盐湖提锂业务。该业务为公司重要的战略培育与利润增厚板块，公司负极材料已具备15万吨/年一体化产能，蓝科锂业具备4.1万吨/年碳酸锂产能，我们对该业务的竞争市场界定为全球。

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

科达制造呈现“重资产、低营销、客群分散”的跨国实体制造模式。公司投入大额资本在海外本地化建厂，构筑重资产壁垒；销售端，依托海外属地渠道与经销商体系开展业务，维持低营销成本；业务横跨建材机械、海外建材与锂电材料等，面向全球分散的客户，有效分散风险与客户依赖。

3.1 资产强度

低 | 较低 | 中等 | **较高** | 高

科达制造的资产强度较高。公司固定资产和在建工程占总资产比例约27.68%，单位收入所需要的固定资产约为0.47，主要系多板块业务均具备实体生产属性，重资产特征突出。近几年，公司处于海外业务的快速扩张期，海外建材采取本地化建厂模式，需投入厂房、设备等大额长期资产，整体资本开支规模较大。此外，由于非洲地区基础设施相对薄弱，公司建厂时需自建较多配套设施，整体资产强度维持在较高水平。

3.2 营销强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

科达制造的营销强度低。2025年，公司销售费用率约为3.05%，销售费用占营业总成本的占比约为3.51%，一方面建材机械、锂电材料以B端客户为主，无需大规模终端营销投放；另一方面海外建材业务主要销售区域集中在非洲地区，该地区的市场推广和渠道维护成本整体偏低，公司主要依托成熟经销商网络，同时海外本地化团队人力成本可控，叠加营业收入规模持续扩大，整体营销强度进一步被拉低。

3.3 客户集中度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

科达制造的客户集中度低。2025年公司前五大客户销售额占比为18.11%，主要源于公司业务板块多元，覆盖海外建材、建材机械、锂电材料等多条业务线，收入来源被不同赛道分散。海外建材面向多国大量中小经销商，单客户销售规模有限，机械与锂电材料下游客户也较为分散，不存在单一客户收入占比过高的情形，降低了公司对核心客户的依赖。

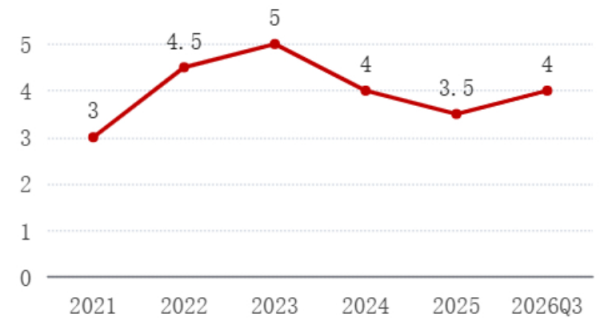
4. 历史经营绩效

过去五年，科达制造成长能力、盈利能力呈现周期波动，前期受益海外扩张、锂盐高景气实现抬升，后续受国内地产拖累陶机业务、锂盐价格下行压制参股投资收益出现回落，2025年起海外建材板块产能释放贡献核心增量，锂盐板块投资收益触底修复，整体经营韧性有所显现；公司业务控制力长期保持较高水平，上下游账期与资金占用管理整体稳健；股东回报依托稳定现金流支撑维持较高水平，周期环境下兼顾业务发展与股东分红回馈。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



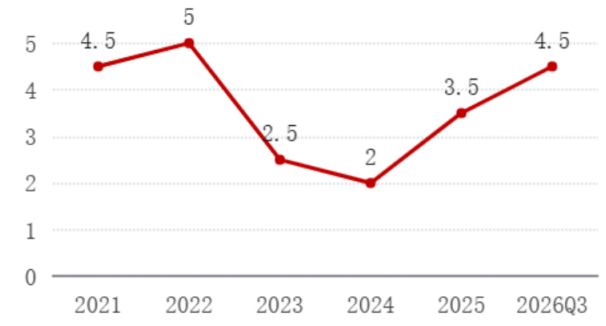
数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司历史盈利能力呈现周期性特征。前几年公司盈利能力抬升，一方面海外建材规模效应释放带动盈利改善，另一方面锂盐高景气带来大额投资收益，整体利润水平上行。2023年后公司盈利能力下滑，主要系锂盐价格回落压缩参股业务收益，叠加海外建材及负极材料终端价格下降，但公司核心主业盈利韧性仍存，整体维持在中等偏高水平。2025年，公司整体毛利率在主业改善下有所回升，但受非经常性损益变化影响，扣非净利率仍处于温和承压状态。

4.2 历史成长能力

★★★★½

图4：近年公司历史成长能力趋势图



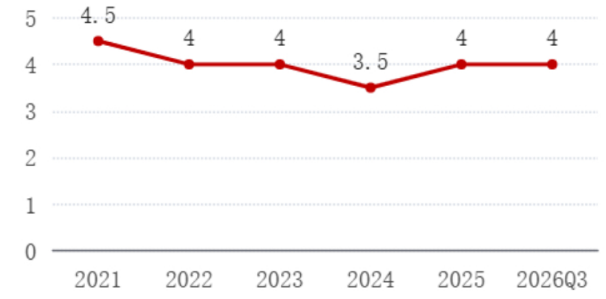
数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司历史成长能力呈现明显周期性特征。2021-2022年公司成长能力处于高位，主要受益非洲建材业务快速放量叠加锂盐价格上行带动投资收益增厚，营收与利润同步扩张。2022-2024年成长指标持续回落，源于陶机业务受国内房地产市场影响，锂盐价格大幅下行压制投资收益，整体营收、利润增速显著放缓。2025年后成长能力重回上行通道，海外建材业务放量，锂电负极产能释放，驱动营收与利润增速修复。

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



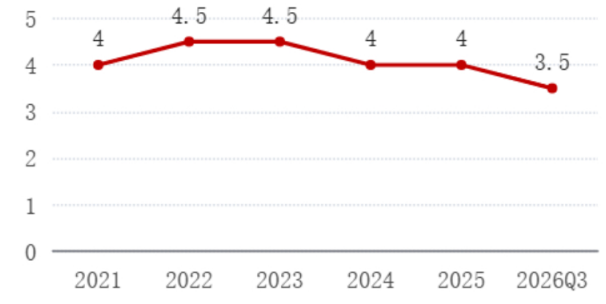
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力长期保持较高水平。依托主业稳定经营实现现金流稳健周转，公司机械业务与海外建材回款机制相对成熟，经营性现金流整体表现稳定。公司对上下游占款管理能力较强，对上游供应商、下游客户账期管控合理，供应链周转运行平稳，仅在行业阶段性波动时出现小幅扰动，后续快速修复，整体抗波动能力较强。

4.4 股东回报评级

★★★½☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级长期维持较高水平。公司持续保持相对稳定的分红政策，重视投资者回报，具备较好分红意愿。依托主业产生稳定经营性现金流，为分红提供基础支撑，后期指标小幅回落，主要受阶段性盈利波动影响，公司历史分红率始终维持在可观区间，在周期波动环境下仍能够兼顾企业经营发展与股东利益回馈。

5. 四维评级

综合来看，公司成长空间中等，海外建材具备可观成长空间，建材机械增长依靠海外拓展及延伸业务；公司盈利趋势向好，随产品结构持续优化具备提升空间；公司产业格局整体稳健，建材机械壁垒高筑，海外建材依托先发等优势市占率有望稳步提升；护城河方面，公司拥有领先的品牌、规模、资源、技术优势及转换成本壁垒，整体来看基本面较为优秀。

5.1 成长空间 ★★★☆☆

综合来看，科达制造整体成长空间表现中等，海外建材业务依托非洲城镇化升级与空白市场挖掘打开发展空间，建材机械业务依靠海外拓展及业务延伸实现稳健增长，共同驱动公司业绩上行。

海外建材(3.5星)：

从行业层面看，非洲城镇化与房地产整体仍处于早期阶段，撒哈拉以南目标区域的人均瓷砖消费水平更低，具备长期消费升级潜力，市场提升空间广阔。公司当前在非洲多国形成建筑陶瓷、玻璃、洁具的多元产能布局，并依托“填空”策略持续寻找本土产能供需存在缺口的空白市场，中长期增长路径清晰。

建材机械(1.5星)：

全球建筑陶瓷装备行业整体进入成熟期，行业整体增量空间有限，国内地产链疲软压制本土装备需求，行业整体增速偏弱，需求以存量设备更新替换为主。公司该业务的成长性主要依赖于海外市场拓展，配件耗材业务以及通用化延伸业务的发展。

5.2 盈利趋势 ★★★½☆

综合来看，科达制造的整体盈利趋势向好，公司整体盈利能力有望提升。

海外建材(3.5星)：

当前公司海外建材所处非洲市场竞争格局良好，公司凭借本地化生产模式，相较外部进口厂商具备突出的成本优势，同时手握较强产品定价权，可一定程度对冲能源、原料波动的成本压力。中长期来看，产品矩阵迭代升级与高端品牌持续培育，有望推动产品结构向高附加值方向转变，带动业务盈利结构持续优化。

建材机械(3.5星)：

当前建材机械业务盈利阶段性承压，中期来看，建材机械业务盈利趋势整体向好。一方面，海外订单占比稳健提升，高毛利海外业务占比扩张有望带动毛利率结构优化；另一方面，后续配件耗材业务部分产品逐步进入成熟运营周期，同样有望成为盈利修复的积极支撑。

5.3 产业格局 ★★★★☆

综合来看，科达制造的产业格局相对较好，建材机械行业壁垒高、竞争格局高度集中；海外建材依托先发优势建立竞争壁垒，虽仍面临外部资本入局的竞争压力，公司凭借自身渠道、产能与技术实力，中长期海外市场市占率具备提升空间。

海外建材(3.5星)：

非洲建筑陶瓷行业具备规模经济、本地化渠道、品牌运营、属地政策等多重壁垒，海外建厂资本投入大，配套建设周期长，对新进入者形成一定阻碍，但制造端技术门槛不高，外部资本仍可切入市场。公司依托较早布局形成的多区域生产基地与成熟经销商体系，竞争优势较为稳固，市占率有望持续提升。

建材机械(4.5星)：

全球陶瓷机械行业竞争格局高度集中，公司建材机械业务综合实力位居亚洲首位、世界前列。完备的整线工艺技术、庞大的全球本土化服务网络构筑极高的规模经济与经验曲线壁垒；下游陶瓷企业对设备稳定性、运维售后服务敏感，设备替换转换成本较高，赋予公司较强的上下游议价能力，产品直接替代风险低，龙头竞争优势难以被撼动。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，优势主要体现在品牌、规模、资源、技术以及转换成本。

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
海外建材	(4星)公司海外建材业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，ROIC为15%，公司市占率约为15%，业务控制力为4星。依托非洲多国本地化生产基地布局、成熟经销商渠道网络以及属地供应链配套资源构筑核心壁垒，公司形成差异化竞争优势，业务盈利具备良好韧性。	(4星)该业务具备品牌、规模和资源护城河。1）公司在非洲深耕多年，已建立较强的本土品牌认知；2）多国产能布局形成显著规模优势，新进入者短期难以复制同等产能与渠道网络；3）海外建厂需要适配当地政策、能源、供应链条件，长期属地运营积累的资源壁垒难以快速复刻，渠道客户深度绑定，护城河被颠覆的风险较低。
建材机械	(4星)公司建材机械业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，ROIC为14%，公司市占率约为25%，业务控制力为4星。依托成套装备研发制造技术、全球服务网络、完整产业链配套构筑坚实壁垒，公司龙头地位稳固，业务盈利稳定性突出。	(4星)该业务具备技术、资源优势和转换成本护城河。1）公司掌握陶瓷整线成套装备核心工艺，多年项目实践沉淀丰富经验曲线，竞争者短期难以复刻整套技术与全球服务体系；2）公司依托国内完备产业配套底座，制造规模摊薄采购与制造成本，相较海外厂商拥有突出性价比，在新兴市场竞争优势显著；3）下游陶瓷企业设备替换需要重新调试产线，客户更换设备供应商的转换成本较高，综合来看同业短期内很难搭建同等技术与服务资源壁垒，护城河被颠覆的风险相对有限。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于海外建材市场与品类持续扩张，建材机械业务稳健增长，蓝科锂业对应碳酸锂远期价格维持合理中枢，整体盈利能力回升的假设，当前科达制造处于严重低估区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：海外建材、建材机械、锂电池材料及其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

海外建材：

1）海外瓷砖：

收入假设：销量方面，我们主要依据对非洲人口以及非洲人均瓷砖消费量的假设预测未来非洲整体瓷砖需求，结合公司市占率提升逻辑以及产能规划情况综合考量；价格方面，我们预计短期或将维持高位，但中长期随新增产能释放及潜在市场竞争，单价或面临下滑，但考虑整体产品规格将从小规模向大规模瓷砖转变，整体均价中枢将高于历史水平，综合测算未来五年该业务营收的CAGR大约落在5%~10%之间。

盈利能力假设：短期内随瓷砖价格提升而提升，后续审慎考虑或因新产能投放/价格竞争影响而回落，远期稳定在约35%的中枢水平。

2）海外玻璃及洁具：

收入假设：对海外玻璃及洁具业务预测主要参考公司相关产能规划情况以及海外玻璃及洁具的行业增速，作为公司海外建材相对较新的业务组成，收入基数偏低，两者都处于产能爬坡时期，预计未来五年玻璃及洁具业务的CAGR呈现双位数增长。

盈利能力假设：随着公司产能集中投产爬坡，产能利用率提升，盈利效率有望持续改善。

建材机械：

收入假设：未来国内陶瓷机械的需求主要来自于更新改造，考虑公司海外业务占比持续提升，叠加拓展配件耗材等市场，该业务未来五年该业务营收的CAGR大约在5%左右。

盈利能力假设：考虑公司建材机械业务中高毛利率的海外业务占比持续提升，整体业务的毛利率仍有提升空间，远期稳定在26%-27%的中枢水平。

锂电池材料及其他：收入方面，公司当前负极材料已具备15万吨/年一体化产能，随着后续新建产能逐步释放以及公司内部锂电资源整合，预计后续营收或将保持稳健增长态势；盈利能力方面，假设后续毛利率维持在稳定中枢水平。

锂盐投资：科达战略入股蓝科锂业，通过全资子公司合计持股43.58%（该持股比例维持至今），蓝科锂业不并表收入，通过投资收益科目贡献归母净利润。蓝科锂业具备碳酸锂产能在4.1万吨/年，未来2-3年内随技改和工艺升级等，有望实现5万吨/年以内产能；价格端，长期来看，碳酸锂均衡价格稳态期预计在12万元/吨。盈利能力方面，公司具备独特的锂镁分离工艺与技术，成本优势较强，假设稳态毛利率可达50%，公司持股比例不变，预计每年将贡献可观投资收益。

表2：公司整体业绩预测

科达制造	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	97.0	126.0	173.9	200.2	225.7	248.4	270.1	290.3
归母净利润(亿)	20.9	10.1	13.1	26.0	28.2	30.7	33.3	34.3
归母净利润增速(%)	-50.8	-51.9	30.1	99.0	8.3	8.9	8.4	2.8
经营性净利润(亿)	11.1	10.0	17.6	21.0	23.5	26.6	28.7	30.2
经营性净利润增速(%)	-17.4	-10.1	75.8	19.4	11.8	13.3	7.8	5.5
经营性归母净利润(亿)	8.9	7.8	10.6	15.5	17.3	19.6	21.1	22.3
经营性归母净利润增速(%)	-19.0	-12.5	36.0	45.8	11.8	13.3	7.8	5.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

海外建材	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	36.6	47.1	81.9	100.7	115.1	126.0	136.6	146.6
收入增速(%)	11.6	29.0	73.6	23.0	14.3	9.5	8.4	7.3
经营性净利润(亿)	5.1	4.8	11.2	14.4	16.0	17.8	19.1	19.9
经营性净利率(%)	14.1	10.1	13.7	14.3	13.9	14.1	14.0	13.6
经营性净利润增速(%)	-19.7	-7.5	135.6	28.6	11.3	11.1	7.0	4.2
建材机械	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	44.8	56.1	51.4	54.5	57.3	61.3	64.9	68.2
收入增速(%)	-20.2	25.2	-8.2	6.0	5.0	7.0	6.0	5.0
经营性净利润(亿)	5.1	4.6	4.5	5.7	6.3	7.3	7.9	8.5
经营性净利率(%)	11.3	8.3	8.7	10.4	11.0	11.8	12.2	12.5
经营性净利润增速(%)	-18.9	-8.1	-3.4	26.5	11.1	14.9	9.6	6.9
锂电池材料及其他	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	15.6	22.8	40.6	45.0	53.3	61.1	68.5	75.5
收入增速(%)	-31.3	45.9	78.1	10.9	18.5	14.5	12.2	10.2
经营性净利润(亿)	0.9	0.6	1.9	0.9	1.1	1.5	1.6	1.9
经营性净利率(%)	5.9	2.6	4.7	2.0	2.1	2.5	2.4	2.5
经营性净利润增速(%)	10.8	-35.7	216.6	-52.3	24.4	35.6	7.7	13.8

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)
海外建材	6.0%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	22.2
建材机械	3.9%	中低	非常好	较强	7.5%	16.5	8.7
锂电池材料及其他	4.8%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	3.2
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
海外建材(亿)	53.0	227.8	280.8	2.1	73.9	-	209.0
建材机械(亿)	31.2	99.9	131.1	1.3	35.3	-	97.1
锂电池材料及其他(亿)	0.3	17.8	18.1	1.1	4.6	140.0	154.6
公司整体测算(亿)	84.5	345.5	430.0	4.5	113.8	140.0	460.7

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
海外建材(亿)	122.7	159.3	282.0	2.1	73.9	-	210.2
建材机械(亿)	68.3	66.2	134.6	1.3	35.3	-	100.6
锂电池材料及其他(亿)	3.8	17.7	21.5	1.1	5.8	140.0	156.7
公司整体测算(亿)	194.8	243.2	438.0	4.5	115.0	140.0	467.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性 ★★★☆☆

公司估值确定性一般。公司业务横跨建材机械、海外建材、锂电材料及锂业投资收益，受多重外部变量扰动，收入与利润的预测跟踪难度较大。同时，特福国际股权收购被否等因素，进一步加大了公司重大资本运作的不确定性。若行业竞争加剧或外部环境发生变化，将对公司盈利及经营指标形成较大影响。

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。