中国西电（601179.SH）

公司首次评级

2026年11月18日

基本信息	
所属行业	工业
当前股价	10.63
总市值	544.88亿
PE-TTM	36.69
PB-MRQ	2.31

估值结果		
DDM估值	价值	603.65亿
	上行空间	11%
	状态	合理估值
动态估值	价值	596.43亿
	上行空间	9.5%
	状态	合理估值

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

核心评级结论

中国西电是国内输配电一次设备的综合龙头公司，产品电压等级最高、品类覆盖最全、成套能力最强。

公司成长空间中等偏上，主要系"十五五"期间电网投资中枢抬升、特高压建设刚性推进为变电一次设备提供了确定的需求底座，同时电力电子与海外市场打开了增量弹性。盈利趋势中等偏上，主要系公司在高电压等级、高附加值产品上的结构优化与内部降本增效同步兑现，盈利改善强于行业，预计未来三年毛利率与ROE会持续上行。产业格局中等偏上，主要系行业集中度已处于较集中状态且进入壁垒较高，但下游国网集中招标形成"一超多强"的强议价方，压制了公司的定价弹性；检测认证业务凭借牌照与资质壁垒，产业格局显著优于设备主业。护城河星级中等偏上，护城河来自于规模经济、技术优势，以及检测业务的品牌与管理运营优势，衰减速度较慢。

基于公司未来变电一次设备份额稳中有升、电力电子加速放量、净利率中枢逐步上行的核心假设，根据壹评级DDM估值及动态估值模型，公司估值当前处于合理估值。

风险提示

1、电网投资不及预期风险。若国网、南网"十五五"投资落地节奏或特高压核准开工进度低于规划，或直接压制公司变电一次设备的订单与交付。

2、原材料价格波动风险。取向硅钢、铜、环氧树脂等占公司营业成本比重较高，若价格大幅上行且集中招标价格传导不畅，或侵蚀公司毛利率。

3、行业竞争加剧风险。若国网集招中标份额被同业挤占，或电力电子领域新进入者以性价比策略抢占市场，或使公司市占率与盈利趋势不及预期。

4、海外市场拓展不及预期风险。若海外电网项目交付节奏、贸易政策或汇率出现不利变化，或使公司出口业务收入与盈利波动加大。

内容目录

1. 基本信息 4
2. 业务介绍 4
3. 商业模式 5
3.1 研发高端度 5
3.2 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 9
6. 公司估值 9
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 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 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

公司前身可追溯至1953年成立的一机部西北办事处，是我国"一五"计划重点建设工程中部分电力项目的承载主体，2008年由中国西电集团发起设立股份公司，2010年在上海证券交易所上市，注册地与办公地均位于陕西省西安市高新区。公司控股股东为中国电气装备集团有限公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至2025年末，公司拥有多家控股子公司。公司先后为我国第一条330kV至1100kV超高压、特高压输电工程提供核心设备，产品出口80多个国家，是国内输配电装备领域电压等级最高、品种最全、成套能力最强的制造企业。

2. 业务介绍

对于中国西电公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

变电一次设备：

公司通过制造并销售不同电压等级的高压开关（组合电器GIS、断路器、隔离开关、接地开关）、变压器（电力变压器、换流变压器）、电抗器、互感器、绝缘子、套管、避雷器等设备获取收入的业务。我们对该业务的市场界定主要为中国境内输变电一次设备市场，并兼顾公司已进入的海外高压设备市场。

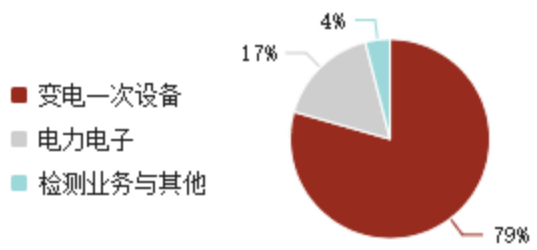
电力电子：

公司通过制造并销售直流输电换流阀、柔性直流换流阀、固态变压器（SST）、构网级联储能变流器、SVG及电能质量治理装置等电力电子产品，以及承接相关电力工程总包获取收入的业务。公司800kV/8GW柔性直流换流阀创下全球容量与电压等级纪录，2026年最新已斩获海外数据中心13.8kV AC/800V DC固态变压器订单，业务由国内示范应用迈向海外商业化。我们对该业务的市场界定主要为中国境内电力电子装备市场及海外数据中心配套市场。

检测业务与其他：

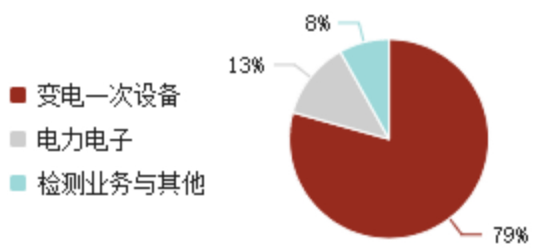
公司通过下属西安高压电器研究院等主体，提供高压电器型式试验、特殊试验、计量校准、认证及标准研究服务，并包含二次设备及其他零星业务。该业务具备牌照与资质壁垒，2026年最新西高院已取得阿曼输电公司第三方实验室资质。我们对该业务的市场界定主要为中国境内高压电器检测认证市场，并逐步延伸至国际互认市场。

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

公司的商业模式为重研发、重制造的项目型装备销售模式。公司以自主研发形成的高电压等级技术平台为基础，通过参与国家电网、南方电网的集中招标以及网外电源、工业侧与海外客户的项目投标获取订单，按合同节拍完成设计、制造、试验与交付并确认收入；检测业务则依托稀缺试验资质对外提供第三方服务收费。该模式下，公司的盈利能力取决于产品电压等级结构与客户结构的高端化程度，而竞争壁垒则主要由长周期的研发积累与工程业绩背书构筑。

3.1 研发高端度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

研发高端度中等。鉴于超特高压输变电设备对可靠性与电压等级的极致要求，公司始终将研发资源集中于行业上游技术梯队。作为此项战略的关键体现，公司先后荣获国家科技进步奖项，研制出800kV/8GW柔性直流换流阀（全球容量与电压等级纪录）、国际首套大容量800kV GIS设备、750MVA柔性直流变压器及500kV/80kA HGIS国网首台应用产品，并推动高压直流滤波电容器标准获IEC立项，填补行业国际标准空白。公司研发人员逐年提高，人员结构持续向高端化迁移。

3.2 研发强度

低 | 较低 | **中等** | 较高 | 高

研发强度中等。公司的营业成本结构虽以原材料为主，但研发投入的绝对规模与强度在输变电设备行业中处于领先水平。公司研发投入费用率逐年提高。更值得注意的是，公司研发投入的资本化比例已大幅回落，研发支出的会计质量显著改善，表明公司在电力电子、柔直、固态变压器等前沿方向的投入是以当期利润为代价的真实投入。

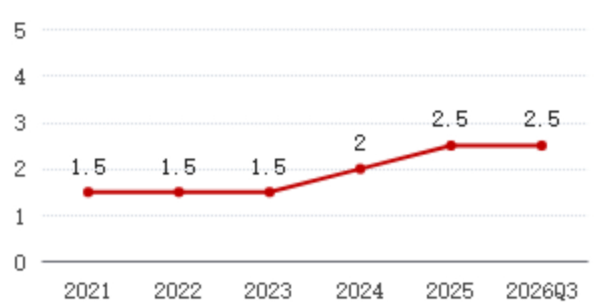
4. 历史经营绩效

中国西电历史盈利能力偏弱但持续修复，成长能力较强，业务控制力及财务健康中等偏上，股东回报能力较强。

4.1 历史盈利能力

★★⯪☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



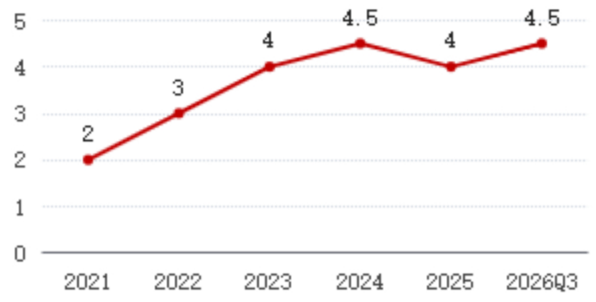
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力偏弱，但改善趋势明确。受输变电设备行业重资产属性与国网集中招标压价的双重制约，公司净资产收益率长期处于低位，公司历史ROE略低于A股制造业中枢；但公司毛利率连续提升，净利率同步回升，盈利质量正随高电压等级产品占比提升而系统性修复。

4.2 历史成长能力

★★★★½

图4：近年公司历史成长能力趋势图



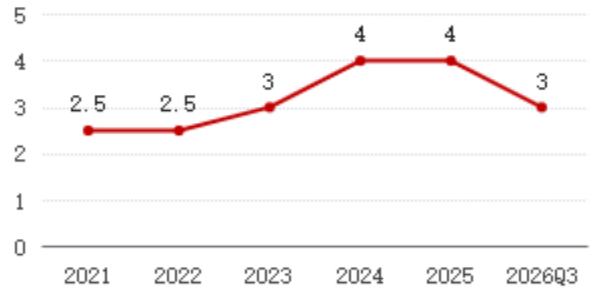
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较强。伴随2021年电网投资周期触底回升与中国电气装备集团重组落地，公司营业总收入和归母净利润近年较2021年已有较快速回升，且利润增速持续快于收入增速。2026年Q3公司业绩增速保持，成长动能延续。

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



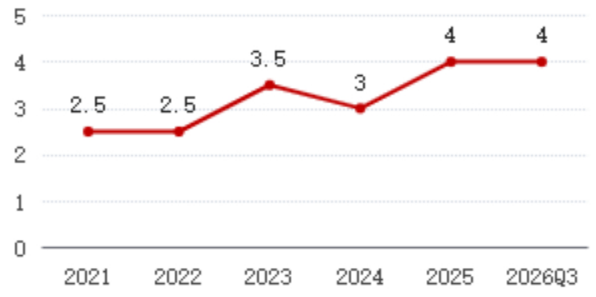
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力中等偏上。公司下游以国网、南网等高信用主体为主，坏账风险极低，但项目型交付与集中招标账期导致回款偏慢。公司凭借行业龙头地位与预收货款的合同安排，对上下游形成了净占用资金的格局，无偿占用产业链资金的能力较强，这也使公司在不依赖有息负债的前提下即可支撑营运资金需求，账面长期维持大额净现金状态。

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

公司历史股东回报能力较强。在央企市值管理与提高上市公司质量的政策导向下，公司分红政策的积极性与连贯性显著增强，2024年起启用中期、三季度、年度多次分红机制，分红率过半。按当前股价测算股息率绝对水平受制于较高估值，但派息比例与分红频次的提升趋势明确。

5. 四维评级

公司成长空间中等偏上，主要系"十五五"期间电网投资中枢抬升、特高压建设刚性推进为变电一次设备提供了确定的需求底座，同时电力电子与海外市场打开了增量弹性。盈利趋势中等偏上，主要系公司在高电压等级、高附加值产品上的结构优化与内部降本增效同步兑现，盈利改善强于行业，预计未来三年毛利率与ROE会持续上行。产业格局中等偏上，主要系行业集中度已处于较集中状态且进入壁垒较高，但下游国网集中招标形成"一超多强"的强议价方，压制了公司的定价弹性；检测认证业务凭借牌照与资质壁垒，产业格局显著优于设备主业。护城河星级中等偏上，护城河来自于规模经济、技术优势，以及检测业务的品牌与管理运营优势，衰减速度较慢。

5.1 成长空间 ★★★½☆

变电一次设备与电力电子业务受益于电网投资中枢抬升，成长性中等偏上，检测业务行业空间快于公司自身增速，公司整体成长能力中等偏上。

变电一次设备(3.5星)：

变电一次设备业务成长性中等偏上。国家电网"十五五"期间固定资产投资预计达4万亿元、较"十四五"增长约40%，叠加特高压"四直两交"的刚性开工节奏与沙戈荒大基地、西南水电外送需求，我们预计未来5年该业务收入CAGR为12.6%；但电网投资总量在第5到10年将逐步进入平台期，长期CAGR回落到5%左右，且未来3年相对过去3年的增速边际变化基本持平，限制了成长空间的上限。公司未来5年收入可预测性较高。

电力电子(4星)：

电力电子业务成长性中等偏上且弹性最大。柔性直流输电在新能源大规模并网背景下渗透率持续提升，公司已中标甘肃—浙江柔直特高压换流阀并创下800kV/8GW全球纪录；更重要的是固态变压器（SST）已由"东数西算"数据中心的示范应用，延伸至海外数据中心800V DC的商业化订单，构网级联储能变流器亦实现市场应用突破。我们预计未来5年该业务收入CAGR为10.6%，长期回落至7%左右；因新业务放量节奏的不确定性，公司未来5年收入可预测性一般，这是该项未给到更高星级的主要原因。

检测业务与其他(3.5星)：

检测业务及其他成长性中等。高压电器检测认证行业受益于特高压设备型式试验需求放量与国际互认资质的稀缺性，行业未来5年收入CAGR为8.2%、长期为2%，行业景气度显著高于设备主业；但公司该业务体量已相对饱和，受试验能力与产能约束，我们预计公司自身未来5年收入CAGR基本不变，且未来3年相对过去3年的增速有小幅下降，公司增速明显慢于行业增速，拉低了该业务的成长空间星级。

5.2 盈利趋势 ★★★½☆

公司盈利虽受集中招标定价约束，但产品结构高端化与降本增效驱动盈利中枢上移，盈利趋势星级中等偏上。

变电一次设备(3.5星):

变电一次设备业务盈利趋势中等偏上。行业当前供需基本平衡，资本开支激进程度正常，未来3到5年产能与下游需求的CAGR边际变化均为中等增速，主导产品价格与综合成本预计基本稳定或呈正常年降波动，行业整体盈利能力变化趋势基本不变。但公司凭借西安、咸阳两大智慧产业园的稳产扩能、节拍化与连续流生产推行，以及特高压与优质客户结构占比提升，盈利能力变化趋势强于行业。

电力电子(3.5星):

电力电子业务盈利趋势中等偏上。行业当前供需基本平衡，未来3到5年下游需求与产能的CAGR边际变化均基本不变，主导产品价格与综合成本预计基本稳定，行业盈利能力变化趋势基本不变，公司盈利能力变化与行业基本同步。该业务2025年是公司三块业务中毛利率最低的一块，后续固态变压器等高附加值新品若能形成规模收入，有望带动该业务盈利中枢上移，但短期内工程贸易类收入的低毛利属性仍会摊薄板块整体盈利水平。

检测业务与其他(4星):

检测业务及其他盈利趋势较强。该行业当前处于间歇性过剩中的紧缺期，未来3到5年下游需求CAGR边际中等提升、产能仍将维持紧缺，主导产品价格预计上行而综合成本基本稳定，行业未来3到5年盈利能力变化趋势为中等提升，且政策对本行业构成正向影响。公司盈利能力变化与行业基本同步，2025年研发及检测业务毛利率已较高，是三块业务中盈利趋势最为确定、向上弹性最强的一块。

5.3 产业格局

★★★☆☆

设备主业面对国网"一超多强"的强议价下游，格局评价受到压制，检测业务则凭借资质壁垒享有优异格局，公司整体产业格局星级中等偏上。

变电一次设备(3星):

变电一次设备产业格局中等。行业当前格局为较集中，公司为行业龙头、盈利能力较为领先，头部公司过去3年ROE水平为10%~15%，未来3到5年公司市占率仍有望提升，半显性期行业将走向集中、公司维持龙头地位，这些均是正面因素。但制约项同样明显：行业产品差异化程度为平衡、公司采取平衡竞争策略、行业无价格协同、产能进入与退出壁垒均为中等；更关键的是下游为"一超多强"格局，公司TOP1客户收入占比高，国网集中招标对价格形成刚性约束，客户价格敏感度中等，公司议价能力受限。公司在品牌与渠道、技术专利、经验曲线三项壁垒上表现较高，行业替代风险低，综合给予3星。

电力电子(3星):

电力电子产业格局中等。行业当前格局为较集中，但公司仅为二线龙头，行业排名中等，规模地位明显弱于设备主业。半显性期公司仍将维持二线龙头地位，格局形态亦维持较集中，格局改善空间有限。正面因素在于公司在该业务中盈利能力领先、未来3到5年市占率有望提升，且行业在规模经济、资源限制、经验曲线、品牌与渠道四项壁垒上均为较高；公司主要面对终端客户、客户集中度分散、客户锁定程度高，议价地位好于设备主业。行业技术变革与品类替代风险均为低，与邻近行业区隔度高。综合给予3星。

检测业务与其他(4.5星):

检测业务及其他产业格局优异。该行业当前格局虽为分散、公司规模处于中部，但公司盈利能力较为领先；更重要的是半显性期行业将向较集中演进、公司有望跃升为二线龙头并维持较为领先的盈利能力，格局改善路径清晰。长期看行业产品为较为差异化，行业在品牌与渠道、转换成本、资源限制、资本投入、经验曲线五项壁垒上均为较高，试验资质与国际互认牌照构成实质性准入门槛；下游主要面对终端客户且客户集中度分散，公司议价能力强。行业替代品替代比例低，技术与模式变革风险低。综合给予4.5星。

5.4 护城河

★★★½☆

公司具备规模经济、技术优势护城河，检测业务另具备品牌与管理运营优势，且护城河持续性较好，整体护城河星级中等偏上。

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
变电一次设备	(3星)公司变电一次设备收入市场份额行业排名TOP5，经壹评级调整的超额ROE高，在输变电设备行业中处于前列；此外，公司的业务控制力较高，但受集中招标定价机制约束，公司超额回报的绝对水平有限，整体来讲，变电一次设备业务的护城河宽度中等。	(3.5星)公司变电一次设备的护城河来源于规模经济与技术优势。公司拥有全球最完整的高电压等级产品线与最强的成套能力，规模经济优势在半显性期有望进一步增强。技术优势方面，超特高压设备的工程业绩背书与试验验证周期漫长，竞争对手短期内难以复制，但同业技术追赶将使该项超额ROIC缓慢衰减。护城河被颠覆的风险较低，维护该优势的投入正常。
电力电子	(2星)公司电力电子业务收入市场份额行业排名中等，经壹评级调整的超额ROE较低，规模地位与超额回报水平均明显弱于设备主业。此外，公司的业务控制力一般，业务控制力星级为3。整体来讲，电力电子业务的护城河宽度较窄，这是四维评级中该业务的主要短板。	(4.5星)公司电力电子的护城河来源于规模经济与技术优势，随着柔性直流换流阀、固态变压器等高壁垒产品放量，公司该业务的超额ROIC在显性期末有望提升，护城河呈现先扩张后收敛的形态，半显性期末回落至。由于柔直与SST产品的技术门槛高、客户验证周期长，竞争对手建立同等优势的难度正常但耗时较长，护城河被颠覆的风险较低，因此持续性评价较高。
检测业务与其他	(5星)公司检测业务收入市场份额行业排名前列，经壹评级调整的超额ROE显著高于主业，在全部A股上市公司中处于极高水平。此外，公司的业务控制力较高，业务控制力星级为4.5。高压电器试验资质的稀缺性使该业务几乎不承担价格竞争，整体来讲，检测业务的护城河宽度极宽。	(4.5星)公司检测业务的护城河来源于品牌、管理运营、技术优势与规模经济，西高院作为国内高压电器检测认证的老牌权威机构，其品牌认可度与试验数据的国际互认资质难以被短期复制，品牌项超额ROIC在显性期末与半显性期末均维持。管理运营与技术优势项则随行业新进入者增加而逐渐衰减。护城河被颠覆的风险较低，维护该优势的投入正常。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司未来变电一次设备份额稳中有升、电力电子加速放量、净利率中枢逐步上行的核心假设，根据壹评级DDM估值及动态估值模型，公司估值603~615亿，当前处于合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

（1）变电一次设备收入假设：

参照国家电网"十五五"期间4万亿元固定资产投资规划以及特高压"四直两交"的年度开工节奏，我们认为国内输变电一次设备行业仍有中等强度的成长空间，公司凭借在国网总部集招中稳居第一的中标地位、换流变压器与组合电器TOP5的特高压设备市占率，以及南网、蒙网批次招标份额的持续攀升，市占率有望小幅提升。预计公司该业务收入2026-2030年CAGR为12.6%，2031-2040年随电网投资进入平台期回落至6.4%。

（2）电力电子收入假设：

柔性直流输电在新能源大规模并网与跨区互济需求驱动下渗透率持续提升，叠加数据中心对固态变压器的增量需求，我们预计公司该业务收入2026-2030年CAGR为10.6%，2031-2040年回落至7.5%。

（3）检测业务及其他收入假设：

高压电器检测认证行业规模较小但格局与盈利极优，受产能与试验能力约束，公司该业务增速将慢于行业，预计2026-2030年CAGR为8.2%，2031-2040年2.4%，到2040年该业务收入仍低，约为14.8亿元。

盈利能力假设：

伴随特高压与高电压等级产品占比提升、智慧产业园产能利用率爬坡以及节拍化生产带来的制造成本下降，公司全口径净利率中枢预计逐步提升至11.6%，并稳定在行业平均水平偏上。

表2：公司整体业绩预测

中国西电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	210.0	221.8	237.6	274.4	309.2	347.3	383.4	420.2
归母净利润(亿)	9.6	10.4	13.2	21.3	29.5	39.1	44.3	33.2
归母净利润增速(%)	84.8	8.7	26.9	61.6	38.2	32.6	13.3	-25.1
经营性净利润(亿)	9.7	11.5	14.8	22.0	30.1	40.2	45.7	34.0
经营性净利润增速(%)	97.2	18.1	28.9	48.3	36.5	33.7	13.6	-25.7
经营性归母净利润(亿)	8.5	9.9	12.6	20.9	28.5	38.1	43.3	32.2
经营性归母净利润增速(%)	98.7	17.0	27.1	65.8	36.5	33.7	13.6	-25.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

变电一次设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	154.9	177.2	187.8	217.9	246.2	278.2	308.8	339.7
收入增速(%)	36.6	14.4	6.0	16.0	13.0	13.0	11.0	10.0
经营性净利润(亿)	3.5	7.3	11.1	17.1	24.3	32.9	36.7	23.6
经营性净利率(%)	2.2	4.1	5.9	7.8	9.9	11.8	11.9	7.0
经营性净利润增速(%)	821.8	111.8	51.6	53.4	42.1	35.4	11.5	-35.5
电力电子	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	44.6	34.4	39.7	45.7	51.2	56.3	60.8	65.6
收入增速(%)	-24.4	-22.9	15.5	15.0	12.0	10.0	8.0	8.0
经营性净利润(亿)	2.5	0.9	0.5	1.4	1.9	3.1	4.5	5.4
经营性净利率(%)	5.5	2.6	1.2	3.0	3.7	5.5	7.4	8.3
经营性净利润增速(%)	213.2	-63.4	-46.3	181.7	39.1	63.6	43.4	21.3
检测业务与其他	**2023A**	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
收入(亿)	10.5	10.1	10.0	10.8	11.8	12.8	13.8	14.9
收入增速(%)	36.4	-3.9	-0.9	8.0	9.0	8.5	8.0	7.5
经营性净利润(亿)	3.8	3.3	3.2	3.6	3.9	4.2	4.5	4.9
经营性净利率(%)	36.1	32.2	32.1	32.8	32.8	32.8	32.8	32.8
经营性净利润增速(%)	0.8	-14.3	-1.2	10.4	9.0	8.5	8.0	7.5

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)
变电一次设备	6.4%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	28.0
电力电子	7.5%	中等	较好	强	7.5%	19.5	5.1
检测业务与其他	2.5%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	4.8
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**
变电一次设备(亿)	12.7	371.5	384.3	47.4	-	-	431.6
电力电子(亿)	-5.3	74.5	69.3	11.6	-	-	80.8
检测业务与其他(亿)	14.0	64.9	78.9	5.2	-	-	84.0
公司整体测算(亿)	21.5	510.9	532.4	64.0	-	-	596.4

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
变电一次设备(亿)	174.7	253.1	427.9	47.4	-	-	475.2
电力电子(亿)	-1.1	36.2	35.1	11.6	-	-	46.6
检测业务与其他(亿)	39.1	37.6	76.7	5.2	-	-	81.8
公司整体测算(亿)	212.7	326.9	539.6	64.0	-	-	603.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★½☆

公司下游以国网、南网等高信用主体为主，收入来源于集中招标，中标份额与在手订单可跟踪、可验证，2026年Q3末合同负债余额同比小幅增长，订单储备充裕，为未来两年的收入确定性提供了较强支撑。同时电网投资总量受"十五五"规划约束，行业需求的可预测性较高，公司业绩稳定性较好。但公司盈利对原材料价格、集中招标定价、汇兑损益以及海外交付节奏的敏感度偏高，2026年Q3财务费用率因汇兑净损失同比上升即为例证。此外，电力电子新业务的放量节奏与固态变压器海外订单的可持续性仍需观察。综合来看，公司估值确定性中等偏上。

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。