

妙可蓝多（600882.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	消费品	价值	149.22 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	25.11	DDM 估值	上行空间 17%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	128.07 亿	状态	合理估值	产业格局	★★★☆☆
PE-TTM	75.42	价值	110.71 亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	2.81	动态估值	上行空间 -14%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

妙可蓝多长期聚焦奶酪品类，是国内C端奶酪赛道的绝对龙头。

公司成长空间优秀，主要因ToC端奶酪预计拓展多元场景，突破单一场景限制；ToB端借蒙牛供应链与资源加速渗透B端餐饮；且国内奶酪行业尚处早期，人均消费量较日韩有较大增长空间。公司盈利趋势未来向好，主要因为国产原制奶酪替代趋势以及公司的“极致成本”策略有望推动毛利率和净利率持续改善。公司的产业格局中等，主要系C端奶酪棒同质化程度较高，但正推进差异化转型（成人奶酪零食）；B端国产原制奶酪尚处发展早期，缺乏明确竞争壁垒。公司的护城河来自于：1）奶酪行业内的头部品牌力，2）深耕赛道积累的产品力，3）依托蒙牛的渠道优势。

我们认为ToB + ToC端奶酪业务将继续快速发展，且盈利能力有望进一步提升。但当前公司的高成长预期已反映在股价中，我们认为其当前估值处于合理水平。

我们区别于市场的观点

1) 我们对ToC端收入预测偏保守，核心原因在于奶酪棒增长遇瓶颈，成人奶酪等新兴品类仍处培育期，需1-2年放量方可显著贡献增速；2) 但我们对B端增长预期更积极，受益于赛道高增 + 蒙牛协同赋能；3) B端业务占比的提升将对公司长期毛利率形成制约（B端毛利率显著低于C端），叠加后续C端新品推广需持续投入销售费用，以及管理及研究费用等支出，利润率长期难达管理层目标的双位数。

风险提示

1) 市场竞争：若未来成人奶酪零食产品市场的增长导致市场竞争加剧，公司的市占及收入可能受到影响；2) 原奶成本波动：未来在原制奶酪占比提高的情况下，原奶价格对成本影响加大，若原奶价格短期内大幅上涨，公司的利润空间可能受到侵蚀；3) 扩产与需求匹配失衡：公司近年加速布局产能，若未来市场需求受消费偏好变化、经济环境波动等因素影响，可能导致行业产能利用率下降，库存积压风险上升。

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 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	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	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	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025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	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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

妙可蓝多主营业务为以奶酪为核心的特色乳制品研发、生产与销售，同时覆盖液态奶及贸易等业务。公司奶酪产品以再制奶酪为核心，主要由进口干酪加工制成，原制奶酪占比较低。渠道端，营销网络分为线下与电商渠道，线下渠道进一步细分为零售与餐饮工业渠道，当前已构建覆盖全国的渠道网络。

2. 业务介绍

对于妙可蓝多公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

ToC奶酪：

ToC奶酪主要为公司的即食营养系列，以及家庭餐桌系列。即食营养系列涵盖奶酪棒、成人手撕奶酪条、鳕鱼奶酪条、奶酪小粒、慕斯奶酪杯等；家庭餐桌系列包含马苏里拉奶酪、奶酪片、涂抹奶油奶酪、煎烤奶酪等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

ToB奶酪：

公司 ToB 奶酪业务核心为餐饮工业系列，涵盖马苏里拉奶酪、奶酪片、稀奶油、厚乳芝士、奶酪酱、原制奶酪等产品，专供西餐、烘焙、新茶饮等餐饮终端。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

贸易：

公司贸易业务的经营模式为向国内外乳制品供应商采购产品，再向国内客户销售，且专注于乳制品生产所需的原辅料贸易，涵盖奶粉、黄油、干酪等产品。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

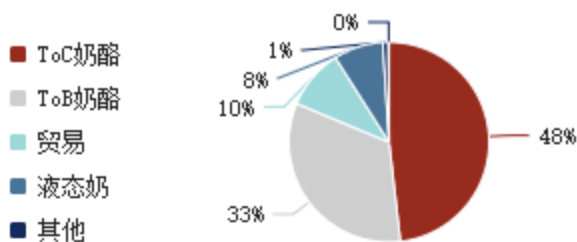
液态奶：

公司从事液态奶的研发、生产和销售，以及乳制品贸易业务。液态奶的产品主要有巴氏杀菌乳、发酵乳、常温液态乳等。因与蒙牛的同业竞争关系，妙可蓝多预计在2027年底会退出液态奶业务。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他：

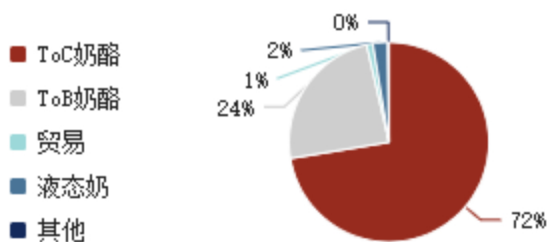
公司未披露其他业务具体内容，预计当前以技术服务和衍生销售为主。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

妙可蓝多资产强度高于行业水平，核心系奶酪生产线的持续投入；营销强度突出，通过IP联名、明星代言及体育赛事等方式强化品牌势能；公司下游客户集中度较低，而供应商集中度偏高，核心系头部原辅料供应商采购占比近20%。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

妙可蓝多的资产强度较高，主要因公司近期的奶酪生产线投入。2025年上半年公司的固定资产加上在建工程共占总资产的23%，高于行业的平均水平；固定资产周转率约为2.6次/年，也处于行业的中上游。目前，公司原制奶酪国产替代已取得阶段性进展，替代比例约10%-15%；同时核心产能项目推进高效，未来伴随产能逐步爬坡，公司资产周转率有望进一步提升。

3.2 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

妙可蓝多营销强度突出，凭借IP赋能、明星代言及体育赛事等，构筑了强劲的奶酪产品品牌力。公司销售费用率高于行业平均，广告促销费占销售费用比重始终超50%。2024年至2025年上半年，受益于奶酪棒新国标落地推高成本、中小品牌退出改善竞争格局，叠加数字化营销提升投放效率，公司销售费用率有所下降。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

妙可蓝多的客户集中度较低，因其快消品的属性，其主要客户为分散的终端个体消费者，2024年公司前五大客户销售额仅占年度收入的6.6%。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 **较高** 高

妙可蓝多供应商集中度偏高。公司核心产品以再制奶酪为主，其生产需长期从欧洲及大洋洲采购优质奶酪原料；2024年，公司前五名供应商采购额占年度采购总额的44.2%，其中从头部原辅料供应商采购金额占比近20%，集中度相对较高。

4. 历史经营绩效

公司盈利能力处于行业低位；成长能力较优，核心得益于国内奶酪市场仍处发展早期、成长空间广阔；业务控制能力较强，公司目前暂无分红及回购计划。

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

妙可蓝多盈利能力处于低位，但已步入复苏通道，2025年上半年扣非归母净利率4.0%、ROE为4.6%，均低于乳制品同行。核心原因在于再制奶酪新国标（干酪含量 $\geq 50\%$ ）推高生产成本导致毛利率下滑，叠加此前数年营销投入规模较大拉低利润基数。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



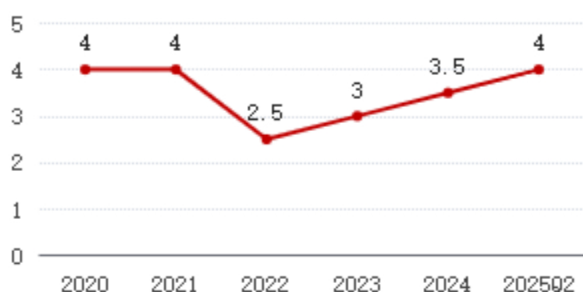
数据来源：公司财报，壹评级

作为奶酪板块的龙头，妙可蓝多的成长性优于行业：2020-2021年奶酪棒品类快速发展的阶段，公司凭借大单品奶酪棒迅速抢占市场份额；2022-2024年受乳制品消费疲软影响，营收增速有所放缓。

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

公司业务控制力优秀：公司的资产周转率保持稳定，2024年公司的存货周转率为6.28次，属于行业中上游水平，反映了公司存货管理水平较高；整体资产负债率维持在行业合理区间（2025年上半年46.64%），且权益乘数保持稳定；公司的经营现金流同时保持稳定。

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

公司暂未实施分红及回购计划，当前以业务扩张和发展为主，现金流优先用于经营投入。

5. 四维评级

公司成长能力较好，盈利能力步入复苏通道，产业格局以及护城河等级为中等。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力较好，主要因为我国奶酪行业还处于成长期，人均消费量相比日韩国家还有较大的增长空间。

ToC奶酪(3.5星)：

奶酪棒作为C端奶酪的核心产品（占比超70%），近年已进入增长瓶颈期，后续C端增长核心动力将转向成人奶酪零食的破圈。目前成人奶酪零食在C端销售额中占比仍小，品类尚处于市场培育阶段，预计需1-2年实现规模放量后，方能对C端增速形成显著贡献。未来随着成人奶酪品类规模逐步扩大，预计未来五年行业及公司C端奶酪业务CAGR将达到高单位数水平。

ToB奶酪(5星)：

B端奶酪赛道正处于快速增长期，主要源于年轻人消费习惯转变 - 带动西餐、烘焙、新茶饮等业态快速发展，同时奶酪在这些场景中的渗透率持续提升。公司依托蒙牛协同赋能、B端客户拓展及原制奶酪国产替代的行业趋势，B端市占率有望逐年提升。展望未来五年，B端奶酪行业规模CAGR预计约达双位数，而公司ToB业务收入CAGR将超20%。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利能力向好；公司目前仍处于成长期，净利润基数较低；同时，叠加国产的原制奶酪替代以及公司的“极致成本”策略，有望推动毛利率和净利率持续改善。

ToC奶酪(4星):

ToC端奶酪有着更高的毛利率，但由于需持续投入更高销售费用，预计未来C端经营利润率略低于B端。展望未来，伴随高附加值成人奶酪零食占比提升，叠加公司极致降本策略的持续落地，公司C端奶酪业务有望稳固其龙头地位，且盈利能力增长速度将快于行业整体水平。

ToB奶酪(4星):

餐饮工业（ToB）的盈利趋势星级较好，2025H1毛利率为21.3%。未来公司将依托与蒙牛并购后的协同效应，在采购、生产环节实现降本增效；中长期伴随国内原制奶酪替代持续深化，据测算有望推动利润率提升5-6个百分点。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局处于中等水平：C端奶酪赛道进入壁垒较低、退出成本不高；B端奶酪具备较高壁垒，但公司原制奶酪业务布局仍处于相对早期阶段，目前主要以性价比为核心形成差异化竞争。

ToC奶酪(3.5星):

C端奶酪赛道整体进入壁垒偏低，核心产品奶酪棒同质化特征较为突出，但行业正加速推进差异化转型（如布局成人奶酪零食），头部企业可依托品牌与渠道优势构建一定竞争优势；公司C端业务下游客户分散，叠加自身品牌与产品优势，具备一定议价能力。奶酪处于乳制品营养金字塔顶端，营养价值显著高于牛奶等品类，产品替代风险较低。

ToB奶酪(3星):

B端奶酪有着相对更高的进入壁垒，主要因B端更倾向于使用原制奶酪（浓度与风味度更佳），而原制奶酪的生产较再制奶酪更为复杂。但国产原制奶酪仍处发展早期，当前国内公司以差异化及性价比为核心竞争点，未来伴随生产技术成熟，竞争力有望进一步提升。B端产品与邻近行业区隔度高，被替代风险低。

5.4 护城河

★★★★☆

妙可蓝多的护城河处于中等水平，其护城河来自于品牌优势、深耕赛道积累的产品力、以及依托蒙牛的渠道优势。

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
ToC 奶酪	(2星) 公司在C端奶酪的护城河宽度处于一般水平，2024年经壹评级调整的ROIC为低单位数，受限于C端奶酪行业的特性（盈利能力较一般），目前护城河带来的超额收益不明显。公司在市场中保持龙头地位，市占率超38%，且具备较强的业务控制力。	(4星) 公司C端奶酪护城河持续性较好，主要具备品牌力、产品力与渠道三大优势。品牌端通过央视晚间新闻广告投放、IP 联名及明星代言，在奶酪棒市场建立强品牌心智，成人奶酪零食市场持续培育中，叠加蒙牛品牌协同效应，品牌力护城河有望持续巩固；产品力端以奶酪棒为明星单品带动C端品类扩容，成人奶酪零食在新零售渠道中也有着较高增速；渠道端则依托蒙牛渠道资源高效实现终端铺广与渗透，且目前奶酪电商及O2O渠道居行业领先，渠道护城河可持续性较高。
ToB 奶酪	(2星) 公司在B端奶酪的护城河宽度处于一般水平，2024年经壹评级调整的ROIC超6%，略高于C端奶酪，但护城河带来的超额收益不明显。公司在B端奶酪市占率预计约达9%，国内B端奶酪市场中排名前5，公司的业务控制力较强。	(4.5星) 公司B端奶酪护城河具备较强持续性，核心源于品牌壁垒的扎实构建：当前已通过百胜中国、喜茶、萨莉亚等头部餐饮客户的权威背书，叠加高增长业绩与国产原制奶酪替代标杆地位，沉淀了深厚的市场口碑；在未来原制奶酪生产技术的迭代与定制化服务能力的升级，将进一步夯实这一竞争壁垒，我们认为该业务的护城河受到侵蚀的可能性比较小。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对妙可蓝多采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

业务1：ToC 奶酪

收入假设

即食营养+家庭餐桌（ToC）：行业规模方面，未来随着乳制品消费复苏及成人奶酪零食等产品破圈，ToC奶酪市场中长期有望实现销量与价格的双重增长；妙可蓝多在ToC端的市占率预计维持领先地位，核心依托产品力、品牌护城河及蒙牛的渠道赋能，我们预计公司在C端市占率长期维持在40%。

盈利能力假设：

毛利率方面，短期预计C端产品价格仍下降，长期毛利率增长驱动力：1）高附加值产品占比提高；2）极致降本策略。2025上半年公司即食营养和家庭餐桌的毛利率分别为48%/28%，我们认为在2030年时两项C端业务的毛利率分别能达50%/31.3%。

费用率方面：公司核心费用为销售费用：短期受益于品牌收获期、蒙牛协同深化、数字营销发力，销售费用率有望持续优化；长期成人奶酪等产品规模起量后，公司预计将加大投放巩固份额，预计销售费用率会有所提升。管理费用率短期受股权激励影响上升、长期稳定，研发费用率长期保持平稳。

业务2：ToB 奶酪

收入假设:

餐饮工业 (ToB)：行业规模方面，奶酪在西餐、烘焙、新茶饮等场景的渗透持续加深，驱动B端奶酪行业快速增长；市占率维度，妙可蓝多依托蒙牛供应链与资源赋能，短期依靠性价比的差异化策略提升市场份额，长期随着国产原制奶酪生产工艺升级，预计国产原制奶酪在B端渗透率进一步加速，长期预计公司在B端的市占率抢占10%以上的市场份额。

盈利能力假设:

毛利率方面，短期依托与蒙牛的协同效应，实现采购、生产上面的降本增效；中长期随着国内原制奶酪业务深化及工艺升级，经测算，毛利率有望提升4-5个百分点。

费用率方面预计B端奶酪业务整体费用率显著低于C端奶酪业务，核心系B端聚焦餐饮渠道，无需大规模品牌营销及终端推广投入；长期维度看，伴随业务规模稳步扩张，销售费用率将维持稳定并呈小幅上升态势。管理费用率短期受股权激励影响上升、长期稳定，研发费用率长期保持平稳。

业务3：贸易及液态奶

收入假设:

贸易：随着公司奶酪业务的发展、国产原制替代比例提升，公司未来预计持续收缩贸易业务，预计2025-28该业务的收入保持低个位数的下滑。

液态奶：预计未来两年伴随行业复苏，公司液态奶收入有望实现个位数增长；但因与蒙牛存在同业竞争，公司协商预计在2027年下半年退出液态奶业务。

盈利能力假设:

毛利率:

贸易：未来聚焦奶酪、黄油类更高附加值产品的贸易，带动毛利率提升。

液态奶：预计妙可蓝多受益于蒙牛协同效应，通过采购降本增效提高毛利率，2026-2027年预计受原奶价格回升影响，毛利率可能承压。

表2：公司整体业绩预测

妙可蓝多	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	48.3	53.2	48.4	52.9	59.9	67.7	73.2	83.9
归母净利润(亿)	1.4	0.6	1.1	2.1	2.8	3.7	4.8	5.8
归母净利润增速(%)	-11.9	-56.3	91.5	84.9	34.5	29.5	31.3	21.6
经营性净利润(亿)	1.1	0.6	0.7	1.6	2.3	3.1	4.3	5.3
经营性净利润增速(%)	-27.2	-40.8	15.2	121.5	45.6	36.0	36.4	24.2
经营性归母净利润(亿)	0.8	0.5	0.7	1.6	2.3	3.1	4.3	5.3
经营性归母净利润增速(%)	-27.4	-43.6	52.3	121.5	45.6	36.0	36.4	24.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

ToC奶酪	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	30.4	23.6	24.4	25.5	26.9	29.4	33.1	37.6
收入增速(%)	6.2	-22.4	3.5	4.4	5.4	9.4	12.5	13.5
经营性净利润(亿)	0.7	1.2	0.1	0.5	0.9	1.5	2.0	2.4
经营性净利率(%)	2.4	5.2	0.5	1.9	3.2	4.9	6.0	6.4
经营性净利润增速(%)	-35.2	67.3	-89.9	283.5	82.6	66.8	36.7	21.2
ToB奶酪	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.3	11.5	13.1	17.5	22.9	29.2	34.8	41.1
收入增速(%)	75.6	39.5	14.0	33.5	30.9	27.3	19.3	17.9
经营性净利润(亿)	0.2	0.2	0.5	1.0	1.3	1.6	2.3	2.9
经营性净利率(%)	2.1	1.9	4.1	5.8	5.7	5.4	6.5	7.0
经营性净利润增速(%)	-53.5	28.6	145.6	90.7	28.1	21.5	43.2	26.4
贸易	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.0	8.2	5.3	5.1	5.0	4.9	4.8	4.8
收入增速(%)	-14.8	36.0	-35.0	-3.0	-2.5	-2.5	-2.5	0.0
经营性净利润(亿)	0.1	-0.3	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	1.5	-4.1	-0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.7
经营性净利润增速(%)	622.5	-470.5	99.4	-82.6	-85.5	129.4	806.2	93.7
液态奶	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.5	3.9	4.0	4.2	4.5	3.7	0.0	0.0
收入增速(%)	-18.9	10.9	3.8	5.8	7.1	-18.4	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
经营性净利率(%)	0.3	-0.0	0.2	1.8	2.8	2.4	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	-80.8	-108.1	793.0	1143.1	60.7	-29.1	-99.7	0.0
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.1	6.1	1.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
收入增速(%)	26.6	4971.4	-74.5	-70.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	37.6	-8.1	3.4	3.4	3.4	3.2	3.1	3.1
经营性净利润增速(%)	147.0	-1191.7	110.8	-69.9	-1.9	-6.4	-2.1	-1.0

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)
ToC 奶酪	8.9%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	2.2
ToB 奶酪	9.6%	中等+	较好	强	7.5%	20.5	2.6
贸易	0.2%	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	0.0
液态奶	-	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	0.0
其他	-	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	0.0
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
ToC 奶酪(亿)	2.5	29.6	32.1	7.1	-	11.2	50.4
ToB 奶酪(亿)	-2.3	40.3	38.1	3.8	-	7.7	49.6
贸易(亿)	0.6	0.2	0.8	1.5	-	2.3	4.6
液态奶(亿)	1.9	0.0	1.9	1.2	-	1.9	4.9
其他(亿)	0.6	0.1	0.7	0.5	-	-	1.2
公司整体测算(亿)	3.3	70.3	73.6	14.0	-	23.1	110.7

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
ToC 奶酪(亿)	16.6	32.9	49.5	7.1	-	11.2	67.7
ToB 奶酪(亿)	16.1	44.6	60.7	3.8	-	7.7	72.2
贸易(亿)	1.1	0.1	1.2	1.5	-	2.3	5.0
液态奶(亿)	1.9	-	-	1.2	-	1.9	3.1
其他(亿)	0.7	0.1	0.8	0.5	-	-	1.2
公司整体测算(亿)	36.4	77.6	112.1	14.0	-	23.1	149.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性中等，主要因奶酪仍处于快速增长赛道，但行业景气度受整体乳制品消费环境波动影响；同时公司利润水平波动较大，盈利的整体可预测性一般。

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。