

立高食品（300973.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	40.78
总市值	69.06亿
PE-TTM	22.08
PB-MRQ	2.81

估值结果

DDM估值	价值	81.73亿
	上行空间	18%
	状态	合理估值
动态估值	价值	75.20亿
	上行空间	8.9%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

立高为国内冷冻烘焙行业龙头，其以奶油业务起家，后拓展冷冻烘焙业务，已建立了覆盖烘焙店、饮品店及商超等多元化的销售渠道。

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，系奶油业务具备国产替代逻辑，且下游茶饮和咖啡渠道需求有望扩容。而冷冻烘焙业务由于烘焙品种多而散且受冷链运输半径限制，未来市占率较难提升。公司的产业格局较好，系行业的进入壁垒虽不算高，但其上下游议价能力较强，品类被替代风险较小。护城河较深主要系公司具备品牌及渠道优势、产品力优势，且预计品牌力及渠道力长期被侵蚀的风险较低。

我们假设公司未来业绩增量来自于冷冻烘焙行业渗透率提升、奶油下游需求扩容及公司稀奶油市占率的提升，当前公司处于合理估值区间。

我们区别于市场的观点

市场认为我国烘焙食品人均消费量低，对标日本仍有2~3倍提升空间。而我们认为不应忽略各国饮食习惯的差异，及国内各线城市消费水平的差异，故综合对标了中国台湾、德法日的人均烘焙消费占可支配收入比重，并针对各线城市进行系数折算，测算得烘焙市场规模未来增速在低个位数，低于市场的预期。

此外，市场对于公司奶油业务的发展前景存在分歧，而我们看好奶油业务的国产替代。国内动物性奶油市场曾长期被进口品牌占据，近年来进口产品价格高企，叠加物流成本和汇率波动，进一步压缩客户利润空间，催生国产奶油的替代需求。立高的稀奶油在产能释放和产品矩阵丰富下，有望逐步提升市占率。

风险提示

若稀奶油新品推广效果不佳，公司奶油业务的市占率可能会低于预期；若原材料（油脂、面粉等）价格大幅上涨，或对公司毛利率有一定扰动。

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 研发高端度	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	11
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	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售，其产品类型众多且规格多样，能充分满足下游不同类型客户的一站式采购消费需求。此外，公司顺应烘焙消费渠道逐渐多元化的趋势，在传统饼房渠道外积极拓展商超KA渠道、茶饮渠道及新零售等渠道，在国内烘焙行业的龙头地位稳固。

2. 业务介绍

对于立高食品公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

冷冻烘焙食品：

冷冻烘焙食品指烘焙过程中完成部分或全部工序后进行冷冻处理得到的烘焙产品，并通过冷冻方式进行储存和运输，保存期通常6到9个月。产品主要涵盖了挞类、甜甜圈类、蛋糕类及面包类等多个类别。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

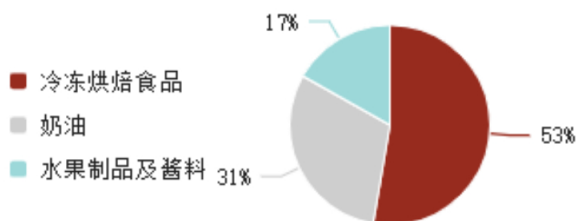
奶油：

目前公司奶油产品主要分为稀奶油、含乳脂植脂奶油、植脂奶油和饮品奶油四类。其中植脂奶油指以水、糖、食用植物油等其中的几种为主要原料，经过乳化、杀菌、冷却及灌装等工艺制成的产品。而稀奶油（动物奶油）是指以乳为原料分离出的含脂肪的部分，经加工制成的脂肪含量10%到80%的产品。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

水果制品及酱料：

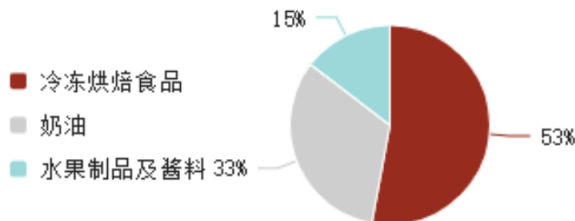
水果制品及酱料均属于烘焙食品原料。其中水果制品包括果馅、果溶、果泥及饮料浓浆等产品，可用于蛋糕、西点等烘焙食品制作；或是提供茶饮饮品的水果底味和风味。而酱料包括沙拉酱及西点奶油夹心酱等产品，可用于面包涂抹和夹馅等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

公司的供应商集中度较低，客户集中度及研发高端度处于中等水平，而资产强度较高。公司顺应烘焙消费渠道逐渐多元化的趋势，在传统饼房渠道外积极拓展商超KA渠道、茶饮渠道和新零售等渠道。且持续加码产品创新；在广东、浙江及河南建立了大型生产基地，为国内烘焙行业龙头。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重为41%，高于同行竞争者水平。公司现阶段已在广州周边、浙江湖州及河南新乡形成三大生产基地，旨在降低冷链运输成本，并夯实行业龙头地位。

3.2 研发高端度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的研发高端度处于中等水平，相较其他消费品子行业更高，2024年其人均研发费用为33.3万元。原因系公司积极开展品类创新，持续进行产品配方改进，从而解决产品在不同应用场景下口感、外观及使用便利性等问题。

3.3 客户集中度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的客户集中度处于中等水平，2024年其top5客户营收占比达30%，高于同行水平。目前公司的直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超及餐饮等客户；公司也依托成熟的大客户配合经验，积极把握商超调改的行业趋势，在顶尖客户渠道呈现更多优质单品。整体来说，由于有较多体量较大的客户，故公司的客户集中度高于同行竞争者。

3.4 供应商集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司的供应商集中度较低，2024年其top5供应商营收占比为15%，公司的上游行业主要为面粉、油脂、糖类及水果等，上游集中度分散。且公司建立了供应商考核和管理体系，对新的原材料出现需求时，公司会对几家供应商同时进行考察，故供应商的集中度较低。

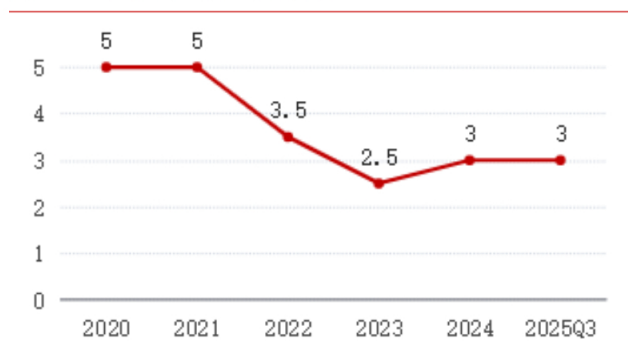
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司的成长能力及业务控制力较好；盈利能力及股东回报能力处于中等水平。整体来看随着内部调整及外部市场变化，公司业绩近年来有所波动。2024年起随着管理改善逐步显现，公司走出低谷，有望迎来管理、渠道及产品的共振。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



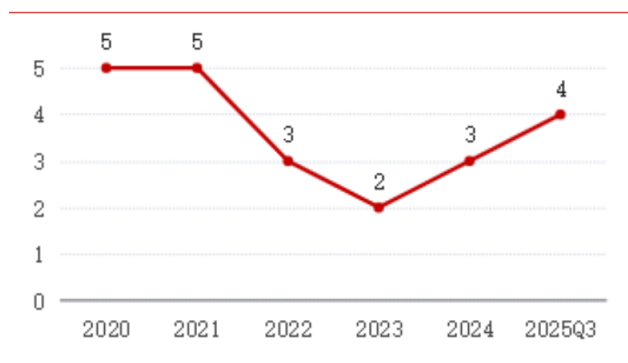
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力处于中等水平，2024年其ROE为10.4%，净利率为6.9%，在烘焙食品行业处于中等水平。公司2022年~2023年盈利能力持续下滑，系新厂区产能爬坡期拖累毛利率，以及内部架构调整致管理费用率上升。2024年起随着管理改善，盈利能力进入逐步修复阶段。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



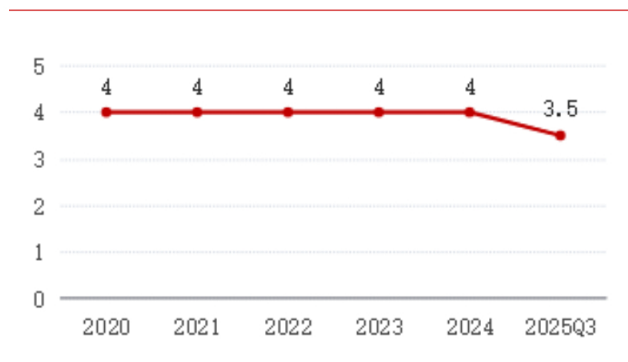
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力较好。从历史波动来看，公司2022~2023年成长能力持续下滑，其中2022年公司营收增速仅有3.3%，系疫情拖累下游烘焙和餐饮客流。而自2024年起，公司成长能力逐步回升，2025年H1营收增速达16.2%，主要得益于公司产能释放以及稀奶油的国产替代，奶油业务表现亮眼。

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

公司业务控制力较好，且较为稳定。公司2024年的经营性现金流净额/净利润比例达171.7%，高于同行水平，主要系其行业龙头地位稳固，盈利质量较好。公司产品的使用者为烘焙店、商超及餐饮等，该部分客户需要以最终成品的形式了解公司烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的应用，因此公司重视对客户深度技术服务，不断增强客户粘性。

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

公司股东回报能力目前处于中等水平。公司2024年的分红率为44%，分红意愿在行业中较为一般。目前公司仍有部分产能在建，未来随着扩产规划完成，预计其分红能力有望得到提升。

5. 四维评级

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，产业格局及护城河较好。分业务看，其奶油业务的成长空间及盈利趋势星级均高于冷冻烘焙业务。公司的奶油业务具备国产替代逻辑，且下游茶饮及咖啡渠道需求有望扩容，故成长空间较高。此外，奶油行业相较于冷冻烘焙行业，集中度更高。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级处于中等水平，其中奶油业务的成长空间相对更高，主要系其下游茶饮及咖啡渠道需求有望扩容；且受益于国产替代趋势，立高的市占率有望提升，该业务未来5年收入CAGR预计为10~15%。

冷冻烘焙食品(3星)：

该业务成长空间星级处于中等水平。未来5年该业务收入CAGR预计为5~10%，增速较低；但我们认为该业务收入的可预测性较高，系公司建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超及便利店等多元化的销售渠道，其渠道优势领先于竞争者，预计在该行业的龙一地位稳固。

奶油(3.5星)：

该业务成长空间较高。未来5年该业务收入CAGR预计为10~15%，增速相对较高，主要系其奶油业务具备国产替代逻辑，且下游茶饮及咖啡渠道需求有望扩容。公司的稀奶油产品此前主要以代理进口产品为主，但随着其自主研发生产的新产品UHT稀奶油于2023年5月份上市并取得良好的市场反馈，公司也正式进入了自主生产高端乳品奶油领域。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势处于中等水平，其中奶油业务的盈利趋势相对较好，主要系受益于国产替代趋势，立高的市占率有望提升。公司的奶油业务已覆盖了高中低档次，具有多种乳脂结构、产品性能、价位和口味，能充分满足客户不同的应用需求。

冷冻烘焙食品(3星):

该业务盈利趋势处于中等水平。冷冻烘焙行业竞争格局较为集中（CR5约39%），公司在该行业的龙一地位稳固，市占率约12%。但另一方面，考虑到该行业的烘焙品种多而散，且存在冷链运输半径限制，故预计公司未来市占率较难提升。

奶油(3.5星):

该业务盈利趋势较好。奶油行业为寡头竞争格局，龙头安佳在2013年进入中国市场，且率先切入茶饮赛道，当前为行业龙一。立高处于中部梯队，市占率约为8%。公司的稀奶油产品此前主要以代理进口产品为主，但随着公司自主研发生产的新产品UHT稀奶油于2023年5月份上市并取得良好的市场反馈，公司在高端稀奶油的优势逐步增强，预计未来市占率有望提升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，烘焙行业的进入壁垒虽不算高，但立高的龙头地位稳固，且品类被替代的风险较低。公司品牌在市场拥有较高的知名度和美誉度；且营销网络较广，在传统饼房渠道外积极拓展了商超KA渠道、餐饮渠道、茶饮渠道及新零售等渠道。

冷冻烘焙食品(3.5星):

该业务产业格局较好，系冷冻烘焙行业具备一定的品牌与渠道壁垒，立高在该行业的龙一地位稳固。公司依托产品线的丰富和品牌力的积累，建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道。此外，冷冻烘焙食品具有产品多元、标准化程度高和使用便捷等特点，近年来茶饮、咖啡连锁门店、自助餐、酒店早餐等新渠道陆续开拓，依托冷冻烘焙的烘焙消费场景愈发多元，故行业的替代风险也较低。

奶油(3.5星):

该业务产业格局较好，系奶油行业具备一定的品牌与渠道壁垒；立高目前在该行业处于中部梯队，随着其在高端稀奶油的优势逐步增强，预计未来市占率有望提升。此外，奶油业务是公司烘焙食品原料中发展最早的产品，能够满足烘焙店、茶饮及咖啡等多渠道的需求，故行业的替代风险也较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河整体较深。一方面，行业内企业往往专注于单一渠道，而立高依托产品线的丰富和多年的深耕，已建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超及便利店等多元化的销售渠道。另一方面，公司的产品种类丰富且各类产品均拥有众多的产品品规，公司奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规近千种，相较于竞争者具有品类多样化优势。

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
冷冻烘焙食品	(3.5星) 该业务的护城河宽度星级较高，其经壹评级调整的ROE为27%，经壹评级调整的ROIC为21%，具备一定的超额收益，且高于奶油业务。该业务市占率约12%，龙一地位稳固。业务控制力较好，且较为稳定，主要系其行业龙头地位稳固，盈利质量较好。	(3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备品牌、线下渠道及产品力护城河。首先，公司品牌在市场拥有较高的知名度和美誉度，旗下“立高”、“奥昆”等子品牌定位清晰，预计品牌力在长期被侵蚀的可能性较小。其次，立高逐步建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮等多元化的销售渠道，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。最后，考虑到消费者对产品口味、营养价值等的偏好更新较快，预计产品力在长期被侵蚀的可能性较大。
奶油	(3星) 该业务的护城河宽度处于中等水平，其经壹评级调整的ROE为23%，经壹评级调整的ROIC为17%，具有一定的超额收益。而另一方面，该行业早期被外资品牌率先切入，立高当前处于中部梯队，市占率仅约8%；业务控制力也较为一般。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备品牌、线下渠道及产品力护城河。首先，公司的稀奶油新品助其在高端领域不断抢占心智，预计品牌力在长期被侵蚀的可能性较小。其次，其不断推进对餐饮、茶饮及新零售渠道的开拓，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。最后，考虑到下游对产品需求的更新迭代较快，预计产品力在长期被侵蚀的可能性较大。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来业绩增量来自于冷冻烘焙行业渗透率提升、奶油下游需求扩容及公司稀奶油市占率的提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，立高食品目前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：冷冻烘焙食品、奶油、水果制品及酱料业务。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：

业务1：冷冻烘焙食品

收入假设：

1) 行业端：未来增速主要来自冷冻烘焙行业渗透率提升。考虑到我国冷冻烘焙渗透率当前仅12%，较全球平均水平仍有差距；未来随着下游连锁烘焙店及连锁餐饮对于降本增效和标准化的需求增强，预计未来5年行业规模CAGR在5~10%。

2) 公司市占率：冷冻烘焙业务由于烘焙品种多而散，且受到冷链运输半径限制，未来市占率较难提升。此外，考虑到立高已建立了覆盖烘焙店、饮品店等多元化的销售渠道，而同行竞争者基本专注于单一渠道，故我们预计其未来市占率基本平稳，龙一地位稳固。

盈利能力假设：考虑到公司事业部调整渐入佳境，费用率有望进一步收窄，预计盈利能力将逐步改善。

业务2：奶油

收入假设：

1) 行业端：行业未来增速主要来自奶油下游需求的扩容。考虑到下游新式茶饮及咖啡行业的需求驱动，预计未来5年行业规模CAGR在5~10%。

2) 公司市占率：公司的稀奶油产品此前主要以代理进口产品为主，但随着公司自主研发生产的新产品UHT稀奶油于2023年5月上市并取得良好的市场反馈，公司在高端稀奶油的优势逐步增强；随着公司完成UHT奶油的产能扩充，未来市占率有望进一步提升。

盈利能力假设：考虑到公司事业部调整渐入佳境，费用率有望进一步收窄；叠加奶油业务产品结构的优化，预计盈利能力将逐步改善。

业务3：水果制品及酱料

收入假设：

1) 行业端：行业未来增速主要来自下游（烘焙、茶饮及餐饮）需求的扩容。其中水果制品下游主要为烘焙及饮品市场，预计未来5年行业规模CAGR低于5%。而酱料主要用于糕点、面包夹心；及用于蔬菜及水果的调味。立高的功能性酱料可满足烘焙、餐饮及家庭等不同渠道的需求。

2) 公司市占率：整体来看水果制品及酱料行业的竞争格局较分散，预计公司在水果制品行业的市占率基本稳定。而酱料业务目前增速有所加快，系其核心餐饮连锁客户的合作订单增长趋势良好，预计未来市占率将略有提升。

盈利能力假设：水果制品及酱料行业的竞争较为激烈，考虑到立高较之行业内竞争者具有品类多样化优势，预计其盈利能力基本稳定。

表2：公司整体业绩预测

立高食品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	29.1	35.0	38.4	44.8	50.3	55.6	61.1	66.4
归母净利润(亿)	1.4	0.7	2.7	3.3	3.7	4.1	4.5	4.9
归母净利润增速(%)	-49.2	-49.1	266.1	24.6	12.1	10.7	9.6	8.5
经营性净利润(亿)	1.3	0.7	2.6	3.2	3.6	4.0	4.4	4.7
经营性净利润增速(%)	-51.6	-49.9	283.2	24.4	12.1	11.0	9.8	8.6
经营性归母净利润(亿)	1.3	0.7	2.6	3.3	3.7	4.1	4.5	4.8
经营性归母净利润增速(%)	-51.6	-48.5	277.9	24.3	12.6	10.7	9.9	8.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

冷冻烘焙食品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	17.8	22.1	21.3	23.6	26.0	28.4	30.9	33.3
收入增速(%)	3.8	23.9	-3.5	10.5	10.3	9.1	8.9	7.7
经营性净利润(亿)	1.1	0.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7
经营性净利率(%)	6.0	2.5	7.8	8.0	8.0	8.1	8.1	8.1
经营性净利润增速(%)	-47.6	-49.4	206.8	13.0	10.4	9.8	8.9	7.6
奶油	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.1	6.5	10.6	13.7	15.6	17.6	19.4	21.4
收入增速(%)	8.9	27.7	61.7	29.0	14.6	12.2	10.7	10.2
经营性净利润(亿)	0.2	0.3	0.7	1.1	1.3	1.5	1.6	1.8
经营性净利率(%)	4.7	4.9	6.6	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
经营性净利润增速(%)	-47.9	32.0	117.1	62.8	14.2	12.3	11.0	9.9
水果制品及酱料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.1	6.3	6.4	7.5	8.6	9.7	10.7	11.7
收入增速(%)	-2.2	3.3	1.6	17.1	14.2	12.6	10.6	9.2
经营性净利润(亿)	0.0	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
经营性净利率(%)	0.4	-3.0	3.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
经营性净利润增速(%)	-90.4	-881.2	209.5	-12.9	16.0	15.1	10.8	9.4

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)
冷冻烘焙食品	4.8%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	2.6
奶油	5.9%	中等	较好	较强	7.8%	16.96	1.7
水果制品及酱料	5.1%	中等-	一般	一般	7.8%	12.68	0.3
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
冷冻烘焙食品(亿)	8.4	30.4	38.7	3.6	-0.7	-	43.1
奶油(亿)	3.7	21.6	25.3	1.8	-0.5	-	27.7
水果制品及酱料 (亿)	0.6	2.7	3.3	1.1	-0.1	-	4.5
公司整体测算(亿)	12.6	54.7	67.4	6.5	-1.3	-	75.2

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
冷冻烘焙食品(亿)	22.6	20.1	42.7	3.6	-0.7	-	47.0
奶油(亿)	13.3	13.8	27.1	1.8	-0.5	-	29.4
水果制品及酱料 (亿)	1.9	2.2	4.1	1.1	-0.1	-	5.3
公司整体测算(亿)	37.8	36.1	73.9	6.5	-1.3	-	81.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于较高水平。虽然盈利预测的关键数据（行业规模及公司各渠道销量等）的披露频次仅为半年一次或者每年一次，数据的可持续跟踪程度一般。但烘焙食品行业已处于成熟期，相关历史数据较为透明，且公司信息披露较为充分。整体来看，我们对于公司估值的确定性较高。

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。