

海天味业（603288.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	消费品	价值	1859 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	41.17	DDM 估值 上行空间	-23%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	2409.20 亿	状态	偏高估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	35.40	价值	1823 亿	护城河	★★★★★
PB-MRQ	6.15	动态估值 上行空间	-24%		
		状态	偏高估		

核心评级结论

海天味业为我国调味品龙头，具有平台化品类拓展能力。近年来经历了一轮内部变革调整，2024 年变革效果体现、目标达成。

公司的成长空间星级处于中等水平，盈利趋势较好，产业格局及护城河优秀。成长空间处于中等水平，系调味品行业已处于成熟期，公司主业的未来增速均在个位数。盈利趋势及产业格局较优秀，系公司在酱油行业的龙一地位稳固，且盈利能力领先同行。护城河优秀主要系公司的品牌优势、线下渠道优势、规模经济优势大幅领先同行，且未来该优势衰退的风险较小。

我们假设公司未来将同时受益于下游餐饮渐进式复苏、家庭端结构升级、及市占率提升，当前公司处于偏高估区间。

我们区别于市场的观点

市场认为海天在酱油行业的稳态市占率可直接对标日本龙头龟甲万，但我们认为：我国根植于饮食基因的口味地域性差异较大；且对比中日零售脉络与物流天堑，中国调味品巨头的下沉之路隐现无形天花板。我们预计海天的未来路径可鉴龟甲万，但却难越其市占率之巅。海天未来市占率提升的驱动力，将主要来自行业高端化、及在华中地区后续可能的产能布局及渠道精耕。

风险提示

下游餐饮复苏较弱对公司酱油&蚝油收入冲击的风险；大豆等原材料价格大幅上涨对公司毛利率冲击的风险；调味酱行业竞争加剧导致公司市占率下滑的风险。

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 营销强度	5
3.4 客户集中度	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	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
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	11
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

公司作为调味品行业龙头企业，长期以来深耕于调味品的生产与营销，目前已构建了酱油、蚝油、调味酱、醋、料酒、各类复合调味料的全面产品矩阵，可为客户提供一站式产品服务选择。

2. 业务介绍

对于海天味业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

酱油：

酱油是一种源自中国的调味品，通常由大豆、小麦、盐和水等原料制成，具有深色、浓郁的味道，常被用于调味各种菜肴。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

蚝油：

蚝油又被称“牡蛎油”，是一种较为光滑、浓稠的深棕红色液体调味品，主要以素有“海底牛奶”之称的蚝（牡蛎）为原料，经煮熟取汁浓缩，加辅料精制而成。蚝油具有味道鲜美、蚝香浓郁、黏稠适度、营养价值高等特点，起源于广东等华南地区。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

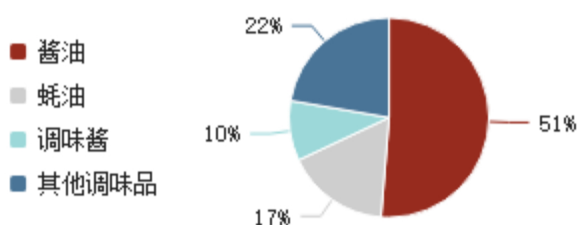
调味酱：

调味酱是以豆类、小麦粉、水果、肉类或鱼虾等物为主要原料，加或不添加其他辅料，加工而成的呈酱状的调味品。我国酱类调味品种类繁多，产品地域分布广泛，不同地区的酱类调味品风味有所不同，主要有东北的熟豆酱；华南的广式叉烧酱、沙茶酱；西南的贵州油辣椒、风味豆豉酱；华中的湖南剁椒酱、河南香菇酱等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他调味品：

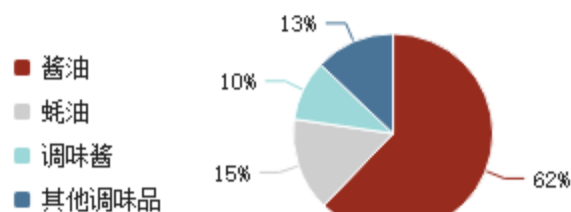
包括醋、料酒、凉拌汁、鸡精、番茄沙司等其他调味品。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

公司的商业模式属于消费品模式，销售模式以经销为主，其客户集中度低。而与行业竞争对手不同的是，海天的资产强度为中等水平、研发较为高端化、营销强度较低。一方面，海天为唯一实现全国化布局的调味品公司，其采取零售渠道及餐饮渠道的双轮驱动战略。另一方面，凭借其优秀的渠道粘性 & 效率，周转速度显著领先同行。公司的品牌影响力与其产品的高品质、市场占有率的领先地位相得益彰。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的资产强度处于中等水平，高于同行竞争者。2024 年其固定资产+在建工程占总资产比重为16%。公司拥有佛山、宿迁、南宁和武汉四大生产基地，合计产能规模约500万吨，生产能力为中国调味品行业第一，这也助力其成为唯一全国化布局的调味品公司。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

海天的研发较为高端化，2024 年其人均研发费用高达58.5 万元。原因系：公司在技术创新、工艺效率、柔性升级等领域持续投入，并以数智化赋能各个核心环节的科学决策，促进公司不断守正创新。且公司高度重视以科学技术赋能营养健康产品，不断在健康、便捷产品上推陈出新，满足消费者对营养健康的更高追求。

3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

海天的营销强度较低。2024 年其销售费用率为6.1%，低于同行水平。从2019 年起公司便逐步缩减广告费用，但在早期高举高打模式下，品牌力早已深入人心。公司的品牌奠基期可追溯至清代中叶乾隆时期的“佛山古酱园”，并且早在1999 年，海天的广告就出现在了《新闻联播》的整点报时环节。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度低，2024 年其top5 客户营收占比仅为2.7%，公司的下游行业包括商超、连锁餐饮、食堂团膳、线上零售等，集中度分散。

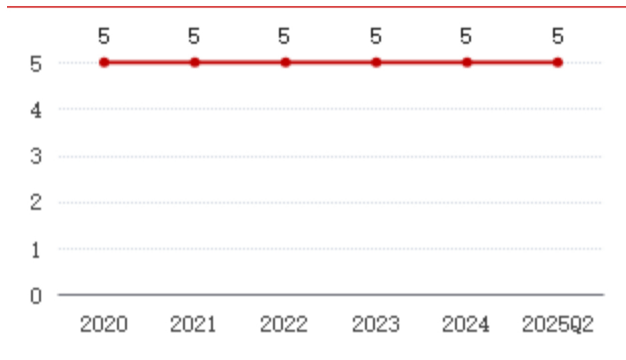
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司的成长能力处于中等水平，盈利能力优秀，业务控制力及股东回报能力较好。整体来看公司的经营绩效优秀，历经2023 年至2024 年的内部改革后，更彰显龙头韧性。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



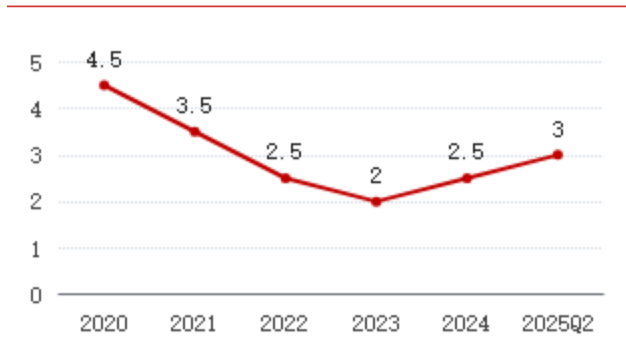
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力平稳且优秀，2024年其ROE为21.4%、净利率为23.6%，领先同行水平，主要受益于规模效应贡献、及卓越的费用管控能力，海天凭借较强的渠道粘性效率，2024年管理费用率仅有2%；且2019年起公司逐步缩减广告费用，销售费用率也低于行业竞争者。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



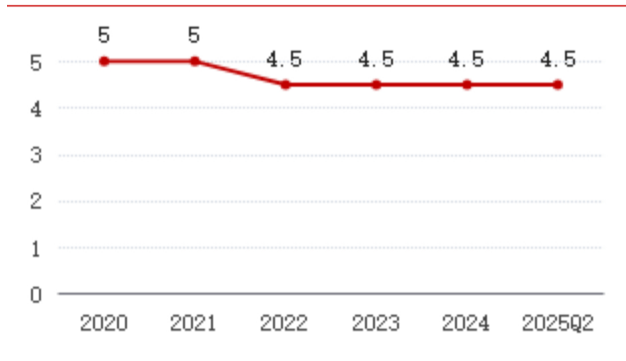
数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来经历了一轮内部调整，故成长能力星级有所波动，目前成长能力处于中等水平。2020至2021年海天渠道包袱过重；2022年至2023年受到外部事件（疫情、零添加事件）扰动。公司于2023年陷入了经营底部，同时在该年开始渠道改革修复，2024年起效果体现，成长星级逐步回升，2024年其营业收入增速为9.5%，体现龙头韧性。

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



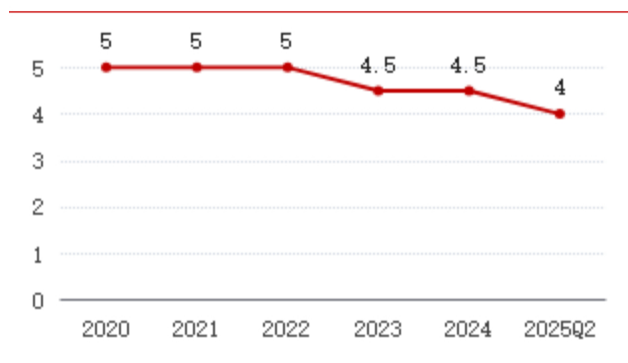
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力近五年均保持在四星及以上，主要得益于优秀的上下游控制能力。近年来由于餐饮渠道疲软，公司对部分经销商开放赊销政策，业务控制力星级有所下滑，但目前回款速度仍为同行两倍以上。其2024年的经营性现金流净额/营业总收入比例为25.4%、2024年净占款/净资产比例为19.4%，均高于同行竞争者。

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

公司股东回报能力近五年均保持在四星及以上。公司的分红率近三年持续提升，2024年分红率已达75%，股息率约2%。而股东回报星级自2023年起略有下滑，系公司的ROE略有下滑，主要是由于公司近年来产能扩建，总资产周转率略有下降。

5. 四维评级

公司的成长空间星级处于中等水平，盈利趋势较好，产业格局及护城河优秀。分业务看，酱油及蚝油业务的成长空间、盈利趋势及护城河相较于调味酱业务更优。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级处于中等水平，其中酱油业务的成长空间相对最大，系该业务预计未来复合增速边际上升，且未来收入的可预测性较高。

酱油 (3.5星)：

该业务成长空间星级较高。未来5年公司该业务收入CAGR预计为5~10%，未来复合增速边际上升，增量主要来自餐饮端渐进式复苏+家庭端结构升级+公司市占率的提升。该业务未来可预测性较高。

蚝油 (2.5星)：

该业务成长空间星级处于中等水平。未来5年公司该业务收入CAGR预计为5~10%，增量主要来自餐饮端渐进式复苏+公司市占率的提升。该业务未来可预测性较高。

调味酱 (2星)：

该业务成长空间星级较低。未来5年公司该业务收入CAGR预计为5~10%，增量主要来自行业的品类扩容。该业务未来可预测性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势较好，其中调味酱业务的盈利趋势弱于酱油及蚝油业务，主要系调味酱行业竞争格局更为分散、且该行业未来需求的可预测性更低、海天在该行业的市占率较难有提升空间。

酱油(4星):

海天的酱油业务盈利趋势较好，酱油行业竞争格局较为集中，海天为唯一实现全国化的龙头。凭借规模效应及高端化能力，公司酱油业务盈利能力显著领先同行、且预计未来其市占率仍有提升空间。

蚝油(4星):

海天的蚝油业务盈利趋势较好。海天凭借性价比定位、攻克蚝油化水难关后，同时受益于李锦记决策失误的契机，市占率在2012年成功反超李锦记。当前蚝油行业为双寡头垄断格局，海天作为龙一，市占率达40%，且预计未来其市占率仍有提升空间。该行业由于下游以易守难攻的餐饮渠道为主、且上游牡蛎资源分布具有区域性，整体集中度高。

调味酱(3星):

海天的调味酱业务盈利趋势处于中等水平，调味酱行业品类天生繁多，呈现出明显的地域特征，竞争格局分散。海天市占率排名第二，仅次于老干妈。预计海天在该行业的市占率较难有提升空间。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局优秀，三项业务的产业格局星级均在四星以上，主要系公司的龙头地位稳固、行业替代风险较低、且具备品牌&渠道壁垒、转换成本壁垒及规模经济壁垒。

酱油(4星):

酱油业务产业格局较好，由于其供应商及客户集中度均低，故上下游议价能力较高。该行业具备一定的进入壁垒，包括品牌与渠道壁垒、转换成本壁垒及规模经济壁垒。但行业的高端化趋势也同时伴随着技术变革与模式变革的风险。海天在该行业的龙一地位稳固，其渠道的广度、深度相较于竞争者，均遥遥领先。此外，其原材料采购规模效应显著。

蚝油(4.5星):

蚝油业务产业格局优秀，由于其供应商及客户集中度均低，故上下游议价能力较高。该行业具备一定的进入壁垒，包括品牌与渠道壁垒、转换成本壁垒及规模经济壁垒。且未来技术变革与模式变革的风险较低。海天成功反超李锦记成为龙一，其渠道的广度、深度相较于竞争者，均遥遥领先。此外，蚝油行业下游以餐饮渠道为主，海天在餐饮渠道具备显著的客情粘性。

调味酱(4星):

调味酱业务产业格局较好，由于其供应商及客户集中度均低，故上下游议价能力较高。该行业具备一定的进入壁垒，包括品牌与渠道壁垒。且未来技术变革与模式变革的风险较低。海天目前为行业龙二，其渠道的广度、深度相较于竞争者，均遥遥领先。

5.4 护城河

★★★★★

公司的护城河非常优秀，其中酱油及蚝油业务的护城河均高达五星，其渠道的广度&深度遥遥领先同行，公司经销团队积极高效；且率先卡位餐饮赛道，具备显著的厨师客情粘性。且其线下渠道&规模经济&转换成本护城河在长期衰退的风险较低。

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
酱油	(5星) 该业务的护城河宽度为五星，其经壹评级调整的ROE及ROIC均大于50%，具有显著的超额收益；市占率为23%；业务控制力高达4.5星，系其作为调味品行业龙头，上下游控制能力显著领先竞争者。	(5星) 该业务的护城河持续性为五星，主要具备品牌、线下渠道及规模经济护城河。其品牌的用户心智抢占程度较高。此外，公司拥有全球最大的塔式制曲圆盘，通过高度自动化&上游强议价，具备成本优势。其渠道的广度&深度遥遥领先，且餐饮渠道易守难攻，该业务护城河在长期衰退的风险较低。
蚝油	(5星) 该业务的护城河宽度为五星，其经壹评级调整的ROE及ROIC均大于50%，具有显著的超额收益；市占率高达45%；业务控制力高达4.5星，系其作为调味品行业龙头，上下游控制能力显著领先竞争者。	(5星) 该业务的护城河持续性为五星，主要具备品牌、线下渠道及规模经济护城河。其品牌的用户心智抢占程度较高。该行业集中度较高，海天作为龙一，凭借规模化优势，具备采购端成本优势。其渠道的广度&深度遥遥领先，且在餐饮渠道具备显著的客情粘性，该业务护城河在长期衰退的风险较低。
调味酱	(5星) 该业务的护城河宽度为五星，其经壹评级调整的ROE及ROIC均大于50%，具有显著的超额收益；市占率为2%；业务控制力高达4.5星，系其作为调味品行业龙头，上下游控制能力显著领先竞争者。	(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。其品牌的用户心智抢占程度较高、产品矩阵丰富。公司有望凭借高渠道粘性 & 高渠道地位，保持领先的周转能力。但考虑到调味酱行业以家庭端销售为主，渠道及产品优势被颠覆的风险会较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来将同时受益于下游餐饮渐进式复苏、家庭端结构升级、及市占率提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，海天味业当前处于偏高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：酱油、蚝油及调味酱业务。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：酱油

收入假设：

1) B端：假设在餐饮券等政策拉动下，国内餐饮需求有望渐进式复苏。叠加工业加工端的贡献，预计行业增速在5~10%。公司市占率：考虑到餐饮渠道易守难攻，且海天凭借产品系列化（一站式采购效率）、客情服务、厨师习惯驯化等加强粘性，市占率有望进一步提升。

2) C端：虽然面临复调、预制菜的竞争冲击，但酱油的属性偏必需品，预计行业趋势为小幅收窄后趋于平稳。公司市占率：长期对标日本酱油龙头龟甲万，未来在高端化趋势下，有望达到约28%~30%的市占率。

盈利能力假设：考虑到成本红利+未来高端化，预计该业务毛利率将有望提升。

业务2：蚝油

收入假设：

1) 行业端：该行业下游以B端为主，但考虑到蚝油海鲜味&甜味较浓烈，品类天然存在渗透率天花板，故预计行业增速在3~5%。

2) 公司市占率：考虑到海天的原材料产地优势、餐饮渠道优势，有望进一步提升市占率。长期对标：目前调味品中集中度最高的品类为鸡精行业，其同样以餐饮端为主（龙一太太乐市占率67%；龙二家乐市占率29%），我们预计海天有望达到约70%的市占率。

盈利能力假设：短期考虑到成本红利，预计毛利率将有小幅提升；中长期预计毛利率基本平稳。

业务3：调味酱

收入假设：

1) 行业端：该行业下游以C端为主，预计行业未来增量来自品类的扩充，增速约为2~3%。该行业竞争格局很分散，属地性强，品类繁杂，开拓全国市场难度高。

2) 公司市占率：随着直播电商、社区团购等新渠道崛起，给新锐品牌带来突围机会。预计海天市占率较难有显著提升，基本维持在2~3%的市占率水平。

盈利能力假设：短期考虑到成本红利，预计毛利率将有小幅提升；中长期预计毛利率基本平稳。

表2：公司整体业绩预测

海天味业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	256.1	245.6	269.0	294.6	316.8	339.5	360.9	380.3
归母净利润(亿)	62.0	56.3	63.5	75.2	82.8	86.8	92.0	94.2
归母净利润增速(%)	-7.1	-9.2	12.8	18.5	10.1	4.9	6.0	2.4
经营性净利润(亿)	55.4	50.2	57.8	69.7	77.3	81.3	86.5	88.7
经营性净利润增速(%)	-9.0	-9.5	15.3	20.4	10.9	5.2	6.4	2.5
经营性归母净利润(亿)	55.4	50.0	57.7	69.5	77.1	81.2	86.3	88.5
经营性归母净利润增速(%)	-9.1	-9.6	15.4	20.4	10.9	5.2	6.4	2.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

酱油	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	138.6	126.4	137.6	151.2	161.5	171.7	182.1	192.3
收入增速(%)	-2.3	-8.8	8.9	9.9	6.8	6.4	6.0	5.6
经营性净利润(亿)	34.6	33.4	38.1	45.7	50.6	53.0	56.2	57.9
经营性净利率(%)	24.9	26.4	27.7	30.3	31.3	30.9	30.9	30.1
经营性净利润增速(%)	-11.6	-3.5	14.3	20.0	10.6	4.8	6.0	2.9
蚝油	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	44.2	42.5	46.2	49.2	52.3	55.2	57.9	60.1
收入增速(%)	-2.5	-3.7	8.6	6.7	6.2	5.6	4.8	3.8
经营性净利润(亿)	9.8	7.6	9.9	11.4	12.4	13.0	13.6	13.8
经营性净利率(%)	22.3	17.9	21.4	23.1	23.6	23.5	23.5	22.9
经营性净利润增速(%)	-7.4	-22.7	29.8	15.0	8.7	5.3	4.8	1.1
调味酱	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.8	24.3	26.7	28.6	30.6	32.7	34.0	34.5
收入增速(%)	-3.1	-6.1	10.0	7.2	7.1	6.6	4.1	1.5
经营性净利润(亿)	6.1	5.3	6.1	7.1	8.0	8.4	8.8	8.7
经营性净利率(%)	23.7	21.7	22.9	25.0	26.0	25.8	25.8	25.1
经营性净利润增速(%)	-11.6	-14.0	16.0	17.1	11.4	5.9	4.2	-1.1
其他调味品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	47.5	52.4	58.6	65.5	72.5	79.9	87.0	93.4
收入增速(%)	31.2	10.4	11.7	11.8	10.7	10.2	8.9	7.5
经营性净利润(亿)	4.9	3.9	3.7	5.4	6.3	6.8	7.9	8.3
经营性净利率(%)	10.3	7.5	6.4	8.2	8.8	8.6	9.0	8.9
经营性净利润增速(%)	14.9	-19.2	-4.8	44.1	17.7	7.7	14.9	6.2

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)
酱油	4.0%	中等-	较好	强	7.0%	19.8	57.3
蚝油	3.3%	中低	非常好	强	7.0%	19.97	13.7
调味酱	3.3%	中低	较好	较强	7.5%	15	8.7
其他调味品	6.2%	中等	一般	一般	7.5%	14.36	8.2
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
酱油(亿)	209.7	865.9	1075.6	160.8	2.5	-	1233.9
蚝油(亿)	48.5	209.2	257.6	40.7	0.3	-	298.0
调味酱(亿)	30.7	97.9	128.6	26.1	0.6	-	154.1
其他调味品(亿)	16.5	88.0	104.5	32.6	0.3	-	136.8
公司整体测算(亿)	305.3	1260.9	1566.3	260.3	3.7	-	1822.8

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
酱油(亿)	539.0	535.1	1074.2	160.8	2.5	-	1232.5
蚝油(亿)	125.6	124.2	249.8	40.7	0.3	-	290.1
调味酱(亿)	75.6	65.0	140.6	26.1	0.6	-	166.1
其他调味品(亿)	61.8	76.6	138.4	32.6	0.3	-	170.7
公司整体测算(亿)	802.0	800.9	1602.9	260.3	3.7	-	1859.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性高。调味品行业已处于成熟期，盈利预测的关键数据（行业规模、公司市占率等）很透明、且公司信息披露较为充分。此外，公司的历史业绩稳健、韧性也强于竞争者，我们对于未来预测的确定性较高。

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。