

万华化学（600309.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	69.6
总市值	2178.81亿
PE-TTM	19.84
PB-MRQ	2.18

估值结果

	价值	2605亿
DDM估值	上行空间	20%
	状态	合理估值
	价值	2999亿
动态估值	上行空间	38%
	状态	偏低估

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

万华化学是全球最大的MDI和TDI供应商，核心产品包括聚氨酯（MDI/TDI/聚醚多元醇）、石化系列产品以及精细化学品与新材料（如POE、特种胺、电池材料等）。

公司成长空间较高，主要系公司下游需求可保持一定增速，且公司存在市占率提升逻辑；盈利趋势较差，主要系公司所在行业新增产能较多，存在供给过剩趋势；产业格局优秀，主要系公司拳头产品MDI壁垒极高，全球仅个位数企业具备生产能力，公司在产业链上属于龙头地位；护城河深厚，主要在于公司技术先进，MDI产品成本优势全球领先。

基于公司未来持续扩张，且各产品价格回归中枢水平的假设，公司处于估值低估状态。

我们区别于市场的观点

市场观点：公司石化业务投资过多，当前石化行业产能过剩，拖累了公司的盈利能力。

我们的观点：市场过度聚焦短期价格影响，短期价格对公司估值不形成重大挑战。另外，公司的对标模板是巴斯夫，公司未来将在新材料方面持续发力，石化业务属于新材料的“基建”工程，战略意义高于经济价值。

风险提示

聚氨酯行业技术扩散，行业竞争格局或恶化；公司项目投资过于分散，或无法形成有效转化。

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 人力资源高端度	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	8
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	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	5
图2：预测2025年毛利占比	5
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

公司是全球聚氨酯行业龙头。公司现有三大业务板块：聚氨酯板块、石化板块、新材料板块。其中，聚氨酯板块是公司核心业务，是公司的立身之本；石化板块为公司向上游拓展的板块，目的在于打造原材料供应平台；新材料则是公司未来发展的主要看点。

2. 业务介绍

对于万华化学公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

新材料：

公司新材料业务布局广泛，包括聚氨酯材料、高性能塑料、可生物降解塑料、新能源材料、半导体材料、香料、维生素等。参考巴斯夫发展历程，巴斯夫在不同时期的主要盈利产品并不相同。万华若要成长为百年企业，也需要持续孵化新的增长极，公司新材料板块就是为了实现长期增长而创立的部门，因此我们不能局限于用某一产品来看待公司该业务板块，该业务板块所涉及的范围会持续扩大。

我们将公司该业务中已有产品的市场界定于国内市场。

聚氨酯：

公司聚氨酯业务主要包括MDI、TDI、聚醚多元醇。截至2024年末，公司拥有MDI产能380万吨/年，TDI产能111万吨/年，是全球最大的MDI和TDI供应商。MDI主要应用于白色家电、建筑保温、汽车、TPU、氨纶、浆料、鞋底原液等领域；TDI主要应用于家具、汽车等领域。

我们将公司该业务的市场界定于全球市场。

石化：

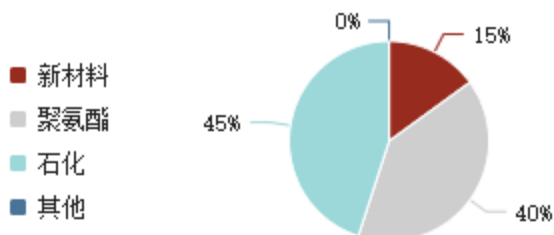
公司石化板块共有四大项目，其中PO/AE一体化项目、乙烯一期项目分别于2015年、2020年投产，另有蓬莱工业园高性能新材料一体化项目、乙烯二期项目分别于2024、2025年4月投产，后续将为公司石化板块带来重要增量。该业务主要产品有PVC、PP、PO、EO、LLDPE等，公司布局该业务主要是为与公司聚氨酯、新材料产品形成协同，提高原材料供应稳定性，降低采购及运输成本。

我们将公司该业务的市场界定于国内市场。

其他：

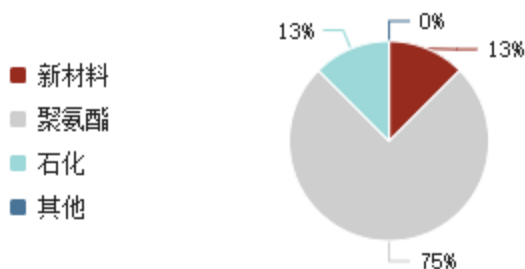
公司除了三大业务板块外的其他业务，该业务占比低。

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

公司是典型制造业企业，具备重资产属性。公司产品结构较为高端，大宗属性强，因此研发强度较高，营销强度较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司MDI单吨投资额在10000元的水平，公司百万吨级产能，对应投资规模上百亿，投资强度高。截至2025年半年报，公司固定资产近1500亿元，占总资产近50%，资产强度高。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司持续突破海外技术封锁，实现产品国产化替代，研发高端度较高。公司是中国唯一的MDI制造企业；2013年公司通过十几年的研发，建成首条HDI万吨产线，打破海外企业技术封锁；去年公司POE项目投产，该产品技术自主研发，性能达到国际一流水平。2024年，公司人均研发费用14万元。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品大宗商品属性强，客户触达难度低，易于销售，营销强度低，公司2024年销售费用率不足1%。

3.4 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司需要维持高端研发，需投入高端人力，公司研发团队超4000人，其中210余人拥有博士学位，2500余人拥有硕士学位。公司人均薪酬较高，近年公司人均薪酬在30万元水平。

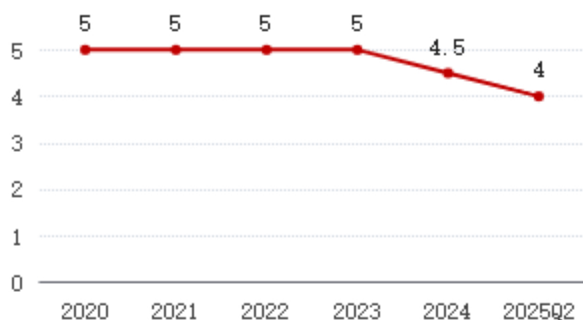
4. 历史经营绩效

公司盈利能力强，成长能力一般，业务控制力强，股东回报良好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



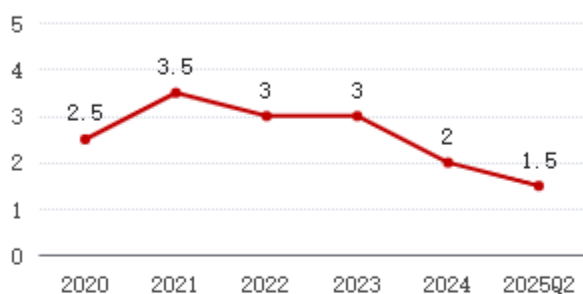
数据来源：公司财报，壹评级

公司聚氨酯业务具有垄断属性，业务稳定期毛利率可达40%以上，盈利能力强；近年受行业景气下行以及石化业务占比提升影响，公司盈利能力出现下滑。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



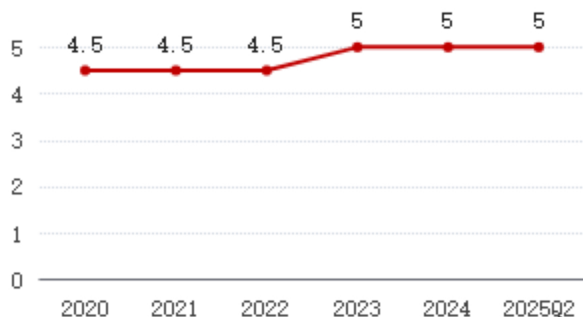
数据来源：公司财报，壹评级

由于近年行业景气下行，公司单位收入和利润均受到拖累，尽管公司产能持续扩张，但是业绩表现不佳。未来行业景气若有修复，公司成长能力或将显著提升。

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



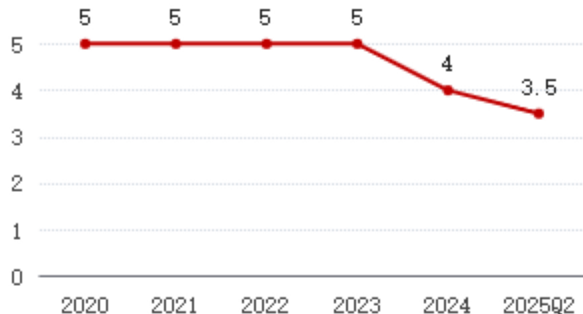
数据来源：公司财报，壹评级

公司在产业链中处于龙头地位，话语权强，2024年公司上下游净占款/营业收入为32%；公司维持高杠杆经营，资产负债率常年维持60%以上，负债率较高，除此之外，公司财务表现较为健康。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



近年公司股利支付率维持在30%水平，股息率接近2%，股东回报较好。2024年，由于行业景气下降，公司利润下滑，导致股息率出现下降。

数据来源：公司财报，壹评级

5. 四维评级

公司护城河深厚，产业格局优秀，成长空间良好，盈利趋势较差。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司是“中国的巴斯夫”，公司对标模板公司为全球化工龙头巴斯夫。我们复盘巴斯夫发展历史发现，巴斯夫实现长期业绩增长，并非靠某单一产品驱动，而是在不同的时期，引入新的产品来实现业绩增长。我们从公司经营结果也可以看出公司的发展战略——持续引入新的增长极。就公司现有产品而言，行业增速一般，公司存在市占率提升的逻辑，成长空间良好。就潜在产品而言，公司持续布局“新材料”领域，公司长期成长空间良好。

新材料(3.5星)：

公司现有产品市场空间广阔，行业增速多在10%-15%水平，公司存在渗透率提升逻辑。需要注意的是，公司在大多数领域属于新进入者，缺少技术沉淀，缺少客户资源，短期内公司产能放量难度较大。总体而言该业务成长空间良好。

聚氨酯(4星)：

公司是MDI、TDI行业龙头，成本优势显著，公司具备低成本扩张能力，可以持续抢占市场份额，当前公司市占率不足30%，远期预计可达40%。全球MDI、TDI增速在5%以下。总体而言该业务成长空间良好。

石化(3星)：

公司布局石化业务是为下游提供供应链保障，通过一体化协同的方式提高自身竞争力。目前公司石化板块规模已经堪比巴斯夫，预计未来公司不会在该业务上大举扩张，长期来看该板块增速与公司下游产品发展速度相匹配，预计可保持约5%左右增速。总体而言，该板块成长空间一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司产品具备明显的周期性特征，当前受行业产能投放影响，供给过剩，公司盈利趋势较差。

新材料(3星):

公司布局新材料领域，行业涉猎广泛，不同产品所处周期位置不同。公司已进入的锂电行业当前处于过剩阶段，盈利能力差；公司即将投产的POE项目，预计可以维持较高盈利能力。此消彼长下，公司该业务盈利趋势稳定。

聚氨酯(2.5星):

公司目前规划扩张产能较多，短期内将影响行业供需平衡，公司该业务盈利趋势较差。

石化(2星):

2021年石化行业景气度高升，大量企业积极扩张，近期新建项目持续落地，行业过剩程度加剧。受行业过剩影响，公司该业务盈利趋势较差。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司立足之本MDI是全球盈利能力最强的大宗化工品，工艺壁垒极高，全球仅八家企业具备生产能力。公司作为行业龙头，在产业链中话语权高，产业格局优秀。

新材料(3星):

公司参与领域存在一定进入壁垒，竞争烈度一般，且多数产品技术主要掌握在海外企业手中，如POE、PMMA等。公司作为新进入者，大部分产品处于起步阶段，市占率水平低，预计综合市占率不足10%。上下游基本没有强势企业，存在一定新进入者和替代品风险。整体而言产业格局一般。

聚氨酯(4.5星):

MDI行业进入壁垒极高，技术难以突破，全球仅八家企业具备生产能力，同时国内对原料光气存在一定控制，增加了新进入者进入的难度，因此行业竞争烈度低。公司市场份额超30%。上下游没有强势企业，新进入者风险低，替代品风险低。整体而言产业格局优秀。

石化(2.5星):

石化行业进入门槛较低，产品同质化程度高，行业参与企业众多，竞争烈度高，公司竞争对手有中石油、中石化、恒力石化、荣盛石化等企业。上下游没有强势企业，新进入者和替代品风险低。整体而言产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，主要源于技术优势和规模优势。

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
新材料	(3星) 公司具备一定规模优势和技术优势，近五年该业务经壹评级调整后的ROE平均超15%，超额明显。尽管公司产品市场份额不高，但是凭借公司在聚氨酯业务中的基础，在产业链中有较高话语权，公司业务控制力强。	(3.5星) 该业务的护城河来源于规模优势、技术优势，持续性强。1) 公司是基础化工板块规模最大的公司，通过园区形式进行产业链一体化布局，可大幅降低制造成本，有效利用副产品，形成良好协同，该护城河持续性强。2) 公司研发投入在基础化工板块排名第一，几乎是第二的两倍，公司研发投入高，同时研发的技术工艺可在不同产品中借鉴复用，研发效率高。公司近期投产的POE项目，技术长期被海外垄断，根据公司规模，未来公司将在更多产品上实现国产替代。技术护城河存在后发优势的特点，长期而言该护城河存在衰退风险。
聚氨酯	(5星) 公司技术实力硬，近五年该业务经壹评级调整后的ROE平均超30%，超额显著。公司该业务全球市场份额第一，在产业链中话语权强，业务控制力强。	(5星) 该业务的护城河来源于技术优势、规模优势，持续性强。1) 聚氨酯业务中的核心产品MDI壁垒极深，主要系技术难度高，过去几十年时间国内仅万华化学一家国内企业实现技术突破。万华化学是全球技术最领先的企业，单吨成本优势相较海外企业可高达上千元。但是技术护城河存在后发优势特点，长期该护城河存在衰退风险。2) 公司是全球最大MDI、TDI生产商，规模优势明显，同时公司MDI产能单吨投资额显著低于海外企业，这为公司带来显著折旧优势，对比国内企业单吨折旧优势可达500元，该护城河持续性强。
石化	(2.5星) 公司石化业务几乎没有护城河，公司具备一定规模优势，但是无法产生超额收益。2024年该业务经壹评级调整后的ROE约0%。	(3星) 公司石化业务几乎没有护城河，公司规模优势预计可以长期维持，但是难以给公司带来超额收益。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值处于2600-3000亿元区间内。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：新材料、聚氨酯、石化，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：

新材料：

收入假设：

- 1) 短期：销量基于公司产能，产能锚定公司规划，根据公司规划，我们预计销量可维持10%-15%增速，产品价格行业景气改善以及产品结构变化下逐步修复，我们预计每年维持2%-3%增长。
- 2) 长期：划定公司收入天花板，假设公司每年以一定比例现金收入投入到新材料板块中，目之可及的情况下保守估计，公司长期收入中枢可以达到1300亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：我们公司产品毛利率逐步修复，每年维持1%-2%的提升。
- 2) 长期：公司持续拓展新产品，新产品盈利能力较强，但老产品随技术扩散盈利能力减弱，此消彼长影响下我们预计公司毛利率长期可以维持接近20%的水平。

聚氨酯：

收入假设：

- 1) 短期：销量基于公司产能，产能锚定公司规划，我们预计每年可维持10%-15%增长，产品价格2027年见底后逐步修复。
- 2) 长期：划定公司收入天花板，保守估计，公司长期收入中枢可以达到2800亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：我们预计受过剩影响毛利率下滑，2027年见底后逐步修复；
- 2) 长期：公司能保持技术优势，我们预计毛利率长期可以维持小幅超越20%的水平。

石化：

收入假设：

- 1) 短期：销量基于公司产能，产能锚定公司规划，我们预计产品价格2027年见底后逐步修复。
- 2) 长期：划定公司收入天花板，保守估计，公司长期收入中枢可以达到2900亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：我们预计受过剩影响毛利率下滑，2026年见底后逐步修复；
- 2) 长期：公司可以获得略微超过社会平均回报率的收益率，我们预计毛利率在6%的水平。

表2：公司整体业绩预测

万华化学	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1655.0	1753.0	1820.0	1969.0	2411.0	2568.0	2877.0	3044.0
归母净利润(亿)	159.9	171.3	136.4	117.9	144.4	161.3	202.1	238.7
归母净利润增速(%)	-34.9	7.1	-20.4	-13.5	22.4	11.7	25.3	18.1
经营性净利润(亿)	155.7	170.0	141.2	117.1	145.0	162.8	205.7	244.2
经营性净利润增速(%)	-34.9	9.2	-16.9	-17.1	23.8	12.3	26.4	18.7
经营性归母净利润(亿)	148.3	156.2	124.4	111.3	137.7	154.6	195.4	232.0
经营性归母净利润增速(%)	-37.0	5.3	-20.3	-10.6	23.8	12.3	26.4	18.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

新材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	201.0	238.0	283.0	303.0	362.0	413.0	487.0	536.0
收入增速(%)	29.7	18.4	18.9	7.1	19.5	14.1	17.9	10.1
经营性净利润(亿)	33.9	25.0	6.7	1.9	7.3	16.9	29.8	42.9
经营性净利率(%)	16.9	10.5	2.4	0.6	2.0	4.1	6.1	8.0
经营性净利润增速(%)	128.7	-26.2	-73.0	-72.5	294.7	131.3	76.4	43.7
聚氨酯	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	629.0	674.0	758.0	805.0	987.0	1040.0	1176.0	1234.0
收入增速(%)	4.0	7.2	12.5	6.2	22.6	5.4	13.1	4.9
经营性净利润(亿)	86.9	117.1	107.5	120.8	140.4	138.0	165.2	183.6
经营性净利率(%)	13.8	17.4	14.2	15.0	14.2	13.3	14.0	14.9
经营性净利润增速(%)	-34.8	34.8	-8.2	12.4	16.3	-1.8	19.8	11.1
石化	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	696.0	693.0	725.0	861.0	1062.0	1115.0	1214.0	1274.0
收入增速(%)	13.4	-0.4	4.6	18.8	23.3	5.0	8.9	4.9
经营性净利润(亿)	6.3	5.0	0.2	-5.5	-2.8	7.9	10.6	17.8
经营性净利率(%)	0.9	0.7	0.0	-0.6	-0.3	0.7	0.9	1.4
经营性净利润增速(%)	-90.7	-20.2	-96.5	-3262.6	49.7	384.8	34.7	66.9
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	129.0	148.0	54.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	57.3	14.7	-63.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	28.6	22.9	26.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	22.2	15.5	49.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	22.8	-20.0	17.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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)
新材料	8.0%	中等	较好	较强	9.0%	13.93	38.5
聚氨酯	4.8%	中低	非常好	强	7.5%	18.15	177.5
石化	4.8%	中低	一般	较强	9.3%	10.24	15.4
其他	-	--	一般	一般	7.5%		-
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
新材料(亿)	-66.7	380.3	313.6	-	21.0	-	292.6
聚氨酯(亿)	348.8	2411.7	2760.5	-	114.0	-	2646.5
石化(亿)	-33.5	110.6	77.1	-	17.0	-	60.1
其他(亿)	14.8	-	-	-	-	-	-
公司整体测算(亿)	263.4	2902.6	3151.2	-	152.0	-	2999.2

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
新材料(亿)	9.5	254.4	263.9	-	21.0	-	242.9
聚氨酯(亿)	1149.7	1131.4	2281.1	-	114.0	-	2167.1
石化(亿)	27.9	183.6	211.5	-	17.0	-	194.5
其他(亿)	14.8	-	-	-	-	-	-
公司整体测算(亿)	1201.9	1569.4	2756.5	-	152.0	-	2604.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：行业信息透明度较高，公司主要产品、原材料价格易获取，公司所处行业相关信息易获取；公司信息披露一般，并未拆开产品逐一分析，导致部分业务信息不全，与市场交流频率一般，交流充分程度一般。业绩预测层面：行业周期性较强，公司业绩预测准确度一般。总体而言，公司估值确定性一般。

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。