

# 扬农化工（600486.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   | 77.14   |
| 总市值    | 312.72亿 |
| PE-TTM | 25.12   |
| PB-MRQ | 2.81    |

## 估值结果

|       |      |         |
|-------|------|---------|
|       | 价值   | 366.20亿 |
| DDM估值 | 上行空间 | 17%     |
|       | 状态   | 合理估值    |
|       | 价值   | 307.40亿 |
| 动态估值  | 上行空间 | -1.7%   |
|       | 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

公司是国内农药行业龙头，目前是全球拟除虫菊酯原药核心供应商。公司成长空间一般，因农药行业需求增速较低，行业空间低，但是公司凭借其技术、成本优势可实现市占率提升，整体而言可以维持一定增长速度；公司盈利趋势向好，主要系短期内行业库存周期见底，景气反转；公司产业格局一般，主要系公司产品同质化程度较高，竞争烈度较大，同时下游存在强势企业，公司话语权一般；公司护城河深厚，主要系公司具备技术和成本优势，是国际大客户的核心供应商，并且公司背靠先正达，具备一定渠道资源。

基于公司未来持续成长，盈利能力回归中枢的假设下，公司估值基本处于合理估值水平。

## 我们区别于市场的观点

市场认为：农药行业景气修复，公司盈利能力仍有提升空间，估值仍可提升。

我们认为：短期景气度会对公司业绩形成影响，但是短期业绩不对长期估值形成重大挑战。长期而言，公司盈利能力将回归至合理水平。

## 风险提示

主要农药出口国政策变化风险，公司海外收入占比约50%，若主要出口国政策变化，或对公司收入、利润形成影响；公司新产品需求不及预期风险。

## 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 .....         | 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 .....           | 7  |
| 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 .....          | 11 |
| 6.4 估值确定性 .....          | 11 |

## 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 .....          | 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  |
| <br>                          |    |
| 表1：护城河详解表 .....               | 8  |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 10 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 10 |
| 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 .....        | 11 |

## 1. 基本信息

公司是国内农药行业龙头，是全球最大的拟除虫菊酯原药生产制造商，公司现已拥有杀虫剂、除草剂、杀菌剂等大类下多种原药、助剂产品。2021年先正达集团正式成为公司控股股东，先正达作为全球最大的农药公司、第三大种子公司，将为公司提供更多研发支持和订单保障。强强联手，在消除一定业务竞争的同时双方都可充分享受农化产业协同带来的发展红利。

## 2. 业务介绍

对于扬农化工公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

原药：

原药是农药的原始组成成分，多种原药进行复配才可制造除农药制剂。由于海外企业生产成本较高，所以海外企业将原药制造环节“外包”给国内企业。进入海外巨头供应链的企业，盈利能力表现更为稳健。公司在产原药品种近70个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等不同类别，其中，杀虫剂主要有拟除虫菊酯系列；除草剂主要有草甘膦、麦草畏、烯草酮等品种；杀菌剂主要有氟啶胺、吡唑醚菌酯等品种。

我们将公司该业务界定于全球市场。

制剂：

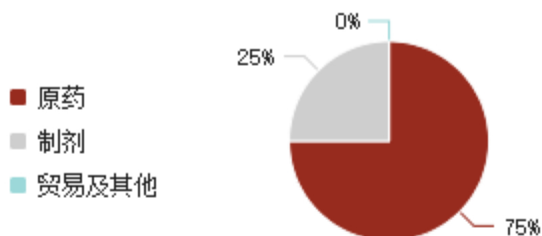
制剂是农药的成品产品，可直接施用。该业务靠近终端消费，因此对企业的渠道能力、品牌要求较高，盈利能力相比原药也更强，周期性也更强。

我们将公司该业务界定于全球市场。

贸易及其他：

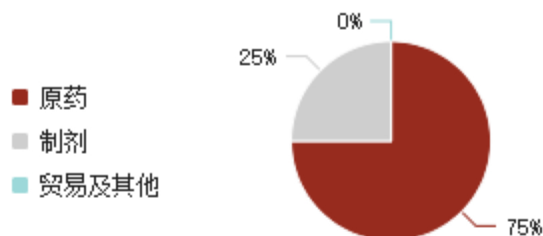
主要为公司贸易业务和其他业务，该业务占比低。

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

公司原药业务占比较高，制造属性强，资产强度较高；公司持续进行创新农药研发，研发高端度较高；公司制剂业务对渠道、品牌要求较高，但是占业务总体比例较低，公司营销强度较低。

#### 3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

原药生产制造属性强，资产强度高，制剂销售业务制造属性弱，资产强度低，公司原药制造业务占比较高，资产强度较高。2024年，公司固定资产占总资产比例超30%。

#### 3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司持续进行创新农药研发，一款新药研发周期可长达十年，投入上亿元，研发高端度较高。2024年，公司人均研发费用为10万元。

#### 3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

公司原药产品同质化程度高，对客户的触达成本低，营销强度低，但是制剂业务进行渠道建设和品牌宣传，营销强度高，因公司原药业务占比较高，公司营销强度较低。2024年公司销售费用率超2%，在化工行业属于较高水平。

#### 3.4 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司与先正达深度绑定，2024年公司对先正达销售商品24亿元，占公司营收约23%。2023年公司前五大客户集中度为35%。

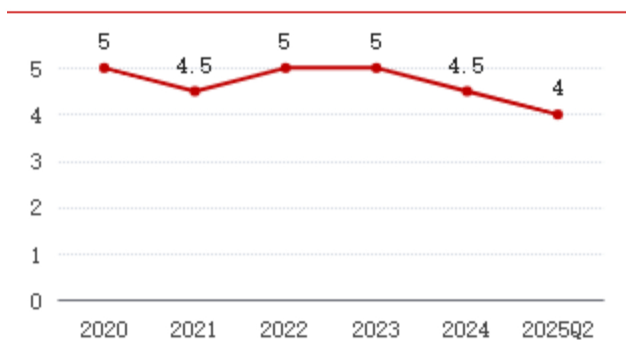
### 4. 历史经营绩效

公司盈利能力较强，成长能力一般，业务控制力和财务健康状况较好，股东回报一般。

#### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



公司盈利能力较强，但是呈现周期性波动。疫情期间海外供应链受阻，因此海外补库需求高增，行业景气度高；随着全球海运回归正常，海外进入去库周期，行业景气度持续下降，公司盈利能力也因此承压。

数据来源：公司财报，壹评级

## 4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



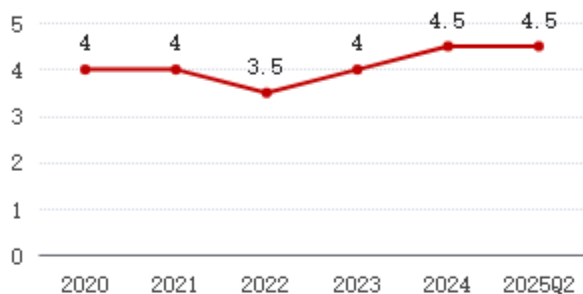
数据来源：公司财报，壹评级

近年公司产能持续扩张，公司固定资产从2020年的36亿提升至2024年的56亿，产能成长表现良好。但受行业景气下降影响，公司收入和利润呈现下降趋势，导致公司成长能力星级表现较差。

## 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



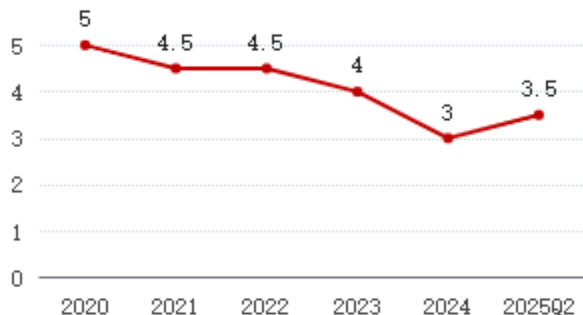
数据来源：公司财报，壹评级

公司财务健康状况良好，收现能力强，经营性现金流/净利润长期维持100%以上，对上下游存在一定占款，2024年上下游净占款/营业收入为9%。

## 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

近年公司持续扩张，导致公司股利支付率低于20%，股息率不足15%。

## 5. 四维评级

公司护城河深厚，产业格局一般，盈利趋势向好，成长空间一般。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

农药行业需求增速较为缓慢，长期维持0-5%增速，由于公司具备低成本扩张能力，存在市占率提升逻辑，因此成长空间一般。

原药(3星):

公司具备低成本扩张能力，上市以来，公司营收复合增速超15%。近期公司葫芦岛项目逐步投产放量，短期内公司业绩将实现新一轮成长。长期而言公司仍能维持低成本扩张，全球市占率将持续提升，预计该业务可维持5%-10%增速。

制剂(3星):

先正达集团作为全球农化巨头，具备成熟的全球销售网络与品牌影响力，扬农化工背靠先正达，可实现渠道与品牌协同，维持制剂业务稳定增长。预计公司该业务可维持5%-10%增速。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

农药行业景气周期触底回升，公司盈利趋势向好。2022年以来，供求关系快速转变导致农药原药价格大幅下跌，行业进入持续下行周期。2023-2024年全球市场持续去库存，目前库存已基本恢复至2022年之前状态，市场采购需求不断恢复。近日，中农立华原药价格指数尽管同比下跌，但相较于年初上涨，已出现触底回升信号。

原药(3.5星):

公司原药业务周期性较弱，2022-2024年，公司该业务毛利率分别为32%、30%、28%，行业景气度公司毛利率影响较小。当前农药行业景气复苏，公司原药业务盈利趋势向好。

制剂(3.5星):

公司制剂业务周期性较强，2022-2024年，公司该业务毛利率分别为47%、27%、20%，行业景气度公司毛利率影响较大。当前农药行业景气复苏，公司制剂业务盈利趋势向好。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局一般，主要受公司原药业务格局一般，且占比较大影响。农药产业链利润分配中，制剂占据50%、中间体20%、原药15%、服务15%。国内企业以卷原药为主，竞争激烈利润却不高。

### 原药 (2.5星):

产量角度看，中国占据全球70%以上的原药产量，但国内农药行业CR5约30%，格局分散竞争激烈。原药生产后主要销售给下游制剂企业，而制剂企业多为全球性农化巨头，如拜尔、巴斯夫、先正达等，因而原药环节在产业链地位上较弱。该业务新进入者风险和替代品风险较低。

### 制剂 (4星):

制剂业务靠近消费端，价值量占比高，全球渠道主要掌握在国际巨头手中，全球农化行业CR5超70%，格局稳定。由于制剂对渠道、品牌要求较高，因此存在较高进入壁垒，新进入者风险低。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河主要为技术护城河、规模护城河、转换成本护城河和渠道护城河。

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                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 原药 | (3.5星) 公司是国内原药行业龙头，2024年该业务经壹评级调整后的ROE为17%，超额优势显著。国内格局分散，公司市占率不足5%。公司在产业链中话语权较强，业务控制力强。          | (4.5星) 该业务的护城河来源于规模优势、技术优势、转换成本，持续性强。1) 公司是国内少有具备农药中间体生产能力的一体化农药企业，规模优势明显；2) 公司持续进行技术挖潜，生产成本相较同行具备明显优势，公司该业务毛利率可维持30%水平；3) 由于公司技术能力强，可提供稳定且便宜的产品，海外巨头愿与公司保持长期紧密合作，拜尔、巴斯夫均为公司客户。从持续性上看，公司规模优势随着份额提升将持续加强；技术护城河、转化成本护城河会随时间推移而衰退。                                                                                                         |
| 制剂 | (3星) 公司是国内制剂行业龙头，但是与全球巨头相比差距巨大。近五年该业务经壹评级调整后的平均ROE超20%，超额优势显著。公司全球市场份额在1%左右。公司在产业链中话语权较强，业务控制力强。 | (5星) 该业务的护城河来源于规模优势、技术优势、渠道优势，持续性强。得益于先正达赋能，公司在新药研发、渠道销售方面可以与先正达形成良好协同。1) 2025年公司预计对先正达销售金额达40亿元，而在2019年，公司销售金额不足15亿元。在先正达内部需求拉动下，公司规模将持续提升，规模优势也将加强；2) 公司持续进行技术挖潜，生产成本具备优势，同时公司进行大量新药研发，研发结果表现良好。根据公司2024年年报，在我国自主创制、年销售额超过亿元的6个品种中，公司占3个。技术护城河存在后发优势，长期而言该护城河存在衰退风险。3) 当前公司渠道、品牌力一般，但在先正达赋能后，公司可与之进行协同，持续提升自身渠道、品牌力，长期而言公司该护城河存在提升空间。 |

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300-370亿元区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：原药、制剂，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：

原药：

收入假设：

- 1) 短期：销量由产能规划驱动，我们预计未来几年公司可维持约10%销量增速。产品价格我们预计随行业景气修复而持续回升；
- 2) 长期：公司具备扩张能力，保守估计远期行业规模3000亿元，公司份额7%，对应公司远期收入天花板210亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：行业景气修复，公司盈利能力持续提升，我们预计毛利率由28%上升至30%；
- 2) 长期：公司维持现在的“代工”型商业模式，我们预计毛利率稳定，维持在30%水平。

制剂：

收入假设：

- 1) 短期：公司持续进行渠道扩张，我们预计销量维持约5%增速，产品价格我们预计随行业景气修复而持续回升；
- 2) 长期：公司具备扩张能力，保守估计远期行业规模1700亿元，公司份额3%，对应公司远期收入天花板51亿元。

盈利能力假设：

- 1) 短期：行业景气修复，公司盈利能力持续提升，我们预计公司毛利率由28%上升至35%；
- 2) 长期：依托先正达赋能，公司渠道、品牌力持续提升，我们预计公司毛利率可维持35%水平。

表2：公司整体业绩预测

| 扬农化工          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 158.0 | 115.0 | 104.0 | 99.0  | 105.0 | 112.0 | 126.0 | 133.8 |
| 归母净利润(亿)      | 12.6  | 18.9  | 13.8  | 14.5  | 16.3  | 18.3  | 20.6  | 22.1  |
| 归母净利润增速(%)    | -4.8  | 50.1  | -27.1 | 5.4   | 12.2  | 12.4  | 12.2  | 7.5   |
| 经营性净利润(亿)     | 13.8  | 18.3  | 12.9  | 13.8  | 15.5  | 17.5  | 19.7  | 21.2  |
| 经营性净利润增速(%)   | 9.8   | 32.7  | -29.6 | 6.9   | 12.6  | 12.8  | 12.5  | 7.6   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 13.8  | 18.3  | 12.9  | 13.8  | 15.5  | 17.5  | 19.7  | 21.2  |
| 经营性归母净利润增速(%) | 9.8   | 32.7  | -29.6 | 7.0   | 12.6  | 12.8  | 12.5  | 7.6   |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 原药          | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 95.0   | 74.0  | 64.0  | 76.0  | 81.0  | 86.0  | 97.0  | 103.4 |
| 收入增速(%)     | 35.7   | -22.1 | -13.5 | 18.8  | 6.6   | 6.2   | 12.8  | 6.6   |
| 经营性净利润(亿)   | 11.3   | 13.4  | 10.5  | 10.9  | 12.3  | 13.8  | 15.6  | 16.6  |
| 经营性净利率(%)   | 11.9   | 18.1  | 16.3  | 14.4  | 15.2  | 16.1  | 16.1  | 16.1  |
| 经营性净利润增速(%) | 26.6   | 18.7  | -22.1 | 4.3   | 12.9  | 12.1  | 12.8  | 6.7   |
| 制剂          | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 17.0   | 17.0  | 15.0  | 23.0  | 24.0  | 26.0  | 29.0  | 30.4  |
| 收入增速(%)     | -15.0  | 0.0   | -11.8 | 53.3  | 4.3   | 8.3   | 11.5  | 4.8   |
| 经营性净利润(亿)   | 2.8    | 4.7   | 1.4   | 2.9   | 3.2   | 3.7   | 4.1   | 4.6   |
| 经营性净利率(%)   | 16.6   | 27.7  | 9.2   | 12.6  | 13.4  | 14.3  | 14.3  | 15.1  |
| 经营性净利润增速(%) | 0.8    | 66.9  | -70.8 | 109.8 | 11.5  | 15.2  | 11.6  | 11.1  |
| 贸易及其他       | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 46.0   | 24.0  | 25.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 收入增速(%)     | 64.3   | -47.8 | 4.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 经营性净利润(亿)   | -0.3   | 0.2   | 1.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 经营性净利率(%)   | -0.7   | 0.8   | 4.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 经营性净利润增速(%) | -137.6 | 162.9 | 438.4 | 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<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| 原药        | 6.7%         | 中等         | 一般    | 强          | 7.8%         | 16.79      | 16.3          |
| 制剂        | 4.8%         | 中低         | 较好    | 强          | 7.8%         | 15.78      | 4.4           |
| 贸易及其他     | -            | --         | 一般    | 一般         | 7.5%         |            | -             |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 原药(亿)     | 46.8         | 202.7      | 249.5 | -          | -            | -          | 249.5         |
| 制剂(亿)     | 5.8          | 52.0       | 57.9  | -          | -            | -          | 57.9          |
| 贸易及其他(亿)  | 1.2          | -          | -     | -          | -            | -          | -             |
| 公司整体测算(亿) | 53.8         | 254.7      | 307.4 | -          | -            | -          | 307.4         |

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<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-----------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| 原药(亿)     | 129.7     | 164.3     | 294.0 | -    | -            | -          | 294.0 |
| 制剂(亿)     | 30.5      | 41.7      | 72.2  | -    | -            | -          | 72.2  |
| 贸易及其他(亿)  | 1.2       | -         | -     | -    | -            | -          | -     |
| 公司整体测算(亿) | 161.4     | 205.9     | 366.2 | -    | -            | -          | 366.2 |

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，公司主要产品价格易获取，公司所处行业相关信息易获取；公司信息披露未将具体农药产品进行拆分分析，与市场交流频率一般。业绩预测层面：行业周期性强，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。