

# ST绝味（603517.SH）

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧  
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月10日

## 基本信息

|        |         |
|--------|---------|
| 所属行业   | 消费品     |
| 当前股价   | 12.98   |
| 总市值    | 78.66 亿 |
| PE-TTM | 114.11  |
| PB-MRQ | 1.23    |

## 估值结果

|        |           |
|--------|-----------|
| 价值     | 60.89 亿   |
| DDM 估值 | 上行空间 -23% |
| 状态     | 偏高估       |
| 价值     | 49.93 亿   |
| 动态估值   | 上行空间 -37% |
| 状态     | 高估        |

## 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

绝味是国内休闲卤制品行业龙头，早期即确定加盟为主、跑马圈地的发展模式，并通过渠道精耕率先实现万店覆盖。但自2024年起公司门店数呈下滑态势，系行业同质化竞争加剧、新零售渠道分流的冲击。

公司的成长空间星级低，系我国卤制品行业门店数已达饱和，预计绝味2025~2026年门店数将有所下滑，中长期稳定在12000家左右。公司的盈利趋势及产业格局处于中等水平，卤制品行业存在大量非连锁街边摊，故行业格局分散且进入壁垒较低；但另一方面，绝味的龙一地位稳固且上下游议价能力较好。公司护城河处于中等水平，其加盟商需先付款后提货，故公司的回款能力和业务控制力较好；但考虑到新零售的持续冲击，预计其品牌力和线下渠道力未来存在被侵蚀的风险。

我们假设公司未来业绩增量来自于门店调整优化下店效的逐步修复，以及费用收窄下盈利能力的改善，当前绝味处于偏高估至高估区间。

## 我们区别于市场的观点

市场认为休闲卤制品行业在居民收入水平提升、及卤制品多样化的假设下，未来5年行业规模CAGR预计为5~10%；而我们认为休闲卤制品在国内的渗透率已达天花板。我们参考了连锁成熟业态如日本便利店（便利店品类更多元且消费频率更高，故覆盖密度理应更高）；并对标美国汉堡炸鸡店的覆盖密度（约6000人/店），中性测算得全国休闲卤门店稳态容量约16.2万家。截止2024年底，全国门店数约为17万家，故预计2025年行业门店数将继续收窄，从龙头公司的报表端看，也持续验证了我们的观点。

## 风险提示

若公司内控缺陷未完成整改，ST摘帽或无法如期实现；若新零售渠道（会员商超、零食量贩）对卤味门店加速分流，公司单店的修复或不及预期；若鸭副成本大幅上涨，公司的盈利能力可能会低于预期。

## 内容目录

|                    |    |
|--------------------|----|
| 1. 基本信息            | 4  |
| 2. 业务介绍            | 4  |
| 3. 商业模式            | 4  |
| 3.1 资产强度           | 4  |
| 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         | 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            | 8  |
| 6.1 核心假设及逻辑        | 8  |
| 6.2 动态估值           | 9  |
| 6.3 DDM估值          | 10 |
| 6.4 估值确定性          | 10 |

## 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 .....             | 9  |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 9  |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 9  |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 10 |

## 1. 基本信息

绝味早期便实行“跑马圈地、饱和开店”战略，凭借成熟的加盟商管理体系、及供应链管理能力，后来居上成为休闲卤制品龙一。其在2023年末巅峰时期门店数达15950家；但在2024年后，门店数持续下滑，系行业同质化竞争加剧及新零售渠道分流的冲击。公司于2025年9月因瞒报收入被实施ST，这一监管处罚在绝味业绩承压、门店锐减的困局下落地，也使公司面临更严峻的挑战。

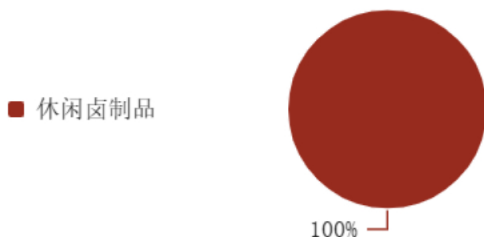
## 2. 业务介绍

对于ST绝味公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

休闲卤制品：

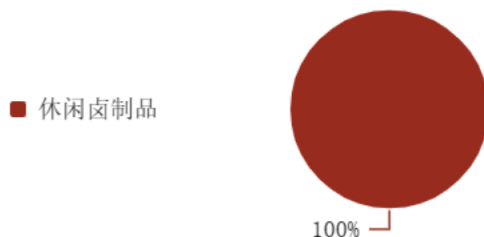
卤制品是指以家禽、家畜或素食为主要原料，加入食盐、酱油等调味料加工而成的制品，为中华传统美食。而休闲卤制品属于卤制品的一种分类，定义为非正餐食用、有便携的包装/散装的卤制品，消费场景包括闲暇、旅游及娱乐等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

绝味是以加盟模式为主的休闲卤制品龙头，其客户集中度和研发高端度低、供应商集中度较低，而资产强度较高。公司在成立初期便实行“跑马圈地、饱和开店”战略，通过全国化工厂布局，配送效率领先竞争对手，率先实现全国万店覆盖。

### 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约34%，高于同行平均水平。作为休闲卤制品龙一，公司构建了“冷链保鲜，日配到店”的供应链网络，在全国范围内建立了21个生产基地，并建立自有仓储和冷链运输网络，平均一个生产基地能覆盖1.5个省级行政区。这使得公司在拓店选址上受限更少，且运输费用率低于竞争对手。

### 3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司的研发高端度低，2024年其人均研发费用仅为7.5万元。原因系卤制品行业的主要工艺（卤制工艺、保鲜技术等）经多年发展已相对成熟，短期内难以出现颠覆性创新。多数企业均依赖经典口味和基础配方，创新空间有限，企业无需通过大量研发来推出全新产品。

### 3.3 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4.8%。主要系其早期便确定加盟为主的发展模式，目前公司拥有3000余家加盟商，并注重帮扶优化具备市场经验和渠道资源的新加盟商，故其下游呈低集中度。

### 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供应商营收占比约为17%。其上游主要涉及畜禽养殖业、蔬菜种植业及水产品养殖业，上游格局较为分散；且绝味在主要原材料上会选择多家供应商，以降低断供风险。

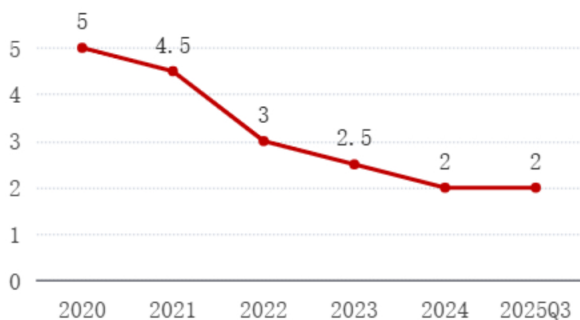
## 4. 历史经营绩效

公司的成长能力、盈利能力及股东回报能力较低，但业务控制力较好。公司为休闲卤制品龙一，曾凭借跑马圈地战略，在行业中率先实现门店数破万。但近年来由于会员商超及零食量贩等新零售渠道分流影响，休闲卤制品行业面临严峻的挑战，公司经营绩效有所承压。

### 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

自2021年起，公司的盈利能力持续下滑至较低水平，2024年其ROE为3.5%、净利率为3.3%。一方面，公司在行业整体需求疲软下，加大市场营销支出，并提升补贴以维持加盟商生存。另一方面，由于餐饮业景气度较低，也对公司的投资收益项目有所拖累。

## 4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



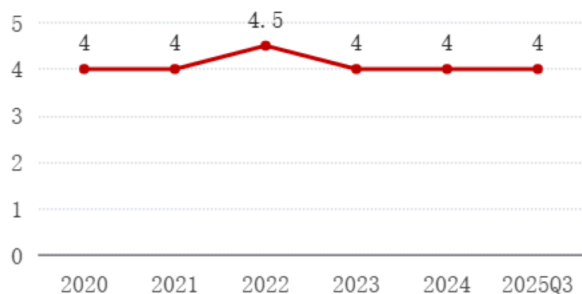
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力较低，且历史上有所波动。其中2023年成长星级呈现回升，系疫后门店客流量有所回暖，且绝味在疫情期间逆势拓店。但自2024年起，公司门店数首次出现下滑，成长能力星级大幅下降。当前公司单店店效并未修复至疫情前水平，主要系行业同质化竞争加剧，及新零售渠道分流的冲击。

## 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



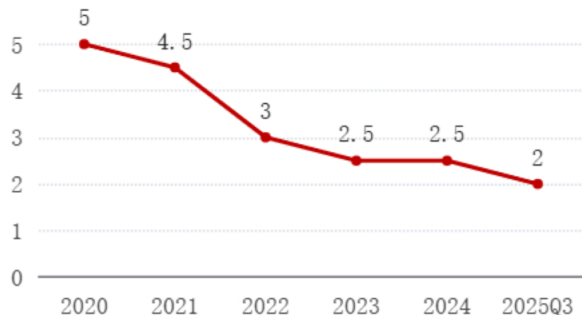
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力较好，且较为稳定。公司2024年的经营性净现金流/营业收入比例达17%，高于同行平均水平，系其商业模式以加盟连锁为主，加盟商需先付款后提货，绝味凭借在休闲卤制品行业的龙一地位，产业链话语权较强，回款能力较好。

## 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

公司的股东回报星级自2021年起逐步下滑，目前处于较低水平。虽然公司的分红意愿较强，2024年分红率达168%。但其盈利能力近年来持续下滑，系在行业竞争愈加激烈、新零售渠道分流背景下，公司加大市场营销支出、并提升补贴维持加盟商生存。

## 5. 四维评级

公司的成长空间星级低，系我国卤制品行业门店数已达饱和，预计绝味2025~2026年门店数将有所下滑，中长期稳定在12000家左右。公司的盈利趋势及产业格局处于中等水平，卤制品行业存在大量非连锁街边摊，故行业格局分散且进入壁垒较低；但另一方面，绝味的龙一地位稳固且上下游议价能力较好。公司护城河处于中等水平，其加盟商需先付款后提货，故公司的回款能力和业务控制力较好；但考虑到新零售的持续冲击，预计其品牌力和线下渠道力未来存在被侵蚀的风险。

### 5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

公司的成长空间星级低，系我们预计未来5年公司收入CAGR、行业规模CAGR均为小幅负增长。参考海外连锁成熟业态覆盖密度，我国休闲卤门店渗透已超过稳态容量，预计2025年行业门店数将继续收窄。

休闲卤制品(1星):

该业务的成长空间星级低，系我们认为休闲卤制品在国内的渗透率已达天花板。我们参考了连锁成熟业态如日本便利店（便利店品类更多元且消费频率更高，故覆盖密度理应更高）；并对标美国汉堡炸鸡店的覆盖密度（约6000人/店），中性测算得全国休闲卤门店稳态容量约16.2万家。截止2024年底，全国门店数约为17万家，故预计2025年行业门店数将继续收窄。此外，我们通过分线城市测算得绝味稳态门店数约为12000家，故预计公司2025~2026年门店数仍将下滑。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势处于中等水平。一方面，卤制品行业存在大量非连锁街边摊，故行业格局分散且进入壁垒较低。但另一方面，绝味的龙一地位稳固，其在加盟商管理和供应链体系上均领先竞争对手，预计未来市占率变动幅度有限，稳态仍在7~8%左右。

休闲卤制品(2.5星):

该业务的盈利趋势处于中等水平。由于卤制品行业进入壁垒较低，存在大量非连锁街边摊和夫妻店，行业的竞争格局分散（CR3仅为14%）。但另一方面，绝味在加盟商管理和供应链体系上领先其他连锁卤味品牌，对于采用加盟模式的公司而言，供应链是门店扩张的基础、加盟商管理能力决定连锁边界，故我们认为绝味中长期有望维持龙一地位。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局处于中等水平。休闲卤行业内产品的差异化程度一般，且产能进入壁垒较低。但另一方面，休闲卤的上下游行业格局均分散，其上下游议价能力较好；且基本不存在技术和模式变革的风险，替代风险较小。

### 休闲卤制品(3星):

该业务的产业格局处于中等水平。卤制品行业的主要工艺（卤制工艺、保鲜技术等）经多年发展已相对成熟，多数企业均依赖经典口味和基础配方，故行业内产品的差异化程度一般，且产能进入壁垒较低。但另一方面，休闲卤连锁品牌以加盟模式为主，加盟商需先付款后提货，故其上下游议价能力较好。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河处于中等水平，其加盟商需先付款后提货，故公司的回款能力和业务控制力较好；但考虑到新零售的持续冲击，预计其品牌力和线下渠道力未来存在被侵蚀的风险。

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                                                                                                                                                                           |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 休闲卤制品 | (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11.3%、经壹评级调整的ROIC为10.1%，公司凭借领先同行的供应链管理体系，具备小幅的超额收益。一方面，绝味为休闲卤龙一，但由于行业中存在大量非连锁街边摊，集中度较低，绝味市占率仅约8%。但另一方面，公司的业务控制力较好，系其以加盟连锁为主，加盟商需先付款后提货，故绝味的产业链话语权较强，回款能力较好。 | (3星) 该业务的护城河持续性处于中等水平，主要具备品牌及线下渠道护城河。首先，当前年轻消费者的消费观念逐渐转变，更加注重个性化体验和情绪价值，尤其对可选类食品的品牌忠诚度较低，预计公司品牌力未来存在被侵蚀的可能性。其次，零食量贩及会员商超业态的崛起，对传统卤味店（产品线相对单一、且性价比并不突出）有一定分流冲击，预计公司线下渠道力未来存在被侵蚀的可能性。 |

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门店调整优化下店效的逐步修复，以及费用收窄下盈利能力的改善，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，当前绝味处于偏高估至高估区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务为休闲卤制品。我们进行盈利预测的核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 门店数：公司目前以加盟模式为主，自2024年报起公司并未披露门店数，结合渠道跟踪预计2024年底约为14000家。参考海外连锁成熟业态覆盖密度，并通过分线级城市测算得绝味2025~2026年门店数将有所下滑（每年关店约1000家），稳态门店数约为12000家。

2) 单店单效：从最新财报看，绝味在店型调整及营销活动的驱动下，成熟门店的单店店效约为35.3万元/年，相较2024年店效水平略有修复，但并不显著。目前公司正积极探索门店转型升级，如“绝味Plus店”和“鲜卤超市”，预计成熟门店的店效有望在2026~2028年逐步修复至疫情前的90%水平（即37.3万元/年），之后基本稳定在该水平。

盈利能力假设：2024年鸭副成本已同比回落，2025年鸭副价格仍在低位，预计毛利率未来基本平稳。后续随着店效回暖，在相关营销投放小幅收窄下，其经营性净利率预计由2024年的5.7%改善至2030年的6.0%，并在半显性期维持在6%左右。

表2：公司整体业绩预测

| ST绝味          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 66.2  | 72.6  | 62.6  | 59.0  | 58.0  | 55.6  | 56.5  | 56.6  |
| 归母净利润(亿)      | 2.3   | 3.4   | 2.3   | 3.0   | 3.4   | 3.4   | 3.6   | 3.5   |
| 归母净利润增速(%)    | -76.3 | 48.0  | -34.0 | 32.1  | 13.8  | 0.7   | 4.4   | -1.3  |
| 经营性净利润(亿)     | 2.8   | 4.2   | 3.6   | 4.0   | 3.6   | 3.1   | 3.5   | 3.4   |
| 经营性净利润增速(%)   | -65.3 | 51.1  | -15.3 | 10.9  | -9.0  | -13.2 | 10.0  | -1.4  |
| 经营性归母净利润(亿)   | 3.4   | 4.6   | 4.0   | 4.3   | 3.8   | 3.3   | 3.5   | 3.4   |
| 经营性归母净利润增速(%) | -58.9 | 36.8  | -13.0 | 7.6   | -11.6 | -13.2 | 4.8   | -1.4  |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 休闲卤制品       | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 66.2  | 72.6  | 62.6  | 59.0  | 58.0  | 55.6  | 56.5  | 56.6  |
| 收入增速(%)     | 1.1   | 9.6   | -13.8 | -5.6  | -1.8  | -4.0  | 1.6   | 0.2   |
| 经营性净利润(亿)   | 2.8   | 4.2   | 3.6   | 4.0   | 3.6   | 3.1   | 3.5   | 3.4   |
| 经营性净利率(%)   | 4.2   | 5.8   | 5.7   | 6.7   | 6.3   | 5.7   | 6.1   | 6.0   |
| 经营性净利润增速(%) | -65.3 | 51.1  | -15.3 | 10.9  | -9.0  | -13.2 | 10.0  | -1.4  |

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<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) |
|-----------|--------------|------------|------|------------|--------------|------------|---------------|
| 休闲卤制品     | 0.1%         | 中低-        | 较好   | 较强         | 7.8%         | 9.15       | 3.4           |
| 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           |
| 休闲卤制品(亿)  | 22.4         | 23.3       | 45.7 | -          | -5.3         | -1.0       | 49.9          |
| 公司整体测算(亿) | 22.4         | 23.3       | 45.7 | -          | -5.3         | -1.0       | 49.9          |

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  |
|-----------|-----------|-----------|------|------|--------------|------------|------|
| 休闲卤制品(亿)  | 42.1      | 14.6      | 56.6 | -    | -5.3         | -1.0       | 60.9 |
| 公司整体测算(亿) | 42.1      | 14.6      | 56.6 | -    | -5.3         | -1.0       | 60.9 |

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（行业规模和公司门店数等）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。但卤制品行业已处于成熟期，相关历史数据较为透明；且公司的供应链管理体系领先于同行，未来市占率并不会会有大幅变动。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。