

中宠股份（002891.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



张浩炜
研究员

2025年12月23日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	54.7
总市值	166.49亿
PE-TTM	37.40
PB-MRQ	5.76

估值结果

价值	111.62亿
DDM估值	上行空间 -33%
状态	偏高估
价值	95.91亿
动态估值	上行空间 -42%
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

中宠股份是我国宠物食品行业的代表性企业，旗下顽皮、领先、ZEAL等自有品牌近年增长迅猛，销售额排名领先；同时，公司海外代工产能规模较大，也是宠物食品板块唯一拥有美国产能的企业，后续业绩增长稳定性相对较强。

公司成长空间、护城河星级相对较高，主要受益于社会悦己消费趋势下，居民对宠物食品的重视程度与支付意愿提升，叠加公司自有品牌发展策略日益完善，研发与渠道能力进一步深化，后续业绩成长性值得期待。公司的盈利趋势、产业格局星级一般，核心在于宠物食品行业门槛较低，格局分散，竞争较为激烈，预计行业集中度提升所需时间较长。

我们区别于市场的观点

市场认为：宠物食品板块主要企业有较大对美业务敞口，在美国关税压力下，业绩容易受到负面影响。

我们认为：中宠股份海外业务业绩风险相对较低，虽然其对美业务收入占比较高，但公司为板块内唯一拥有美国本土的产能的企业，并在美国、加拿大、墨西哥均有产能布局，受美国关税影响较小，且国际认可度较高，加上近年公司自有品牌策略梳理完成，爆品成功打造，后续业绩增长空间与稳定性预计优于板块内其他企业。

风险提示

宠物食品行业目前以产品高端化、精细化、功能化为主要发展驱动力，海内外宠物主对宠物食品的质量安全较为关心。若公司宠物食品产品出现重大食品安全问题，将对公司的发展进程造成较大的负面影响。

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	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
3.5 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

公司创立于1998年，总部位于山东省烟台市，以海外宠物食品代工业务实现早期突破，产能覆盖中国大陆、柬埔寨、新西兰、美国、加拿大、墨西哥等地，也是国内少数拥有美国本土产能的宠物食品企业，产品销往全球五大洲85个国家。此外，公司自有品牌布局较为全面，以“顽皮”、“领先”、“ZEAL”为代表，畅销全球73国。近年公司对自有品牌加大改革力度，从零食品类向主粮品类拓展较为顺利，渠道结构亦不断优化，海内外市场同步开拓，整体处于快速发展期。

2. 业务介绍

对于中宠股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

代工业务：

公司代工业务指公司接受客户企业或品牌方委托，按照其明确的产品需求，利用自身的生产设备、技术和产能完成产品的研发与生产加工，最终交付成品的商业模式。公司不具有相关产品的品牌所有权。该业务的竞争市场主要在海外，包括北美洲、欧洲、东南亚地区等，中国国内也包括少部分业务。

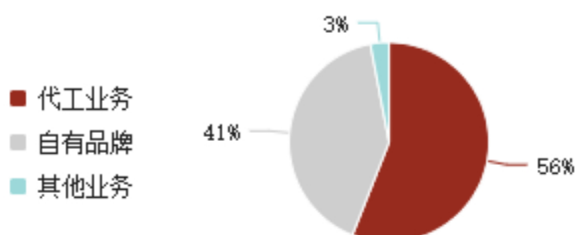
自有品牌：

公司自有品牌业务指公司自主进行研发、设计、把控生产，并以自身注册的商标进行命名、推广和销售的商业模式。公司对自有品牌拥有绝对的经营主导权，包括“顽皮”、“领先”、“ZEAL”等。该业务的竞争市场以中国国内为主，海外亦处于快速发展期。

其他业务：

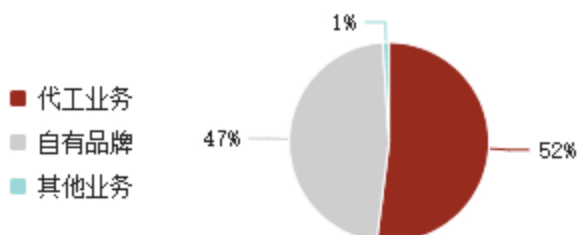
公司其他业务为非宠物食品及用品的配套服务或零星业务。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

公司宠物食品的销售对象主要为宠物犬和宠物猫，主要产品包括主粮（膨化粮、烘焙粮、湿粮等）、零食（鸡/鸭/鱼肉系列、饼干、洁齿骨等）、保健品等。公司向上游采购鸡胸肉、鸭胸肉，以及其他生产过程所需的大宗原材料，通过自主生产，向国内及海外客户进行销售。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司业务的资产强度较高，2024年固定资产与在建工程占总资产的33.9%，占收入的33.7%，固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备及其他设备。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司研发高端度中等，2024年研发费用率为1.6%，处于行业正常强度。近年公司研发体系愈发全面，通过改革加强研发市场化导向，前瞻性研发能力有所增强，并进一步追加对宠物基础营养领域的研究，夯实深度研发地基。相比之下，国内其他企业研发集中在适口性、外形结构及包装上，基础研究相对薄弱，对核心工艺及营养研究相对不足。

3.3 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司营销强度中等，2024年销售费用率为11.1%，主要系我国宠物食品行业进入门槛较低、企业面临产品同质化程度较高的问题，导致消费者尚未形成稳固的品牌认知。参考成熟市场的发展经验，消费者对成熟品牌的复购率较高，品牌忠诚度较强。因此，加强品牌培育与建设，对于提升宠物食品企业的竞争力具有重要意义。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司客户集中度较高，2024年前五大客户销售额占比为44.3%，主要为海外大型零售商及宠物食品品牌，以及部分国内主流电商平台。其中，海外客户需求较为稳定，在中美贸易冲突背景下，公司在海外，特别是美国本土的产能，为海外业务的正常开展提供了较强的确定性。公司近年发展重心向国内迁移，预计与国内大客户的合作更加紧密。

3.5 供应商集中度

低 较低 中等 **较高** 高

公司供应商集中度中等，2024年前五大供应商采购额占比为24.7%，公司主要供应商涵盖国内外大型农产品相关企业。其中，国内供应商主要集中在山东等地，距离公司较近，海外采购来源则包括美国等。

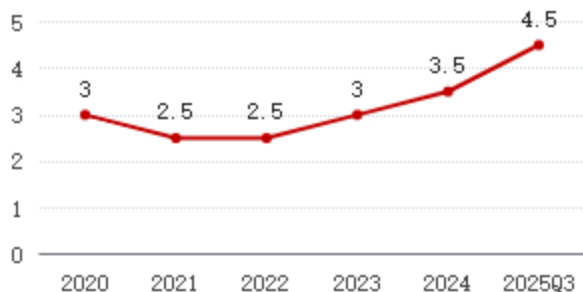
4. 历史经营绩效

公司历史经营业绩整体较优，展现了强大的盈利能力、成长能力，以及股东回报能力，但业务控制力与财务健康程度相对一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



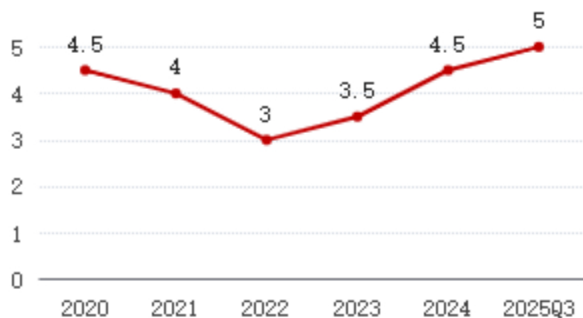
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力较为优秀，近年星级持续提升，主要归功于公司主粮占比持续提升，产品结构不断完善。近年公司通过对“顽皮”品牌策略调整，收购“领先”品牌等，丰富主粮产品线，带动公司毛利率从2020年的24.7%升至2024年的28.2%，盈利能力显著提升。

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

公司历史成长能力较强，2022年来成长能力星级显著提升，2022年成长星级下降受到海外市场去库存拖累，至今在主粮和自有品牌加快布局下实现高速增长，公司“顽皮”、“领先”、“ZEAL”等品牌近年增速高双位数，处于快速发展阶段，后续有望保持较好发展态势。

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

公司业务控制力及财务健康程度相对较好，近年星级稳中有升，原因包括公司持续优化渠道结构，增加直销的比例，现金流情况改善。2024年公司经营性现金流占净利润的比例为119.2%，较2020年的11.3%显著提升。

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

公司股东回报评级较为优秀，近年股东回报星级先降后升，主要系前期受海外市场疫情拖累，股价回撤较多，随后在公司加速改革，业绩实现快速发展下，股价快速上升。同时，公司分红比例实现较大程度提升，由2020年的10.2%升至2024年的30.2%。

5. 四维评级

公司的成长空间与护城河星级处于相对较高水平，核心在于公司作为行业龙头，有望充分受益于国内养宠人群规模的持续扩容，以及科学养宠观念普及下的宠物喂养升级趋势。公司对自有品牌的坚定投入，有望进一步夯实竞争壁垒，助力市场份额提升。公司盈利趋势与产业格局星级一般，主因宠物食品行业整体准入门槛偏低，市场格局高度分散，价格竞争现象较为普遍，可能对企业盈利能力造成一定压制。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力较好，预计长期年均增速在高个位数水平，主要受益于我国消费者情感需求增加、科学养宠观念普及，以及稳定的海外代工需求等因素。长期来看，公司在行业扩容和自身较强的产品力和营销能力下，增长具备较强确定性。

代工业务(2星)：

公司代工生产业务成长空间一般，主要系公司代工业务大部分面向海外市场，包括欧美地区、东南亚、中东地区等，市场总体已进入成熟期，长期增速在5%左右，需求偏稳定，成长空间有限，后续增长主要依靠现有市场深耕及新兴市场覆盖，带动新产能建设及投产。

自有品牌(4.5星)：

公司自有品牌的成长能力较好，未来5年收入年均增速有望达到15%-20%区间，增长确定性较高，一方面系我国家庭小型化、居民情感需求增加，以及科学养宠观念的普及，带动宠物拟人化趋势，推动宠物食品行业扩容；另一方面系公司近年对自有品牌进行改革调整，主粮品类放量情况较好，海内外增速均较高。公司后续业务增长主要依托国内自有品牌的产品结构改善和市占率提升，增长具备较强确定性。

5.2 盈利趋势

★★☆☆☆

公司整体盈利趋势一般，主要受到行业低进入门槛下激烈竞争的影响，存在一定的价格战现象。公司通过对自有品牌的梳理改革，实现主粮占比提升，以及产品结构改善，助力盈利能力进一步提升。

代工业务(2星):

公司代工业务整体盈利趋势一般，主要系宠物食品海外市场需求整体进入成熟期，以稳健增长为主，产品升级空间有限，且不同代工厂商呈现以性价比为核心的竞争态势，面对激烈竞争，公司的盈利稳定性相对一般。

自有品牌(3星):

公司自有品牌盈利趋势整体稳健，公司通过对“顽皮”等自有品牌策略架构进行梳理改革，实现主粮放量与占比提升，改善业务结构；同时，宠物食品行业整体进入门槛低，激烈竞争下公司涨价能力受限，加之公司进一步增加营销与研发费用投入，可能对盈利能力造成一定拖累。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所在产业格局整体一般，主要系行业进入壁垒不高，长期格局预计呈现分散的状态，制约公司市占率提升的天花板，但公司作为行业龙头，凭借长期的品牌积累，优秀的研发与生产能力，市占率提升具备一定的确定性。

代工业务(2星):

公司代工业务产业格局一般，核心原因在于海外代工市场整体准入门槛偏低，行业竞争以性价比为核心导向，因此长期来看，市场格局大概率将维持高度分散的态势。从竞争壁垒来看，代工企业的优势集中于成本管控能力与产品品质稳定性，偏向性价比层面，但公司在北美本土拥有产能布局，具备一定的稀缺性，客户认可度较同行业公司更高。

自有品牌(3星):

公司自有品牌产业格局相对一般，核心原因在于长周期维度下，中国宠物食品行业的竞争格局预计将持续处于相对分散的状态，且行业整体准入壁垒较低。针对中高端产品线，公司凭借长期积淀的品牌效应与市场口碑，叠加扎实的研发实力和成熟的生产经验，有望避免陷入中低端市场的同质化竞争；但受制于行业整体分散的底层格局，公司自有品牌的市占率提升空间或将面临明显的天花板。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级整体相对较高，主要系公司代工业务产能拥有规模与成本优势，且美国本土产能具备稀缺性，能够一定程度上保障海外代工业务增长的稳定性，整体以转换成本护城河为主。公司自有品牌具备产品力、品牌力，以及渠道力护城河。长期来看，公司宣传与研发投入持续加码下，有望夯实品牌力与产品力护城河；渠道护城河随竞争加剧，可能小幅衰退；代工业务复制难度相对不高，护城河可能小幅衰退。

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
代工业务	(3星) 该业务的护城河星级处于中等水平，公司在海外宠物食品市场整体市占率估计较小，经壹评级调整后ROIC为14.7%，业务控制力一般，主要是因为代工业务所处市场格局高度分散，行业竞争以性价比为核心导向，代工企业不仅产品可替代性较强，在产业链中的议价能力也相对薄弱。不过，依托多年为海外头部品牌代工的经验积淀，叠加北美地区布局的相对高端的代工产能，公司在客户粘性 > 与品牌认可度上，相较同业具备一定优势。	(3星) 该业务的护城河持续性相对较好，主要具备转换成本护城河。公司长期服务海外宠物食品客户，凭借优异的代工能力、成本及品质优势，维系了稳定的客户合作关系，叠加公司在美国本土的产能具备稀缺性，在中美贸易及关税政策扰动下，海外代工业务经营稳定性突出。另一方面，考虑到代工类产能本身复制难度不高，长期来看，该护城河预计小幅衰减。
自有品牌	(3星) 该业务的护城河星级较高，体现在经壹评级调整后ROIC为13.9%，国内本土宠物食品企业排名第二的市占率(2024年经壹评级测算为0.9%，不同于欧睿口径的3%左右)，以及初步建立的品牌认知度。公司较高的护城河来源于其在国内宠物食品赛道中率先布局自有品牌的先发优势，并在此基础上完成了研发技术、生产工艺、渠道运营体系及消费者品牌心智的全方位积淀。当前宠物食品消费市场中，消费者对产品成分构成、安全标准及品牌信誉的关注度持续走高，凭借前期积累的综合优势，公司相较同业竞品能够更高效地降低获客成本、提升产品复购率，保障产品安全。	(4.5星) 该业务的护城河持续性处于较高水平，主要具备产品力、品牌力，以及渠道力护城河。其中，公司产品力体现在较高的研发效率，多元化产品的布局，市场导向型的研发能力与基础研究能力。随着公司改革措施的深入，产品力护城河后续有望增强。公司的品牌力护城河来源于超20年的沉淀与积累，以及近年的进一步消费者培育，在主流电商渠道的排名居前，品牌效应初步建立，后续该护城河有望继续增强。公司渠道力护城河则依托于对多元渠道的精细化运营，以及直销业务占比的提升，但随着同业竞争对手的渠道运营能力增强，公司渠道力护城河预计小幅衰减。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于中国宠物食品市场后续增速放缓，中宠股份10年后市占率接近翻倍的假设，公司当前估值处于高估水平，主要系市场对于公司自有品牌的成长性预期较高。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括代工业务与自有品牌业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务核心假设及逻辑如下：

代工业务：

收入假设：

公司对未来几年海外代工业务收入预期为高个位数增长，叠加公司在北美地区产能较为充足，使得公司受美国对等关税影响较小。以此为基础，假设未来5年公司代工业务收入年均增速为8%左右，未来5-10年收入年均增速为4%左右。

盈利能力假设：

毛利率：公司海外代工产品结构仍有小幅改善空间，主要系零食类产品高端化趋势仍在，以及主粮类产品或有一定的增长潜力，预计未来10年公司代工业务较2024年毛利率整体提升3%左右。

自有品牌业务：

收入假设：

1) 国内市场市占率：根据派读宠业，2024年中国宠物食品行业规模为1585亿元，我们测算中宠股份国内市场市占率为1.5%（不同于欧睿数据的口径）。参照日本、韩国本土龙头企业的市占率水平，我们谨慎假设至2034年中宠股份国内市占率基本实现翻倍（不考虑潜在企业并购的影响），收入达到100亿元左右。

2) “顽皮”品牌收入：近年公司“顽皮”品牌经过调整梳理，2025年凭借“小金盾”系列放量，验证了公司的主粮大单品打造能力，后续在公司发力主粮的策略下，收入有望高速增长，假设“顽皮”品牌收入未来5年年均增速在15%左右，未来5-10年年均增速降至5%左右。

3) “领先”品牌收入：公司对“领先”品牌持续优化经营策略，借助烘焙粮品类的高速扩容，放量情况良好，近年收入增速在100%以上，预计未来5年收入保持高增，年均增速30%左右，未来5-10年年均增速放缓至4%左右。

4) “ZEAL”品牌收入：“ZEAL”品牌在主食罐大单品的稳固基石下，增加主粮产品布局，公司推广力度亦有所增加，预计未来5年收入保持高增，年均增速16%左右，未来5-10年年均增速放缓至3%左右。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司自有品牌近年改革效果显著，产品结构、渠道结构持续优化，毛利率有所提升，参考2024年公司直销渠道的毛利率水平42%，我们认为至2034年公司毛利率有望升至44%左右。

2) 费用率：宠物食品行业竞争较为激烈，公司自有品牌营销力度有所增加，预计未来5年公司销售费用率逐步升高至16%左右，后续基本稳定在近似水平。

表2：公司整体业绩预测

中宠股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	32.5	37.5	44.6	53.8	61.5	68.2	74.6	80.6
归母净利润(亿)	1.1	2.3	3.9	5.1	6.0	6.7	7.3	7.8
归母净利润增速(%)	-8.5	120.1	68.9	30.1	17.8	10.3	9.4	7.7
经营性净利润(亿)	1.1	2.8	3.5	4.9	5.8	6.5	7.1	7.7
经营性净利润增速(%)	-8.0	157.9	24.4	41.5	18.8	10.9	10.1	8.4
经营性归母净利润(亿)	0.9	2.2	3.3	4.6	5.4	6.0	6.6	7.2
经营性归母净利润增速(%)	-11.8	135.0	47.4	38.9	18.8	10.9	10.1	8.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

代工业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	18.8	21.5	26.1	30.0	32.4	34.7	36.8	39.0
收入增速(%)	8.8	14.5	21.2	15.0	8.0	7.0	6.0	6.0
经营性净利润(亿)	0.7	2.0	2.5	3.3	3.7	4.1	4.3	4.7
经营性净利率(%)	3.5	9.1	9.7	11.1	11.5	11.7	11.8	12.1
经营性净利润增速(%)	-10.5	196.8	28.8	31.9	11.8	9.0	6.8	8.5
自有品牌	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	12.6	14.6	16.8	22.0	27.3	31.6	36.0	39.7
收入增速(%)	19.3	15.7	15.2	30.7	24.0	16.1	13.7	10.3
经营性净利润(亿)	0.4	0.8	0.9	1.5	2.1	2.4	2.7	3.0
经营性净利率(%)	3.1	5.3	5.4	7.0	7.6	7.5	7.6	7.5
经营性净利润增速(%)	-6.8	100.4	15.7	69.9	34.4	14.5	15.9	8.4
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.0	1.3	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
收入增速(%)	9.8	27.4	29.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	3.0	3.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
经营性净利润增速(%)	58.4	48.3	-12.5	9.6	3.4	2.8	2.8	2.4

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)
自有品牌	4.9%	中等-	较好	强	7.5%	18	2.8
代工业务	3.8%	中低	一般	较强	8.0%	12.38	4.5
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.0
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
自有品牌(亿)	3.3	38.2	41.5	0.6	3.0	2.6	41.7
代工业务(亿)	12.6	40.9	53.5	0.8	3.9	2.9	53.4
其他业务(亿)	-1.1	0.4	-0.7	0.0	-	1.5	0.9
公司整体测算(亿)	14.8	79.6	94.3	1.5	6.9	7.0	95.9

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 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
自有品牌(亿)	18.8	25.1	43.9	0.6	2.8	2.5	44.3
代工业务(亿)	37.1	29.4	66.5	0.8	3.9	3.0	66.4
其他业务(亿)	-0.8	0.2	-0.6	0.0	-	1.5	0.9
公司整体测算(亿)	55.2	54.7	109.9	1.5	6.7	7.0	111.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，虽然中国宠物食品行业的高端化趋势持续深化，公司作为行业龙头，产品结构优化与市场份额提升趋势明显；但另一方面，近年行业整体增速有所放缓，叠加市场格局分散、竞争激烈，企业需加大销售费用投入以巩固市场地位，这也导致公司盈利能力存在一定的不确定性。

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。