

## 润丰股份 (301035.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

丁雅静  
化工行业研究员

2025年12月18日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	72.04
总市值	202.27亿
PE-TTM	20.26
PB-MRQ	2.77

## 估值结果

价值	336.31亿
DDM估值 上行空间	66%
状态	低估
价值	265.68亿
动态估值 上行空间	31%
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

润丰股份是国内稀缺的、全球化布局的非专利农药制剂龙头企业。

公司成长空间尚可，主要原因是：海量登记证支撑下，Model B与Model C业务全球市占率稳步提升；盈利趋势向好，主要原因是：农药行业去库充分、产能周期接近尾声，中短期景气有望触底回升；产业格局较好，主要原因是：公司已凭借海量先发的登记证布局，跻身全球前十农药龙头，且公司专注于制剂销售，与众多农药原药企业错位竞争；护城河较深，主要来源于线下渠道和牌照优势，也在努力构筑品牌优势。

基于Model A业务维持平稳，海量登记证构筑的竞争优势助力Model B、Model C业务持续稳健增长的基本假设，根据我们的DDM模型，公司估值处于低估状态，根据动态估值模型，估值处于偏低估状态。

## 我们区别于市场的观点

①国内同行也开始出海布局，其中不乏上游原药龙头，竞争愈发激烈。我们认为，单个登记证没那么难，但难得是要做到大几百、大几千的数量级，其中所耗费的时间成本是非常高的，且核心品种登记证基本已被公司先占，同行想要追赶甚至超越是很难的。

②近几年公司在行业下行周期利润出现大幅波动，市场不再相信公司具备Alpha。我们认为上一轮底部公司表现太差导致市场极度保守，使得当前从绝对估值的角度估值（偏）低估。

③市场担心农药行业景气底部难以快速回升，磨底时间或较长。产能周期与库存周期均是非常重要的前瞻指标，我们判断当前产能周期已到尾声、库存水平较低，很容易产生较大的价格弹性。

## 风险提示

公司业务涉及到全球100多个国家和地区，海外经营、汇率波动均存在较大不确定性风险，需要格外重视；若公司Model C业务品牌推广不及预期，或影响公司远期成长空间。

## 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 研发强度	5
3.3 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	8
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	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

## 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 .....	12
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 .....	13

## 1. 基本信息

润丰股份是国内稀缺的、全球化布局的非专利农药制剂龙头企业。

世界各国一般均有自己的农药登记管理制度，农药原药或制剂要在该国销售，必须符合该国的相关要求并取得主管部门颁发的农药登记证书。公司较早在海外开展自主登记业务，存量登记证具备先发优势，截至2025年上半年，公司在全球100多个国家开展业务，累计拥有境外农药产品登记证约8400余项。

区别于公司披露的按产品分类、按地区分类的业务分类方法，我们试图根据公司业务销售模式，将业务按照传统出口模式（Model A）和自主登记模式区分，自主登记模式又细分为TO B模式（Model B）和TO C（Model C）模式。

## 2. 业务介绍

对于润丰股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

Model C:

Model C模式主要指公司在目标市场，通过自建当地团队或合资，基于公司自身登记、开展自有品牌的直接销售，或非公司品牌的销售。相比Model B，自建团队耗时更长、风险更高，但由于没有分享利润环节，利润率更高，且更容易形成下游品牌认可度。公司Model C业务竞争市场界定为全球。

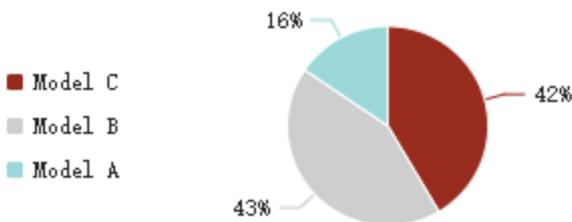
Model B:

Model B模式指公司开放平台、授权TO B 客户使用公司登记或公司品牌开展市场端利润共享业务。此类业务客户依赖公司登记，相比Model A业务稳定性好，且不需要公司自建渠道。公司Model B业务竞争市场界定为全球。

Model A:

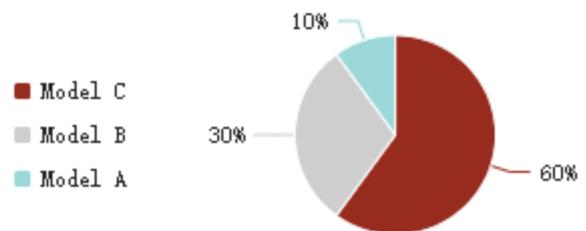
Model A模式，即传统出口模式，是指国内农药厂商由于在出口国未取得原药或制剂等农药产品的登记证，因而只能作为供应商将产品出口给在该国持有相应农药产品登记证的客户，由相关客户再分装或复配成制剂后进行销售。此业务模式市场竞争激烈、业务稳定性差，出口企业处于相对被动地位。目前，国内绝大部分农药出口企业采用该种销售模式，并以原药出口为主。公司Model A业务竞争市场界定为全球。

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

公司农药产品以出口贸易为主，包含传统出口模式与境外自主登记模式，其中又以境外自主登记模式为主。具体来看：①农药产品传统出口模式，不使用公司登记证资源，仅赚取较稳定比例的贸易价差，占公司业务收入比例很低。②境外登记模式，是指建立在公司核心的登记证资源、渠道优势之上开展的业务。

国内主要农药厂商多以生产原药为主，顺带做农药原药出口，属于传统出口模式。但公司专攻农药出口贸易，特别注重周转率指标，构建了独特的“轻架构、快速响应”的商业模式，财务指标上体现为：资产强度中等、研发强度中等、客户集中度较低的特征。

#### 3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

与同行业农药公司相比，公司非流动资产占比低（以2024年年报数据为例，公司该项比例为25%，另一优秀的农药原药龙头扬农化工该项比例为59%）、总资产周转率高（2024年年报披露为0.88次，历史年份更高，如2022年该指标为1.32次，同期扬农化工为1.13次），充分体现公司“轻架构、快速响应”的战略优势。

#### 3.2 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司以出口为主，业务涉及多种农药产品，并不以原研创新为目标导向，而是积极拓展在全球范围内的登记准入，综合来看研发强度中等。历史上研发费用率一直在3.5%以下，2024年研发费用率仅为1.27%。

#### 3.3 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

公司农药出口业务遍布全球，分布广泛，客户集中度较低。根据2024年年报披露数据：前五大客户占比仅8.7%，无单一客户依赖。

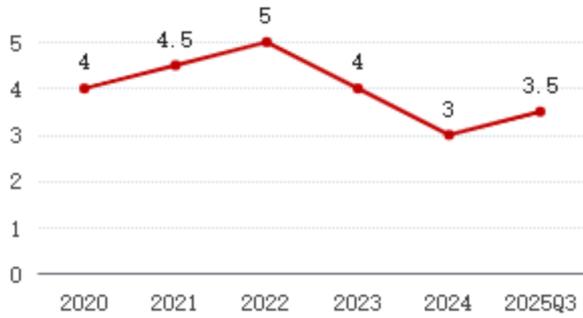
### 4. 历史经营绩效

作为农药行业龙头企业，公司成长能力、盈利能力、业务控制力均难抵行业周期性波动，随2022年以来的农药景气周期下行，2024年各维度评级触底，2025年以来随农药景气回升缓慢回升。股东回报评级也有所下滑至较一般的水平。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



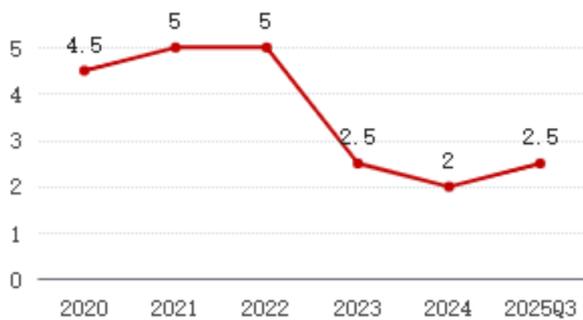
数据来源: 公司财报, 壹评级

自2022年之后农药行业景气高点回落以来, 公司盈利能力也持续下行, 至2024年到达周期低点。2025年以来, 农药行业景气底部修复, 公司业绩也逐步走出低谷, 出现底部回升。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



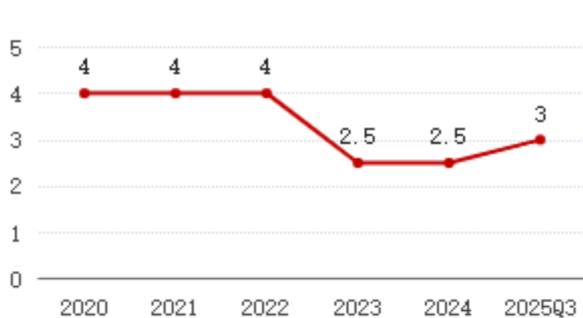
数据来源: 公司财报, 壹评级

同样地, 公司成长能力也随农药周期性波动呈现较大幅度的波动, 2022年成长能力触及历史高位, 自此快速回落, 至2024年触底, 2025年以来随海外下游客户渠道库存消化至正常水平后逐步恢复正常的采购节奏, 带动公司成长能力触底回升。

## 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



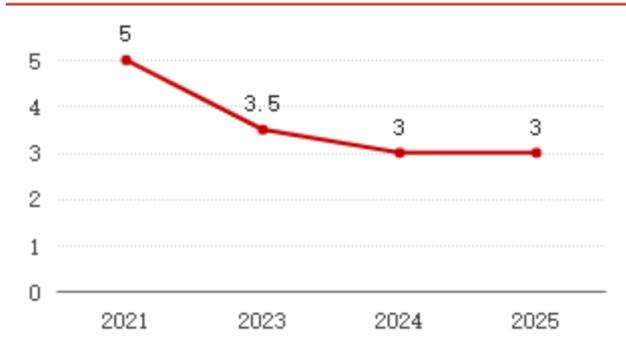
数据来源: 公司财报, 壹评级

近几年, 随经营承压, 现金收入减少, 叠加对巴西等海外主要销售国客户的应收账款坏账风险增加, 公司计提大额资产减值, 盈利质量下滑、上下游净占款能力一般, 拖累公司业务控制力大幅下滑后触底企稳。轻装上阵后, 自2025年以来, 公司业务控制力也有所回升。

## 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

随农药景气下行、公司业绩下滑, 公司股利支付率也明显下降, 从2021年的47%下滑至2024年的36%, 截至三季度末, 2025年股利支付率仅11%, 历年来公司股息率仅在1%~2%, 尚且不高, 综合来看公司股东回报评级下滑, 目前处于一般水平。

## 5. 四维评级

公司成长空间尚可, 主要原因是: 海量登记证支撑下, Model B与Model C业务全球市占率稳步提升; 盈利趋势向好, 主要原因是: 农药行业去库充分、产能周期接近尾声, 中短期景气有望触底回升; 产业格局较好, 主要原因是: 公司已凭借海量先发的登记证布局, 跻身全球前十农药龙头, 且公司专注于制剂销售, 与众多农药原药企业错位竞争; 护城河较深, 主要来源于线下渠道和牌照优势, 也在努力打造品牌优势。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

农药行业属于成熟行业, 整体增速不高。公司传统出口模式成长空间不高, 但基于全球布局的登记证而展开的Model B与Model C业务持续稳健增长, 尤其是Model C业务成长性较好, 使得公司整体成长空间尚可。

#### Model C(3星):

基于公司战略规划, 公司持续扩大境外农药登记团队, 以“快速进入平台”为特点的全球营销网络正在向美加、欧洲、非洲等新市场延伸。我们判断, 依托于公司自有登记和自有品牌的Model C业务, 显性期CAGR有望达到15%~20%, 半显性期延续5%~10%的稳健增长, 成长空间较好, 属于公司三大业务中增速最高的, 但考虑到品牌推广的难度, 确定性稍弱。

#### Model B(3.5星):

Model B业务属于公司压舱石。虽中短期收入规模跟随农药周期景气波动, 但拉长年份来看, Model B业务稳健增长, 才驱动公司过去10年年均复合增速达16%。随着公司全球营销网络的延伸, Model B业务预计未来每年仍能保持5%~10%的稳健增长。

#### Model A(1.5星):

从公司招股说明书披露的数据来看, 2018年-2020年Model A业务营收规模在20~25亿元波动, 此类业务并非公司重点拓展板块, 因此我们判断该业务规模增速维持0~5%, 与行业总需求增速相当, 成长空间较低。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

农药行业去库充分、产能周期接近尾声，中短期行业景气有望触底回升，叠加公司业务结构性调整，高毛利率的Model C占比持续提升，未来盈利趋势向好。

### Model C(4星):

Model C业务是公司目前在大力拓展的业务模式，通过在终端市场搭建自有的地推团队，建立自有渠道及品牌，这是传统跨国公司的模式，毛利率水平也更高（截至2025Q3，毛利率约31%）。随着公司市场开拓力度的持续加大，未来该业务盈利趋势向好。

### Model B(3星):

Model B业务不追求自有品牌，赚取从原药采购到给客户供应制剂的钱，毛利率较低，且近两年受到行业周期下行的冲击，收入规模承压、应收账款减值拖累较多。因此若农药行业景气得以修复，此业务的利润水平将呈现明显的周期性回升，但绝对值水平肯定是低于Model C业务，综合来看，盈利趋势尚可。

### Model A(2星):

从公司披露与交流情况来看，公司Model A业务属于贸易性质，毛利率不高但稳定，历史上基本稳定在14%左右。因此我们判断，凭借公司的渠道及管理优势，此类业务盈利趋势基本能维持历史水平。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司已凭借海量先发的登记证布局，跻身全球前十农药龙头，且公司专注于制剂销售，与众多农药原药企业错位竞争，总体来看竞争格局较好。

### Model C(4星):

Model C业务不同于Model B业务，更看重品牌的打造，竞争对手主要是传统的全球农化巨头，竞争激烈程度尚可。且考虑到农药周期底部巨头经营压力也很大，公司趁机通过并购的方式相继切入欧盟和北美两大高壁垒、高附加值市场，并逐步扩大团队规模，有望后来居上，持续提升市场份额，产业格局相对较优。

### Model B(3星):

Model B业务模式最大的壁垒在于登记证。一方面，申请农药登记证的资金投入、时间投入都较高，且不同国家的法律法规要求侧重点不同，登记难度也不同；另一方面，登记证的数量也很重要，单个国家的登记证数量需要达到一定的规模才能形成较为完善的产品线，较好地满足当地客户的需求。公司依托全球布局的海量登记证，跻身农药制剂销售龙头水平，已属难得。但近几年，确实有不少中国玩家涌入拉美市场，对公司基本盘业务造成了一定的冲击，综合来看，此业务当前产业格局仅中等。

### Model A(2星):

传统的农药出口模式，只是单纯做贸易商、中间商，竞争激烈，上下游话语权较弱，产业格局一般。

## 5.4 护城河

★★★★☆

全球农化市场规模庞大、流通性高、长尾效应明显。公司依托独特的出口登记模式，在全球范围广泛布局海量护城河，构筑了较深厚的线下渠道和牌照优势。另外，Model C业务旨在打造自有品牌，构筑持续性更高的品牌优势。

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
Model C	(3星) 公司自2021年开始拓展Model C业务，且考虑到全球农化终端制剂市场规模庞大，按营收规模计算该业务全球市占率仅1%左右。不过，公司轻资产模式下超额收益明显，稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为37.6%，业务控制力尚可。	(5星) 公司该业务的护城河主要在于品牌优势、线下渠道优势、牌照优势，持续性很好。品牌优势源于公司在各个国家市场通过销售团队建立起的对于C端消费者的粘性，且随着公司市占率持续提升，品牌优势会愈发强化。而线下渠道优势和牌照优势，则是建立在公司近万张登记证资源之上：全球主要农药市场国家，自申请登记至最终获得登记所需时间较长，一般为3年以上，而这样的登记证，公司有接近8400余项，且仍在持续扩张，巩固龙头领先优势。
Model B	(3星) 全球农化终端制剂市场规模庞大，按公司营收规模计算，该业务全球市占率也仅1%左右。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为11.4%，也具备较高的超额收益。Model B业务下游需面对强势的全球农化巨头，形成较高的应收账款，业务控制力一般。	(3.5星) 公司该业务的护城河主要在于线下渠道优势和牌照优势，持续性较好。B端业务的护城河，也是建立在公司近万张的登记证资源之上，可以很好地弥补下游客户在目标销售地区的登记不足，客户粘性也较强。公司仍在欧美市场持续布局新的登记证，未来此块业务护城河有望进一步加深。
Model A	(2.5星) 该业务主要系围绕公司核心业务顺带展开的出口贸易业务，市占率也很低。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC仅4.5%，具备一定的超额收益，业务控制力一般。	(3.5星) 公司该业务的护城河主要在于线下渠道优势和管理运营优势，持续性较好。公司传统出口业务模式主要是对主业-境外自主登记模式的补充，可以很好地利用公司主业建立起来的线下渠道优势，也凭借公司管理运营优势，得以维持较稳定、较好的利润水平，预计未来大概率可维持。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于Model A业务维持平稳，海量登记证构筑的竞争优势助力Model B、Model C业务持续稳健增长的基本假设，根据我们的DDM模型，公司估值处于低估状态，根据动态估值模型，公司估值处于偏低估状态。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司是我国农药制剂出海龙头，基于出海商业模式的区别，我们将业务拆分为传统出口模式业务Model A、基于登记证面向B端客户的业务Model B、基于登记证面向C端用户的业务Model C，分业务进行未来盈利预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：Model C模式业务

收入假设：考虑到公司大力布局Model C业务模式，此业务对标全球农化巨头，打造公司自身品牌影响力，未来成长性较高。我们预测此业务显性期（指2025~2029年，下同）营收同比增速分别为28%/20%/15%/12%/10%。半显性期（2030年~2040年，下同）CAGR为6.4%。

盈利能力假设：

毛利率：参考公司对外披露的财务数据：2025Q3 Model C业务毛利率升至30.88%。考虑到营收端已有较高的增速预测，毛利率方面，我们保守估计显性期与半显性期均维持在31%的较高水平。

销售期间费用率：Model C业务的模式决定，其在市场开拓前期需要投入更多的人力与推广费用，因此我们预测此业务销售费用率、管理费用率均高于另两项业务模式。具体来看，我们假设销售费用率显性期从9%下降至7%左右，半显性期维持在6%左右。管理费用率显性期从6.5%下降至半显性期的6%左右。研发费用率与其他模式相差不大，在2.5%左右，且财务费用中暂不考虑汇率大幅波动可能带来的影响。

资产负债假设：

- 1) 周转率：历史数据可以看出公司一直是“轻架构”模式，因此显性期及半显性期周转率假设维持历史均值水平。
- 2) 负债率：Model C业务也会明显受到农药周期性波动影响，因此资产负债率我们参照周期性行业，目标定为40%。

业务2：Model B模式业务

收入假设：考虑到Model B业务随农药周期复苏而修复，我们预测此业务显性期营收同比增速分别为12%/15%/20%/15%/12%。半显性期CAGR为5.6%。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：我们对公司历史财务数据按商业模式拆分，从拆分后的情况结合公司对外交流时表述的情况，Model B业务毛利率波动不大，2024年周期底部或在14%~15%。基于农药大周期修复上行的逻辑，我们预测此业务显性期毛利率分别为15%/16%/17%/18%/19%。
- 2) 费用率：不同于Model C需要强推广带来的较高销售费用率，我们认为Model B业务销售费用率偏低，预测此业务显性期销售费用率偏低，且逐渐从2.5%下滑至2.1%左右，管理费用率假设在3%左右，研发费用率在2.5%左右，且财务费用中暂不考虑汇率大幅波动可能带来的影响。

资产负债假设：

- 1) 周转率：公司“轻架构”模式不变的情况下，预计未来每年的周转率维持历史均值水平。
- 2) 负债率：Model B业务的周期性波动明显，因此资产负债率我们参照周期性行业，目标定为40%。

业务3：Model A模式业务

收入假设：此业务非公司核心业务，考虑到公司自2019年以来，此业务模式营收规模基本保持在24亿元上下，波动很小，因此我们简单假设此业务收入未来每年保持2%左右的增长。

**盈利能力假设：**

毛利率：参考公司历史财务数据，此业务毛利率一直稳定在14%左右，或与此业务的贸易属性相关。我们预测未来每年仍保持14%的毛利率水平。

销售期间费用率：Model A业务模式传统，费用率波动也较小，我们预计此业务未来保持2%左右的销售费用率、3%左右的管理费用率、2%左右的研发费用率，且财务费用中暂不考虑汇率大幅波动可能带来的影响。

**资产负债假设：**

1) 周转率：考虑到此业务较为稳定，假设未来每年的周转率维持历史均值水平。

2) 负债率：Model A业务规模与毛利率均较稳定，考虑到贸易模式可平滑周期性波动影响，因此资产负债率我们参照一般制造业，目标定为50%。

**表2：公司整体业绩预测**

润丰股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	144.6	114.8	133.0	154.6	177.9	205.2	230.1	253.2
归母净利润(亿)	14.1	7.7	4.5	11.7	13.9	17.1	20.4	23.9
归母净利润增速(%)	76.7	-45.4	-41.6	160.8	18.6	22.7	19.3	16.9
经营性净利润(亿)	17.9	9.9	4.9	13.1	15.6	19.4	23.3	27.3
经营性净利润增速(%)	142.6	-44.3	-50.5	165.2	19.7	23.8	20.1	17.4
经营性归母净利润(亿)	17.0	9.0	4.2	11.1	13.3	16.5	19.8	23.2
经营性归母净利润增速(%)	143.8	-46.8	-53.5	164.7	19.7	23.8	20.1	17.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

Model C	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	28.0	38.8	50.1	64.1	76.9	88.4	99.0	108.9
收入增速(%)	224.7	38.9	28.9	28.0	20.0	15.0	12.0	10.0
经营性净利润(亿)	3.8	4.0	1.0	7.8	9.2	11.0	12.8	14.7
经营性净利率(%)	13.6	10.3	2.0	12.1	11.9	12.4	13.0	13.5
经营性净利润增速(%)	713.6	4.9	-74.3	656.7	18.3	19.9	16.6	14.3
Model B	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	92.9	52.5	59.5	66.6	76.6	91.9	105.7	118.4
收入增速(%)	40.0	-43.5	13.3	12.0	15.0	20.0	15.0	12.0
经营性净利润(亿)	12.3	4.5	2.6	3.8	5.0	6.9	8.9	11.1
经营性净利率(%)	13.2	8.7	4.3	5.6	6.5	7.5	8.4	9.4
经营性净利润增速(%)	83.4	-63.0	-43.3	46.1	33.2	37.5	29.6	24.6
Model A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	23.8	23.5	23.4	23.9	24.4	24.9	25.4	25.9
收入增速(%)	3.2	-1.0	-0.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	1.8	1.4	1.3	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
经营性净利率(%)	7.6	6.0	5.7	6.5	5.9	5.9	5.9	5.9
经营性净利润增速(%)	38.9	-21.5	-6.3	16.8	-6.6	1.8	1.8	1.8

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)
Model A	2.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	1.5
Model B	8.0%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	9.8
Model C	8.8%	中等	较好	强	9.0%	15.32	13.6
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
Model A(亿)	7.0	14.5	21.5	-	3.2	-	18.3
Model B(亿)	8.9	111.8	120.7	-	18.1	-	102.6
Model C(亿)	22.8	147.5	170.4	-	25.6	-	144.8
公司整体测算(亿)	38.8	273.8	312.6	-	46.9	-	265.7

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
Model A(亿)	14.4	9.2	23.6	-	3.2	-	20.4
Model B(亿)	62.5	87.3	149.8	-	18.4	-	131.3
Model C(亿)	101.2	109.2	210.4	-	25.8	-	184.6
公司整体测算(亿)	178.1	205.7	383.8	-	47.5	-	336.3

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司是我国农药行业龙头之一，信息披露规范，对外交流频率也尚可。但考虑到公司业务遍及全球100多个国家，不确定性因素较多，且跟踪难度很大，再加上我们根据可获得的公开信息进行的业务拆分难免有些偏差，基于我们拆分的业务再做未来预测，最终得到的估值，我们综合评估下来认为确定性较一般。

## 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% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 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。