

光明乳业（600597.SH）

公司报告 | 首次评级报告

赵泽阳
消费行业研究员

2026年3月24日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	7.38
总市值	101.73 亿
PE-TTM	-67.82
PB-MRQ	1.08

估值结果

价值	114.04 亿
DDM 估值 上行空间	12%
状态	合理估值
价值	101.55 亿
动态估值 上行空间	-0.2%
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

光明乳业是国内低温鲜奶市场的领军企业，核心业务深耕华东区域。

公司成长空间星级中等，主要因为公司深耕华东区域，目前全国性扩张进度较慢，且随着超巴奶的渗透，公司的市占率可能面临小幅波动；长期成长性预计与行业保持同步。公司的盈利趋势星级较低，受益于原奶价格周期回暖，公司盈利能力有望逐步修复，但整体盈利水平仍处于行业中下游。公司的产业格局星级较高，乳企进入壁垒较高、有着较高的规模经济效益，替代风险低。公司的护城河星级较高，护城河主要来自于其通过产业一体化布局构建供应链渠道壁垒，以及在华东地区强大的品牌力。

基于公司短期市占率或有小幅波动，但长期依托华东地区“送奶上门”服务优势及品牌影响力，叠加渠道持续扩张，市场份额有望稳固的假设，当前估值合理。

我们区别于市场的观点

我们对乳制品行业恢复更乐观，核心驱动力在于常温奶向下沉市场的拓展及对中青年群体的渗透率提升，叠加低温奶冷链体系的成熟与“超巴奶”（长保质期巴氏奶）品类的加速普及。但在公司层面，光明乳业的盈利能力受限于低温奶冷链物流及运输成本，导致品牌推广与市场拓展投入空间被压缩，我们对短期市场份额变化保持审慎态度。

风险提示

1) 未来上游奶价恢复不及预期，传导到下游导致乳制品行业恢复疲软；2) 行业有竞争加剧的可能性，来自行业龙头通过超巴奶抢夺市场份额，从而对光明乳业造成冲击；3) 若未来光明未能打造出差异化或高端化新品，或将导致消费者对其品牌心智逐渐减弱；4) 若子公司新莱特&小西牛经营不及预期，或影响公司整体盈利能力。

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 营销强度	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	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	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	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

光明乳业是我国鲜奶（巴氏奶）的领先者，公司坚持“稳固上海，做强华东，优化全国”，公司2024年在低温鲜奶市场约占19%的市场份额。分销售地区来看，上海市场为公司大本营，上海市场贡献收入占比约在28%，收入占比保持稳定；海外市场收入主要来自控股子公司新西兰新莱特，2024年海外收入占比达到31%。

2. 业务介绍

对于光明乳业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

液态奶：

涵盖常温白奶、低温鲜奶、常温与低温酸奶，此外还包括乳饮料。公司在低温鲜奶板块优势较显著，旗下品牌有优倍、致优等；酸奶则以莫斯利安（常温）、畅优（低温）、健能（低温）为主要品牌。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他乳制品：

涵盖奶粉、冰淇淋、奶酪等乳制品。其中海外子公司新莱特占比其他乳制品收入较大，新莱特主营业务以大包粉及婴幼儿配方奶粉代加工为主。我们对该业务的竞争市场界定在全球。

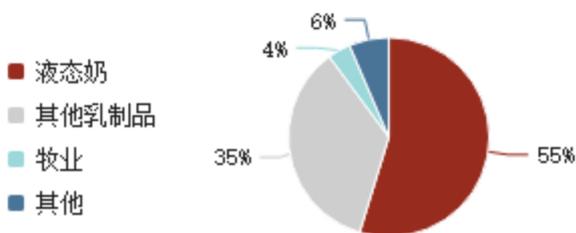
牧业：

光明乳业自建牧场保障原奶供应，2023年公司旗下的光明牧业共有牧场25个，总存栏量达11.6万头，牛奶产量达46万吨，排名全国前十。牧业的收入主要来自于原奶销售以及饲料销售等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他：

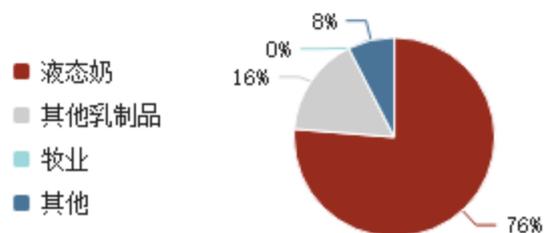
涵盖果汁销售、销售材料及代加工收入等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

光明乳业的资产强度高于行业水平，核心系公司全产业链一体化的投资；营销强度中等，公司营销费用主要投入在华东地区，但全国其他市场投入不足；公司下游客户以及供应商集中度都较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

光明乳业固定资产占比高，主要归因于全产业链一体化投资（涵盖牧场与冷链物流），2024年固定资产余额达83.99亿元，占总资产比重37%（其中房屋建筑物38亿元、机器设备45亿元），显著高于行业均值；固定资产周转率约2.8次/年，处于行业中上游水平。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

光明乳业营销强度中等，坚持“稳固上海、做强华东”策略，公司营销费用主要投入在华东地区，但全国其他市场投入不足，制约了市场拓展。2024年销售费用率仅12%，显著低于同行约18%-19%的平均水平；且其中广告+营销市场费用占销售费用的42%，广告营销费用占比亦低于行业平均水平。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

光明乳业的客户集中度低，因其快消品的属性，其主要客户为分散的终端个体消费者。2024年公司前五大客户销售额为33.9亿元，仅占年度销售总额7.13%。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

光明乳业的外部供应商集中度低，其原奶采购模式主要为：控股牧场+外部采购。2024年前五名供应商采购额占年度采购额的10.83%，其中前五名供应商采购额中关联方采购额32,112万元，占年度采购总额1.05%。

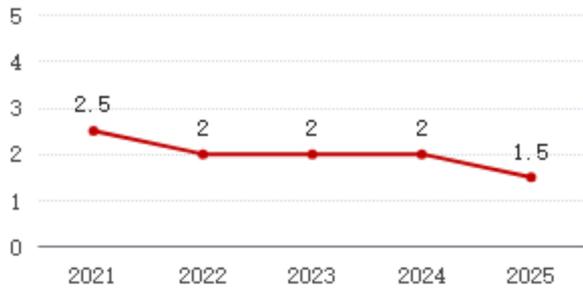
4. 历史经营绩效

光明乳业的历史盈利能力以及成长能力处于低位；业务控制力及财务健康水平较优秀，且2025年有所上升；公司的股东回报水平相较行业龙头较低。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



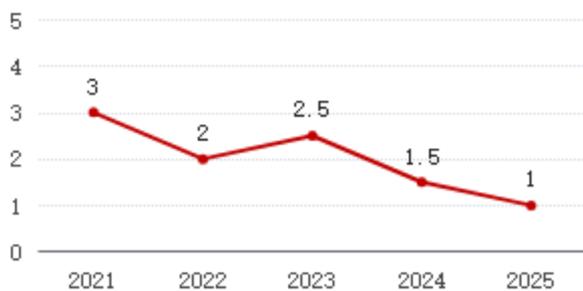
数据来源: 公司财报, 壹评级

光明乳业盈利能力处于低位, 主要因为: 1) 其他乳制品业务因新莱特产能利用率不足以及原料价格波动拖累了毛利率; 2) 牧业受近期原奶价格下跌影响, 近年为亏损状态。2025年上半年公司归母净利率为3%, 低于乳制品同行。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



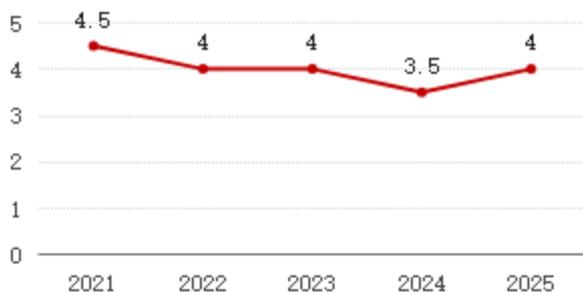
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史成长能力弱, 近年来成长能力星级有所下降, 主要是因为疫情后国内整体乳制品消费疲软, 叠加行业竞争格局更加激烈, 导致公司的乳制品以及牧业收入下滑。

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



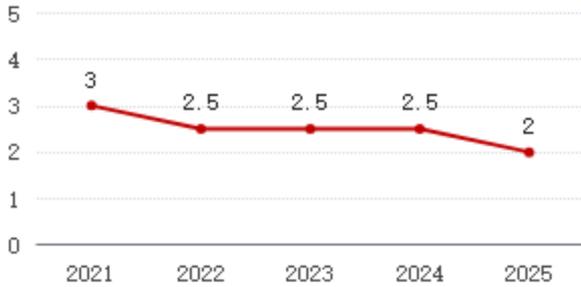
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史业务控制力持续稳健, 主要源于经营现金流保持稳定, 流动比率与资产负债率维持在健康区间。2025年业务控制力评级提升, 主要得益于经营现金流改善及回款管理强化, 应收账款周转效率提高。

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一般, 且近年来每股股利有所下降, 主要因为近期盈利能力下滑; 2024年股息率为1.9% (2023年约为2.6%)。公司在投资者关系活动中多次强调, 致力于稳健经营并关注中小投资者利益, 在满足持续经营前提下, 坚持以现金分红为主, 近年来分红比例稳定锁定在30%左右。

5. 四维评级

成长空间评级中等, 业务在华东深耕而全国扩张缓慢; 盈利趋势评级较低, 原奶价格回暖助力修复, 但盈利水平仍处中下游; 产业格局评级较高, 行业壁垒高、规模效益好、替代风险低; 护城河评级较高, 供应链壁垒与华东品牌力构成核心优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等, 主要因为公司深耕华东区域, 目前全国性扩张进度较慢, 且随着超巴奶的渗透, 公司的市占率可能面临小幅波动。

液态奶 (3星):

公司液态奶业务预计2025年收入为高单位数下降, 主要因: 1) 行业消费较为疲软, 2) 公司市占率有所下降。后续随着原奶供给和液态奶需求的恢复, 公司液态奶业务预计市场份额保持平稳。预计液态奶行业未来五年维持约低单位数的复合增长 (CAGR), 公司液态奶未来五年收入CAGR约为8%, 业务成长确定性较高。

其他乳制品 (3星):

子公司新莱特的高端产品销量正逐步提升, 预计随着品类拓展和产能扩张, 业绩有望持续增长; 同时, 公司持续推出高端产品, 并在乳制品竞争格局回暖的推动下, 产品价格有望提升。预计公司其他乳制品未来五年收入CAGR约为3.4%。

牧业 (1.5星):

光明乳业的牧业收入在2025前三季度同比下降12.5%, 主要因原奶价格持续下降, 以及产能去化导致需求萎缩。后续增长预计随着原奶价格恢复有所好转。业务成长能力整体比较弱。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较弱，受益于原奶价格周期回暖，以及子公司经营效率提高，公司盈利能力有望逐步修复，但整体盈利水平仍处于行业中游。

液态奶(2.5星):

2025年行业竞争仍较剧烈，液态奶整体折扣力度加大，预计该业务毛利率有所下降，后续随着原奶周期回暖，行业竞争格局好转，且液态奶高端化，毛利率预计稳定提升。但相较于乳制品龙头，光明乳业的盈利趋势星级更低，主要因为规模经济效应不如行业龙头。

其他乳制品(3星):

公司其他乳制品的盈利趋势有望向好，旗下子公司新莱特2025年虽录得亏损，但相关风险预计将于2026年出清。随着新莱特计划于2026年以1.7亿美元出售北岛工厂，公司在剥离亏损资产后，有望显著改善短期现金流并降低利息成本，从而提振整体盈利预期。

牧业(3星):

公司牧业的盈利能力与原奶价格高度挂钩，随着预计原奶价格在2026年回暖，牧场开始逐渐盈利，预计公司牧业长期毛利率能恢复到常态水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所在行业的产业格局较好，乳企进入壁垒较高，有着较好的规模经济效益，且产品替代风险低。

液态奶(3.5星):

液态奶行业有着较高的品牌与渠道壁垒：品牌端需长期积累，且头部企业通常有着更优质的奶源，导致新进入者较难突破；渠道端依赖渠道商覆盖与低温冷链体系，中小品牌因成本高、资源匮乏有一定竞争压力。替代风险上，液体乳因其营养属性和功能属性（酸奶），被饮料茶饮等替代的风险低。

其他乳制品(3.5星):

其他乳制品比如奶粉、奶酪、冰淇淋等同样有着比较高的品牌与渠道壁垒以及上下游议价权；加之奶粉有刚需特性，奶酪和冰淇淋可能被部分零食、饮品轻微分流，但核心消费需求难以被替代，行业替代风险低。

牧业(2.5星):

牧业的产业格局相较一般，行业进入壁垒较高（主要源于前期生物资产的大量投资），同时退出壁垒也较为显著；头部牧场下游集中度普遍较高，多为控股公司下属单位，主要向母公司提供奶源，因此议价能力相对有限。此外，该行业面临的替代风险较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司有着不错的护城河，来自于其通过产业一体化布局构建供应链渠道壁垒，以及在华东地区强大的品牌力。

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
液态奶	(3星) 公司2024年在低温奶行业的市场占有率约为19%，稳居细分领域龙头地位。其2024年经壹评级调整的ROIC为7.5%，相较于伊利等全国性乳业龙头凭借深厚护城河所享有的超额溢价仍显不足。但公司在业务控制力依然有着较强的实力。	(4星) 公司液态奶业务的护城河主要体现在品牌力与线下渠道两大维度，且具有一定的持续性。在品牌端，公司在液态奶领域深耕多年，尤其在华东地区拥有深厚的消费基础和高度的用户忠诚度；近年来，公司还持续通过与上海本地文化IP深度绑定，进一步强化区域品牌认同，凸显其品牌优势的可持续性。在渠道端，光明乳业依托“随心订”送奶上户业务，构建了难以复制的渠道壁垒—相较于传统商超渠道，“随心订”不仅客户黏性更高，且具备更强的盈利能力。综合来看，该渠道护城河短期内难以被竞争对手侵蚀，具备长期稳定性。
其他乳制品	(1.5星) 公司在其他乳制品品类的护城河宽度较低，旗下子公司的经营也面临一定挑战。该业务2024年经壹评级调整的ROIC不足5%，无明显超额收益。	(4星) 公司其他乳制品的护城河主要体现在渠道：一方面可复用液态奶的经销商网络，另一方面通过原料供应、定制化开发及工业代工等多元模式，持续深化B端业务布局。随着经销商体系的拓展与B端业务的稳步发展，该护城河具备一定的可持续性。
牧业	(1.5星) 公司的牧业业务护城河宽度较低：一方面，其牧场按产奶量排名位居全国前十，具备一定的规模基础；另一方面，由于该业务盈利能力较弱，2024年经壹评级调整后的ROIC偏低，未能体现出超额收益能力。	(4星) 公司牧业业务的护城河主要源于规模经济。旗下光明牧业2023年牛奶产量位居行业前十，具备优于同业的规模化优势，有助于有效摊薄固定资产成本。中长期来看，这一规模优势将为牧业业务提供较强的经营韧性与可持续性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对光明乳业采用了动态估值和DDM估值方法，基于公司短期市占率或有小幅波动，但长期依托华东地区“送奶上门”服务优势及品牌影响力，叠加渠道持续扩张，市场份额有望稳固的假设，当前估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：液体乳，其他乳制品，牧业以及其他，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：

业务1：液体乳

收入假设：

1) 低温鲜奶/酸奶：行业的增长驱动力为高端化带来价格的增长（低温占比预计提升），以及渗透空间大（冷链技术成熟+消费者认知度提升+超巴奶渗透+新零售渠道），预计行业增速显著快于常温奶；未来预计光明乳业短期内随着竞争加剧市场份额可能面临小幅度波动；长期来看，随着产品结构优化与区域市场的渠道扩容，市场份额有望维持稳定态势（低温鲜奶约18%）。

2) 常温白奶/酸奶：行业的规模仍有增长空间，具体来看，随着行业逐步回暖，有望推动产品价格实现修复，且消费量仍有渗透空间（下沉市场+中青年）；光明乳业主要以低温业务为发展主线，常温业务的市场份额预计未来保持稳定。

盈利能力假设：

毛利率方面，2025年液态奶折扣力度加大，毛利率预计下降，后续随着行业竞争格局好转，且液态奶高端化，毛利率预计稳定提升，预计长期毛利率达到27.3%。

费用率方面，随着公司强化销售费用管控，并通过数字化营销提高效率，销售费用率预计实现稳步下降，长期保持稳定。预计管理费用率以及研发费用率保持稳定。

业务2：其他乳制品

收入假设：

销量：旗下新莱特加速拓展高端营养品业务，同时在冰淇淋领域成功打造“国民雪糕”品牌，实施差异化国产产品定位的品牌推广策略，业绩有望保持增长，预计未来5年CAGR约为1.8%。

价格：预计未来公司推出更高端化的产品，同时随着乳制品竞争格局回暖价格会有所提升，预计未来5年CAGR约为1.6%。

盈利能力假设：

毛利率方面，新莱特拟在2026年以1.7亿美元出售北岛工厂，剥离亏损源后，有望短期内带来现金流改善和产能利用率提升，同时随着高端化策略奏效，预计其他乳制品业务毛利率长期提升至12%。费用率方面，我们对该业务费用率的假设保持稳定。

业务3：牧业

收入假设：

公司牧业的收入预计在2025年仍然承压，后续随着原奶价格在2026年下半年开始逐渐恢复，以及后续乳制品需求的回暖，该业务收入预计呈现约中单位数的复合增长，长期恢复到疫情前水平。

盈利能力假设：

毛利率方面，随着原奶价格的回暖，牧场开始逐渐盈利，预计公司牧业长期恢复到常态水平7-8%。费用率方面，我们对该业务费用率的假设保持稳定。

表2: 公司整体业绩预测

光明乳业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	282.1	264.9	242.8	241.2	241.6	258.2	277.6	298.1
归母净利润(亿)	3.6	9.7	7.2	-1.5	5.5	6.1	7.5	9.3
归母净利润增速(%)	-39.0	167.5	-25.1	-120.7	468.1	10.5	23.0	24.7
经营性净利润(亿)	4.2	8.7	6.1	-1.4	5.5	6.1	7.5	9.3
经营性净利润增速(%)	-26.6	108.5	-29.5	-122.8	494.8	10.5	23.0	24.7
经营性归母净利润(亿)	3.8	10.1	9.2	-1.5	5.5	6.1	7.5	9.3
经营性归母净利润增速(%)	-35.2	163.3	-9.3	-116.3	468.1	10.5	23.0	24.7

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

液态奶	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	160.9	156.5	141.7	131.9	137.2	148.4	164.0	180.6
收入增速(%)	-5.9	-2.8	-9.5	-6.9	4.0	8.2	10.5	10.2
经营性净利润(亿)	3.1	7.8	5.9	4.9	4.8	4.9	5.8	7.1
经营性净利率(%)	1.9	5.0	4.2	3.7	3.5	3.3	3.5	3.9
经营性净利润增速(%)	-34.4	155.4	-24.6	-16.7	-2.0	2.1	17.8	22.1
其他乳制品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	80.0	73.6	77.9	85.0	78.8	82.8	85.3	87.9
收入增速(%)	-5.7	-8.0	5.9	9.1	-7.3	5.1	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	1.2	1.5	1.1	-6.1	0.6	0.9	1.3	1.7
经营性净利率(%)	1.5	2.0	1.4	-7.2	0.7	1.1	1.5	1.9
经营性净利润增速(%)	118.4	22.2	-28.1	-681.5	109.2	67.6	37.5	28.7
牧业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	26.4	17.6	10.2	9.0	8.8	9.6	10.4	10.9
收入增速(%)	15.3	-33.5	-41.7	-11.9	-1.9	8.6	7.9	5.4
经营性净利润(亿)	-0.2	0.3	-0.7	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.3
经营性净利率(%)	-0.8	1.7	-6.7	-4.0	-1.9	-0.8	0.8	2.5
经营性净利润增速(%)	-189.3	247.5	-325.5	48.2	53.4	52.8	209.4	214.4
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.8	17.2	13.0	15.3	16.7	17.4	18.0	18.7
收入增速(%)	11.0	16.1	-24.6	18.1	9.2	3.7	3.7	3.7
经营性净利润(亿)	0.1	-0.9	-0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	0.7	-5.4	-1.2	1.1	1.7	1.7	1.6	1.6
经营性净利润增速(%)	-52.9	-1032.3	82.9	205.5	67.4	2.1	2.1	2.0

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)
液态奶	5.6%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	6.0
其他乳制品	2.8%	中低	较好	较强	7.5%	15	1.4
牧业	5.9%	中等	一般	较强	7.5%	15.95	0.1
其他	2.4%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.3
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
液态奶(亿)	8.5	80.0	88.5	-	-	-	88.5
其他乳制品(亿)	-5.6	15.2	9.7	-	-	-	9.7
牧业(亿)	0.1	1.4	1.5	-	-	-	1.5
其他(亿)	-0.7	2.7	1.9	-	-	-	1.9
公司整体测算(亿)	2.3	99.3	101.5	-	-	-	101.5

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
液态奶(亿)	29.8	64.4	94.2	-	-	-	94.2
其他乳制品(亿)	2.2	12.1	14.3	-	-	-	14.3
牧业(亿)	0.8	4.1	4.8	-	-	-	4.8
其他(亿)	-0.3	1.0	0.7	-	-	-	0.7
公司整体测算(亿)	32.4	81.6	114.0	-	-	-	114.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性处于中上水平：核心液体乳业务已步入成熟阶段，盈利与增长预期相对清晰；而其他乳制品及牧业业务，因相关信息披露有限，且当前仍处于亏损阶段，其盈利可预测性偏弱。

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，并对这些护城河的可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式翻版、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。