

山西汾酒（600809.SH）

公司报告 | 首次评级报告

张浩炜
研究员

2026年4月17日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	141.16
总市值	1722.10亿
PE-TTM	14.00
PB-MRQ	4.44

估值结果

价值	2964亿
DDM估值 上行空间	72%
状态	低估
价值	2788亿
动态估值 上行空间	62%
状态	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

山西汾酒为中国白酒行业的领军企业，清香型白酒龙头企业，主要产品“汾酒”是我国清香型白酒的典型代表，酿造历史悠久，群众基础深厚。公司借国企改革实现大踏步发展，整体势能较为稳健。

公司产业格局、护城河星级较高，主要系公司品牌知名度较高，渠道秩序管控得当，整体市占率较为领先，且份额有望进一步提升。公司成长空间、盈利趋势相对一般，主要影响因素包括我国宏观经济增速换挡，白酒行业景气度偏低，导致公司业绩增长放缓，预计公司后续增长态势偏稳健。

多数清香型白酒生产周期相对较短，且公司新产能预计有序落地，假设未来10年，公司青花30（及以上）系列、青花20系列、老白汾及巴拿马系列、玻汾系列收入的年均增速分别约0.4%/4.4%/2.3%/8.0%，测算得公司目前估值为低估，安全边际较高。

我们区别于市场的观点

市场认为未来5年维度，山西汾酒凭借优异的品牌力、渠道管理能力，以及香型优势，有望在夯实省内大本营的同时，通过省外市场拓展，支撑年均中高个位数左右的成长速度。

我们认为公司省外拓展空间较大，但未来5年内扩张节奏预计以稳为主，增速可能在中低个位数，一是由于我国白酒行业上市公司合计收入占比已超50%，格局日趋集中，各区域竞争烈度较以往进一步提升；二是我国宏观投资与消费环境复苏情况仍待观察，白酒需求改善节奏暂不明朗。

风险提示

近年我国人口总量与年轻群体规模双降，且年轻群体的白酒消费习惯尚待进一步培育。若新客群培育效果不及预期，公司成长能力可能下滑。若宏观投资与消费环境长期疲软，也可能持续压制市场对公司产品的正常需求。

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 营销强度	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	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	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	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
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

公司始于1875年的宝泉益酿酒作坊，历史底蕴深厚，总部位于山西省汾阳市，1994年在上交所挂牌。公司拥有“汾”、“竹叶青”、“杏花村”三大知名品牌，为我国清香型白酒标准制定者，曾为国内销量最大的白酒企业，有“汾老大”之称。2017年起，公司借国企改革激发活力，形成“青花”、“玻汾”产品系列双轮驱动格局，同时发力“老白汾”等产品，拓展省外市场，整体延续高质量发展方针。

2. 业务介绍

对于山西汾酒公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

非高端白酒：

公司非高端白酒产品为出厂价不超过800元的500ml白酒产品，以青花20、玻汾为代表性单品，同时包含老白汾、巴拿马、竹叶青等产品，为公司业绩的主要组成部分。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

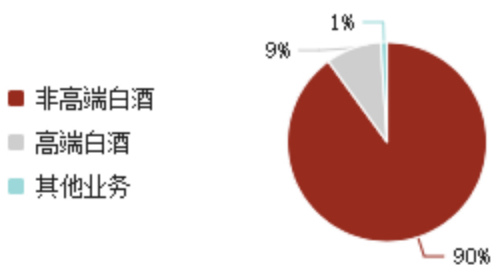
高端白酒：

公司高端白酒产品为出厂价在800元以上的500ml白酒产品，包括青花30、青花40等产品，为公司产品高端化发力方向，也为公司品牌高度的体现。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他业务：

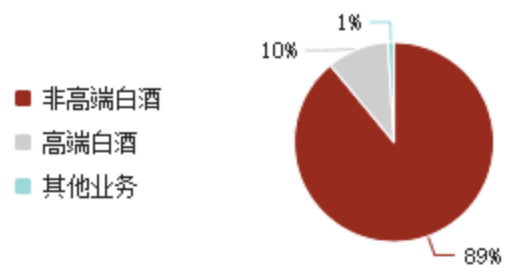
公司其他业务包括白酒原辅材料和包装材料的销售、货物运输等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

白酒酿造行业具备高客单价、存货保值/增值、资本投入强度低等特点，商业模式优秀，企业主要依靠品牌价值、渠道管理等创造收益。公司下游直接面对经销商、企业、终端消费者等群体，客户较为分散。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

白酒酿造行业资产强度不高，产能投资成本可低至数千万元级别，企业创收更多凭借品牌价值、产品定位等无形资产。2024年公司固定资产及在建工程为收入的13.6%左右，占总资产的9.1%左右，主要系公司产品价位整体较高，毛利率超70%，业绩对资本投入不过度依赖。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

白酒企业主要通过广告营销、渠道管理等手段进行品牌打造，并促进销售。对于品牌认知培育时间较久的酒企，消费者心智占领较为充分，营销开支可适度减少。2024年公司销售费用率为10.4%，较竞争对手投入强度更低，主要受益于公司长久积累的品牌知名度，以及收入快速增长下的摊薄效应。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游主要面对渠道经销商，同时包括企业、终端消费者等，整体较为分散，集中度较低。2024年公司前五大客户销售额占比为8.1%，近年整体维持在较低水平。

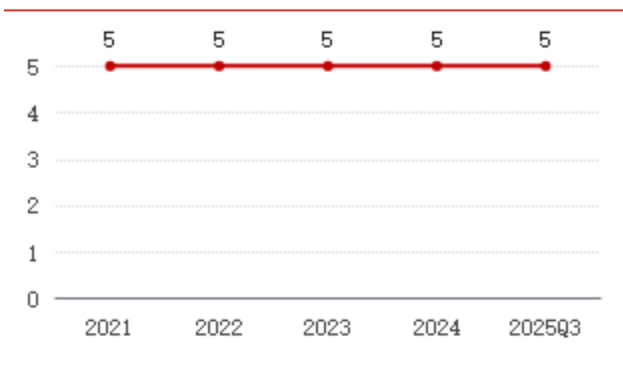
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效整体表现较好，展现了强大的盈利能力，业务控制力及财务健康程度逐渐改善，股东回报程度高，但成长能力相对一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



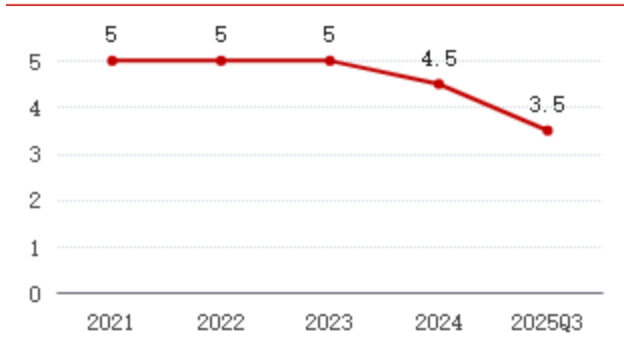
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较强，近年来维持在5星水平，主要受益于公司产品较强的溢价力，以及产品结构的升级，使得公司近年毛利率在70%的基础上持续提升。公司费用投入相对合理，净利率水平较高，近年扣非净利率在34%左右，且扣非净利润增速一般高于收入增速。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



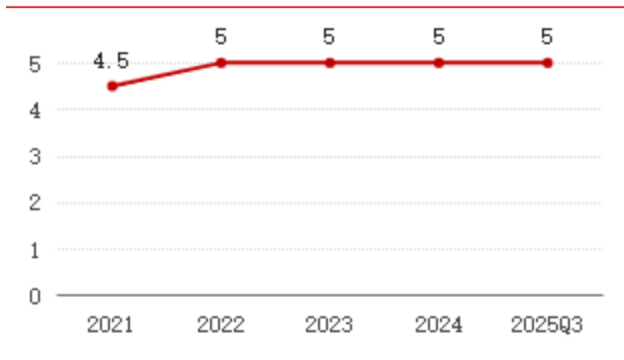
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，且2024年以来成长能力星级下调，主要系白酒行业景气走弱，叠加外部宏观环境偏弱，公司成长节奏放缓。2024年公司收入同比增长12.8%，增速较2023年（21.8%）下降明显，但依然保持较快增长。

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



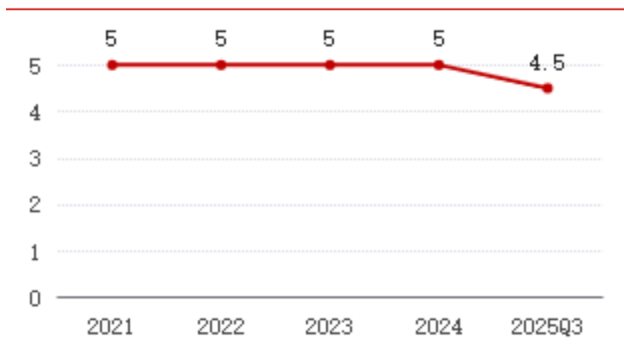
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康程度较好，且近年星级有所提升，原因包括公司对经销商采取“先款后货”的政策，现金流情况较好。2024年公司经营性现金流占净利润的比例为99.3%，同比提升30.2个百分点。此外，公司对发货节奏及渠道价盘维护较好，产品多数情况顺价销售，经销商支持度较高。

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

公司股东回报星级较高，主要源于公司强大的价值创造能力，2024年经壹评级调整后ROE超120%。此外，公司近年分红比例持续提升，2024年现金分红比例达60%，较2019年（40%）明显提升。2024年起公司股东回报评级下调，主要受到白酒行业景气下行拖累，公司股价表现相对全A指数的超额收益走低。

5. 四维评级

当前角度看，公司成长能力不高，主要系宏观经济增速放缓，白酒行业景气下行；公司盈利趋势稳健为主，毛利率、市占率较高；产业格局相对优异，得益于公司较高的品牌壁垒与市场认可度；公司品牌与渠道护城河较宽，持续性较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

当前公司成长能力偏低，预计收入长期年均增速在5%左右，主要系公司业务顺周期属性较强，销售收入基数相对较高，以及宏观经济增速放缓等原因。公司产品消费者基础较好，后续有望随山西省外市场份额提升、宏观经济活跃度修复进一步增长，成长确定性相对较高。

非高端白酒(2.5星):

公司以青花20、玻汾为代表的非高端白酒产品成长星级相对一般，后续预计以偏稳健态势成长，未来10年维度年均收入增速预计在5%左右，一是由于白酒行业具备顺周期属性，行业整体增速受到我国宏观经济从高速增长向平稳增长换挡的影响；二是由于公司业务已经具备一定规模，后续增长速度可能相应放缓。公司后续业务增长的驱动力主要来自山西省以外市场份额的提升、宏观经济活跃度修复带来的销量增长，以及居民长期收入上涨推动的吨价提升。考虑到公司产品的消费者基础较强，后续增长确定性整体较高。

高端白酒(0.5星):

公司以青花30为代表的高端白酒产品成长星级不高，预计后续10年年均收入增速接近1%，主要系高端白酒竞争格局相对集中，消费者心智趋于固化，公司青花30及以上产品市场培育程度相对不足，在居民消费理性化、用酒档次降级的背景下，竞争压力较大。公司高端白酒产品后续增长的动力主要来源于居民消费能力的修复，以及公司省外市场的开拓情况，未来发展态势有待进一步观察。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势相对一般，一方面系公司产品市占率较高，盈利能力较强，另一方面也受白酒行业弱景气，以及白酒产能过剩等因素拖累，短期内需求改善预期不高。

非高端白酒(3星):

公司非高端白酒产品盈利趋势整体偏稳健，一是由于白酒行业整体偏差异化竞争，龙头企业享有高毛利率，公司近年非高端白酒毛利率超70%；二是公司在非高端白酒市场份额较高，2024年市占率位居第一，后续有望进一步提升。然而，当下白酒行业景气较弱，销售压力较大，叠加非高端白酒产能长期过剩，未来3-5年下游需求改善程度预计一般。

高端白酒(2.5星):

公司高端白酒产品盈利趋势相对一般，主要系高端白酒行业格局较为集中，而公司市占率不高，整体处于行业中等水平。此外，当下高端白酒在宏观消费环境偏弱下，终端需求不佳，产能存在间歇性过剩的情况。考虑到公司青花30及以上产品毛利率近90%，盈利能力较为领先，未来仍有望为公司贡献可观利润。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局优异，主要系公司具备较高的品牌壁垒，市场认可度较高，对上下游具备一定议价力，且邻近行业渗透风险低。

非高端白酒(4.5星):

公司非高端白酒产品产业格局相对较好，主要体现在公司具有较高的品牌壁垒，在数十年的市场培育中积累了较高的市场认可度。其次，公司上游原材料来源以及下游客户群体相对分散，集中度风险不高，公司亦具备一定的议价力。另外，白酒行业的文化属性强，邻近行业(啤酒、洋酒等)渗透的可能性不高。生产工艺方面，白酒酿造技术与模式变革的风险也极低。

高端白酒(4.5星):

公司高端白酒产品产业格局相对较优，原因主要为高端白酒行业差异化竞争特征更明显，品牌、资源与经验曲线壁垒更高，竞争者较难进入；同时，邻近行业难以渗透，上游供应商、下游客户整体集中度风险不高，也让公司议价力有所体现。公司青花30及以上产品在山西省内市场铺货顺利，但省外市场认可度一般，有待进一步培育。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较为稳固，主要包含品牌、线下渠道，以及管理运营护城河。其中，品牌护城河源于公司数十年品牌培育与积淀，渠道护城河体现在对产品价盘、经销商群体的掌控力，管理运营在国企改革后改善。后续预计公司品牌、渠道护城河小幅衰减，管理运营护城河基本丧失。

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
非高端白酒	(5星)公司非高端白酒业务护城河宽度较高，测算得2024年市占率行业第一，经壹评级调整后ROIC高达104.2%，业务控制力较强，主要系公司品牌知名度较高，历史上有“汾老大”之称，经过数十年品牌积淀，消费者心智稳固。此外，公司已通过玻汾、青花等产品系列完成多价格带布局，抗风险能力强。公司对渠道秩序与产品价格维护得当，经销商盈利情况较好，代理积极性高，也对公司业绩起到支撑作用。	(4.5星)该业务护城河较为稳固，主要具备品牌、线下渠道及管理运营护城河。公司的消费者品牌心智历经数十年培育，并且近年进一步加强，已基本固化，后续衰减程度低。公司对于渠道价盘的管控较好，大单品认可度高，流通性强，后续公司渠道力预计正常小幅衰减。公司管理运营护城河在国企改革后逐步建立，但对于公司管理层依赖程度较高，长期来看，预计由管理产生的超额收益基本丧失，整体回归至正常的企业管理水平。
高端白酒	(4星)公司高端白酒业务护城河宽度相对较高，经壹评级调整后ROIC高达95.2%，市占率推测在前十水平，但业务控制力一般，主要系公司高端白酒产品整体毛利率在90%左右，利润较高，且近年受益于公司渠道扩张，销售规模增长较快；但公司高端白酒产品竞争力相对头部品牌仍有差距，整体市场认可度一般。	(4星)该业务护城河相对稳固，主要具备品牌、线下渠道及管理运营护城河。公司整体品牌认可度较高，能为公司高端白酒产品销售起到一定的支撑背书，后续该护城河可能仅轻微衰减。渠道方面，公司高端白酒产品流通性一般，市场认可度尚待提高，渠道护城河预计正常小幅衰减。公司管理运营护城河由于极依赖管理层能力，长期预计该护城河基本丧失，整体回归至正常的企业管理水平。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来10年公司收入年均增速接近5%，在白酒行业市占率从4.5%升至6.3%左右，毛利率水平整体稳中略降的假设，当前公司估值为低估，主要系市场对白酒行业整体成长预期较低。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：高端白酒，非高端白酒，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：

非高端白酒：

收入假设：

1) 青花20系列收入：政商务消费承压下，假设青花20系列产品收入增速在未来5年逐步下降至中低个位数，随着2029年宏观经济与消费环境修复加速，收入增速回升至高个位数，未来10年内青花20系列收入年均增速整体在4.4%左右。

2) 玻汾系列收入：在消费理性化，消费者用酒档次降级下，假设未来5年玻汾系列收入增速以双位数及中高个位数为主，5年后在消费信心修复与高基数下，增速向中低个位数回归，未来10年内玻汾系列收入年均增速整体在8.0%左右。

3) 其他产品收入（老白汾等）：中低价位白酒扩容趋势下，公司加大对老白汾等中低价位产品的营销力度，但其竞争优势相对不明显，假设未来10年老白汾等其他产品收入增速逐步增长，但整体在低个位数区间，10年维度收入年均增速整体在2.3%左右。

盈利能力假设：

毛利率：白酒行业弱景气下，公司中低端产品放量，产品结构恶化，拖累毛利率，假设公司非高端白酒毛利率未来5年下滑并企稳，总体降幅在2%以内，5年后小幅回升，10年维度毛利率总体小幅下降1%左右。

费用率：未来10年，随着公司收入规模增长，所需营销投入预计保持高水平，假设公司销售费用率维持在10%左右。

高端白酒：

收入假设：

高端白酒行业短期内面临政商务需求下降，居民用酒档次降级的环境，预计影响公司高端白酒销售情况。假设公司青花30及以上白酒产品未来3年收入持续下滑，后续企稳回升，10年维度年均收入增速预计在0.4%左右。

盈利能力假设：

政商务用酒降级下，公司高端白酒产品结构预计恶化，假设公司高端白酒产品毛利率未来2年内小幅下滑，后续稳定为主，未来10年毛利率整体下滑估计近1%。

表2：公司整体业绩预测

山西汾酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	262.1	319.3	360.1	368.5	377.8	392.7	412.1	435.9
归母净利润(亿)	81.0	104.4	122.5	118.5	118.7	122.4	128.3	136.7
归母净利润增速(%)	52.4	28.9	17.3	-3.2	0.2	3.1	4.9	6.5
经营性净利润(亿)	78.8	100.6	119.9	116.0	116.1	119.7	125.7	133.9
经营性净利润增速(%)	49.0	27.7	19.3	-3.3	0.1	3.1	4.9	6.6
经营性归母净利润(亿)	78.2	100.3	119.8	115.7	115.9	119.5	125.4	133.7
经营性归母净利润增速(%)	50.0	28.4	19.4	-3.4	0.2	3.1	4.9	6.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

非高端白酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	220.4	270.6	318.7	333.1	344.1	359.6	378.3	401.4
收入增速(%)	23.8	22.8	17.8	4.5	3.3	4.5	5.2	6.1
经营性净利润(亿)	64.0	82.4	103.9	102.8	103.7	107.6	113.3	121.2
经营性净利率(%)	29.0	30.5	32.6	30.9	30.1	29.9	29.9	30.2
经营性净利润增速(%)	38.8	28.8	26.1	-1.1	0.8	3.8	5.3	7.0
高端白酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	40.0	46.9	40.0	34.0	32.3	31.7	32.3	32.9
收入增速(%)	100.0	17.2	-14.7	-15.0	-5.0	-2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	14.3	17.6	15.7	12.9	12.1	11.8	12.0	12.4
经营性净利率(%)	35.9	37.6	39.3	37.9	37.6	37.4	37.3	37.5
经营性净利润增速(%)	125.6	22.9	-10.9	-17.9	-5.9	-2.6	1.9	2.6
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.7	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
收入增速(%)	6.9	6.7	-26.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	24.1	27.2	22.4	21.8	21.7	21.7	21.7	21.8
经营性净利润增速(%)	10.8	20.7	-39.4	-0.9	1.4	1.8	2.3	2.5

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)
非高端白酒	5.1%	中等-	非常好	强	7.0%	21.78	113.9
高端白酒	4.8%	中等-	非常好	较强	7.0%	19.8	12.1
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	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
非高端白酒(亿)	421.4	1893.3	2314.7	192.4	2.5	0.9	2505.5
高端白酒(亿)	53.4	182.4	235.7	42.6	0.3	0.1	278.2
其他业务(亿)	1.2	2.8	4.0	0.6	-	-	4.6
公司整体测算(亿)	476.0	2078.4	2554.4	235.7	2.8	1.0	2788.3

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
非高端白酒(亿)	1172.1	1288.1	2460.2	192.4	2.5	0.9	2651.0
高端白酒(亿)	131.8	132.9	264.7	42.6	0.3	0.1	307.1
其他业务(亿)	2.9	2.3	5.3	0.6	-	-	5.9
公司整体测算(亿)	1306.9	1423.3	2730.2	235.7	2.8	1.0	2964.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，主要系白酒行业产业格局、公司业务护城河情况的可预测性相对较强，关键行业信息可得性与可跟踪性较高。

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作有悖原意的引用、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。