

新安股份（600596.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月16日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	15.14
总市值	204.33亿
PE-TTM	97.30
PB-MRQ	1.63

估值结果

价值	220.48亿
DDM估值	上行空间 7.9%
状态	合理估值
价值	236.06亿
动态估值	上行空间 16%
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

新安股份是有机硅与草甘膦双龙头。

公司有机硅布局高端特种硅及下游终端延伸，农药依托草甘膦海外需求基本盘支撑增量；但两大行业均处于产能存量博弈阶段，行业增量有限、价格周期波动强，产能扩张及新品突破空间受限，成长空间中等。公司核心主业中，有机硅在反内卷驱动下景气有望底部复苏，农药业务自2025年二季度以来也处于周期性盈利修复趋势之中，双业务共振向上，盈利趋势明显向好。有机硅行业头部集中、产能出清放缓，龙头格局稳固；农药草甘膦产能审批严控、环保门槛抬升，中小产能持续出清。公司在两个赛道均位居二线龙头地位，产业格局较好。公司有机硅业务具备规模经济和技术优势的护城河，农药业务具备一定海外登记的渠道资源，以及规模经济的护城河，护城河持续性较好。

基于有机硅、农药行业均兑现景气向上修复至中枢值，随后保持稳健增长的核心假设，根据壹评级DDM估值模型及动态估值模型，公司目前处于合理估值区间。

我们区别于市场的观点

市场认为当前有机硅反内卷已有一定成效，龙头企业业绩已有改善，未来难有更大空间。我们认为，反内卷只是行业普遍陷入亏损、寻求改善的催化剂，更重要的是背后的周期性供需变化趋势，未来2-3年有机硅无新增产能，而需求保持高个位数增长，供需格局趋紧，价格景气上行仍有空间。此外，市场仍悲观于农药周期，忽视草甘膦高集中度、供给刚性的现状，公司作为规模领先的龙头之一，蕴含的涨价弹性很大。

风险提示

若有机硅行业反内卷进展低于预期，或农药景气修复不及预期，将延缓公司盈利修复节奏；公司产品出口占比高，若出现海外反倾销调查、地缘政治冲突及汇率波动，或对出口收入和盈利形成不确定性。

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 研发高端度	5
3.3 整体供应链集中度	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	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2026年收入占比	4
图2：预测2026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

公司自1965年创建的建德化工厂起步，以磷肥生产为根基，于1987年引入草甘膦技术开启作物保护业务；1997年公司通过重组开化合成材料厂切入有机硅领域，逐步成长为草甘膦和有机硅双龙头。

据百川盈孚统计，2024年公司有机硅国内市占率7%，排名行业第五；草甘膦国内市占率为10%，排名行业第三。过去几年在供需失衡背景下产品价格走弱导致业绩承压，当前正处于行业周期底部蓄力阶段。

2. 业务介绍

对于新安股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

农药：

公司农药原药产品主要包括草甘膦原药、敌草隆原药等，农药原药其中一部分外销，一部分用于配制农药制剂产品。公司农化自产产品以草甘膦品种为主，草甘膦是全球市场规模最大的除草剂品种，主要作用于转基因植物。考虑到农药全球流通的属性，我们将公司农化产品的市场竞争范围界定为全球市场。

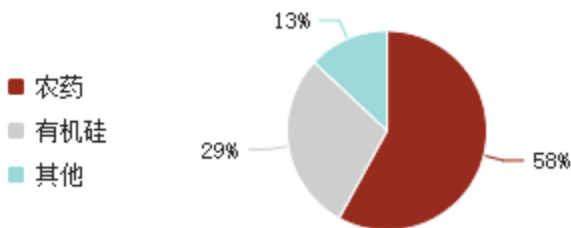
有机硅：

公司业务覆盖工业硅-有机硅单体-聚合物-终端制品的完整产业链，以甲基氯硅烷为核心单体，向下延伸硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂等3000余种产品，广泛应用于新能源、电子、医疗、汽车等领域。有机硅业务凭借全球首创的“氯-硅-磷”循环，将副产氯甲烷回收，与草甘膦业务协同降本、降碳。我们将公司有机硅业务的市场竞争范围界定为国内市场。

其他：

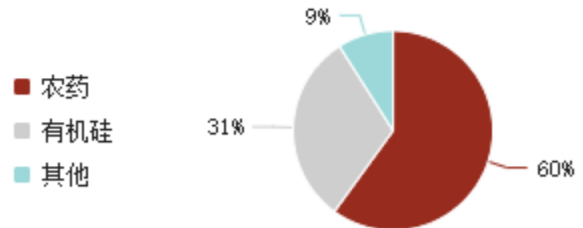
其他业务包含新能源新材料、磷系精细化工、化工贸易、物流及农业配套服务等板块，形成主业协同、多元发展的业务格局。我们将公司其他业务的市场竞争范围界定为国内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型重资产化工制造模式，资产强度明显高于普通化工贸易及轻资产农化企业，依托较高的资产强度筑起资金、产能、环保循环壁垒，阻挡新进入者。此外，公司凭借较高的研发高端度实现产品高端化、差异化，摆脱低端周期内卷、赚取新材料溢价。公司的客户集中度、供应商集中度均低，整体供应链集中度低，得以平滑上游原料供应风险、下游单一应用领域需求波动风险。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司资产强度较高，2025年年报显示，公司固定资产规模在百亿级别，固定资产+在建工程合计占总资产的比例高达51%，布局磷化工、工业硅、有机硅单体及深加工完整产能，配套自备能源、环保及循环化工装置，资本开支门槛高、建设周期长，天然构筑行业准入壁垒。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司研发高端度较高，近几年公司研发费用率多维持在3%以上，拥有千余项授权专利，研发不局限基础大宗品，重点投向电子级硅材料、光伏密封胶、医疗级硅油及硅碳负极等高端品类，且高端深加工产品营收占比持续提升，技术产业化落地速度快，逐步摆脱低端周期价格战，由原料生产商向高附加值新材料解决方案服务商转型。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

公司上游核心原料磷矿、金属硅、甲醇采用多区域多供应商集采，自有工业硅、磷配套实现部分自给，无单一供应商依赖；下游有机硅覆盖光伏、新能源车、电子、医疗等多个赛道，农药产品出口覆盖全球50余个国家。2025年年报显示，前五大客户营收累计占比为9.36%，前五大供应商采购额累计占比为14.53%，整体供应链集中度低，有效对冲原料涨价、单一行业下行及国际贸易摩擦冲击。

4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力、成长能力呈现出明显的周期性波动：2022年受益于农化与有机硅双主业的景气上行，盈利与成长表现亮眼；随着行业进入下行周期，盈利水平大幅回落并持续承压，股东回报能力也同步下降。但依托全产业链循环优势与稳健的财务结构，公司业务控制力一直较好，同时高端化、终端化产品的推进也带动成长能力逐步修复，整体呈现出“周期底部筑底，转型蓄力待发”的态势。

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

2021年及2022年，受益于草甘膦、有机硅价格高位，公司盈利表现强劲；但2023年后两大主业均进入周期下行通道，行业产能过剩、价格持续走弱，叠加成本端压力，盈利水平大幅下滑并持续承压，当前已触底企稳。

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

2022年随着公司农药+有机硅两大主业景气上行至高点，成长能力星级也创下新高。随后随周期下行，业绩增速显著放缓，公司成长能力也在2024年触底。近年随着公司终端化、高端化产品放量，叠加部分新业务落地，成长动能有所修复。

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



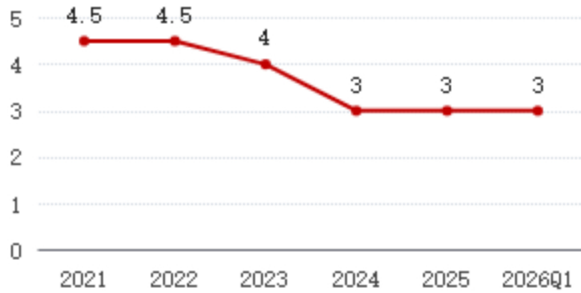
数据来源：公司财报，壹评级

公司凭借全产业链布局和循环经济优势，在周期下行期仍能维持稳定运营，财务结构整体稳健，历年来净占款、以及现金流均始终为正，业务控制力和抗风险能力较强。不过2026Q1现金流转负，主要系春耕备货采购支出、销售回款节奏滞后、行业周期底部盈利尚未完全转化为现金流所致，拖累业务控制力星级有所下滑。

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

前期高盈利带动分红和回报水平较高；随着2023年以来公司盈利下滑，分红能力和股东回报水平同步下降，但仍维持在中等水平，主要依赖稳定的现金流和持续的业务运营支撑。

5. 四维评级

公司有机硅布局高端特种硅及下游终端延伸，农药依托草甘膦海外需求基本盘支撑增量；但两大行业均处于产能存量博弈阶段，行业增量有限、价格周期波动强，产能扩张及新品突破空间受限，成长空间中等。公司核心主业中，有机硅在反内卷驱动下景气有望底部复苏，农药业务自2025年二季度以来也处于周期性盈利修复趋势之中，双业务共振向上，盈利趋势明显向好。有机硅行业头部集中、产能出清放缓，龙头格局稳固；农药草甘膦产能审批严控、环保门槛抬升，中小产能持续出清。公司在两个赛道均位居二线龙头地位，产业格局较好。公司有机硅业务具备规模经济和技术优势的护城河，农药业务具备一定海外登记的渠道资源，以及规模经济的护城河，护城河持续性较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司两大主业来看，农药业务盈利韧性较强但增速中枢较低，贡献稳定基本盘；有机硅业务受益于新兴需求与高端化转型，成长动能更强但短期受行业周期压制，综合考虑后公司整体成长能力中等。

农药(3.5星)：

农药行业需求增速较为稳健，一般维持5%以下的稳健增长。根据未来3-5年行业供需平衡表判断，未来供需趋紧，因此我们判断中期增长以周期性修复为主，收入规模增速较历史表现为边际改善。更远期增速为低个位数水平的中低增速稳定增长，虽增速不高但需求韧性较好。

有机硅(4星)：

受益于光伏、新能源车等下游新兴需求放量，叠加公司产品高端化、终端化转型，未来3-5年有望实现10%~15%的中等增速，较过去几年周期下行至底部的收入表现来讲，边际改善明显。广泛的下游需求有望支撑更远期实现5%~10%的增速，成长天花板更高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

有机硅在反内卷驱动下景气有望底部复苏，农药业务自2025年二季度以来也处于周期性盈利修复趋势之中，双业务共振向上，盈利趋势明显向好。

农药(3.5星):

草甘膦行业供给格局已基本固化，新增产能投放受限，行业进入存量饱和状态，但需求刚性稳健增长，供需格局或有改善空间。公司农药业务依托自身产业链成本优势、海外登记及制剂渠道壁垒，盈利具备较强的底部韧性与稳定性，盈利趋势向好。

有机硅(4星):

有机硅行业无新增产能，再考虑到光伏、新能源汽车、电子电器、医疗等新兴下游需求持续扩容，可以判断未来几年行业供需格局将持续优化。在行业反内卷行为驱动下，行业景气度抬升、龙头盈利改善的确定性更强。

5.3 产业格局

★★★★☆

农药行业稳而不增、有壁垒无高成长，盈利确定性强但长期空间受限，产业格局中等。有机硅行业呈现集中度提升+下游持续增量+高端进口替代特征，进入壁垒较高，无替代品，产业格局较好。公司在两个赛道均位居二线龙头地位，综合来看产业格局较好。

农药(3.5星):

农药行业进入壁垒中等偏高，以草甘膦为例，产能政策严控、环保门槛高，新进入者难以扩容；现有竞争者格局固化，头部企业份额稳固，行业已进入存量博弈阶段。下游种植需求刚性，上游磷矿、化工原料等原料获取难度尚可，总体来看上下游议价能力尚可；但替代品长期渗透压力持续，新型除草剂、生物农药逐步分流市场。整体来看，公司所处的农药行业稳而不增、有壁垒无高成长，盈利确定性强但长期空间受限，产业格局中等。

有机硅(4星):

有机硅资金、技术、环保进入壁垒高，重资产+产业链一体化门槛阻挡新进入者；行业低端产能持续出清，龙头集中度稳步提升，竞争格局持续优化。下游光伏、新能源车、电子、医疗等新兴需求长期扩容，应用场景不断拓宽，下游需求增长韧性足、空间大，上游工业硅、能源原料供给充分，公司上下游议价能力尚可。值得注意的是，硅基新材料功能性不可替代性强，暂无替代品威胁。综合来看行业格局呈现集中度提升+下游持续增量+高端进口替代特征，进入壁垒较高，无替代品，产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司农药业务具备一定海外登记的渠道资源，以及规模经济的护城河，有机硅业务具备规模经济和技术优势的护城河，护城河宽度一般，但持续性均较好。

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
农药	(2星) 公司农药业务以草甘膦品种为核心，公司草甘膦国内市占率为10%，排名行业第三。该业务当前投资回报水平较差，但稳态期经壹评级调整后ROIC可提升至10%左右，具备一定超额收益。公司在产业链中话语权较强，业务控制力为3.5星。	(4.5星) 该业务的护城河来源于线下渠道优势与规模经济，持续性好。1) 规模效应方面，草甘膦行业供给格局刚性出清，新增产能受限，公司龙头份额持续提升，全产业链一体化成本优势在周期下行期不断强化，随着制剂化率提升，规模对盈利的摊薄作用持续放大；2) 渠道优势方面，海外登记资质壁垒高、获取周期长，公司依托全球化布局，在拉美、东南亚等新兴市场的渠道渗透率持续提升，同时通过与头部农资渠道商深化合作，绑定客户粘性，渠道护城河随时间推移不断拓宽、加深。
有机硅	(1.5星) 公司有机硅业务国内市占率7%，排名行业第五。由于上一轮景气高点后行业扩产较多，导致供需格局恶化、有机硅景气触底，该业务当前投资回报水平较差，但稳态期经壹评级调整后ROIC可提升至13%左右，具备一定超额收益。公司在产业链中话语权较强，业务控制力为3.5星。	(4.5星) 该业务的护城河来源于规模效应与技术优势，持续性较好。1) 规模效应方面，公司有机硅单体产能国内领先，依托“氯-硅-磷”循环体系实现副产品高效利用，随着产能利用率提升和高端深加工产能释放，单位成本持续优化，规模壁垒随产能扩张与循环经济深化而不断加固；2) 技术优势方面，公司持续加码高端硅油、电子级硅橡胶、光伏密封材料等新品研发，专利储备与产业化落地形成正向循环，高附加值产品占比提升带动技术溢价持续放大，进口替代与新兴下游需求为技术护城河提供长期持续的增长动力。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于有机硅、农药行业均兑现景气向上修复至中枢值，随后保持稳健增长的核心假设，根据壹评级DDM估值模型及动态估值模型，公司目前处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们将新安股份分类为农药、有机硅、其他三大业务，进行盈利预测及估值。主要业务的盈利预测核心假设及逻辑如下：

业务 1：农药

收入假设：

公司农药业务包括农化自产产品，以及农化贸易产品。两类业务模式不同，分开进行盈利预测，其中，农化自产产品业务为核心业务，对其预测采取量价分拆来进行，具体来看：显性期（指2026~2030年，下同）销量分别为27.01/28.37/29.78/31.27/32.84万吨，单价同比增速分别为15%/10%/-2%/-5%/5%；农化贸易产品规模不大，简单预测显性期每年收入规模为过去5年收入均值。最终综合下来农药行业显性期每年营收同比增速分别为21%/16%/1%/0%/9%。半显性期（2031年~2040年，下同）CAGR为3.2%。

盈利能力假设：

农化自产产品毛利率跟随农药行业周期性波动，考虑到我们对于未来农药行业景气度的判断，该业务显性期毛利率分别为18%/22%/21%/20%/20%，农化贸易产品毛利率水平偏低且波动较小，因此该业务显性期毛利率简单预测为过去5年毛利率均值。

资本负债假设：

- 1) 周转率：历史数据可以看出公司一直是成熟行业重资产模式，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：农药行业周期性波动明显，因此资产负债率我们参照周期性行业，目标定为40%。

业务 2：有机硅

收入假设：

公司有机硅业务包括硅基材料基础产品，以及硅基终端及特种硅烷产品。其中硅基材料基础产品较为同质化，而硅基终端及特种硅烷产品附加值较高。我们对两类业务分开进行盈利预测，其中，硅基材料基础产品显性期年均复合增速假设为10%，硅基终端及特种硅烷产品显性期年均复合增速假设为15%，半显性期有机硅业务CAGR为6%。

盈利能力假设：

硅基材料基础产品周期性较强，前几年受行业扩产导致的供需失衡影响，毛利率跌至底部，我们判断在反内卷政策催化下，叠加行业供需格局逐步出现改善，该业务毛利率呈现明显的周期复苏，该业务显性期毛利率分别为12%/15%/18%/20%/22%。硅基终端及特种硅烷产品附加值较高，历史上毛利率周期性波动不明显，过去5年毛利率在18%~23%区间波动，因此我们对该业务显性期毛利率简单预测为过去5年毛利率均值。

资本负债假设：

- 1) 周转率：历史数据可以看出公司一直是成熟行业重资产模式，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：有机硅行业呈现出一定的周期性波动，因此资产负债率我们参照周期性行业，目标定为40%。

表2：公司整体业绩预测

新安股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	146.3	146.7	146.3	172.3	192.3	202.4	211.5	232.0
归母净利润(亿)	1.4	0.5	1.5	5.7	10.5	11.6	12.5	14.9
归母净利润增速(%)	-95.2	-62.9	183.1	288.1	83.1	10.7	7.3	19.6
经营性净利润(亿)	1.3	0.3	1.5	6.4	11.6	12.9	13.8	16.5
经营性净利润增速(%)	-95.6	-78.9	444.6	331.2	83.1	10.7	7.3	19.6
经营性归母净利润(亿)	1.0	0.2	1.7	5.7	10.5	11.6	12.5	14.9
经营性归母净利润增速(%)	-96.4	-76.9	616.0	236.6	83.1	10.7	7.3	19.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

农药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	59.1	58.1	80.7	99.2	111.2	112.7	112.6	122.8
收入增速(%)	-38.4	-1.7	38.9	22.9	12.1	1.4	-0.1	9.1
经营性净利润(亿)	2.0	0.5	1.2	4.3	8.1	7.9	7.3	8.2
经营性净利率(%)	3.4	0.9	1.5	4.3	7.3	7.0	6.4	6.7
经营性净利润增速(%)	-89.9	-73.6	129.9	257.8	88.9	-2.9	-7.9	12.8
有机硅	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	45.9	50.4	45.1	50.6	56.9	63.9	71.8	80.8
收入增速(%)	-37.4	9.8	-10.6	12.2	12.3	12.4	12.4	12.5
经营性净利润(亿)	-1.0	-0.4	0.6	2.2	3.3	4.5	5.8	7.3
经营性净利率(%)	-2.1	-0.8	1.3	4.3	5.7	7.0	8.0	9.0
经营性净利润增速(%)	-111.2	56.0	234.0	284.1	48.2	37.3	29.1	25.8
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	41.3	38.1	20.5	22.5	24.3	25.8	27.1	28.4
收入增速(%)	-15.2	-7.7	-46.3	10.0	8.0	6.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.2	-0.3	-0.1	0.3	0.5	0.8	1.1
经营性净利率(%)	0.7	0.5	-1.5	-0.6	1.1	2.1	3.0	3.9
经营性净利润增速(%)	-73.5	-35.9	-269.7	56.1	311.1	96.3	49.4	36.1

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)
农药	4.4%	中等	较好	强	8.0%	17.88	8.2
有机硅	8.2%	中低	较好	强	8.0%	15.13	7.3
其他	4.8%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	1.1
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
农药(亿)	23.1	107.6	130.7	2.4	-	-	133.1
有机硅(亿)	10.1	80.7	90.8	1.3	-	-	92.1
其他(亿)	2.1	8.2	10.3	0.6	-	-	10.9
公司整体测算(亿)	35.3	196.5	231.8	4.3	-	-	236.1

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
农药(亿)	55.8	49.7	105.5	2.4	-	-	107.9
有机硅(亿)	40.2	60.5	100.8	1.3	-	-	102.1
其他(亿)	4.9	5.0	9.9	0.6	-	-	10.5
公司整体测算(亿)	101.0	115.2	216.2	4.3	-	-	220.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司所处农药与有机硅行业强周期性特征，产品价格、盈利水平波动较大，且公司高端化转型成效与新业务进展的披露透明度仍有提升空间，业绩与估值中枢受行业景气度、政策变化等外部因素影响显著，难以形成稳定的估值锚，因此我们判断估值确定性一般。

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。