

杭氧股份（002430.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月20日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	23.71
总市值	231.97 亿
PE-TTM	23.48
PB-MRQ	2.30

估值结果

价值	325.46 亿
DDM 估值	上行空间 40%
状态	偏低估
价值	326.48 亿
动态估值	上行空间 41%
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

杭氧集团股份有限公司前身为1950年建厂杭州制氧机厂，2010年于深交所上市，杭州市国资委旗下国企。公司主营空分设备、低温装备制造及工业气体运营，并覆盖氧、氮、氩及稀有气体、电子特气等。

杭氧股份成长能力星级较高，空分设备为基本盘，可控核聚变等新兴领域打开第二成长曲线，气体销售业务成为核心驱动，提供稳定现金流与增长动能；盈利趋势星级较好，当前气价处于历史底部，随着宏观复苏，气价具备极大的向上弹性；产业格局优异，项目客户粘性强，竞争格局稳固；各项护城河星级较高，公司依托“设备+运营”全产业链布局造就了极深的品牌与技术护城河，且优势项持续性好。

杭氧股份是空分设备与工业气体双龙头，“设备+气体”模式现金流稳健。传统业务稳步扩张，电子特气、氢能等新业务打开成长空间。当前处于行业周期底部，叠加稳定分红与良好财务状况，具备估值修复与业绩增长双重机会。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，公司目前属于偏低估的位置。

我们区别于市场的观点

市场对杭氧整体持谨慎中性态度。市场普遍认为，公司所处工业气体行业复苏节奏与力度存在不确定，并且电子特气、氢能等新业务短期贡献有限；空分设备业务需求平稳，订单改善可能不及预期。

我们认为杭氧估值偏低估，原因为行业周期底部已确认，气价为近四年低位，随制造业回暖，气价向上弹性充足；设备大型化与出海带动结构升级、毛利率稳升；电子特气放量，氢能、可控核聚变低温系统打开长期成长空间。当前价格未充分反映其龙头地位与成长潜力，具备估值修复+业绩增长双重机会。

风险提示

若宏观经济波动，行业竞争加剧，或导致工业气体价格回升不及预期；倘若公司特种气体业务进展不及预期，公司成长与盈利能力或将有所下滑；海外市场拓展不及预期可能影响公司长期成长空间。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 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	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	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

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	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	9
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	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

杭氧集团股份有限公司前身为1950年建厂的杭州制氧机厂，2010年于深交所上市，为杭州市国资委旗下国企。公司是全球领先的空分设备与低温石化装备供应商，国内工业气体产业龙头。主营空分设备、低温装备制造及工业气体运营，覆盖氧、氮、氩及稀有气体、电子特气等，其构建“装备+气体”双轮驱动模式，积极布局氢能、CCUS等低碳领域。

2. 业务介绍

对于杭氧股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

气体销售：

公司业务覆盖氧、氮、氩等大宗气体及氪、氙、氡、氦等高附加值特种气体，具备200余种气体一站式供应能力。公司采用管道气、现场制气、液体零售等多元供气模式，业务竞争市场界定为全球市场。

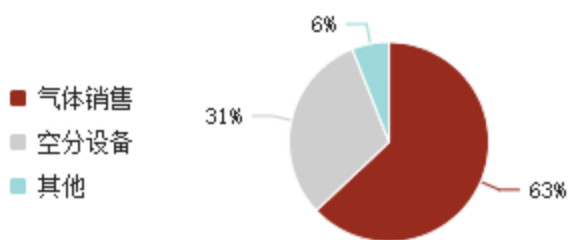
空分设备：

公司空分设备覆盖大、中、全系列规格，制氧规模可实现1-15万Nm³/h全覆盖。公司依托自主研发的换热器、精馏内件等核心部件，产品具备低能耗、长周期、高稳定性优势，国产化率非常高，广泛应用于煤化工、石化、冶金、电子半导体及新能源领域。业务竞争市场界定为全球市场。

其他：

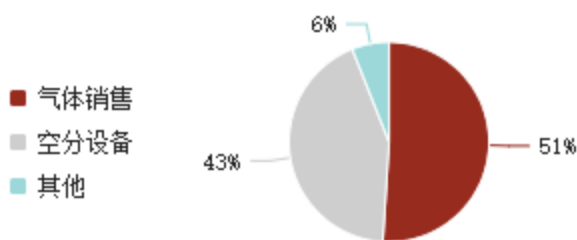
其他业务包含低温石化装备、乙烯冷箱、液氮洗冷箱等产品。业务竞争市场界定为全球市场。

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

杭氧股份所处制气行业，属于典型的重资产运营赛道，核心制气与提纯环节高度依赖大型深冷空分设备、高纯气纯化装置及超净管网系统，单项目产能建设的初始资本密度极高。整体供应链集中度相对较低，上下游供应商与客户较为分散。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

杭氧股份的资产强度较高。杭氧项目以现场制气业务为主，属于典型的重资产运营赛道，项目折旧年限约10~15年，初始资本投入极高，后期随着折旧摊销下降，项目盈利能力有所回升。总体来说气站项目需要投入较高的固定资产与在建工程，从而显著推高了公司的资产强度。

3.2 整体供应链集中度

低 **较低** 中等 较高 高

杭氧股份的整体供应链集中度相对较低。上游设备核心零部件如铝制板翅式换热器、透平膨胀机、大型精馏塔内件等实现自研，下游包含煤化工、石化、冶金、电子半导体等多元化客户。公司前五大客户销售占比21.1%，前五大供应商采购占比21.6%，集中度相对分散。

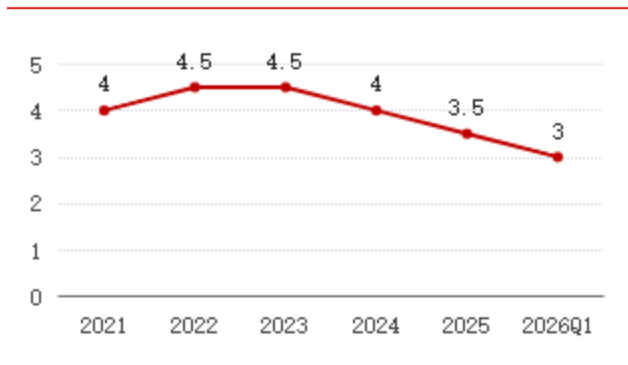
4. 历史经营绩效

杭氧股份经营表现稳健，盈利水平整体平稳且具备较强抗风险能力。公司营收与资产持续扩张，气体业务逐步成为增长主力，成长态势良好。依托设备制造与气体运营双主业布局，公司行业龙头地位稳固，技术、供应链及客户壁垒突出。整体财务结构健康，现金流充裕，分红政策稳定，持续为股东创造回报，综合经营质量与发展确定性位居行业前列。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



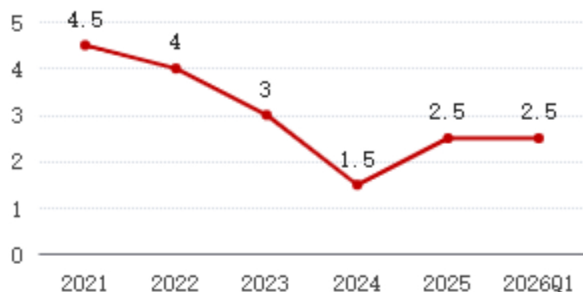
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力星级略有下降。2021~2023年受益于工业气体价格上升，公司规模扩张与产品结构优化，带动整体盈利水平持续上行，毛利率稳步提升至较高区间。2024年后工业气体价格回落，公司核心业务盈利能力有所下降。

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

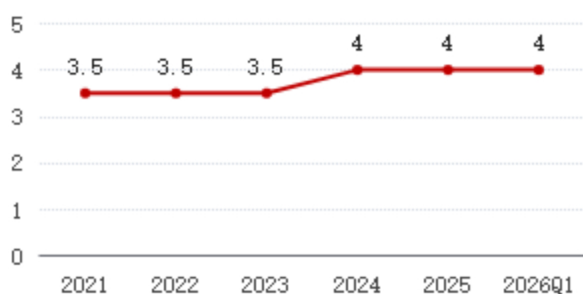
公司历史成长能力受宏观环境有所波动。

2021~2023 年营收保持稳步增长态势，业务结构持续优化，高成长性的气体业务占比逐年提升，成为核心驱动引擎。2024 年由于终端需求低迷，工业气体价格萎靡，公司成长能力有所下滑，2025 年起成长增速有所回暖。

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



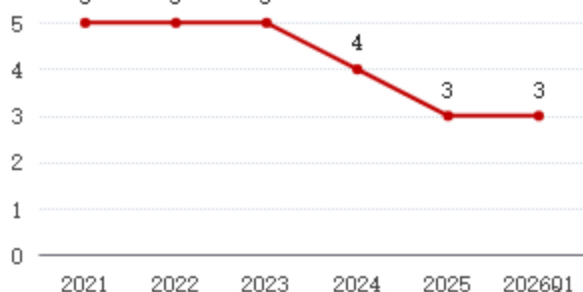
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制能力星级较高。空分设备领域，公司大型设备市占率稳居国内首位，全球竞争力突出。气体运营方面，全国布局完善，管道气长协占比高，客户粘性极强。“设备+气体”双轮驱动战略成效显著，行业龙头地位稳固，业务控制力强劲。

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

公司股东回报评级中等。公司财务状况整体稳健，现金流扎实，分红政策稳定，分红比例保持较高水平，持续回馈股东。净资产收益率长期稳定在良好区间，随着股东价值稳步提升，回报能力行业领先。

5. 四维评级

杭氧股份成长能力星级较高，空分设备为基本盘，可控核聚变等新兴领域打开第二成长曲线，气体销售业务成为核心驱动，提供稳定现金流与增长动能；盈利趋势星级较好，当前气价处于历史底部，随着宏观复苏，气价具备极大的向上弹性；产业格局优异，项目客户粘性强，竞争格局稳固；各项护城河星级较高，公司依托“设备+运营”全产业链布局造就了极深的品牌与技术护城河，且优势项持续性好。

5.1 成长空间

★★★★☆

杭氧股份总体成长能力星级较高。公司从设备制造商向综合气体服务发展，国内气体市占率不到10%，对标海外巨头仍有数倍提升空间。

气体销售(3星):

板块成长能力星级较高。核心业务大宗气体提供稳定的现金流，第二成长曲线电子特气有望放量。后续预计高毛利高价格的零售气及电子特气将贡献业绩高弹性。

空分设备(2.5星):

板块成长能力星级中等。边际变化在于设备大型化趋势及海外出口的突破。公司作为绝对龙头，充分受益于煤化工、石化等下游的设备更新。同时公司在可控核聚变低温系统订单逐步累积，为设备业务注入了新动能。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

杭氧股份整体盈利趋势星级较好。当前工业气体价格近四年以来的最低水平，2024年公司利润处于低点，但向下空间有限，向上弹性巨大。

气体销售(3.5星):

盈利趋势星级较高。管道气业务合同期15-20年，提供稳定的现金流和基础盈利；零售气具备强顺周期属性，盈利能力更强。随着PPI环比转正及制造业景气度回升，气价的边际修复将直接转化为公司的利润弹性。

空分设备(3.5星):

盈利趋势星级稳定。空分设备毛利率常年维持在28%-30%左右的较高水平。随着大型、特大型设备出货量增加，产品结构升级将支撑设备业务毛利率维持高位。

5.3 产业格局

★★★★☆

杭氧股份的产业格局星级较高。行业呈现高技术、高资金壁垒特征，龙头企业强者恒强。

气体销售(4星):

产业格局星级较高。全球工业气体市场高度集中，国内市场前五大份额超80%。虽然外资仍占据存量优势，但杭氧凭借设备自制优势，在增量市场气体份额已达40%-50%。目前竞争格局稳定，产业地位难以撼动。

空分设备(4星):

产业格局星级极高。全球空分设备行业高度集中，杭氧成立早，具备丰富的技术储备，设备市占率稳居国内第一，尤其在特大型空分设备领域领先优势明显。并且由于大型化工、冶金项目对设备稳定性和历史业绩要求极高，新进入者极难打破现有的竞争格局。

5.4 护城河

★★★★☆

杭氧股份的护城河相对较深，且优势项的持续性好。公司凭借“设备+气体”双轮驱动，形成了难以复制的全产业链闭环，领先优势明显。

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
气体销售	(3星)经壹评级调整，现阶段杭氧股份气体销售板块的ROIC为4.5%，存在负超额收益。公司业务控制力为4星，公司属于制气头部企业，随着后续制气规模起量，ROIC数据会逐步提升。	(5星)公司护城河归因为转换成本、规模经济和品牌影响力。1) 转换成本：管道气项目通常签订15-20年的长期排他性合同，客户粘性极强，转换成本高昂，护城河持续性较好；2) 规模经济：气体项目的核心成本来自于电费和折旧费用，项目通过规模效应降低气体能源分摊和折旧费用，头部企业具备规模经济领先优势且衰退速度较慢；3) 品牌影响：公司深耕制气行业70年，品牌知名度深入人心，优势项持续性好。
空分设备	(4星)经壹评级调整，现阶段杭氧股份气体销售板块的ROIC为14.2%，拥有7.2%的超额收益。公司业务控制力为4星。公司深耕深低温和气体分离领域近70年，是国内唯一具备10万以上特大型空分设备制造能力的企业，下游客户粘性高，品牌溢价明显。	(5星)公司护城河归因为技术优势与品牌影响力。1) 技术优势：公司在大型化、低能耗空分设备领域技术领先，且不断向氢能、可控核聚变低温系统等尖端领域拓展，技术护城河深厚且难以被复制；2) 品牌影响：大型项目招标通常要求供应商具备同等规模的成功案例，公司凭借过往众多成功案例形成了强大的信任背书，新进入者极难获取大型项目的入场券。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

杭氧股份是空分设备与工业气体双龙头，“设备+气体”模式现金流稳健，行业壁垒深厚，技术与供应链优势显著。传统业务稳步扩张，电子特气、氢能等新业务打开成长空间。当前处于行业周期底部，叠加稳定分红与良好财务状况，具备估值修复与业绩增长双重机会。基于以上假设，结合动态估值及DDM模型测算，杭氧股份目前属于偏低估的位置。

6.1 核心假设及逻辑

杭氧股份按产品种类收入分为气体销售和空分设备。我们分产品进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

1、气体销售：1) 收入：气体销售是公司业绩的稳健基本盘，具备现金流稳定、增长确定性强的特点。伴随宏观经济逐步修复，制造业、半导体、新能源等下游行业开工率持续回升，工业气体有望需求稳步回暖，叠加气体价格从历史底部逐步修复，支撑收入端稳步增长，我们预计2026~2028年收入同比增速为15.7%/11.7%/11.4%，长期来看行业进入成熟期，终局增速稳定在2.5%；2) 毛利率：中短期来看，下游开工率提升带动产能利用率上行，单位固定折旧成本分摊下降，利润有望逐步修复，我们预计2026~2028年毛利率为16.5%/16.7%/17%，中长期随着高附加值特种气体占比持续提升，推动毛利率稳步上行，终局毛利率稳定在22%。

2、空分设备：1) 收入：空分设备为公司核心优势业务，技术壁垒深厚、龙头地位稳固，特大型空分设备市占率稳居国内首位。下游煤化工、石化等传统领域设备更新需求平稳，新能源、电子半导体领域新增订单持续释放，同时海外市场拓展加速，打开增量空间，我们预计2026~2028年收入同比增速为6.6%/7.5%/7%，长期行业竞争格局固化，需求以存量更新为主，终局稳定在2%的增速；2) 毛利率：公司产品持续向大型化、高端化升级，特大型空分设备附加值更高，叠加核心部件自研降本、规模效应逐步显现，推动设备业务毛利率稳中有升，我们预计2026~2028年毛利率为29.3%/29.3%/29.4%，终局毛利率稳定在29.5%。

表2：公司整体业绩预测

杭氧股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	133.1	137.2	150.8	168.7	185.4	203.2	221.3	240.0
归母净利润(亿)	12.2	9.2	9.5	10.6	12.1	13.6	15.8	18.0
归母净利润增速(%)	0.4	-24.1	2.7	11.6	14.7	11.9	16.0	14.3
经营性净利润(亿)	12.5	9.6	10.6	11.4	13.1	14.7	17.1	19.6
经营性净利润增速(%)	-0.4	-23.5	10.6	7.5	15.3	12.1	16.5	14.6
经营性归母净利润(亿)	11.9	8.9	9.4	10.2	11.8	13.2	15.4	17.7
经营性归母净利润增速(%)	0.8	-25.4	5.9	8.5	15.3	12.1	16.5	14.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

气体销售	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	81.9	81.0	92.1	106.5	119.0	132.5	146.4	161.0
收入增速(%)	2.3	-1.1	13.7	15.7	11.7	11.4	10.4	10.0
经营性净利润(亿)	5.1	2.6	3.3	3.3	4.4	5.3	7.1	9.1
经营性净利率(%)	6.2	3.3	3.6	3.1	3.7	4.0	4.9	5.6
经营性净利润增速(%)	-34.6	-47.6	23.3	-0.3	35.1	21.5	33.0	27.4
空分设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	42.4	45.3	49.1	52.4	56.3	60.3	64.3	68.1
收入增速(%)	5.7	6.8	8.6	6.6	7.5	7.0	6.7	6.0
经营性净利润(亿)	6.8	6.4	6.6	7.4	8.0	8.6	9.2	9.8
经营性净利率(%)	16.1	14.1	13.4	14.1	14.1	14.2	14.3	14.3
经营性净利润增速(%)	57.4	-6.3	2.9	12.5	7.8	7.8	7.4	5.7
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.8	10.9	9.6	9.9	10.1	10.4	10.6	10.9
收入增速(%)	11.7	24.5	-11.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
经营性净利润(亿)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
经营性净利率(%)	7.3	4.9	7.8	7.3	7.4	7.4	7.4	7.4
经营性净利润增速(%)	27.7	-16.5	39.9	-3.1	2.8	2.8	2.7	2.8

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)
气体销售	7.0%	中等	较好	强	7.8%	20.43	17.9
空分设备	3.9%	中低	较好	强	7.8%	15.78	9.7
其他	2.5%	中低	一般	一般	7.5%		0.8
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
气体销售(亿)	19.5	201.0	220.5	1.8	24.5	0.1	197.9
空分设备(亿)	29.7	113.6	143.3	0.9	15.9	0.1	128.4
其他(亿)	2.5	-	-	0.2	-	-	0.2
公司整体测算(亿)	51.7	314.6	363.8	2.9	40.4	0.2	326.5

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
气体销售(亿)	54.3	148.9	203.2	1.8	24.5	0.1	180.5
空分设备(亿)	81.6	72.2	153.7	0.9	15.9	0.1	138.9
其他(亿)	5.9	—	5.9	0.2	—	—	6.1
公司整体测算(亿)	141.8	221.0	362.8	2.9	40.4	0.2	325.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性评级处于较高水平。公司所处行业相对成熟，其制气业务依托长协定价机制与优质的头部客户结构，确保了用气量与收益的高度稳定；并且公司各项护城河较深且持续性强，为其估值的确定性提供了坚实的支撑。

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。