

凯赛生物（688065.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月10日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	48.95
总市值	353.07 亿
PE-TTM	59.89
PB-MRQ	1.98

估值结果

价值	275.05 亿
DDM 估值 上行空间	-22%
状态	偏高估
价值	297.62 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

凯赛生物定位全产业链生物制造厂商，深耕聚酰胺产业链，生物法长链二元酸主业已稳居全球龙头，第二成长曲线——生物基聚酰胺对比同类石油基化工品，未来有广阔的替代空间。

公司成长能力中等，生物法长链二元酸业务稳健打底、生物基聚酰胺及单体打开广阔增长空间；盈利趋势分化，生物法长链二元酸盈利平稳、生物基聚酰胺及单体盈利随产能爬坡有望持续改善，整体趋势尚可；产业格局分化，生物法长链二元酸凭借高市占率形成近乎垄断格局，生物基聚酰胺及单体虽有先发优势但格局尚未稳固；护城河方面，生物法长链二元酸已构筑利基市场垄断与规模效应壁垒，持续性强，生物基聚酰胺及单体当前虽无明显壁垒，但未来有望依托规模效应与技术优势构建护城河。

基于公司生物法长链二元酸业务维持缓慢增长，而生物基聚酰胺及单体市场推广顺利、远期盈利可修复至均值的基本假设，根据壹评级DDM估值及动态估值模型，公司处于偏高估至合理估值区间。

风险提示

业务经营风险方面，生物基聚酰胺客户认证与推广不及预期、行业竞争加剧、传统巨头降本施压，叠加重资产项目产能爬坡不顺加剧财务压力，将拖累公司业绩释放节奏、削弱盈利弹性并压制估值，同时公司海外收入占比高存在汇率波动风险，亦面临合成生物学底层技术路线替代风险；成本端外部风险方面，环保政策趋严、原材料价格大幅波动将抬升运营成本，冲击盈利水平。

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	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	12
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	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

凯赛生物定位全产业链生物制造厂商，深耕聚酰胺产业链，主营生物法长链二元酸、生物基聚酰胺等核心产品，产品对标石油基化工品，广泛用于纺织、汽车、电子、新材料领域。

相较于良率低、成本高的传统化学法，公司生物制造工艺具备条件温和、绿色低碳、副产物少等显著优势，不仅有效降低了环境污染，也大幅提升了产品纯度和成本竞争力。

2. 业务介绍

对于凯赛生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

生物法长链二元酸：

长链二元酸通常是指碳链上含有十个以上碳原子的脂肪族二元羧酸。公司长链二元酸稳居全球龙头，上市之前即成功实现了DC11及以上长链二元酸的生物法规模化生产，全球市场份额超80%。2022年公司完成4万吨癸二酸（DC10）的产能投放，是全球首家实现生物发酵法癸二酸规模化生产的企业，正快速取代化学法路径。当前公司累计具有年产11.5万吨的长链二元酸产能。我们将其竞争市场界定为全球范围。

生物基聚酰胺及单体：

随着长链二元酸业务趋于成熟，公司积极推动产业链向下游高附加值领域延伸，以自产生物基戊二胺为关键单体，公司开发出全球首创的生物基聚酰胺PA5X等材料，其性能媲美传统石油基聚酰胺，并且在吸湿性、阻燃性等方面表现更佳，适用于锂电、光伏、纺织等多个高潜力市场。

目前生物基聚酰胺相关产品尚处于市场导入初期，通过与宁德时代等头部企业合作，以及引入招商局集团开展股权业务双向合作等措施，公司产品产业化应用有望陆续落地。此业务的竞争市场界定为全球范围。

其他：

其他业务涵盖生物基哌啶等精细化工品、生物基改性复合材料及新能源配套材料，同步布局玉米深加工实现原料自给，并对外提供菌种研发、工艺授权等合成生物技术服务，辅以各类小众特种生物化学品定制产销，与主业形成协同。其他业务的竞争市场界定为全球范围。

图1：预测2026年收入占比

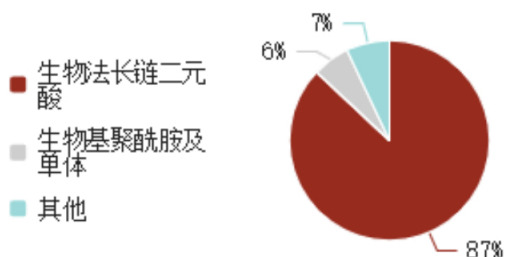
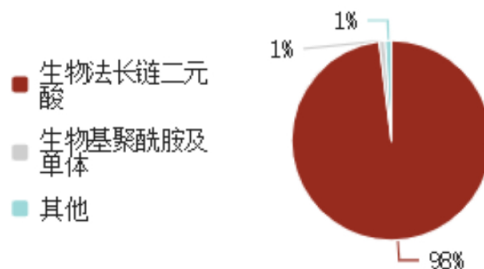


图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

数据来源：公司财报，壹评级

第4页

3. 商业模式

公司核心商业模式为重资产自建发酵产能+自研构筑全链条技术壁垒+绑定全球工业巨头落地产品替代，形成了“技术→产能→大客户放量→反哺研发扩产”闭环，是合成生物领域工业化量产企业的典型范式。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司为重资产生物制造模式，依托大额固定资产投入形成规模化产能，凭借规模摊薄单位制造与折旧成本。成熟长链二元酸产能持续贡献稳定现金流，反哺新项目扩产，但固定折旧刚性，产能爬坡较慢容易阶段性压制盈利水平。

公司在山西、新疆布局大型一体化发酵生产基地，配套玉米深加工全产业链设施，项目建设与资本开支体量偏大、投产周期偏长，根据公司2025年年报，公司固定资产合计36.5亿元，占总资产的15%；在建工程合计66.0亿元，占总资产的28%，资产强度高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发贯穿菌种改造、发酵工艺优化、下游新材料改性全链条，一方面持续迭代成熟产品生产工艺、压降生产成本增厚存量毛利，另一方面依托自研储备戊二胺、生物基尼龙、精细化学品等新品，实现实验室技术向工业化量产落地。2022年-2025年研发费用率在7%-9%，高于传统化工制造业研发水平。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较低，根据公司2025年年报，前五名客户集中度为30%，既绑定杜邦、赢创、动力电池龙头等优质大客户，依托长周期产品认证锁定长期合作、保障新品规模化落地，又依托海量中小分散客户覆盖多元细分需求，平滑单一行业周期波动。

4. 历史经营绩效

公司依托于长链二元酸利基市场的领先地位，主业盈利筑底回暖、成长拐点确立，长期经营底盘扎实，但重资产投入叠加生物基新业务拓展缓慢，阶段性拖累现金流，高分红难抵低股息率，股东回报偏弱。

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 年长链二元酸高景气支撑盈利高位，但后续原料玉米涨价、太原生物基聚酰胺新项目投产抬升折旧与费用，拖累毛利率下行；2024 年以来，长链二元酸主业销量明显回暖，毛利率也触底缓慢回升，盈利韧性凸显，盈利能力进入磨底企稳阶段。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



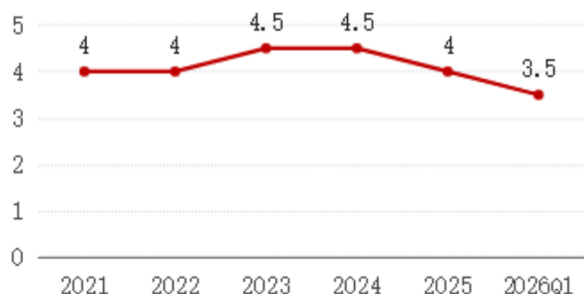
数据来源：公司财报，壹评级

2022-2023 年下游化工需求偏弱、长链二元酸价格走弱，叠加戊二胺/PA56 项目投产初期收入贡献有限，成长评级跌至较差水平；2024 年起，主业长链二元酸销量明显回暖，带动营收规模快速增长，成长能力持续边际改善至较好水平。

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



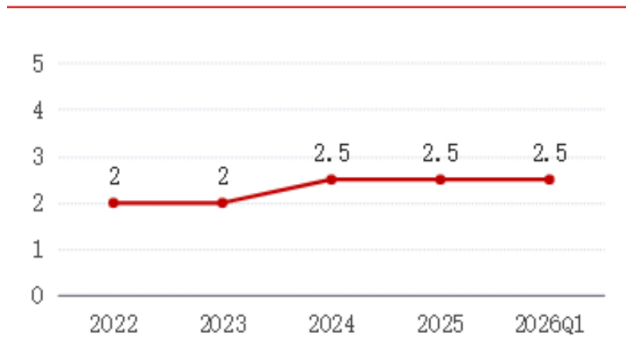
数据来源：公司财报，壹评级

公司依托其在长链二元酸利基市场的垄断优势，上下游话语权较高、现金流表现也较好，历史上业务控制力星级表现一直较好。但近两年受第二曲线业务推广不利、而折旧摊销等固定成本偏高拖累，公司净现比从1倍以上的较好水平快速下滑，2026Q1 转为负值，或为季节性因素影响，保持关注。与此同时净占款指标也持续下行，但仍为正值。整体来看业务控制力尚可。

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

历史数据来看，公司股东回报评级一般。近年来，虽主业盈利韧性较好，分红比例也尚可，2024年及2025年分红比例接近60%，但股息率偏低，仅1%左右。虽然重资产扩张持续推进，但生物基聚酰胺推广进度较慢，导致产销量偏低，股东投资回报指标偏低，资本市场表现也较弱，最终拖累整体股东回报评级仍偏低。

5. 四维评级

公司成长能力中等，生物法长链二元酸业务稳健打底、生物基聚酰胺及单体打开广阔增长空间；盈利趋势分化，生物法长链二元酸盈利平稳、生物基聚酰胺及单体盈利随产能爬坡有望持续改善，整体趋势尚可；产业格局分化，生物法长链二元酸凭借高市占率形成近乎垄断格局，生物基聚酰胺及单体虽有先发优势但格局尚未稳固；护城河方面，生物法长链二元酸已构筑利基市场垄断与规模效应壁垒，持续性强，生物基聚酰胺及单体当前虽无明显壁垒，但未来有望依托规模效应与技术优势构建护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

生物法长链二元酸主业增长确定性高但增速偏低，第二成长曲线——生物基聚酰胺及单体业务成长空间广阔，综合来看公司成长能力中等。

生物法长链二元酸(2星)：

生物法长链二元酸是公司的成熟基本盘。公司上市之前即成功实现了DC11及以上长链二元酸的生物法规模化生产，全球市场份额超80%。2022年又成功拓展癸二酸（DC10）产品，按产能计算，当前市占率也达到了30%以上。展望后市，若无新产品落地，长链二元酸主业或面临成长天花板，预计未来仅跟随全球精细化工低速稳健扩容，增长确定性高但增速偏低，成长空间较低。

生物基聚酰胺及单体(5星)：

生物基聚酰胺对标石油基尼龙的百万吨量级市场，在汽车轻量化、纺织、新能源电池壳体领域替代空间广阔，公司此业务当前产销量均不足1万吨，未来伴随产能爬坡、下游大客户认证落地，收入将从低基数实现高速放量，远期替代空间充足，虽成长确定性较低，但综合来看成长空间广阔。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司成熟的长链二元酸主业盈利平稳，生物基新材料业务盈利有望逐步兑现，综合来看盈利趋势尚可。

生物法长链二元酸(3星):

生物法长链二元酸行业竞争格局清晰，公司作为利基市场寡头，市场份额与成本优势均较稳固，产品价格周期性波动收窄，预计未来三年盈利能力维持较高水平，盈利趋势平稳。

生物基聚酰胺及单体(3.5星):

生物基聚酰胺材料短期推广不顺，受产能爬坡、固定折旧拖累，该业务毛利率多年为负。我们判断，未来随着公司和招商局集团、宁德时代等核心大客户的突破，公司该业务产能利用率有望逐年抬升、规模效应释放，单位成本持续下行，中长期毛利率逐步上行，盈利改善斜率优于传统二元酸，盈利趋势向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

生物法长链二元酸凭借高市占率、技术与产能壁垒形成近乎垄断的竞争格局，产业格局优异；生物基聚酰胺及单体虽具备先发优势，但仍面临传统巨头与同行的双重竞争，格局尚未稳固。

生物法长链二元酸(4.5星):

公司凭借全球超80%的利基市场市占率形成近乎垄断的竞争格局，行业内无规模化竞争对手，化学法路线因成本与环保劣势已基本退出市场；公司万吨级发酵产能与长期菌种工艺积累构筑了极高的资本与技术壁垒，潜在进入者威胁极低；产品在成本、纯度上显著优于石油基路线，短期内无有效替代方案；公司配套原料自给体系削弱了供应商议价能力，下游客户虽以国际巨头为主，但因转换成本极高，议价能力有限，整体竞争格局近乎一家独大，仅在客户议价环节存在小幅瑕疵，综合来看产业格局优秀。

生物基聚酰胺及单体(3星):

作为生物基聚酰胺赛道的先行者，公司虽具备先发优势，但仍面临传统石油基尼龙巨头的成熟工艺竞争，同时多家企业跟进布局生物基路线，行业竞争格局尚未稳固；生物基产品在成本、性能稳定性上仍不及石油基尼龙，替代进程存在不确定性，替代品威胁中等；下游汽车、电子客户对成本与认证要求严苛，且市场上石油基尼龙选择丰富，客户议价能力较强，整体处于导入期的中等竞争格局。

5.4 护城河

★★★★☆

生物法长链二元酸已构筑利基市场垄断、规模效应护城河，且持续性好；生物基聚酰胺及单体当前虽尚未形成明显壁垒，但随着产能爬坡与技术落地，未来有望构建规模效应及技术优势护城河。

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
生物法长链二元酸	(3.5星) 公司为生物法长链二元酸全球绝对龙头，其中DC11及以上产品市占率超80%，形成利基市场垄断格局，稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为15.5%，超额收益明显。公司上下游话语权尚可，该业务经营稳健贡献持续现金流，业务控制力为4星。	(4.5星) 公司该业务的护城河主要源于利基市场垄断地位与规模经济，持续性好。公司凭借长期菌种迭代与发酵工艺积累，构建了极高的技术壁垒，化学法路线因成本与环保劣势已基本退出市场；且公司不断进行技术改造、持续发挥规模效应，综合生产成本持续走低，规模效应护城河得以巩固，持续性好。
生物基聚酰胺及单体	(0.5星) 公司为生物基聚酰胺赛道先行者，但当前业务仍处产能爬坡与客户认证阶段，市占率低、规模效应尚未显现，成本与技术优势尚未完全转化为超额收益，毛利率、净利率、投资回报率均为负值，当前基本无护城河。我们保守估计未来有所提升，到稳态期，该业务经壹评级调整后的ROIC为7.1%，基本达到社会平均回报率水平。业务控制力为3.5星。	(4.5星) 公司该业务护城河未来主要依托规模效应与技术优势构建，持续性较好。随着产能利用率提升，公司将逐步通过规模化生产降低单位成本；同时戊二胺、生物基尼龙的合成技术壁垒较高，公司已完成全产业链技术布局，后续工艺优化与客户认证落地后，有望形成显著的成本与客户转换优势，护城河具备持续提升潜力。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司生物法长链二元酸业务维持缓慢增长，而生物基聚酰胺及单体市场推广顺利、远期盈利可修复至均值的基本假设，根据壹评级DDM估值及动态估值模型，公司处于偏高估至合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们将公司业务拆分为生物法长链二元酸、生物基聚酰胺及单体、其他三大业务板块，并对其进行盈利预测及估值，预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：生物法长链二元酸

收入假设：

我们对生物法长链二元酸业务进行量价拆分预测。考虑到公司此业务当前并无大规模扩张计划，仅常规扩张。因此我们保守预测显性期（2026年-2030年，下同）该业务每年销量分别为11.5、12.5、13、13.5、14万吨；销售均价方面，我们假设在行业供给小幅释放和成本下移背景下，销售均价温和回落，显性期每年回落约1%。半显性期，该业务板块收入CAGR约2%，保持稳健增长态势。

盈利能力假设：

考虑到公司在生物法长链二元酸行业的高市占率，我们判断该业务可维持较高的毛利率水平。显性期该业务毛利率小幅回落，至2030年为40%（过去5年该业务毛利率均值为40.69%），并在半显性期得以维持。

资本负债假设：

- 1) 周转率：该业务为公司传统主业，重资产模式成熟，因此未来周转率假设维持历史均值水平。
- 2) 负债率：该业务属于利基市场，且下游为高端聚酰胺，周期性弱，因此该业务资产负债率参考一般制造业的水平，目标定为50%。

业务2：生物基聚酰胺及单体

收入假设：

我们对生物基聚酰胺及单体进行量价拆分预测。一方面，产品价格上，我们认为公司生物基材料要达达到对传统石油基化工品的替代，价格中枢预计会持续走低，我们简单假设显性期该业务单价每年下滑2%左右。另一方面，销量水平上，考虑到公司此业务当前产能利用率偏低（2025年生物基聚酰胺系列产能在10万吨以上，但销量仅0.64万吨），因此我们假设显性期该业务推广顺利，产能得以持续爬坡，每年销量分别为1.13、2.40、4.25、7.20、9.5万吨，待现有产能达到满产后，公司在山西太原基地规划还有年产50万吨生物基戊二胺、年产90万吨生物基聚酰胺项目，继续推动公司半显性期收入规模扩张。半显性期，该业务板块收入CAGR约10%左右，保持较高增速，到2040年该业务营收规模可到43亿元左右。

盈利能力假设：

随着公司产能爬坡顺利，该业务规模效应得以发挥，生产成本持续走低，带动该业务盈利水平快速修复，从当前的-15%左右，修复至2030年的25%左右，并在半显性期得以维持。

资本负债假设：

1) 周转率：该业务为公司第二成长曲线，高额资本开支前置，但市场推广不顺畅，导致当前资产规模庞大、资产周转率非常低，我们假设随着后续产能爬坡顺利，该业务资产周转率逐步回落，至稳态期保持比正常传统主业略高的水平。

2) 负债率：该业务对标石油基化工品，我们判断其价格周期性波动强，因此该业务资产负债率参考周期行业的水平，目标定为40%。

业务3：其他

收入假设：

鉴于2025年公司新产品-生物基哌啶项目也划归于其他业务之中，因此我们判断，随着未来公司业务创新，其他业务仍有增长空间，因此我们简单假设该业务收入显性期得以维持每年10%左右的增速，半显性期得以维持6%左右的增速。

盈利能力假设：

我们判断类似于生物基聚酰胺产品，随着新项目产能爬坡顺利，该业务规模效应得以发挥，生产成本持续走低，带动该业务盈利水平快速修复，从当前较大额负值，修复至2030年的20%左右，并在半显性期得以维持。

资本负债假设：

1) 周转率：该业务当前也面临较大的折旧摊销压力，我们假设随着后续产能爬坡顺利，该业务资产周转率逐步回落，至稳态期保持与主业相当的周转率水平。

2) 负债率：该业务模式也对标石油基化工品，我们判断其价格周期性波动强，因此该业务资产负债率参考周期行业的水平，目标定为40%。

表2：公司整体业绩预测

凯赛生物	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	21.1	29.6	33.0	37.9	43.1	47.8	54.4	59.6
归母净利润(亿)	3.7	4.9	5.6	7.0	7.2	7.8	8.5	9.8
归母净利润增速(%)	-33.8	33.5	14.7	25.5	2.1	8.9	9.0	15.1
经营性净利润(亿)	2.7	3.8	4.0	7.0	7.2	7.8	8.5	9.8
经营性净利润增速(%)	-38.3	38.5	5.5	77.1	2.1	8.9	9.0	15.1
经营性归母净利润(亿)	2.4	3.9	4.2	7.0	7.2	7.8	8.5	9.8
经营性归母净利润增速(%)	-38.7	59.1	8.4	67.2	2.1	8.9	9.0	15.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

生物法长链二元酸	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.1	26.7	29.4	33.1	35.7	36.7	37.7	38.7
收入增速(%)	-9.0	39.9	9.9	12.9	7.6	3.0	2.8	2.7
经营性净利润(亿)	4.3	5.4	5.6	7.8	8.2	8.2	8.3	8.3
经营性净利率(%)	22.4	20.2	19.1	23.5	22.9	22.4	21.9	21.4
经营性净利润增速(%)	-16.5	26.3	3.9	38.7	5.0	0.5	0.6	0.3
生物基聚酰胺及单体	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.5	1.4	1.3	2.2	4.6	8.0	13.2	17.1
收入增速(%)	-33.3	-6.5	-11.8	72.7	109.1	73.5	66.0	29.3
经营性净利润(亿)	-0.7	-0.5	-0.4	-0.5	-0.9	-0.4	0.1	1.2
经营性净利率(%)	-44.6	-32.5	-33.5	-23.9	-18.9	-4.9	1.0	7.1
经营性净利润增速(%)	10.7	31.8	9.2	-23.1	-65.9	55.3	132.9	844.9
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.5	1.4	2.3	2.6	2.8	3.1	3.4	3.8
收入增速(%)	-54.4	176.9	61.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	-0.9	-1.2	-1.2	-0.2	-0.1	-0.0	0.1	0.3
经营性净利率(%)	-167.5	-81.1	-52.2	-8.8	-4.5	-0.3	3.8	8.3
经营性净利润增速(%)	-1698.0	-34.1	-4.2	81.5	44.1	91.5	1313.0	139.5

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)
生物法长链二元酸	2.0%	中低	非常好	强	7.8%	17.36	8.3
生物基聚酰胺及单体	5.2%	中等	较好	强	8.5%	16.5	4.0
其他	4.0%	中等-	一般	一般	8.5%	11.22	0.5
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
生物法长链二元酸(亿)	46.5	106.9	153.5	78.2	-	-	231.6
生物基聚酰胺及单体(亿)	16.7	34.1	50.8	3.4	-	-	54.2
其他(亿)	3.0	2.6	5.6	6.2	-	-	11.8
公司整体测算(亿)	66.3	143.6	209.9	87.7	-	-	297.6

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
生物法长链二元酸(亿)	85.9	53.9	139.8	78.2	-	-	217.9
生物基聚酰胺及单体(亿)	22.7	19.3	42.1	3.4	-	-	45.5
其他(亿)	3.6	1.9	5.5	6.2	-	-	11.7
公司整体测算(亿)	112.2	75.1	187.3	87.7	-	-	275.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司核心业务：生物法长链二元酸已进入低速增长阶段，而第二成长曲线生物基聚酰胺及单体仍处产能爬坡与客户认证期，业绩兑现进度受下游需求波动、技术落地节奏及行业政策影响存在不确定性，叠加行业周期性波动与重资产扩产带来的现金流压力，使得公司估值锚的稳定性偏弱，综合判断估值确定性处于中等偏低水平。

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。