

天岳先进（688234.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月17日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	111.15
总市值	538.65亿
PE-TTM	-194.22
PB-MRQ	7.57

估值结果

价值	337.63亿
DDM估值	上行空间 -37%
状态	高估
价值	310.98亿
动态估值	上行空间 -42%
状态	高估

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

天岳先进是全球领先的碳化硅衬底企业，随着新能源汽车及AI数据中心等下游应用持续发展，碳化硅渗透率有望不断提升，公司凭借领先的晶体生长技术、产品良率及全球客户资源，未来具备持续成长空间。

天岳先进成长空间广阔，长期受益于第三代半导体渗透率提升及AI数据中心、电动汽车、电网等新兴应用快速发展。盈利趋势中等，行业短期供给过剩导致盈利承压，供需改善后盈利将修复；产业格局中等，全球化属性与高壁垒支撑集中度优于光伏产业。企业短期护城河偏窄，但依托规模经济和技术优势，公司具备维持以及持续提升全球市场份额的能力，护城河持续性强。

在我们假设碳化硅衬底市场快速增长以及公司市占率小幅提升的情景下，当前估值高估。

我们区别于市场的观点

市场最大的担忧在于，随着行业持续扩产，碳化硅是否会复制光伏产业的发展路径，最终陷入价格竞争、盈利下行的周期。我们认为，碳化硅衬底与光伏最大的区别在于技术壁垒和产业格局。一方面，碳化硅衬底属于典型的高壁垒半导体材料，晶体生长、缺陷控制、良率提升及客户认证均需要长期技术积累，行业竞争远非简单扩产即可实现；另一方面，光伏产业链高度集中于国内，而碳化硅衬底面向全球功率器件厂商供应，竞争格局更加全球化，市场空间也更加分散。因此，我们认为行业长期更有可能形成类似半导体材料的全球寡头格局，而非光伏式充分竞争。

风险提示

若新能源汽车、AI数据中心等下游需求增长不及预期，公司成长节奏可能放缓；若8英寸及下一代产品研发、客户认证低于预期，公司竞争优势可能受到影响；此外，若行业扩产持续快于需求增长，产品价格仍存在阶段性承压风险。

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 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	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	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

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	9
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	10

1. 基本信息

天岳先进成立于2010年，2022年登陆科创板，是国内最早实现碳化硅衬底产业化的企业之一，也是目前全球领先的碳化硅衬底厂商。公司技术源于国内科研成果转化，经过十余年持续研发，实现了4英寸、6英寸、8英寸碳化硅衬底量产，并率先推出12英寸产品。

2. 业务介绍

对于天岳先进公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

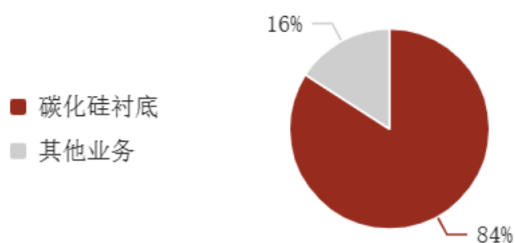
碳化硅衬底：

碳化硅衬底是公司的核心业务，也是全球第三代半导体产业链的上游基础材料。公司产品主要包括导电型碳化硅衬底和半绝缘型碳化硅衬底，目前收入已逐步转向以导电型产品为主，下游主要应用于新能源汽车、AI数据中心电力系统、电网、工业控制等功率器件领域。公司竞争优势主要体现在晶体生长、缺陷控制、大尺寸量产及客户认证能力，而非单纯产能规模。我们对该市场的界定是全球碳化硅衬底市场。

其他业务：

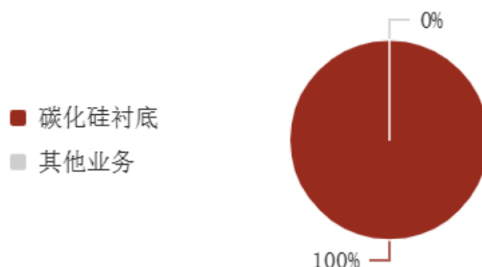
其他业务主要为莫桑石产品，来源于生产过程中未达到半导体级要求的碳化硅晶体综合利用，占公司收入比例较低，对整体业绩影响有限。我们对该市场的界定是全球莫桑石市场。

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

天岳先进专注于碳化硅衬底材料研发、生产和销售，采用自主研发、自主制造的经营模式，覆盖晶体生长、晶锭加工、切磨抛及检测等核心生产环节。公司产品主要面向全球功率半导体及射频器件厂商，通过长期客户认证进入国际供应链。作为典型的半导体材料企业，公司商业模式具有重资产、高研发、长认证周期等特点，竞争优势主要来源于晶体生长技术、产品良率和客户认证能力，而非单纯产能规模。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司资产强度高。公司属于半导体材料制造企业，需要持续投入长晶炉、加工设备及配套厂房，同时8英寸及未来12英寸衬底产业化亦带来较大的资本开支，因此固定资产规模持续增长，资产周转率相较芯片设计企业明显偏低。此外，公司近年来持续推进产能扩建，以满足全球客户需求，短期也对资产周转效率形成一定影响。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司研发强度较高。公司长期围绕碳化硅晶体生长、大尺寸衬底、缺陷控制及加工工艺持续投入研发，是国内最早实现8英寸碳化硅衬底量产的企业之一，并率先推出12英寸产品。由于碳化硅衬底属于典型的技术驱动行业，产品性能、良率及一致性直接决定客户认证和市场竞争能力，因此研发投入始终是公司核心竞争优势的重要来源。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较高。碳化硅衬底行业下游客户主要为全球功率企业，2025年前五大客户销售占比57%，客户数量相对有限且集中，合作关系较为稳定。公司已进入国际主流功率器件厂商供应链，客户覆盖欧美及国内头部企业，全球化客户结构有助于降低单一区域市场波动风险。但由于行业仍处于快速发展阶段，头部客户收入占比相对较高，公司经营仍受主要客户采购节奏及行业资本开支周期影响。

4. 历史经营绩效

公司历史盈利与成长能力弱，行业供给压力、价格下行与高研发投入导致回报不佳、营收波动大。公司市场地位稳固，但费用与运营效率偏弱，财务表现中等。目前暂无现金分红，股东回报能力偏弱，未来随盈利改善有望逐步修复。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



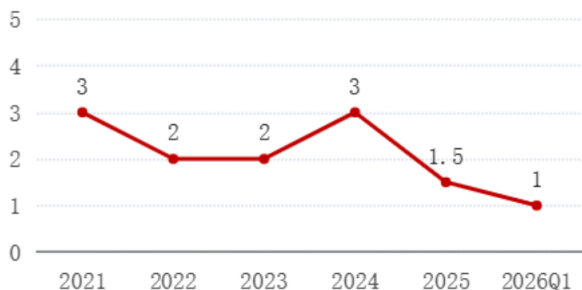
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力弱。碳化硅衬底行业竞争激烈，供给压力大，产品平均售价大幅下行。叠加高强度研发投入与产能爬坡期固定成本摊销，公司长期盈亏交替，上市以来中位数ROIC为-2.13%，投资回报能弱。

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。过去五年营收波动剧烈，呈现“增收不增利”特征。销量虽大幅增长，但产品价格持续下行严重侵蚀收入，营收增速从高位快速回落至负增长。行业供需失衡下以价换量策略使成长质量大打折扣，难以形成稳定预期。

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



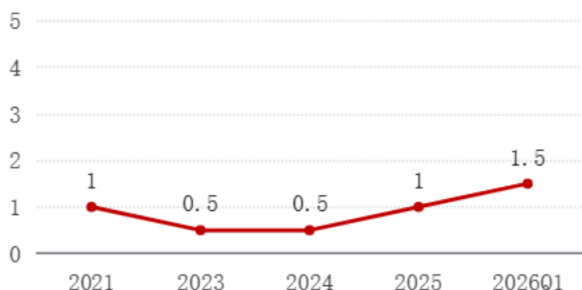
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现中等。其中费用管控与运营效率表现分化，三费占比持续攀升，应收账款及存货周转率逐年下降，回款压力加大，但公司通过工艺优化使单位库存成本显著下降，经营活动现金流实现改善。全球市占率跃居第一印证市场地位稳固，整体呈“强市场地位、弱盈利转化”的中间状态。

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

公司股东回报评级弱。作为处于快速成长阶段的半导体材料企业，公司资金主要用于产能扩建、研发投入及新产品开发，自上市以来从未进行现金分红。长期来看，随着导电型衬底业务持续放量、盈利能力进一步提升，公司股东回报能力有望逐步改善。

5. 四维评级

天岳先进成长空间广阔，长期受益于第三代半导体渗透率提升及AI数据中心、电动汽车、电网等新兴应用快速发展。盈利趋势中等，行业短期供给过剩导致盈利承压，供需改善后盈利将修复；产业格局中等，全球化属性与高壁垒支撑集中度优于光伏产业。企业短期护城河偏窄，但依托规模经济和技术优势，公司具备维持以及持续提升全球市场份额的能力，护城河持续性强。

5.1 成长空间

★★★★★

公司成长空间大，新能源车为目前主要需求来源，未来AI算力、电网、工控等领域将持续释放增量，行业长期具备数十倍增长空间。

碳化硅衬底(5星):

碳化硅衬底成长空间大。新能源汽车仍是当前最大的应用市场，而未来AI数据中心、电网、工业控制及轨道交通等新兴领域将持续打开新的需求空间，行业长期市场规模仍有数十倍增长潜力。同时，公司已实现8英寸产品规模化量产，并率先布局12英寸产品，有望持续受益于大尺寸升级及全球市场份额提升。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势中等。短期受行业扩产、产品价格调整及新产能爬坡影响，盈利能力仍存在一定压力，但长期随着行业供需改善及公司良率持续提升，盈利水平有望逐步修复。

碳化硅衬底(3星):

碳化硅衬底盈利趋势中等。目前行业仍处于扩产后的调整阶段，市场竞争较前几年有所加剧，产品价格存在一定压力。同时，公司持续推进大尺寸产品产业化，新产能释放初期亦会对盈利形成扰动。未来随着AI等新增需求逐步释放、行业供需趋于平衡以及公司制造成本持续下降，盈利能力有望逐步改善，但短期仍难回到前期高盈利水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

碳化硅衬底行业产业格局中等。行业具备较高技术壁垒，但近年来全球扩产速度较快，未来竞争将更加激烈。不过，相较于光伏等产业，碳化硅衬底市场面向全球客户，行业竞争格局更加国际化，长期仍有望保持较好的集中度。

碳化硅衬底(3星):

碳化硅衬底产业格局中等。当前全球市场仍由少数国际及国内龙头企业主导，但近年来国内外企业持续扩产，行业竞争有所加剧。我们认为，碳化硅衬底最大的优势在于全球化市场格局和较高技术壁垒，而非简单依靠国产替代，因此长期竞争格局预计优于光伏等标准化制造行业，但行业仍将经历一定竞争整合过程。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河中等偏上。当前护城河宽度窄，主要由于行业阶段性产能过剩，价格承压，导致短期盈利能力承压，后续新增需求有望消化过剩产能，带动盈利企稳。护城河持续性较强，我们认为天岳先进通过持续的技术研发和客户拓展有较大概率能够保持目前的领先优势。

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
碳化硅衬底	(1星)公司碳化硅衬底业务护城河窄。公司是全球碳化硅衬底龙头，市占率约25%，业务控制力中等。经壹评级调整：2025年碳化硅衬底业务超额ROIC为-10%。超额ROIC为负主要系当前行业阶段性供给过剩，碳化硅价格承压，随着受益于AI电力的新增需求，这部分过剩产能在未来两年内将被全部消化，公司盈利能力有望企稳。	(4星)公司碳化硅衬底业务护城河来自于规模经济和技术优势。规模优势主要来自于公司在全球碳化硅衬底市场市占率第一，已与下游龙头如英飞凌等建立稳定供货关系。技术优势主要来自于碳化硅不是制造业，而是材料科学，公司目前在12寸研发和6、8寸良率上占据领先地位。护城河持续性较强：我们认为天岳先进通过持续的技术创新和客户拓展，有较大概率能够保持目前的领先优势并且进一步扩大优势，其他玩家在技术实力上较为落后，弯道超车可能性不高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

在我们假设碳化硅衬底市场快速增长以及公司市占率小幅提升的情景下，当前估值高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：碳化硅衬底、其他业务，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：

碳化硅衬底：

收入假设：

1) 市场规模：从需求量来看，全球碳化硅衬底市场未来将保持快速增长，AI数据中心将取代新能源车成为碳化硅领域占比最大的应用场景，到2040年，整体碳化硅衬底需求将从2025年的90万片（等效6寸）增长至8226万片，是目前需求量的91倍。从价格来看，碳化硅6寸衬底2025年价格在350到400美元之间，2026年以来价格触底信号明确，考虑到当前碳化硅生产技术存在进一步迭代降本的空间，我们假设远期价格稳定在250美元左右。

2) 市占率：公司目前是全球碳化硅衬底龙头，25年市占率25%左右，在8英寸产品竞争优势明显，并率先布局12英寸产品。考虑行业未来仍存在国际龙头及国内企业持续扩产，公司市场份额预计保持稳中有升，长期维持全球领先地位，但不会出现大幅提升，因此我们假设远期公司市占率稳定在30%左右。

盈利能力假设：

预计随着晶体生长效率提升、产品良率持续改善以及规模效应释放，单位制造成本将持续下降。虽然行业竞争加剧将压制部分毛利率，但公司凭借技术及客户优势，盈利能力预计保持行业领先。公司2025年毛利率水平为17%，领先同业，我们假设伴随价格企稳以及公司产品组合进一步优化，毛利率到2030年将恢复至30.8%，远期稳定在32.7%。

其他业务：

其他业务主要为莫桑石产品，主要为良率不合格的衬底以莫桑石销售，我们假设该业务随主业保持增长，但随着良率逐步提升增速逐渐下滑。盈利能力方面，过去三年该业务毛利率在-10%到5%之前波动，同时我们认为该业务难以贡献公司价值，因此假设该业务毛利率为0%。

表2：公司整体业绩预测

天岳先进	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.5	17.7	14.6	16.7	24.9	37.5	58.7	91.1
归母净利润(亿)	-0.5	1.8	-2.1	-0.1	0.6	1.7	4.6	9.0
归母净利润增速(%)	73.9	491.9	-216.3	94.4	595.0	188.8	175.0	96.7
经营性净利润(亿)	-0.7	1.8	-2.2	-0.1	0.6	1.7	4.6	9.0
经营性净利润增速(%)	65.5	335.4	-225.0	94.7	595.0	188.8	175.0	96.7
经营性归母净利润(亿)	-0.7	1.8	-2.2	-0.1	0.6	1.7	4.6	9.0
经营性归母净利润增速(%)	65.5	335.4	-224.9	94.7	595.0	188.8	175.0	96.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

碳化硅衬底	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.9	14.7	12.2	13.9	21.6	33.5	54.0	85.4
收入增速(%)	233.0	35.7	-16.9	13.8	55.2	54.8	61.1	58.3
经营性净利润(亿)	-0.6	2.5	-1.5	-0.1	0.6	1.7	4.6	9.0
经营性净利率(%)	-5.6	16.7	-12.6	-0.8	2.7	5.0	8.5	10.5
经营性净利润增速(%)	61.2	507.4	-162.6	92.5	595.0	188.8	175.0	96.7
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.6	2.9	2.4	2.8	3.3	4.0	4.8	5.7
收入(亿)	1.6	2.9	2.4	2.8	3.3	4.0	4.8	5.7
收入增速(%)	81.2	78.6	-18.5	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0
收入增速(%)	81.2	78.6	-18.5	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0
经营性净利润(亿)	-0.1	-0.7	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.1	-0.7	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-8.6	-24.0	-27.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-8.6	-24.0	-27.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	76.6	-398.5	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	76.6	-398.5	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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)
碳化硅衬底	3.2%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	55.2
其他业务	18.0%	--	一般	一般	8.3%		-
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
碳化硅衬底(亿)	-71.3	357.2	285.9	25.1	-	-	311.0
其他业务(亿)	-	-	-	-	-	-	-
公司整体测算(亿)	-71.3	357.2	285.9	25.1	-	-	311.0

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
碳化硅衬底(亿)	21.2	291.3	312.5	25.1	-	-	337.6
其他业务(亿)	-	-	-	-	-	-	-
公司整体测算(亿)	21.2	291.3	312.5	25.1	-	-	337.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。主要原因在于碳化硅衬底仍处于产业快速发展阶段，行业未来竞争格局、12英寸产品产业化节奏及盈利中枢仍存在一定不确定性，上述估值建立在全球碳化硅需求高速增长以及行业竞争保持理性的中性假设之上。不及预期的可能主要来自新能源汽车及AI数据中心需求低于预期，行业扩产速度快于需求增长，导致产品价格持续承压；超预期的可能主要来自AI数据中心带动碳化硅需求快速释放，行业供需改善快于预期，公司8英寸产品持续放量并顺利完成12英寸产品产业化，全球市场份额进一步提升。

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。