

联影医疗（688271.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	医疗健康	价值	674.75 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	158.3	DDM 估值 上行空间	-48%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	1304.64 亿	状态	高估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	99.62	价值	588.44 亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	6.27	动态估值 上行空间	-55%		
		状态	严重高估		

核心评级结论

联影医疗作为国内大型医疗设备龙头，主要销售大型医学影像设备及放射治疗设备。大型医疗设备是医院进行诊断及治疗所需的核心设备，在医院的各种医疗设备中占据极其重要的地位。

公司注重研发投入，以持续不断的研发跟进行业最新技术，推动旗下产品不断更新迭代，受到市场广泛认可，护城河很深。公司当前盈利趋势良好，海外市场推行高端设备广受认可，利润空间潜力良好。产业格局方面，大型医疗器械的国产化持续推进，未来格局良好。公司战略布局海外市场初见成效，海内外市场仍存增量空间，未来成长空间良好。

以公司各产品线市占率达成市场稳态为基准，结合国内外市场空间增量假设，公司当前估值水平较高。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为以当前时点联影医疗估值仍存在较大上行空间，未来成长空间优秀，公司未来市值或将看齐行业龙头。我们分析公司实际产品线市场空间及利润率水平后认为，联影医疗的未来成长空间或不及激进预期之高，公司利润率水平在业内并不完全和设备高端程度挂钩。因此，公司当前估值相对偏高。

风险提示

受当前国内院端财务状况普遍欠佳、医疗设备招投标需求不足因素影响，公司未来产品国内市场销售面临挑战。当前欧盟 IPI 措施限制中国企业参与欧盟医疗器械公共采购，公司出海面临挑战；若此趋势延续，则未来公司海外市场销量增长将低于预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源高端度	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	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	13

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	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

联影医疗致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。公司总部位于上海，并建立了全球化的研发、生产和服务网络。自设立以来，联影医疗持续进行高强度研发投入，致力于攻克医学影像设备、放射治疗产品等大型医疗装备领域的核心技术。

2. 业务介绍

对于联影医疗公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医学影像设备及放射治疗设备（国内）：

联影医疗致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。公司总部位于上海，并建立了全球化的研发、生产和服务网络。自设立以来，联影医疗持续进行高强度研发投入，致力于攻克医学影像设备、放射治疗产品等大型医疗装备领域的核心技术。

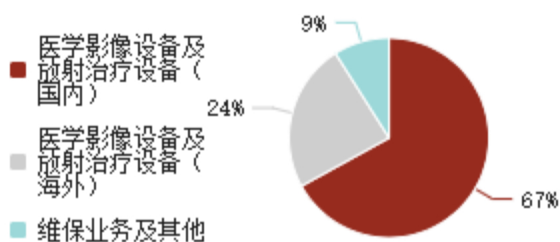
医学影像设备及放射治疗设备（海外）：

设备定义同上，我们对该业务的市场界定为面向除中国以外的医学影像及放射治疗设备。

维保业务及其他：

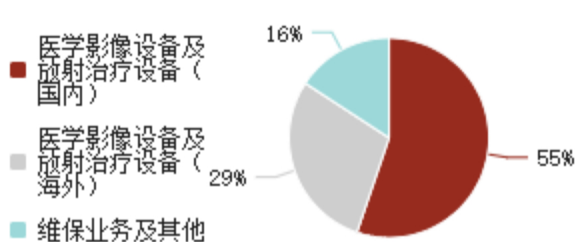
维保业务是指对医学设备进行检查、维修和更换受损部件等，以确保设备能够正常运行，为医疗诊断和治疗提供准确的影像支持。我们对该业务的市场界定为国内公司销售设备的维保服务及软件等业务。

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

公司作为国内大型医疗器械的龙头企业，主要对医院销售医学影像设备及放射治疗设备并提供维保服务盈利。公司注重产品的研发投入和研究人员配置，持续研发技术指标先进的大型医疗设备，在技术指标和功能性上对标国际领先品牌产品。

3.1 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发产品线兼顾高端产品线（如PET-CT、PET-MR、5T磁场强度MRI等设备）和中低端产品线。从在研项目上看，公司研发重心为高端设备，人均研发费用高，整体研发高端度较高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司各项产品线均需要持续高强度研发投入，以维持产品技术竞争力。因此，公司研发强度高。2024年公司研发支出总额占营收比例为21.95%。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发产品需要具备相关学科背景的高技术人才，对高端人力资源的需求很大。2024年公司研发人员3271人，占公司员工数的40.02%。研发人员平均薪酬47.41万元。

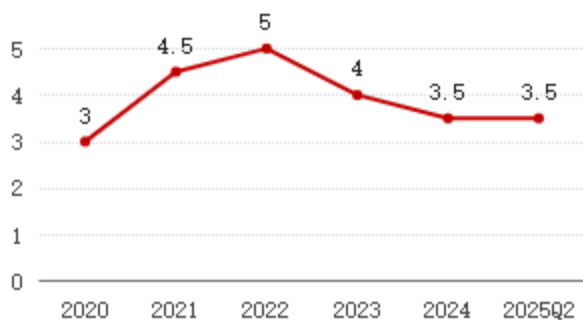
4. 历史经营绩效

联影医疗的盈利能力一般，成长能力近两年出现较大下滑，业务控制力水平较差，股东回报水平一较低。公司整体经营面临一定压力。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



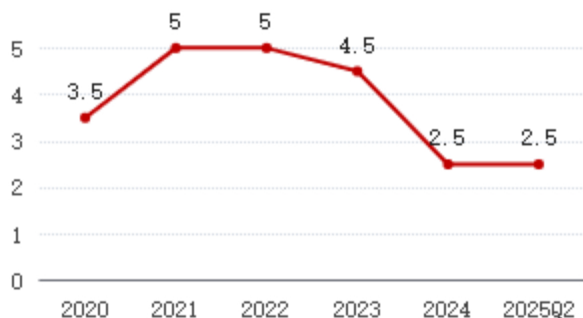
数据来源：公司财报，壹评级

受益于疫情期间院端以CT为代表的医用设备紧急采购需求激增，公司在疫情三年的盈利表现逐年向好。公司营业利润率从2020年的20.5%提升至2022年的20.87%；疫情以后，由于采购设备需求在此前透支，行业需求下滑、景气度下行，公司盈利能力逐步回落至疫情前水平，2024年营业利润率下滑至13.24%。整体来看，公司盈利能力呈现一定韧性，表现良好。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



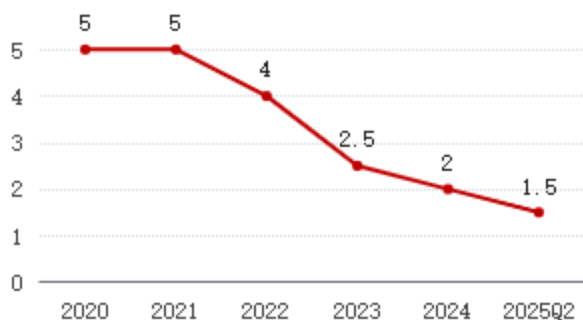
数据来源：公司财报，壹评级

从公司往期表现分析，公司在疫情期间成长能力优秀，为需求增加带来的业绩提升。2024年，随着医疗反腐的持续推进与医院设备更新节奏放缓，院端设备采购需求放缓。在此期间，公司营收显著下滑，2024年营收103亿元，同比下滑9.73%，利润端同步收窄26.87%，成长能力表现欠佳。

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



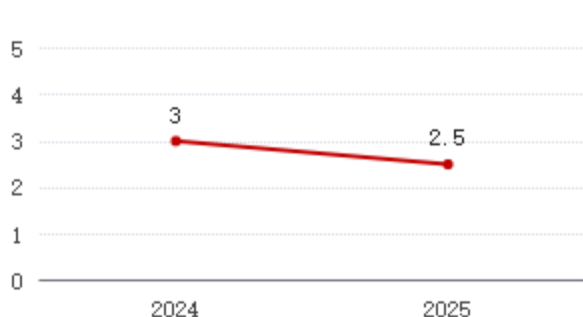
数据来源：公司财报，壹评级

疫情期间公司CT产品销量大增，现金流入多，疫情后相关收入减少。公司经营性现金流情况持续恶化，经营性现金流净额/营业总收入从2022年的7.39%下降至2024年的-6.01%。公司占款能力较强，但近期持续减弱，净占款占总资产比重从2022年的9.42%下降至2024年的0.5%。综上，公司历史业务控制力及财务健康评级较差。

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

2024年以来，受公司盈利能力下滑影响，ROE从2022年的17.48%降低至2024年的6.53%，下降幅度较大。因此公司的股东回报评级较低。

5. 四维评级

公司持续推动技术研发、在各产品线建立专利壁垒，同时获得政策大力支持，整体护城河较深；盈利趋势上，公司未来在海外推行高端化产品策略，将会带来较高的利润空间；公司主营业务产品格局良好，未来国内市场的优势地位有望持续。另一方面，基于当前国内下游院端财务状况考虑，公司的成长空间一般，未来营收增量主要依靠海外市场。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长能力主要依赖海外市场销售额提升贡献。对于国内市场，由于当前人均设备拥有率指标相较发达国家差距显著，未来行业长/短期均具备一定成长空间。公司作为国内龙头企业，预期将占据更多高端市场，成长能力高于行业平均。对于海外市场，公司积极开拓海外市场，在北美、欧洲等传统发达国家之外积极拓展中东、亚太等市场，产品销售初具成效。维保服务方面，公司维保服务需求随产品市场存量的增加而增加，未来将成为公司收入的重要一环。

医学影像设备及放射治疗设备（国内）（3.5星）：

从公司未来收入情况分析，中短期内由于行业景气度的修复情况以及院端需求复苏的不确定性，营收预期维持5%-10%增长。长期看，各产品线的市场空间远未达到饱和，从人均设备拥有率角度，市场需求具有极高的增长空间，预计达成10%-15%增长。受国产替代利好因素，公司业绩增速预期高于行业增速。成长空间较好。

医学影像设备及放射治疗设备（海外）（4星）：

公司出海战略初见成效，各地区市场销量逐年递增，产品海外认可度较高。公司中短期预期将会维持15%-20%的营收增长，长期来看，增长将保持在10%以上。由于公司产品市场占比较小，海外布局处在成长初期，未来公司收入增速将会显著高于全球市场规模增速。成长空间良好。

维保业务及其他（3.5星）：

在达成公司在市场的最大市占率前，公司设备的市场增量与存量均会成为维保业务的重要依赖。从公司维保服务的变化推测，中短期公司收入将会达到15%-20%的增速；长期视角，公司设备将以存量替换为主，因此维保服务增长有所放缓，估算5%-10%。成长空间较好。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司产品等级分层明显，高端产品线利润率水平较高，与中低端产品形成较大差距。国内市场，由于行业特殊性，公司产品定价受招投标指标限制较大，存在一定价格协同。公司属于全行业二线龙头（仅次于国际巨头GE医疗、飞利浦、西门子医疗），总体盈利能力中等。公司的低端产品由于采取性价比路线，利润率较低，同时销量占比高，拖累公司盈利。随着公司持续推动产品高端化，未来盈利趋势有望提升。

医学影像设备及放射治疗设备（国内）(3.5星):

国内产品线，公司盈利能力受制于日渐激烈的招投标价格竞争，历经多年发展处于寡头竞争阶段，公司作为领先者考虑需面对后来者的竞争力挑战，未来盈利趋势一般。国内市场设备高价与低价产品的价差大，行业产能进入壁垒较高，经壹评级调整后的ROE水平在15%-20%。

医学影像设备及放射治疗设备（海外）(4星):

海外产品线，公司盈利能力，历经多年发展处于寡头竞争阶段，公司更多作为追赶者以高端产品惊艳市场，利润空间充足，未来盈利趋势良好。海外市场设备高价与低价产品的价差大，行业产能进入壁垒较高，经壹评级调整后的ROE水平在10%-15%。

维保业务及其他(3.5星):

对于维保业务，同质化较高，因部分需求除原厂亦可通过其他小厂解决，招投标定价仍需考虑性价比，招投标形式存在价格协同。经壹评级调整后的ROE水平在15%-20%。

5.3 产业格局

★★★★☆

医疗设备行业主要存在政策及技术专利壁垒，海内外市场及维保业务仅存在有限的邻近行业向本行业渗透风险。公司下游主要面对医院，由于产品为医院高度依赖、频繁使用的检测诊断及治疗设备，技术路线演化清晰稳定，技术变革风险较低，行业品类替代风险低，公司产业格局良好。

医学影像设备及放射治疗设备（国内）(4星):

公司面对国内医院，客户集中度分散，上游行业集中度分散，无上下游行业垂直一体化威胁。公司产品各项指标处于行业领先或平均以上水平，具备一定参数优势及市场地位。技术变革风险较低，行业品类替代风险低，公司产业格局良好。

医学影像设备及放射治疗设备（海外）(4星):

公司业务遍及全球各地区，客户集中度分散，上游行业集中度分散，无上下游行业垂直一体化威胁。公司产品各项指标处于行业领先或平均以上水平，具备一定参数优势及市场地位。技术变革风险较低，行业品类替代风险低，公司产业格局良好。

维保业务及其他(4星):

公司维保业务与设备销售密切相关，主要面对国内外医院，客户集中度分散，上游行业集中度分散，无上下游行业垂直一体化威胁。技术变革风险较低，行业品类替代风险低，公司产业格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，大型医疗设备市占率国内品牌第一，具备较强的品牌、专利、技术以及政策护城河，海外市场的产品竞争力同样处于第一梯队，公司以专利、技术优势整合出的CT、MR及PET-CT的超高端产品在高端产品领域全球领先。公司的ROE水平在2023年达到27.4%。2024年受行业需求下行、医疗反腐等多因素共同作用下，ROE降至10.3%。考虑2025年以后行业景气度逐渐恢复，未来ROE水平有望持续提升。

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
医学影像设备及放射治疗设备（国内）	(4星) 经壹评级调整后该业务调整后ROE为17.4%、ROIC17.1%，表现优秀。大型医学影像设备业务市占率25%左右，为全行业第三。公司的业务控制力为2星。未来公司将持续维持产品竞争力，护城河极宽。	(4.5星) 面向国内销售设备的护城河由品牌、专利、技术和政策构成。公司当前品牌知名度高，同时在专利与技术上持续发力，与第二梯队形成较大领先优势。国内医疗设备采购政策偏向国产品牌，公司具备一定优势。未来公司具有的政策优势逐渐随着后来国产品牌的加入而淡化，但公司的品牌效应将会进一步增强。
医学影像设备及放射治疗设备（海外）	(3星) 经壹评级调整后该业务调整后ROE为18.5%、ROIC18.3%，表现优秀。目前公司海外市场大型医学影像设备业务市占率仅5%左右。公司的业务控制力为2星。未来公司将持续维持产品竞争力，护城河较宽。	(4.5星) 面向海外销售设备的护城河由品牌、专利、产品力和技术构成。公司当前品牌知名度高，同时在专利与技术上持续发力，与第二梯队形成较大领先优势。公司高端设备产品力强，已受到国内认可。未来公司在全球的品牌效应将会进一步增强。
维保业务及其他	(4星) 经壹评级调整后该业务调整后ROE为22.3%、ROIC21.9%，表现优秀。大型医学影像设备业务市占率25%左右。公司的业务控制力为2星。未来公司将持续维持产品竞争力，护城河极宽。	(4.5星) 维保业务护城河由品牌、线下渠道和转换成本构成。公司当前品牌知名度高，维保业务的线下渠道便利度很高，方便与院端对接。同时公司设备生态具备一定的封闭性，医院设备维修的转换成本较高。未来公司的品牌效应会进一步增强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

目前市场广泛认为公司此前的高增速情况会在未来几年内复现。我们对联影医疗的各项指标进行综合分析，构建估值模型后得出结论：以公司各产品线市占率达成市场稳态为基准，结合国内外市场空间增量假设，可以推断公司当前估值水平相对偏高。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务由医学影像设备和放射治疗设备业务与维保业务构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

设备业务

1. 产品人均保有量预期提升

市场空间假设：公司产品主要由CT（计算机断层扫描）、MR（核磁共振）、MI（分子影像设备）、XR（X光机）和RT（医用直线加速器）构成。基于当前公司产品的人均保有量较低，存在2%左右的年均增长空间。以国内市场修正后规模增量，推定公司在各项产品领域的市占率在稳态2039年预期将提升。

2. 公司产品增量稳健

具体产品细分：

1）CT：推测市场中CT设备未来稳态人均保有量相较目前提升10%，市占率提升至28%，对CT营收给予高个位数增速。

2）MR：推测市场中MR设备未来稳态人均保有量相较目前提升40%，市占率提升至25%。对MR营收给予高个位数增速。

3）MI：由于和发达国家人均保有量的差距巨大，推测市场中MI设备人均保有量2039年稳态提升4.6倍，市占率提升7%至65%，对MI营收给予11%至12%增长预测。

4）XR：DSA及DR设备在市场增长稳健，按照5.2%的年增速预测保有量，公司稳态市占率达25%，对XR总体营收给予12%至15%增长预测。

5）RT：RT设备为规划配置产品，假设稳态人均保有量4台/百万人，以此推断“十五五”、“十六五”、“十七五”RT设备规划数分别为2400台，对RT营收给予9%至10%增长预测。

3. 海外市场潜力大

海外市场营收：将公司涉及的全球市场进行分类，按营收拆分给予权重，推断稳态增速为6.84%。以当前公司海外市场开拓速度，对公司显性期市占率给予年均10%增长。公司海外业务收入预期先呈现高增长，而后维持稳健增速。

维保业务

1. 易被忽视的高增长赛道

市场规模及存量替换：大型医疗设备需定期维修，公司维保业务收入规模依赖于公司售出产品的总市场规模。以单设备平均年度维保开销乘算公司承接的平均设备维护比率，推测公司业务收入会随存量产品增加而先呈现双位数增长，在接近存量稳态后以每年存量替换规模维持高个位数增速。

表2：公司整体业绩预测

联影医疗	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	92.4	114.1	103.0	129.4	145.7	164.8	183.2	200.8
归母净利润(亿)	17.3	21.1	12.6	20.6	26.3	29.7	32.8	35.4
归母净利润增速(%)	20.5	21.7	-40.3	63.4	27.9	12.9	10.4	8.0
经营性净利润(亿)	16.3	19.1	10.6	19.6	25.2	28.6	31.7	34.3
经营性净利润增速(%)	200.1	17.3	-44.6	85.1	29.1	13.5	10.8	8.2
经营性归母净利润(亿)	16.3	19.0	10.7	19.6	25.2	28.6	31.7	34.3
经营性归母净利润增速(%)	199.5	16.7	-43.6	82.1	29.1	13.5	10.8	8.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医学影像设备及放射治疗设备 (国内)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	72.6	81.8	66.0	81.6	85.4	89.8	94.1	103.9
收入增速(%)	18.8	12.6	-19.3	23.5	4.7	5.2	4.8	10.4
经营性净利润(亿)	12.2	12.2	6.7	12.4	14.9	15.9	16.7	18.1
经营性净利率(%)	16.8	14.9	10.2	15.1	17.5	17.7	17.7	17.5
经营性净利润增速(%)	658.4	-0.3	-44.9	84.2	20.9	6.2	5.0	8.8
医学影像设备及放射治疗设备 (海外)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	9.3	16.3	18.4	28.8	37.9	49.1	59.5	63.5
收入增速(%)	82.7	74.7	12.8	56.5	31.4	29.7	21.2	6.7
经营性净利润(亿)	1.6	2.5	1.9	4.2	6.4	8.2	9.9	10.5
经营性净利率(%)	17.2	15.0	10.4	14.7	16.8	16.7	16.6	16.5
经营性净利润增速(%)	117.9	52.2	-21.5	120.7	49.6	29.3	20.5	5.7
维保业务及其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.4	16.0	18.6	19.0	22.4	25.9	29.5	33.3
收入增速(%)	65.2	53.4	16.2	2.7	17.7	15.6	14.1	12.9
经营性净利润(亿)	2.4	4.5	1.9	3.0	4.0	4.6	5.2	5.7
经营性净利率(%)	23.5	27.9	10.4	15.5	17.6	17.6	17.5	17.2
经营性净利润增速(%)	127.5	82.3	-56.5	52.8	33.5	15.5	13.3	11.1

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)
医学影像设备及放射治疗设备(国内)	10.6%	中高	较好	强	8.3%	19.36	17.6
医学影像设备及放射治疗设备(海外)	6.7%	中等	较好	强	8.3%	17.16	10.3
维保业务及其他	9.7%	中等+	较好	强	9.0%	16.11	5.6
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
医学影像设备及放射治疗设备(国内)(亿)	46.6	248.8	295.4	57.6	-	-	353.0
医学影像设备及放射治疗设备(海外)(亿)	0.6	128.4	129.0	16.1	-	-	145.1
维保业务及其他(亿)	10.8	63.4	74.2	16.2	-	-	90.3
公司整体测算(亿)	58.0	440.6	498.6	89.8	-	-	588.4

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
医学影像设备及放射治疗设备(国内)(亿)	146.1	211.2	357.3	57.6	-	-	414.9
医学影像设备及放射治疗设备(海外)(亿)	58.3	86.9	145.2	16.1	-	-	161.2
维保业务及其他(亿)	41.9	40.7	82.5	16.2	-	-	98.7
公司整体测算(亿)	246.2	338.7	585.0	89.8	-	-	674.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖于公司财报以及以器械招投标情况为代表的公开市场资料等。其中，市场对于器械招投标情况的更新，存在一定的时滞性。对于估值假设的国内外市场规模、市占率及销售价格等数据，可能随着行业竞争加剧、新政策的出台及国际形势发生变化而产生偏差。

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。