

五粮液（000858.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	129.09
总市值	5010.77亿
PE-TTM	15.52
PB-MRQ	3.57

估值结果

	价值	9161亿
DDM估值	上行空间	83%
	状态	低估
	价值	8347亿
动态估值	上行空间	67%
	状态	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

五粮液为中国白酒行业标志性企业，主要产品“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表，具备深厚的文化底蕴，与坚实的群众口碑，长期雄踞我国白酒品牌龙头位置，品牌价值持续上扬，享誉全球。

公司产业格局、护城河星级较高，得益于公司广泛的品牌知名度、深入消费者内心的高端品牌认知，以及随之而来的高毛利率、高频需求与渠道粘性，同时公司市占率位居行业前二，后续预计稳中有升。公司盈利趋势、成长空间相对一般，主要系公司收入规模基数较大，在我国宏观经济增速换挡，叠加白酒行业本身进入成熟期，公司后续增长态势预计从快速增长向偏稳健增长迈进。

浓香型名优白酒生产需20年以上窖龄的老窖池，以公司2024年12万吨产能及20%左右优酒率为基础，假设优酒率每年提升0.5%，基酒贮存时间为3年，公司未来10年销量增速预计在3%左右。参考美联储长期通胀目标2%，预计公司未来10年吨价增速接近2%，测算得公司目前估值为低估，安全边际显现。

我们区别于市场的观点

市场认为：白酒产量整体趋势下行，近年终端用酒价位降档，五粮液后续销量与价格提升较为困难。

我们认为：白酒行业的整体逻辑与行业龙头的逻辑略有不同，虽然白酒行业销量整体趋势下滑，但以五粮液等龙头凭借强大的品牌力，能够享受集中度提升带来的销量增长；当前五粮液高端产品销量市占率仅1%左右，上升空间仍大。此外，高端白酒主要代表社交及文化属性，定价锚定品牌力及社会购买力，长周期下拥有随我国居民收入增长而持续提价的能力。

风险提示

年轻及新兴产业群体白酒消费习惯的培育，对公司的长期发展至关重要，若新客群培育不及预期，公司业绩增长能力可能下降。若我国宏观经济进入长周期低迷的状态，市场对公司产品的正常需求则难以恢复。

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 营销强度	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	8
5.4 护城河	8
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	12

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

公司前身为1952年由利川永、长发升等老酒坊组建的国营酒厂，1998年在深交所挂牌上市，总部位于四川省宜宾市。公司主要产品“五粮液酒”是我国浓香型白酒的典型代表，并根据生产工艺特点和市场需求开发了五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄等浓香型白酒产品。公司早期通过大经销商+OEM贴牌快速获取市场，2017年来大力改革，培育打造1618、低度五粮液、经典五粮液等产品，并完善渠道体系。

2. 业务介绍

对于五粮液公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

高端白酒：

公司高端白酒产品统称“五粮液酒”，其标准为出厂价在800元以上的500ml产品，以八代五粮液（普五）为代表性单品，同时包含五粮液1618、低度五粮液、经典五粮液等产品，为公司业绩的主要增长引擎。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

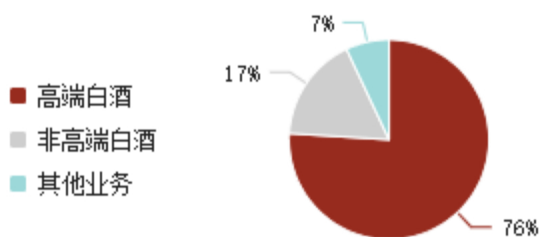
非高端白酒：

公司非高端白酒产品统称“其他酒”，其标准为出厂价在800元以下的500ml产品，以五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄为代表性单品，为公司业绩的重要补充与第二增长曲线。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他业务：

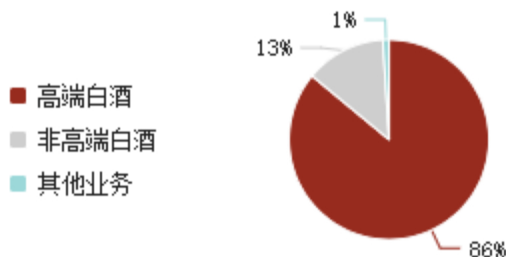
公司其他业务包括塑料制品、印刷及玻瓶制品等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

白酒酿造行业具备高客单价、存货保值/增值、资本投入强度低等特点，商业模式优秀，企业主要依靠品牌价值、渠道管理等创造收益。公司下游直接面对经销商、企业、终端消费者等群体，客户较为分散。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

白酒酿造行业属于轻资产行业，产能投资成本可低至数千万元级别，企业更多依赖品牌价值、产品定位等无形资产创造效益。2024年公司固定资产及在建工程为收入的14.7倍左右，占总资产的6.9%左右，主要系公司产品定位整体偏向高端市场，客单价较高，毛利率超70%，具备提价能力，且存货具备保值/增值属性，业绩对资本投入不过度依赖。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

广告营销及渠道管理为白酒企业打造品牌、促进销售的重要抓手，产品在生命周期前期可能需要较大的营销投入，而品牌认知培育时间较久，消费者认知较为充分的企业则可以相应减少营销相关开支。2024年公司销售费用率为12.0%，相对竞对投入强度更低，主要受益于消费者对公司品牌认知较为充分，以及公司高收入规模的摊薄效应。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司下游客户以经销商为主，同时包括企业、终端消费者等，整体较为分散，集中度较低。2024年公司前五大客户销售额占比为15.7%，近年维持在较低水平。

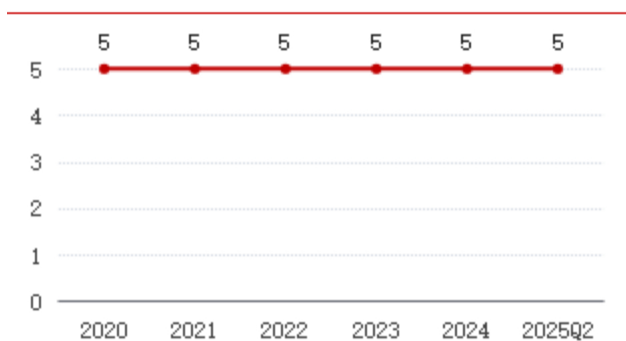
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效整体表现较好，展现了强大的盈利能力，业务控制力及财务健康程度逐渐改善，股东回报程度高，但成长能力相对一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



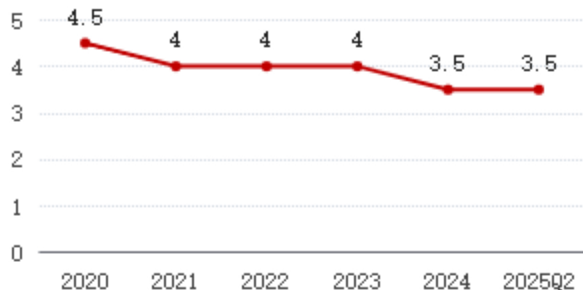
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较强，近年来保持在5星水平，主要系公司产品溢价能力较强，毛利率近年持续高于70%，同时推动产品结构升级，进一步推动毛利率提升。此外，公司费用投入相对合理，净利率水平较高，近年扣非净利率在35%左右，且多数时间扣非净利润增速高于收入增速。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



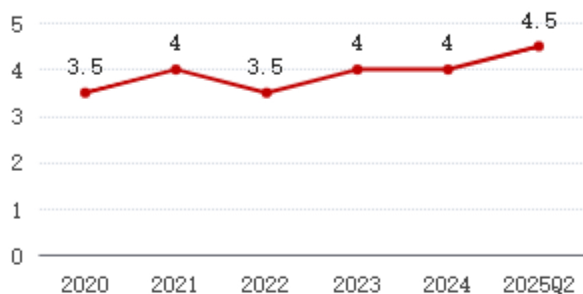
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，且2024年以来公司成长能力星级下调，主要系宏观经济活跃度偏弱，以及白酒行业周期下行背景下，公司成长节奏放缓。2024年公司收入为891.8亿元，同比增长7.1%，增速由双位数降至个位数，但整体在高收入基数下保持成长。

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



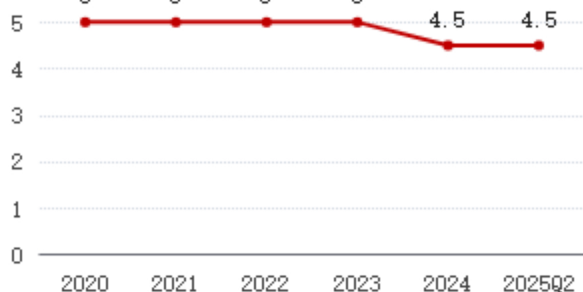
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康程度较好，且近年星级整体走高，原因包括公司对经销商采取“先款后货”的政策，回款模式优秀。公司普五大单品的高流动性也保障了一定的经销商粘性。近年公司逐渐提高经销商现金回款比例，经营性现金流情况有所改善，2024年公司经营性现金流占净利润的比例为102.3%，较2020年的70.3%显著提升。

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

公司股东回报星级较高，主要源于公司强大的价值创造能力，2024年经壹评级调整后ROE超100%。此外，公司对股东回报的重视程度高，近年分红比例持续提升，2024年现金分红比例达70%，股息率超4%。2024年起公司股东回报评级下调，主要由于白酒行业景气下行，公司股价相对全A指数的超额收益走低所致。

5. 四维评级

公司成长能力一般，主要系高基数与宏观经济增速转稳；公司盈利能力整体稳健，毛利率维持较高水平，受益于行业集中度提升；产业格局整体优异，品牌、资源等壁垒较深；公司的品牌与渠道护城河宽厚，持续性较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力一般，业务具备顺周期性特征，预计长期年均增速在中低个位数水平，主要系公司销售收入基数较高、宏观经济增长节奏逐渐平稳等原因。公司产品消费者基数大、粘性高，长期有望随宏观经济向好实现稳健增长，增长确定性强。

高端白酒(1.5星):

公司以普五为代表的高端白酒产品成长能力相对一般，整体偏稳健，长期收入增速预计在0%-5%区间，一方面系公司高端白酒产品收入规模已达较高水平；另一方面系公司业务具备顺周期属性，受到我国宏观经济从高速增长向平稳增长换挡的影响。公司后续业务增长的驱动力主要来自市占率提升、经济活跃度改善下的销量增长，以及居民长期收入上涨推动的吨价提升，增长具备较强确定性。

非高端白酒(1星):

公司其他酒产品成长能力一般，预计长期以低于5%的速度增长，主要系公司其他酒产品力相对其他非高端龙头酒企较弱，在白酒整体产量下降、竞争加剧的背景下，公司其他酒面临来自其他同价位段领先酒企的激烈竞争，但公司五粮春、五粮特曲、五粮醇、尖庄等产品经过长期的市场培育，已建立自身的强势市场，拥有一定的消费者认可度。随着公司加大其他酒支持力度，预计其他酒产品长期仍能保持小幅增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势以稳健为主，一方面受益于行业差异化竞争下较高的产品毛利率，以及产业格局集中化的大趋势，另一方面也面临后续下游需求改善预期一般，产能过剩等风险。

高端白酒(3.5星):

公司高端白酒产品盈利趋势整体偏稳健，一是由于高端白酒行业为差异化竞争，企业享有高毛利率，公司近年高端白酒毛利率超80%；二是高端白酒行业格局较为集中，公司市占率超20%，位居第二，且大幅领先于后续企业，未来市占率有望进一步提升；但当下高端白酒销售压力较大，产能间歇性过剩，未来3-5年维度下游需求改善程度预计一般。

非高端白酒(3星):

公司其他酒产品盈利趋势相对一般，主要系非高端白酒行业产量预计长期下行，产能过剩风险较大，叠加公司其他酒产品市场地位仍在蓄力成长期，与头部企业存在一定差距，激烈的竞争态势可能削弱公司盈利能力。然而，公司其他酒产品毛利率近年随产品结构改善持续提升，2024年毛利率超60%，未来随着公司产品结构改善，以及市占率提升，盈利能力预计稳中有升。

5.3 产业格局

★★★★★

公司产业格局优异，主要系高端白酒品牌、资源壁垒突出，具备稀缺性，邻近行业难以渗透。同时，公司主要产品均以差异化竞争为主，价格战风险低，对上下游具备议价力。

高端白酒(5星):

公司高端白酒产品产业格局极好，主要体现在公司突出的品牌与渠道壁垒。公司高端品牌形象深入人心，消费者心智占领程度深，需求粘性较高；其次，公司所在的宜宾产区自然生态酿造环境得天独厚，是世界十大烈酒产区之一，拥有地理环境相关的资源壁垒，产能具备特异性与稀缺性。公司上游原材料来源较为分散，种植农户亦对公司有一定依赖，下游经销商亦对普五等高流通性产品存在需求粘性，公司议价力较高。另外，高端白酒社交文化属性强，造就了上下游及邻近行业（啤酒、洋酒等）难以渗透的优势。生产工艺方面，高端白酒酿造技术与模式变革的风险也极低。

非高端白酒(4星):

公司其他酒产业格局相对较优，整体竞争较为差异化，技术与模式变革的风险较低，虽然邻近行业在部分场景对公司产品有一定替代属性，但整体风险偏低，供应商较为分散也给公司带来一定的议价力。另一方面，非高端白酒行业品牌及产能壁垒不高，企业众多，竞争相对激烈。

5.4 护城河

★★★★★

公司的核心护城河，核心源于长期市场深耕所沉淀的品牌与渠道优势，一方面是消费者对公司深度固化的高端品牌认知，另一方面是经销商群体对公司产品流通性的高度认可。后续预计公司品牌护城基本不衰减，渠道护城河小幅衰减。

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
高端白酒	(5星)公司高端白酒护城河宽广，市占率超20%，经壹评级调整后ROIC高达114.2%，业务控制力较强，主要系公司普五大单品品牌力极高，是中国消费者认可的高端白酒标杆，质量信任与品牌粘性较高。此外，普五市场流通性优秀，为高端酒经销商的日常必备产品，需求粘性高。公司持续完善渠道体系，包括打造“五码合一”数字化渠道系统，以及发力电商等直销体系，整体渠道掌控力与渠道效率较高。	(5星)护城河类型：品牌高度、渠道控制力。公司普五产品护城河持续性较强，在公司数十年培育下，消费者已经形成对公司的高端认知，绝大多数竞对难以撼动。公司品牌打造已进入收获期，日常维护成本较低，被颠覆的风险小，品牌护城河预计后续无明显衰减。公司渠道护城河以普五的高流通性为基础，公司强大的品牌力将对普五的流通性起到持续支撑。面对行业的间歇性下行风险，公司在必要时时刻通过对经销商补贴、任务量降低、控货挺价等措施，保障经销商的利润，公司渠道护城河10年维度内预计小幅衰减25%左右。
非高端白酒	(4.5星)公司其他酒产品具有一定的护城河，经壹评级调整后ROIC高达64.3%，市占率在2%左右，处于行业领先水平，业务控制力一般，主要系公司其他酒产品毛利率超60%，价格战风险较低。另外，公司其他酒核心产品均为培育多年，并且在终端市场表现优异的产品，品质性价比高，消费者较为认可，已成功打造优势销售区域，经销商认可度相对较好。	(4.5星)护城河类型：品牌知名度、渠道控制力。其中，公司其他酒品牌知名度已在长期市场培育中形成深度的消费者认知，后期教育成本较低，同时受益于公司整体广泛的高品牌认可度。在公司核心销售区域，公司其他酒产品动销相对较好，自点率较高，经销商需求具备较好持续性。公司明确发力其他酒的战略，后续支持政策有望进一步加码，预计10年维度内公司渠道护城河小幅衰减25%左右。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司当前估值处于低估水平，主要系当前宏观环境偏弱，白酒行业周期下行，公司成长速度放缓，市场担忧公司业绩增长前景。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：高端白酒，非高端白酒，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：

高端白酒：

收入假设：

1) 销量：浓香型优质白酒生产依赖20年以上窖龄的窖池，以五粮液2024年实际产能约12万吨，2022年优质酒率20%为基础，假设优质酒率每年提升0.5%，新产基酒陈贮期为3年，基酒与商品酒转化率为1:1.3，测算得2024-2034年五粮液酒可供销量年均增长率为3.6%。以此为基础，谨慎假设五粮液酒在未来10年的销量年均增速为3%左右，2034年后之后销量停止增长。

2) 吨价：五粮液酒长期具备提价能力，综合考虑当前宏观经济转型，以及白酒行业下行周期，假设未来3年五粮液酒吨价增速下行至零增长；后续伴随宏观经济企稳回升，白酒行业景气回暖，假设2024-2034年五粮液酒吨价年均增速介于1%与2%之间，后续逐步恢复至2%左右年均增速（参考美联储长期通胀目标2%）。

盈利能力假设：

1) 毛利率：白酒行业弱景气下，假设未来3年五粮液酒毛利率下降，年均降幅在1%以内，后续毛利率随经济环境企稳逐渐回升，年均增幅在1%以内。长期维度，整体毛利率较2024年水平持平为主。

2) 费用率：销售费用率随收入规模增长逐步摊薄下行，降至10%左右水平，其余费用率遵循近年变化规律。

非高端白酒：

收入假设：

1) 销量：公司其他酒受窖池窖龄制约较小，产能扩张节奏较快，整体销量增速以下游需求为导向。在白酒销量整体低速下行，份额向名优酒企集中，公司其他酒具备一定竞争优势，叠加公司增加对其他酒的支持力度，假设其他酒10年维度内销量年均低个位数增长，2034年后销量停止增长。

2) 吨价：公司其他酒产品近年面临宏观压力，预计中低端产品放量较多，带动吨价下行，后续随宏观经济及消费情况企稳并回升，假设2024-2034年其他液酒吨价年均增速介于1%与2%之间，后续逐步恢复至2%左右年均增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：白酒行业弱景气下，假设未来3年其他酒产品结构下沉，毛利率下降，年均降幅在1%以内，后续毛利率随经济环境企稳逐渐回升，年均增幅在1%以内。长期维度，整体毛利率较2024年水平持平为主。

2) 费用率：销售费用率随收入规模增长逐步摊薄下行，降至10%左右水平，其余费用率遵循近年变化规律。

表2：公司整体业绩预测

五 粮 液	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	739.7	832.7	891.8	938.6	960.3	982.9	1008.3	1049.0
归母净利润(亿)	266.9	302.1	318.6	330.1	337.3	346.6	361.2	383.6
归母净利润增速(%)	14.2	13.2	5.4	3.6	2.2	2.8	4.2	6.2
经营性净利润(亿)	263.2	296.0	309.6	321.0	328.1	337.4	352.2	374.7
经营性净利润增速(%)	14.1	12.5	4.6	3.7	2.2	2.8	4.4	6.4
经营性归母净利润(亿)	251.1	283.7	297.1	308.0	314.9	323.8	337.9	359.5
经营性归母净利润增速(%)	14.2	13.0	4.7	3.7	2.2	2.8	4.4	6.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

高端白酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	553.4	628.0	678.8	716.8	729.3	743.9	773.9	821.0
收入增速(%)	12.7	13.5	8.1	5.6	1.7	2.0	4.0	6.1
经营性净利润(亿)	226.0	255.2	266.2	276.9	282.1	289.3	305.0	328.8
经营性净利率(%)	40.8	40.6	39.2	38.6	38.7	38.9	39.4	40.0
经营性净利润增速(%)	16.3	12.9	4.3	4.0	1.9	2.6	5.4	7.8
非高端白酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	122.3	136.4	152.5	160.1	168.1	174.9	168.9	161.2
收入增速(%)	-3.1	11.6	11.8	5.0	5.0	4.0	-3.4	-4.6
经营性净利润(亿)	35.0	38.5	41.8	42.4	44.3	46.3	45.3	44.0
经营性净利率(%)	28.6	28.2	27.4	26.5	26.3	26.5	26.8	27.3
经营性净利润增速(%)	0.6	10.0	8.5	1.5	4.4	4.6	-2.0	-3.0
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	64.1	68.2	60.5	61.7	62.9	64.2	65.5	66.8
收入增速(%)	43.1	6.5	-11.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	2.2	2.3	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9
经营性净利率(%)	3.5	3.4	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9
经营性净利润增速(%)	48.2	4.0	-27.0	1.2	2.1	2.4	3.4	3.6

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)
高端白酒	4.9%	中低	非常好	强	6.5%	22.18	318.0
非高端白酒	3.5%	中低	较好	强	7.0%	18.15	43.7
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	2.0
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
高端白酒(亿)	1159.0	5483.3	6642.2	1053.7	310.0	18.5	7404.4
非高端白酒(亿)	180.1	605.4	785.5	165.5	38.5	2.3	914.8
其他业务(亿)	3.7	18.1	21.7	6.7	1.1	0.1	27.4
公司整体测算(亿)	1342.8	6106.7	7449.5	1225.8	349.6	20.9	8346.6

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
高端白酒(亿)	3288.1	4081.1	7369.2	1053.7	310.0	18.5	8131.3
非高端白酒(亿)	440.4	425.8	866.2	165.5	38.5	2.3	995.4
其他业务(亿)	14.0	14.9	28.9	6.7	1.1	0.1	34.6
公司整体测算(亿)	3742.4	4521.8	8264.2	1225.8	349.6	20.9	9161.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★★

公司估值确定性较高，主要系公司业务整体处于成熟期，产业格局与护城河持续性情况相对稳定，关键行业信息的可得性与可跟踪性较高，加之公司信息与数据披露颗粒度较细等。

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。