

源杰科技（688498.SH）

公司报告 | 首次评级报告



王征宇
通信行业研究员

2026年1月23日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	763
总市值	655.78亿
PE-TTM	653.76
PB-MRQ	30.20

估值结果

DDM估值	价值	69.66亿
	上行空间	-89%
	状态	严重高估

动态估值	价值	78.62亿
	上行空间	-88%
	状态	严重高估

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

源杰科技专注于光芯片的研发、设计与销售，其产品覆盖电信、数据中心及激光雷达市场，是国内极少数掌握IDM全流程模式的光芯片企业，其25G及以上高速率激光器芯片已实现批量供货，在国产替代与AI算力需求中占据领先地位。

公司成长空间高，主要受益于AI算力需求爆发驱动高速光芯片国产替代加速，公司100G/200G EML及大功率CW光源产品已进入放量周期。盈利趋势较好，高端产品占比提升带动毛利率显著改善，但IDM模式的高投入及电信市场同质化竞争对盈利增长形成一定制约。产业格局较好，公司在国产光芯片厂商中技术领先，深度绑定头部模块厂商，在二线梯队中竞争力突出。护城河较弱，虽具备IDM技术壁垒，但整体规模较小且面临美日龙头强竞争，技术迭代及资本开支压力大，超额收益持续性有待验证。

基于数据中心类业务进入爆发阶段、毛利率短期显著提升但长期回落到正常水平，电信市场类业务收入和毛利率随5G、6G升级迭代周期波动等假设，公司估值当前处于严重高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：公司是国产光芯片龙头，凭借高速率EML芯片与大功率CW激光器在数据中心市场的相对领先地位、国产替代的巨大空间以及业绩高增长的极高预期，市场给予超高估值。

我们的观点：公司目前仅处于二线梯队，能否导入下游海外科技巨头供应链并大幅放量不确定性仍较大；且高端光芯片技术迭代快速、国际巨头实力强、国内同行竞争加剧，长期看业务超额ROIC收益或难维持。

风险提示

公司光芯片需求易受下游数据中心与电信市场波动影响，存在需求波动风险；国产高端光芯片导入海外大客户供应链存在不确定性；行业技术迭代迅速，公司面临产品研发与市场拓展不及预期的挑战等。

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 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
3.5 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	6
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	7
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	8
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	9
6.2 动态估值	11
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	2
图2：预测2025 年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	5
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
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	9
表5：公司整体及分业务DDM 估值	10

1. 基本信息

源杰科技成立于2013年，2022年登陆科创板，是全球二线/国产头部光芯片厂商，专注于有源光芯片的IDM模式研发与制造。公司产品覆盖高速EML芯片（100G/200G）及大功率CW硅光光源，70mW CW光源已实现百万颗级出货，100G EML芯片量产填补国产空白。其产品深度绑定中际旭创等头部光模块厂商，应用于400G/800G/1.6T光模块，受益于AI算力需求爆发及硅光技术渗透，数据中心类业务进入放量周期。公司技术团队具备海外背景，是国内光芯片国产替代的核心力量。

2. 业务介绍

对于源杰科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

数据中心类：

公司核心增长业务。该业务聚焦AI算力驱动的高速光芯片，产品形态包括用于400G/800G/1.6T光模块的100G/200G EML芯片及70mW/100mW大功率CW硅光光源。其70mW CW光源已实现百万颗级大规模出货，100G EML芯片量产填补国产空白，200G EML芯片完成开发并进入送样阶段。深度绑定中际旭创等头部光模块厂商，受益于硅光技术渗透率提升及海外EML芯片供需缺口，进入放量周期。该业务定位于国产替代，竞争市场界定为全球。

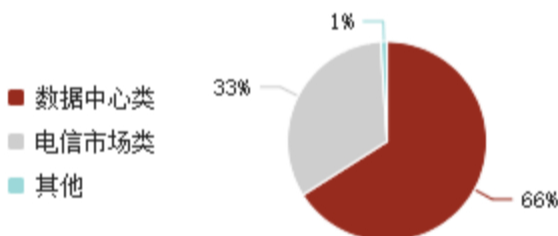
电信市场类：

公司传统基础业务。主要提供2.5G/10G/25G等中低速DFB激光器芯片，应用于光纤到户（PON）及5G移动通信前传/中回传网络。该领域产品同质化竞争激烈，导致价格承压，但公司在2.5G/10G DFB芯片国内市场保持份额领先。作为业务“压舱石”，其需求与电信运营商资本开支周期相关，未来增长平稳，主要通过产品迭代维持盈利能力。该业务竞争市场以国内为主。

其他：

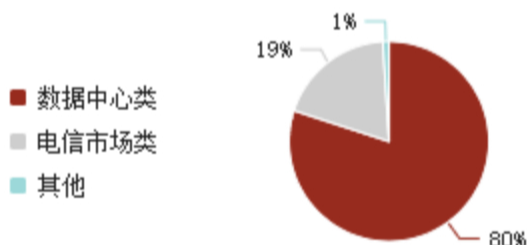
公司新兴培育业务。主要包括1550nm波段车载激光雷达芯片等面向未来应用的前沿产品，目前尚处于技术布局和客户拓展阶段，收入贡献微小。该业务与公司光通信核心技术同源，是面向自动驾驶等新兴市场的长期战略储备，暂未形成规模效应。其发展取决于下游激光雷达市场的商业化进程。

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

公司采用“IDM全链条+研发驱动”的商业模式。坚持芯片设计、晶圆制造、封装测试全流程自主可控，形成技术壁垒与成本优势。研发端聚焦高速EML芯片与大功率CW光源，率先突破100G/200G EML国产化并切入中际旭创等头部模块厂商供应链。生产端以自产为主，通过标准化与规模化控制良率。销售端采用“芯片+方案”结合的模式，直接对接光模块厂商需求，并通过定制化服务强化客户粘性。其模式以光芯片技术平台为核心，纵向支撑数据中心与电信市场双轮需求。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司截止2024年末、2025年三季度末的资产总额分别为21.48亿元、23.88亿元，其中非流动资产占比34.26%、44.35%。公司资产强度高，主要因其采用IDM模式，需自建晶圆制造、芯片加工等产线，在光芯片设计、制造、封测全环节投入大量专用设备，导致固定资产占比显著高于行业平均水平。公司固定资产占比近年来进一步提升，主要源于为抢占AI算力市场机遇，持续投入IDM产线以扩大高速EML芯片及大功率硅光光源的产能，同时加速200G EML等高端芯片的工艺设备升级所致。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司2023年、2024年、2025年三季度末研发费用率分别高达21.43%、21.62%、14.28%。公司研发强度大，主要因其采用IDM模式需持续投入光芯片全流程技术攻坚，尤其在突破100G/200G EML等高端芯片的工艺瓶颈及硅光光源迭代中，研发资源消耗显著高于轻设计同行业公司。公司近年来研发费用率有所下降，主要因收入规模快速扩大所致。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司近五年销售费用率在4%左右。公司营销强度较低，主要因其作为上游光芯片供应商直接对接中际旭创等头部光模块厂商，客户集中度高且产品依赖技术认证而非市场推广，加之IDM模式下资源聚焦研发与生产，无需大规模销售团队支撑。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近五年前五大客户销售占营业收入比例均超过50%，客户集中度较高。作为上游光芯片供应商，产品主要通过中际旭创等少数头部光模块厂商集成后间接销售给终端客户，下游行业格局集中自然导致其客户集中度较高。

3.5 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近五年前五大供应商采购占比均超过50%，供应商集中度较高。主要源于其IDM模式中晶圆制造等环节所需的半导体材料、设备及高端衬底等核心资源被全球少数厂商主导，且对材料一致性要求极高，导致采购来源天然集中。

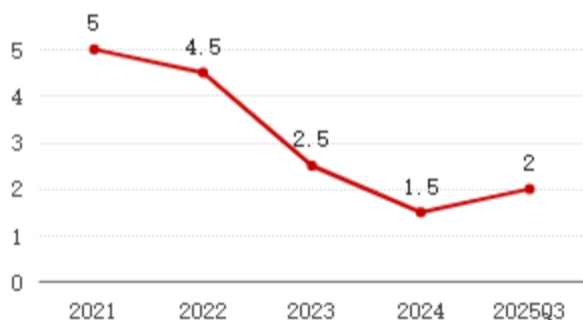
4. 历史经营绩效

公司历史成长能力一般、盈利能力较弱、业务控制力及财务健康情况一般、股东回报情况较好，整体历史经营绩效情况一般。

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

公司盈利能力较弱，主要受其早期业务依赖同质化严重的电信市场中低速光芯片产品影响，价格竞争激烈导致利润承压；同时高毛利的高端数据中心芯片（如EML）研发等投入较大，尚未形成规模收入，难以平滑盈利波动。

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，以往业绩增长较弱且波动较大，主要因其长期依赖竞争激烈、价格下行的电信市场中低速光芯片，而高毛利的高端数据中心芯片（如100G/200G EML）在客户验证和放量初期收入贡献不稳定，导致业绩受产品结构和下游需求周期影响显著。

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



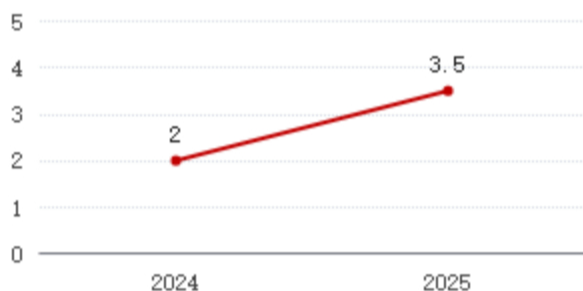
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康情况一般。公司自由现金流持续为负值，主要源于其IDM模式需持续投入晶圆制造产线及高端芯片研发，资本开支长期高于经营现金流入，处于产能扩张与技术攻坚的投入期；上下游净占款持续为负值，占款能力偏弱，主要因其对上游核心材料供应商议价空间有限常需预付款，同时对下游头部光模块客户为维持合作需提供较长信用账期，导致经营现金流被双向挤压。

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

公司股东回报情况较好，股利支付率近年来持续提升至50%以上，且新增中期分红，在2024年整体净利润亏损的背景下也进行了分红。

5. 四维评级

公司位居国产光芯片第一梯队，受益于AI算力需求爆发驱动高速光芯片国产替代加速，高端光芯片产品进入放量阶段，数据中心类业务放量，产品结构持续优化；但相较海外龙头还有较大差距，处于“追赶者”地位。整体成长空间高，盈利趋势较好，产业格局较好，护城河较弱。

5.1 成长空间

★★★★★

公司整体成长空间高。数据中心类业务核心驱动为AI算力需求爆发带来的高速光芯片（如100G/200G EML）国产替代机遇，硅光技术渗透率提升进一步推动大功率CW光源需求；电信市场类业务虽增速平稳，但5G/6G技术迭代将持续拉动中高速芯片升级需求，为公司提供稳定基本盘。

数据中心类(5星):

成长空间极高。受益于AI算力需求爆发，全球高速光芯片市场未来5年CAGR预计超70%。公司100G/200G EML芯片已量产或送样，大功率CW光源批量出货，深度绑定头部模块厂商，将直接受益于硅光技术渗透及海外供应链缺口，国产替代空间广阔。

电信市场类(3星):

成长空间一般。传统电信市场2.5G/10G等中低速光芯片同质化竞争激烈，价格承压，行业增速平稳（CAGR约5%）。公司虽市场份额领先，但该业务主要依赖产品迭代维持收入，难现高增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。受益于高端光芯片国产替代加速及产品结构优化，公司盈利能力有望稳步提升；但IDM模式下的高研发投入及电信市场同质化竞争仍会对盈利增长形成一定制约。

数据中心类(4星):

盈利趋势较好。随着100G/200G EML芯片及大功率CW光源等高端产品放量，规模效应逐步显现，毛利率有望维持较高水平；公司凭借技术领先性持续提升市占率，盈利弹性较强。

电信市场类(2.5星):

盈利趋势一般。中低速光芯片市场同质化竞争激烈，产品价格持续承压，毛利率提升空间有限；该业务以维持稳定份额为主，对整体盈利贡献趋于平稳。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局较好。作为国内少数实现高端光芯片IDM模式的企业，公司在技术壁垒和供应链自主性上具备优势；虽在全球市场仍处于追赶阶段，但凭借在数据中心领域的快速突破，已在国产厂商中建立起领先地位。

数据中心类(3.5星):

产业格局较好。全球高端光芯片市场由美日厂商主导，但公司凭借100G/200G EML芯片及大功率硅光光源的量产能力，已切入头部光模块厂商供应链，成为国产替代的核心力量，在二线梯队中竞争力突出。

电信市场类(2.5星):

产业格局一般。中低速光芯片市场技术门槛相对较低，国内厂商同质化竞争激烈，产品价格持续承压；公司虽在2.5G/10G等产品线份额领先，但整体议价能力和盈利空间受行业竞争制约明显。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河较弱。其主要优势在于IDM模式带来的光芯片全流程技术自主可控能力，并在100G EML等高端芯片国产替代上取得领先。但公司整体规模较小，面对美日龙头厂商的技术和生态壁垒，追赶挑战较大；同时，下游客户集中、IDM模式资本开支巨大导致现金流紧张，可持续竞争力仍需时间验证。

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
数据中心类	(2星) 护城河宽度较弱。公司凭借IDM模式在100G/200G EML芯片等高端产品实现国产突破，技术壁垒初显；但全球市场份额仍远低于美日龙头，下游客户集中且上游核心材料依赖进口，业务控制力不足。2024年业务毛利率74.6%，但受高研发投入拖累，ROE和ROIC（经壹评级调整后）均为负值。	(2星) 护城河可持续性较弱。护城河主要来源于产品进度领先带来技术优势，但持续性面临挑战。公司在高端EML芯片等产品虽取得突破，但与美日龙头在技术迭代方面尚有较大差距；同时下游光模块厂商为保障供应链安全往往引入多源供应商，客户粘性不足。预计在高强度研发投入和市场竞争加剧下，超额收益衰减较快（10年减弱50%左右）。
电信市场类	(0.5星) 护城河宽度弱。中低速光芯片市场同质化严重，价格竞争激烈，公司虽在国内2.5G/10G产品份额领先，但缺乏定价权且业务控制差。2024年业务毛利率24.6%，ROIC难以覆盖资本成本，ROE和ROIC（经壹评级调整后）均为负值。	(3.5星) 护城河可持续性较好。护城河主要来源于市场份额和客户转换成本。公司在2.5G/10G等中低速芯片领域已建立稳定的客户关系和规模优势，产品认证周期长、替换成本高；电信市场技术演进平稳，现有格局不易被颠覆。虽行业增长放缓，但公司龙头地位可支撑其盈利持续性，预计超额收益衰减较慢（10年基本持平）。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于数据中心类业务进入爆发阶段、毛利率短期显著提升但长期回落到正常水平，电信市场类业务收入和毛利率随5G、6G升级迭代周期波动等假设，经测算公司目前处于严重高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括数据中心类、电信市场类、其他。

业务一：数据中心类

1. 收入假设：

1) 中短期：预计全球AI数据中心资本开支数额到2030年达到4万亿美元，2025-2030年年复合增速50%左右。其中，光模块投入占总Capex比例为3%左右，预计2030年全球数通光模块市场规模达到800亿美元，2025-2030年年复合增速45%左右，产品速率逐步由目前的400G/800G为主升级到800G/1.6T/3.2T为主。预计光芯片市场规模增速略低于光模块市场增速（因硅光方案下BOM占比小幅下降），硅光方案渗透率从2024年的10%逐步提升至2030年的60%。

综合公司产能规划和客户需求，预计2025-2026年CW硅光光源70W、100W销量分别为500万只/2380万只、0/500万只，EML光芯片100G、200G销量分别为300万只/900万只、0/100万只。对应数据中心类业务年收入分别为3.68亿元、19.39亿元，分别同比增速665%、428%；其后公司CW硅光光源市占率稳定在25%、EML光芯片市占率提升至6.5%，2027-2030年收入的年复合增速为27%左右。

2) 长期：2031-2040年，公司CW硅光光源市占率稳定在25%、EML光芯片市占率进一步提升至10%，预计其数据中心类业务收入的年复合增速为10%左右。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：在产品结构变化及规模放量背景下，预计2025-2030年业务毛利率在55%左右；其后受行业需求增长放缓、竞争格局趋于稳定等因素影响，业务毛利率逐步下降至48%并保持稳定。

2) 费用率：受益产品放量的摊薄效应，销售、管理、研发费用率分别小幅下降至2%、5%、8%并保持平稳。

业务二：电信市场类

1. 收入假设：中短期受5G建设高峰期已过、电信市场景气下滑影响，预计2025-2029年收入年复合增速为4%左右；长期（2030-2040年），受益于6G需求爆发，预计前五年收入年复合增速达到15%左右，后六年收入年复合增速4%左右。

2. 盈利能力假设：随5G、6G通信技术升级迭代周期而有所波动，预计2032年回升至40%的阶段高点，其后逐步下降至30%并保持平稳；各项费用率基本保持平稳。

业务三：其他

收入规模小，车载激光雷达芯片仍处于布局和拓展阶段，暂不考虑其影响；毛利率、费用率等保持平稳。

表2：公司整体业绩预测

源杰科技	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.8	1.4	2.5	5.5	21.4	27.3	34.4	42.8
归母净利润(亿)	1.0	0.2	-0.1	1.3	6.3	8.9	10.6	13.0
归母净利润增速(%)	5.3	-80.6	-131.6	2292.6	368.6	40.6	19.9	22.6
经营性净利润(亿)	1.0	-0.0	-0.2	1.4	6.3	8.9	10.6	13.1
经营性净利润增速(%)	9.6	-103.6	-492.1	734.7	367.7	40.6	19.8	22.6
经营性归母净利润(亿)	1.0	-0.0	-0.2	1.4	6.3	8.9	10.6	13.1
经营性归母净利润增速(%)	9.6	-103.6	-492.1	734.7	367.7	40.6	19.8	22.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

数据中心类	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.4	0.0	0.5	3.7	19.4	25.1	32.1	40.4
收入增速(%)	0.0	-89.5	920.0	665.0	427.5	29.4	28.0	26.0
经营性净利润(亿)	0.2	-0.0	-0.1	1.1	6.0	8.5	10.2	12.7
经营性净利率(%)	42.0	-5.1	-18.0	29.7	30.9	33.8	31.9	31.4
经营性净利润增速(%)	0.0	-101.3	-3499.2	1364.0	447.9	41.5	20.7	24.1
电信市场类	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.4	1.3	2.0	1.8	2.0	2.2	2.3	2.4
收入增速(%)	2.1	-43.8	52.0	-10.0	10.0	8.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.8	-0.0	-0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
经营性净利率(%)	33.5	-2.3	-6.2	14.2	16.6	19.0	18.7	15.4
经营性净利润增速(%)	-11.8	-103.9	-312.2	304.7	28.7	23.7	3.0	-13.1
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	0.0	427.0	-72.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
经营性净利率(%)	34.7	-4.4	-1.2	0.4	-0.6	-2.1	-3.1	-3.1
经营性净利润增速(%)	0.0	-167.0	92.8	135.2	-248.0	-251.3	-47.7	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)
数据中心类	7.6%	中等	较好	一般	9.5%	11.7	19.9
电信市场类	4.0%	中低	一般	较强	9.0%	10.61	0.9
其他	-	中低-	一般	一般	8.5%	8.72	-0.0
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
数据中心类(亿)	-43.5	102.9	59.4	2.1	-	0.2	61.8
电信市场类(亿)	3.3	4.6	7.8	8.9	-	0.1	16.8
其他(亿)	0.0	-0.0	0.0	0.1	-	0.0	0.1
公司整体测算(亿)	-40.2	107.5	67.3	11.1	-	0.3	78.6

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
数据中心类(亿)	-30.9	82.5	51.6	2.1	-	0.2	53.9
电信市场类(亿)	4.0	2.7	6.7	8.9	-	0.1	15.6
其他(亿)	0.0	-0.0	0.0	0.1	-	0.0	0.1
公司整体测算(亿)	-26.9	85.1	58.3	11.1	-	0.3	69.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性★★★★☆

公司估值确定性一般。尽管光芯片国产替代空间广阔，但公司高端EML芯片放量进度仍受制于下游客户认证周期及硅光技术路线竞争，收入能否持续高增长存在不确定性。IDM模式虽构筑技术壁垒，但重资产运营导致现金流压力较大，且研发投入成效需时间验证。同时，电信市场低端产品价格竞争激烈，业绩对单一细分市场依赖较强，供需格局变化可能引发盈利波动。

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。