

中兴通讯（000063.SZ）

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	39.79
总市值	1903.37亿
PE-TTM	32.59
PB-MRQ	2.54

估值结果

DDM估值	价值	1342亿
	上行空间	-30%
	状态	偏高估

动态估值	价值	1277亿
	上行空间	-33%
	状态	偏高估

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

中兴通讯是全球领先的综合通信与信息技术解决方案提供商，市占率稳居TOP4，专注于运营商网络、政企业务和消费者业务，产品服务覆盖全球160多个国家和地区。

公司成长空间一般，受限于国内运营商5G投资高峰期已过，传统业务承压，而算力等新增业务竞争激烈、毛利率偏低。盈利趋势平稳，高增长的政企业务毛利率较低，但前期占比较小，而核心主业运营商业务盈利稳定。产业格局较好，公司与华为、爱立信、诺基亚共同主导全球通信设备市场，5G基站与核心网发货量稳居全球第二。护城河较深，主要体现在其近9.3万件全球专利构筑的技术壁垒、全栈自研芯片能力以及“连接+算力”的软硬件综合优化与全球交付体系。

基于运营商网络业务与通信技术升级迭代周期同步、消费者业务稳健增长、政企业务快速增长但毛利率承压等假设，公司估值当前处于偏高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：公司作为通信设备龙头，积极推进新曲线业务打造，收入和利润增长均有韧性。

我们的观点：公司收入端韧性较强，但因传统主业运营商网络业务需求收缩、以及政企业务相关的新曲线业务毛利率较低，将使得整体盈利情况承压，利润端韧性不佳。

风险提示

传统运营商业务受5G投资放缓持续承压；6G商用进展不及预期；新兴算力业务面临激烈竞争，政企业务毛利率大幅下滑；国际政治风险与海外市场竞争加剧；应收账款高企及技术转化效率存疑，为转型带来财务压力等。

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 人力资源高端度	5
3.4 客户集中度	5
3.5 供应商集中度	6
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	10
6.1 核心假设及逻辑	10
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	3
图2：预测2025 年毛利占比	3
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

中兴通讯是全球领先的综合通信与信息技术解决方案提供商，市占率稳居TOP4。公司成立于1985年，总部位于深圳，1997年11月18日在深交所主板上市，业务聚焦运营商网络、政企业务和消费者业务，为全球160多个国家和地区的电信运营商、政企客户及个人消费者提供创新的技术与产品解决方案。公司在5G基站、5G核心网等关键设备领域的发货量位居全球前列，并拥有超过9.3万件全球专利申请，展现出深厚的技术底蕴与全球竞争力。

2. 业务介绍

对于中兴通讯公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

运营商网络业务：

公司最核心的业务板块，现金流业务，主要为全球电信运营商提供端到端的综合通信解决方案。该业务聚焦于5G-A、全光网络等前沿技术的创新，推出极效移动网络、全光城市、空天地一体化覆盖等方案，旨在构建一个极简、高效、绿色的智能网络基础设施。其产品广泛服务于公众通信及行业数字化场景，助力运营商提升网络价值并实现从“流量经营”向“体验经营”的跃迁。该业务的竞争市场界定为全球。

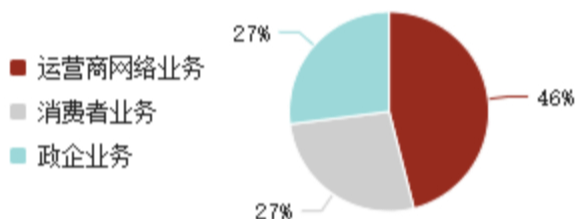
消费者业务：

公司战略增长的重要方向，以“AI for All”为核心战略，产品涵盖家庭终端、手机和移动互联产品三大领域。家庭终端包括光猫（含FTTR）、Wi-Fi路由器、机顶盒等，其FTTR产品累计发货近3000万套，PON CPE发货量全球第一。手机业务通过中兴、努比亚、红魔三大品牌实现差异化布局，其中红魔旗舰手机销量位居全球电竞手机市场首位。移动互联产品中，其5G FWA&MBB市场份额持续保持全球第一。该业务的竞争市场界定为全球。

政企业务：

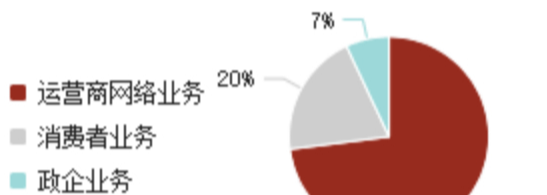
公司战略增长的“第二曲线”，专注于为政府、能源、金融、交通、电力、矿山等关键行业提供全面的数字化转型解决方案。该业务的需求动力主要来自于全球各行业在AI和智能化浪潮下对算力基础设施和行业定制化方案的强劲需求。依托公司在“连接+算力”领域的全栈核心能力，包括自研AI芯片、智算服务器、星云大模型及端到端的行业融合方案，为客户提供高效、可靠的数字化赋能，助力其降本增效。该业务的竞争市场主要为国内。

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

公司采用“全栈自研+全球运营”的商业模式。公司以持续的研发投入筑牢从芯片、数据库到操作系统的底层技术根基，并依托覆盖无线、有线、算力基础设施的端到端产品线，为全球运营商、政企客户及消费者提供综合解决方案。在市场端，通过直销与渠道合作相结合的模式深度耕耘，并积极与行业伙伴构建生态，推动“连接+算力”能力在多元场景下的价值实现。

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2073.23亿元、2146.58亿元，其中非流动资产占比31.61%、33.20%，低于一般人力密集型产品的制造业水平（35%以上）。公司聚焦研发与解决方案，将生产环节委托加工，资源向高附加值的芯片、软件及服务倾斜，形成较轻资产的运营模式。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司近10年研发费用率均在10%以上，其近5年进一步提升至15%以上水平。公司长期保持高比例研发投入，旨在通过压强式投入底层核心技术（如芯片、算法、架构）和前瞻性领域（如5G-A、算力基础设施），构筑从连接向“连接+算力”延伸的全栈技术底座，提升产品自研比例，进一步优化成本，从而巩固其全球竞争力。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

公司2024年末人均薪酬42.36万元，处于较高水平，且近年来持续增长。公司员工超过75%是本科及以上学历，人力资源高端度高，核心原因在于公司坚持技术驱动与人才密集战略，将资源高度集中于研发创新，并依赖高学历的专业人才团队以维持其在全球通信设备市场的技术竞争力。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近5年前五大客户销售占营业收入比例超过55%，客户集中度高，主要源于公司主营业务服务客户为电信运营商，行业集中度高，如国内主要为中国移动、中国电信、中国联通三家。

3.5 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司近5年前五大供应商采购占总采购额比例不足25%，供应商集中度较低，其供应链呈现多元化特点，广泛涵盖科技公司、金融机构及物流服务商等多个领域。

4. 历史经营绩效

公司成长能力一般，盈利能力较好，业务控制力和财务健康情况较好，股东回报较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



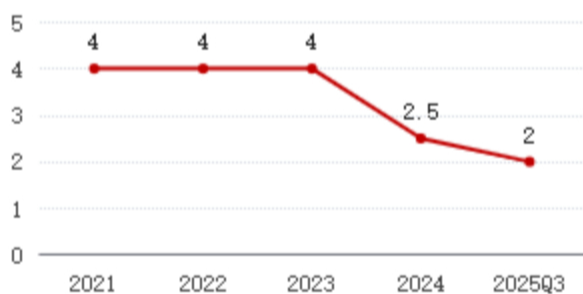
数据来源：公司财报，壹评级

盈利能力较好，近年来有所提升。公司2024年毛利率37.91%、ROE9.8%、ROIC7.4%，相较此前年份有明显、持续提升，主要受益于持续研发投入，芯片等方面自研比例提升。2025年前三季度毛利率等出现较明显下滑，主要由于业务结构变化，高毛利的运营商网络业务占比下降，AI算力相关的政企业务前期投入较大使得利润率承压。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



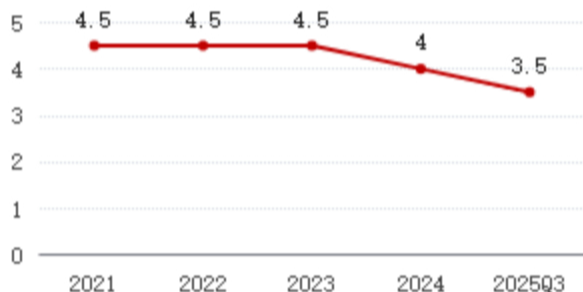
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，近年来有明显走弱。公司作为通信设备厂商，受通信技术升级迭代周期影响大，历史上有很大的波动性；近年来国内5G建设投入高峰期已过，下游电信运营商资本开支进入收缩态势，使得公司相关业务需求承压，成长能力走弱。

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



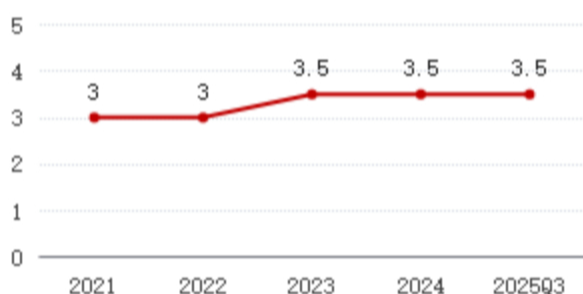
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力和财务健康情况较好。截止2024年末，公司经营性现金流占净利润的比例超过137%，自由现金流占净利润的比例近90%。主要源于其庞大的固定资产和无形资产产生的巨额折旧摊销，这部分非现金支出显著提升了现金流水平。

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

股东回报较好。公司自上市以来，累积现金分红已超过25次，近两年将现金分红总额占净利润比例提升至35%水平。

5. 四维评级

公司整体成长空间一般，盈利趋势平稳，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间一般。传统主业运营商网络业务保持平稳，确定性一般；消费者业务增速较好，确定性较低；政企业务高增长，确定性较低。

运营商网络业务 (2.5星)：

成长空间一般。受国内5G建设投入高峰期已过，下游电信运营商资本开支持续收缩，公司运营商网络业务将面临承压；同时，受益于全球5G建设的长尾需求的持续释放，部分弥补了国内需求下滑，预计公司运营商网络业务短期承压过后有望保持平稳，面向6G的持续投入为后业务后续发展带来潜力。总体确定性一般。

消费者业务(3星):

成长空间较高。公司消费者业务收入未来5年有望实现10%-15%的年复合增速，增速边际小幅提升，主要得益于其“AI for All”战略下AI终端（如AI手机、云电脑）的创新与普及、海外市场的快速扩张以及品牌年轻化营销的成效。总体确定性较低，业务受全球宏观经济和贸易环境影响较大。

政企业务(5星):

成长空间高。公司政企业务预计未来5年收入年复合增速为20%以上的高增长，主要受益于全球AI算力需求的爆发式增长、国内外智算基础设施的持续投入以及信创国产化替代带来的数千亿市场机遇，服务器、存储、汽车电子、能源等领域打造第二增长曲线。同时，其发展确定性面临挑战，一方面该业务毛利率显著低于传统业务，且市场竞争激烈易引发价格战；另一方面，其增长依赖于持续的技术迭代和高端芯片等供应链的稳定，地缘政治等因素也带来不确定性。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势平稳。传统主业运营商网络业务盈利情况保持稳定，消费者业务盈利情况有望提升，政企业务盈利情况有望改善。

运营商网络业务(2.5星):

盈利趋势稳定。尽管下游需求增长乏力，但公司有望凭借稳固的行业龙头地位和持续增强的产品自研能力，使得盈利能力总体稳定在较高水平、持续领先于竞争对手。

消费者业务(3.5星):

盈利趋势较好。随着公司海外市场拓展以及AI手机、家庭终端等更多产品品类推出，市占率提升且产品结构有望优化，使得在行业中竞争力增强，整体盈利能力稳中有升。

政企业务(3星):

盈利趋势较好。受业务模式影响，前期投入较大，随着后续规模效应逐步显现，叠加产品结构趋于稳定，公司盈利能力有望得到明显回升。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好。传统主业运营商网络业务市场格局逐步稳定，公司作为全球TOP4龙头地位稳固；消费者业务和政企业务市场竞争较激烈，格局一般。

运营商网络业务(3.5星):

产业格局较好。在运营商网络市场与华为、爱立信、诺基亚共同形成四强主导的稳定格局。公司全球5G基站发货量位居第二，在国内市场与华为共同占据主导份额，构筑了高客户壁垒；持续提升核心技术自研能力，进一步优化成本和提升产品竞争力。

消费者业务(2.5星):

产业格局一般。公司在国内智能手机市场面临激烈竞争，份额被归为“其他”类别，其通过红魔、努比亚等子品牌在电竞、影像等垂直领域寻求差异化突破，并依赖海外市场实现增长。

政企业务(2.5星):

产业格局一般。公司布局的数字经济、人工智能、新能源等领域虽然行业前景广阔，但市场参与者也众多，要面临云厂商、ICT厂商及系统集成商等多方激烈竞争。公司虽通过高性价比策略实现营收快速增长，但导致其毛利率显著偏低，盈利空间承压。

5.4 护城河★★★★☆

公司护城河较深。公司护城河主要体现在其深厚的技术积累、全栈产品布局以及领先的市场地位。公司近六年研发投入超千亿元，拥有全球专利申请约9.3万件，5G标准必要专利族数量位居全球前列。其业务横跨“连接+算力”，从核心芯片、服务器、数据中心到5G网络设备（基站与核心网发货量全球第二）形成全栈能力。在AI浪潮下，算力业务（服务器及存储营收前三季度同比增长250%）已成为强劲第二增长曲线，构筑起宽广的竞争壁垒。

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
运营商网络业务	(4星) 护城河宽度较好。公司凭借全球领先的5G标准必要专利、大规模阵列基站等产品的全球规模应用与市场认可，以及向6G时代的前瞻性布局所构筑的坚实壁垒。公司业务控制力较好，在产业链中的话语权高于同行；2024年毛利率50.9%，ROE（经过壹评级调整后）12.3%、ROIC（经过壹评级调整后）10.3%，具备一定的超额收益。	(3星) 护城河持续性一般。护城河主要来源于转化成本和技术优势，外来竞争者进入的难度较大；但面临5G建设高峰期已过、运营商传统资本开支收缩、电信市场技术升级迭代周期放缓等挑战，预计未来ROE、ROIC超额收益情况将有所衰退（25%左右）。
消费者业务	(1星) 护城河宽度差。公司面临激烈的市场竞争，需要通过红魔、努比亚等子品牌在电竞、影像等垂直领域寻求差异化突破，并依赖海外市场实现增长。业务控制力较好；2024年毛利率22.7%，ROE（经过壹评级调整后）6.4%、ROIC（经过壹评级调整后）4.1%，无超额收益。	(3.5星) 护城河持续性较好。护城河主要源于品牌和线下渠道优势，目前竞争力一般；后续随着公司产品品类扩展、底层AI技术进入收获阶段以及海外市场拓展，竞争力将增强，ROE、ROIC情况有望获得提升。
政企业务	(1星) 护城河宽度差。市场参与者众多，公司面临云厂商、ICT厂商等多方激烈竞争，自身优势不显著。业务控制力一般，面对下游客户话语权一般；2024年毛利率15.3%，ROE（经过壹评级调整后）4.6%、ROIC（经过壹评级调整后）3.0%，无超额收益。	(3.5星) 护城河持续性较好。护城河主要源于规模经济，目前公司业务处于快速增长阶段，前期体量小而优势不明显；后续随着公司业务规模提升，投入成本分摊下降，其未来ROE、ROIC超额收益情况有望增强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于等假设传统主业运营商网络业务与通信技术升级迭代周期同步、消费者业务稳健增长、政企业务快速增长但毛利率承压等假设，经测算公司目前处于偏高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括运营商网络业务、消费者业务、政企业务。

业务一：运营商网络业务

1. 收入假设：2025年受国内5G建设高峰期已过，下游电信运营商资本开支收缩，业务面临承压，预计收入同比下降8%；2026-2028年，受益于全球5G建设长尾需求逐步市场而保持平稳，预计年复合增速2%；2029-2032年，在6G建设需求推动下，预计年复合增速13.8%，其后逐步下降至2%的平稳年增速。

2. 盈利能力假设：2025-2028年，受国内5G建设需求下滑，运营商资本开支收缩，毛利率从50%逐步下滑至44%；2029-2031年，受益于6G建设需求推动，毛利率逐步上升至50%，其后随着需求放缓逐步下降至42%并保持稳定。费用率方面随通信技术升级迭代周期而同步变化。

业务二：消费者业务

1. 收入假设：受益于海外市场拓展和更多产品品类推出，预计2025-2030年收入年复合增速10%，其后年增速逐步放缓至2%的平稳水平。

2. 盈利能力假设：随着产品结构优化，较当前略有提升至23%，保持稳定；费用率方面随着更多市场拓展和产品投入市场，管理费用率有所上升、研发费用率有所下降。

业务三：政企业务

1. 收入假设：受益于数字经济、人工智能和新能源等领域需求持续爆发，服务器、存储、数字能源和汽车电子等产品打造新增长曲线，预计2025-2030年收入年复合增速35.5%，其后逐步下降至2%的平稳年增速。

2. 盈利能力假设：受产品结构变化，服务器等占比增加，毛利率有较大下降至7%，其后保持稳定。随着市场拓展趋于稳定，管理费用率提升、销售费用率和研发费用率有所下降。

表2：公司整体业绩预测

中兴通讯	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1229.5	1242.5	1213.0	1391.0	1645.5	1868.6	2037.9	2284.4
归母净利润(亿)	80.8	93.3	84.2	69.9	78.7	90.2	89.5	101.1
归母净利润增速(%)	18.7	15.4	-9.7	-17.0	12.6	14.5	-0.7	12.9
经营性净利润(亿)	63.7	73.0	60.3	67.6	76.6	88.2	87.6	99.3
经营性净利润增速(%)	51.1	14.5	-17.4	12.1	13.3	15.2	-0.8	13.4
经营性归母净利润(亿)	66.1	73.7	60.8	66.7	75.5	87.0	86.3	97.9
经营性归母净利润增速(%)	61.8	11.4	-17.4	9.6	13.3	15.2	-0.8	13.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

运营商网络业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	800.4	827.6	703.3	647.0	659.9	673.1	686.6	823.9
收入增速(%)	5.7	3.4	-15.0	-8.0	2.0	2.0	2.0	20.0
经营性净利润(亿)	51.6	57.5	47.0	48.2	50.6	53.0	43.2	50.8
经营性净利率(%)	6.4	6.9	6.7	7.5	7.7	7.9	6.3	6.2
经营性净利润增速(%)	53.5	11.5	-18.3	2.7	4.9	4.8	-18.6	17.6
消费者业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	282.9	279.1	324.1	372.7	428.6	471.4	518.6	544.5
收入增速(%)	9.9	-1.3	16.1	15.0	15.0	10.0	10.0	5.0
经营性净利润(亿)	7.0	8.8	9.6	14.4	16.8	18.7	20.8	22.1
经营性净利率(%)	2.5	3.1	3.0	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1
经营性净利润增速(%)	43.5	25.2	9.6	49.5	17.1	11.2	11.1	6.0
政企业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	146.3	135.8	185.7	371.3	557.0	724.1	832.7	916.0
收入增速(%)	11.8	-7.1	36.7	100.0	50.0	30.0	15.0	10.0
经营性净利润(亿)	5.2	6.7	3.7	5.0	9.2	16.5	23.6	26.5
经营性净利率(%)	3.5	4.9	2.0	1.4	1.7	2.3	2.8	2.9
经营性净利润增速(%)	38.9	30.4	-44.4	34.5	82.9	79.5	43.0	12.1

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)
运营商网络业务	8.7%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	45.7
消费者业务	4.8%	中等-	一般	较强	7.5%	14.73	21.2
政企业务	5.8%	中等	一般	较强	8.3%	14.04	24.5
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
运营商网络业务(亿)	81.4	606.7	688.1	96.2	4.8	12.0	791.4
消费者业务(亿)	-35.7	234.1	198.4	44.3	1.5	3.7	244.9
政企业务(亿)	-38.2	251.0	212.8	25.4	1.5	3.6	240.3
公司整体测算(亿)	7.5	1091.8	1099.2	165.9	7.8	19.3	1276.6

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
运营商网络业务(亿)	293.4	470.0	763.4	96.2	4.8	12.0	866.7
消费者业务(亿)	12.1	146.1	158.3	44.3	1.5	3.7	204.8
政企业务(亿)	48.4	194.1	242.6	25.4	1.5	3.6	270.1
公司整体测算(亿)	354.0	810.3	1164.2	165.9	7.8	19.3	1341.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。公司主营的运营商网络业务受通信技术升级迭代周期波动性较大；同时，公司正处于业务转型期，传统高毛利的运营商网络业务承压，而新兴的算力业务虽增速显著，但毛利率极低，导致公司陷“增收不增利”的困境，其经营活动现金流大幅下滑，盈利质量后续不确定性较大。公司未来业绩改善依赖于技术突破与市场竞争态势，这些因素共同增加了其盈利预测与价值判断的难度。

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。