

锦江酒店（600754.SH）

公司报告 | 首次评级报告

研究员
张浩炜

2026年1月30日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	26.79
总市值	285.66亿
PE-TTM	51.80
PB-MRQ	1.80

估值结果

价值	264.57亿
DDM估值	上行空间 -7.4%
状态	合理估值
价值	234.01亿
动态估值	上行空间 -18%
状态	合理估值

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

锦江酒店是我国酒店连锁行业的龙头企业，旗下拥有锦江都城、维也纳、丽枫、7天等多个知名品牌，覆盖高端、中端、经济型全细分赛道，门店规模与网络布局全球领先。公司在深耕国内市场的同时，海外市场通过法国卢浮集团进行布局，中长期成长确定性较高。

公司护城河、产业格局星级处于相对较高水平，主要系公司旗下酒店数量规模冠绝全球，并拥有多个知名品牌，消费者认知度与整体市占率均处于较高水平；公司盈利趋势星级一般，受宏观经济增速放缓以及全国酒店客房供大于求的拖累，整体 RevPAR 承压，后续盈利有望改善；考虑到公司境内业务改革仍在推进，境外业务暂未扭亏，公司成长空间星级仍有提升空间。

考虑到当前国内居民出游热度较高，商旅需求企稳，公司境内外改革措施持续落地，假设2026年公司境内酒店RevPAR增速转正，10年内维持中低个位数增长，境外酒店业务2027年实现扭亏，谨慎估计未来10年公司整体收入年均增速为3%左右，测算得当前公司估值基本处在合理区间。

我们区别于市场的观点

市场认为：公司由于过往较快节奏的并购扩张，积累了较高的负债与商誉，叠加境外业务亏损持续，业绩可能持续承压。

我们认为：公司酒店规模全球领先，基本盘扎实，内部改革已初见成效，管理费用率显著下降，会员体系持续优化，叠加境外业务稳步落实品牌聚焦、门店翻新等措施，后续业绩修复与长期增长的确定性仍高。

风险提示

公司在发展进程中完成多轮并购整合，账面形成较高的商誉规模；若后续业务改善成效未达预期，公司或面临大额商誉减值计提，进而加大短期业绩的波动风险。

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 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	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	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

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	3
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	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	8
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	9

1. 基本信息

公司创立于1993年，总部位于上海市，是中国规模最大的综合性酒店集团之一。公司以酒店运营管理为核心业务，通过自营、加盟等多种模式拓展门店网络，在全球范围内拥有已开业酒店超1.4万家，覆盖中国内地所有省级行政区及海外近60个国家和地区。公司品牌矩阵完善，涵盖高端（如锦江都城、昆仑饭店）、中端（如维也纳、丽枫）、经济型（如锦江之星、7天）全细分领域，同时搭建了完善的数字化会员体系。近年公司持续推进内部改革，整体运营效率有所提升，后续业绩有望进一步增长。

2. 业务介绍

对于锦江酒店公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

境内酒店：

公司境内酒店业务涵盖中国大陆地区的有限服务型酒店和全服务型酒店的运营与管理，采用直营与加盟两大模式，收入来源包括酒店客房、酒店管理、会员卡收益、订房渠道及加盟服务等。

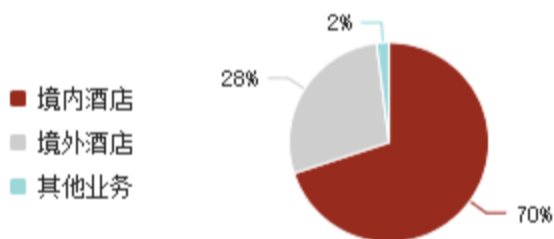
境外酒店：

公司境外酒店业务聚焦境外有限服务型酒店的布局与运营，覆盖境外50余个国家或地区，以旗下法国卢浮集团的酒店等资产实现全球化网络构建，东南亚地区亦加快布局。公司境外酒店的业务包括直营与加盟酒店相关的客房运营、品牌管理及供应链协同等内容。

其他业务：

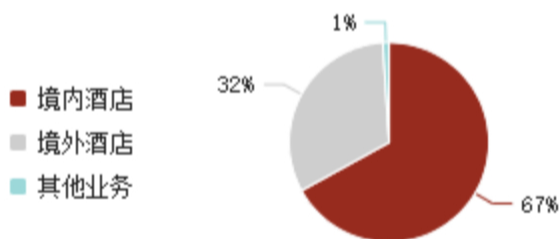
公司其他业务包括食品及餐饮业务等。

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

公司的核心业务是为消费者提供住宿及相关配套服务，服务对象包括商务出行人士、旅游度假人群、本地消费群体等。公司业务模式主要包括直营与加盟（特许经营等）模式，前者侧重自建或租赁酒店物业，以开展酒店服务；后者侧重公司经营资源的外部授权，通过合作方的酒店物业，为下游客户提供以标准化为主的住宿体验。公司收入主要来源包括客房收入、餐饮收入、加盟费、管理费等。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司业务的资产强度较高，2024年固定资产、在建工程与无形资产占总资产的23.4%，占收入的76.7%，其中无形资产占比较高，包括特许经营合同、商标，以及专利权利与软件等，固定资产占比相对不高，这与公司近年大力发展加盟业务关系较大，门店方面主要采用特许经营模式进行扩张。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较低，2024年前五大客户收入占比仅为0.1%，客户以终端消费者为主，包括个人商务出行、旅游消费人群等，同时涵盖部分企业客户与旅游渠道合作方。公司分散的客户结构降低了对单一客户依赖风险。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司供应商集中度较低，2024年前五大供应商采购额占比为18.8%，主要供应商包括酒店用品供应商、信息技术服务商等，其中酒店用品采购以集中采购为主，通过规模效应降低成本。

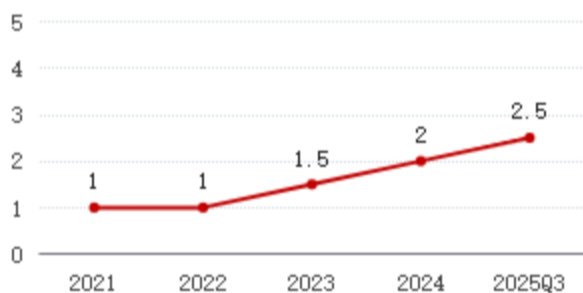
4. 历史经营绩效

公司历史经营业绩相对一般，其中业务控制力与财务健康程度受益于轻资产扩张模式，表现较好；盈利能力在内部管理优化下，有所提升；但成长能力及股东回报能力受到酒店行业弱景气影响，仍有提升空间。

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

公司历史盈利能力一般，推测系内部管理体系迭代速度慢于业务扩张速度，且并购扩张带来较高的付息压力所致，公司过往整体费用率偏高，对利润端产生一定侵蚀。近年随着公司内部改革持续推进，中端酒店以及加盟酒店占比提高，公司盈利能力有所改善。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



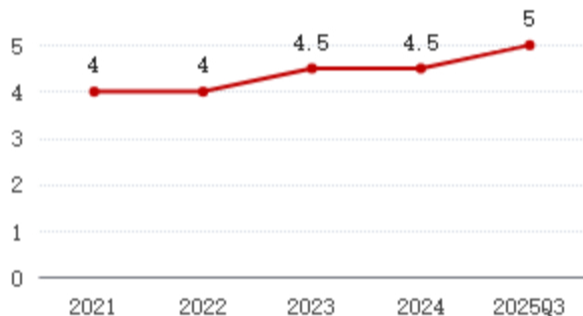
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力一般，2023年在公共卫生事件烈度缓和后，收入增速短暂提升，但宏观消费环境偏弱仍对公司的成长能力造成压制。2024年公司收入同比下滑4.0%，2025年前三季度收入同比仍下滑5.1%，但在酒店行业RevPAR企稳的趋势下，后续公司成长能力或将恢复。

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强，且近年星级持续上升，主要源于其轻资产运营模式主导的收入结构。公司以加盟和管理输出为主，直营酒店占比仅5%左右。加盟模式下，公司通过收取加盟费、管理费等获得稳定现金流入，且无需承担大量固定资产投资和运营成本，降低了资金压力，提高了现金流的稳定性和灵活性。2024年公司经营性现金流占净利润的比例为311.4%，现金流状况稳健。

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

公司股东回报评级一般，且近年星级有所下降，主要系公司股价在过往5年相对全A指数超额收益为负，且分红比例稳定在56%左右，未显著提升，为股东带来的投资回报相对有限。

5. 四维评级

公司护城河星级处于较高水平，核心在于公司品牌矩阵完善，旗下酒店数量全球领先，竞争对手难以复制，后续在公司内部改革推进下，有望为公司贡献更多超额收益。公司产业格局与盈利趋势相对一般，主要系国内酒店行业客房供大于求，存在一定程度的价格竞争，叠加酒店行业进入门槛不高，后续行业格局改善的节奏预计偏慢。公司成长空间星级不高，主要受近年酒店行业景气偏弱拖累。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力偏弱，预计长期年均增速在低个位数水平，主要受到商旅需求下降，以及行业供大于求的拖累，导致RevPAR承压，境外酒店业务的亏损亦进一步压制了成长能力。后续在商旅需求企稳，公司内部改革提效的推进下，业绩有望边际改善。

境内酒店(1.5星):

公司境内酒店业务成长能力偏弱，主要受到宏观消费环境与商旅需求走弱，境内酒店行业供大于求的拖累，行业整体价格竞争较为激烈，入住率不高，拖累公司RevPAR表现，近期成长支撑主要来自加盟客房量提升。考虑到居民出游热度不减，商旅需求企稳，后续公司在RevPAR企稳修复，加盟门店继续扩张下，业绩有望改善，未来5年收入年均增速预计在4%左右。

境外酒店(1星):

公司境外酒店业务成长能力较弱，一方面受到欧洲宏观经济增长放缓，居民旅游热度下降的影响，另一方面也受到公司较高债务付息压力的拖累，整体处于亏损状态。公司已启动对境外酒店业务的管理改革、门店翻新、数字化提效，以及资本结构优化等动作，后续业务有望逐渐减亏及扭亏，未来5年收入年均增速或在-2%左右。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势整体一般，主要受到国内酒店行业客房供给过剩，以及价格竞争的拖累，但公司作为行业龙头，综合实力较强，随着后续行业供需格局的改善，以及公司内部改革的推进，公司盈利能力有望提升。

境内酒店(3星):

公司境内酒店业务盈利趋势一般，主要系当前中国酒店行业的客房供给量间歇性过剩，价格竞争较为激烈，公司本身管理费用率亦处在较高水平，对盈利能力产生一定的压制。展望未来，公司为酒店行业龙头，经营能力高于中小型酒店，在酒店行业连锁化率提升，中小型酒店淘汰出清下，公司盈利能力有望改善。

境外酒店(3.5星):

公司境外酒店业务盈利趋势中等偏上，主要系短期欧洲旅游需求可能难以出现显著改善，叠加公司境外业务债务付息压力较大，未来几年费用率预计保持较高水平。考虑到公司境外业务毛利率及行业供需情况优于国内，后续随着公司改革的深入，盈利能力有望改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局形势处于中等偏上水平，一方面系公司为行业龙头，具备品牌及规模优势，形成对现有竞争者及新进入者的壁垒；另一方面系酒店行业进入门槛不低，终端消费者议价力较高，行业集中度提升节奏偏慢。

境内酒店(3.5星):

公司境内酒店业务产业格局处于中等水平偏上，主要系公司旗下酒店规模全球领先，且拥有丽笙、维也纳、7天等知名品牌，具备品牌及规模壁垒，龙头地位凸显，相对现有竞争者及新进入者具备较大优势。另一方面，考虑到酒店行业进入门槛不高，且客户分散，市场份额整合节奏预计偏慢。

境外酒店(3.5星):

公司境外酒店业务产业格局中等偏上，一方面系公司旗下法国卢浮酒店集团在欧洲乃至全球具有较高的市场地位和广泛的认可度，拥有较多酒店资产，品牌与规模优势明显；另一方面，公司境外酒店业务同样存在行业进入门槛偏低、终端消费者议价力较高的情况，市场集中度提升需要长期布局。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河宽度及持续性较优，主要系公司旗下品牌矩阵完善，消费者培育较为充分；公司的门店规模优势也是竞争对手短期难以撼动的护城河。后续在公司品牌聚焦、门店改造升级等措施落地后，公司品牌与渠道护城河有望增强。

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
境内酒店	(3星) 该业务的护城河宽度较高，经壹评级调整后ROIC为0.4%，随着公司改革成效的显现，后续预计大幅提升至3.4%左右。公司核心优势一是品牌矩阵完善，覆盖高端至经济型全赛道，满足不同消费群体与加盟商需求；二是规模效应显著，截至2025年第三季度，公司境内开业酒店近1.3万家，地域覆盖范围较广，亦具备规模成本效应，多数竞争对手难以复制。	(4.5星) 该业务的护城河持续性较强，主要具备品牌及渠道护城河。品牌方面，公司品牌矩阵完善，后续在公司“12+3+1”品牌战略推行下，品牌运营更为聚焦，在消费者人群曝光度预计提升，有望为公司贡献更多超额收益。渠道方面，公司超1万家酒店造就的规模优势短期难以被复制，叠加公司对存量门店的翻新改造及数字化转型，后续公司旗下酒店的护城河预计更为稳固。
境外酒店	(0.5星) 该业务的护城河宽度一般，经壹评级调整后ROIC为-8.1%，随着公司改革成效的显现，谨慎预计后续提升至0.2%左右。公司境外业务短期受到欧洲旅游业景气不高，公司内部改革，以及偿债压力的拖累。公司核心优势包括品牌知名度及渠道广泛度，前者主要系公司旗下法国卢浮酒店集团规模位居欧洲第二，拥有多个欧洲知名品牌，后者受益于公司境外超1000家酒店的全球布局。	(4星) 该业务的护城河持续性较强，主要具备品牌及渠道护城河。品牌方面，公司拥有Campanile、Golden Tulip等多个欧洲知名品牌，历史积淀较高，后续在公司改革成效显现后，有望贡献更多超额收益。渠道方面，公司海外扩张计划仍在进行，未来门店规模预计进一步增加，叠加公司对门店的升级改造，后续公司境外酒店的护城河预计增强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

当前公司估值处于基本合理水平，市场对于公司所处的行业环境和经营状况定价较为充分。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括境内酒店业务与境外酒店业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务核心假设及逻辑如下（RevPAR指酒店每间可售房收入）：

境内酒店业务：

收入假设：

1) 国内市场市占率：假设我国出行人口中休闲旅游、商旅人群占比7:3，其中过夜渗透率分别为75%、25%，酒店日均RevPAR为118元、客房收入占比85%测算，2024年国内酒店行业市场规模约6000亿元，锦江酒店收入口径市占率约1.6%。国内酒店连锁化率提升趋势不改，依托规模与品牌优势，叠加后续改革活力释放，保守预计10年后锦江酒店市占率提升至1.8%。

2) 直营客房收入：假设未来10年维度，在我国酒店行业供需格局向好，公司直营业务整体战略收缩，内部改革成效逐步显现下，公司境内酒店直营客房量年均增速为-0.6%，直营客房RevPAR年均增速为3.2%，测算得公司直营客房收入年均增速为2.6%。

3) 前期加盟费收入：假设未来5年，酒店行业在供给侧增速放缓背景下，前期加盟费收入年均增速为-1.6%，未来5-10年在宏观经济企稳回升下，年均增速回升至2%左右，测算得未来10年公司前期加盟费收入年均增速为0.2%。

4) 持续加盟费收入：假设未来10年维度，在酒店行业供需格局向好，公司加盟拓展战略推进，内部改革成效逐步显现下，公司境内酒店加盟客房量年均增速为2.3%，加盟客房RevPAR年均增速为2.0%，公司加盟费用抽成率维持6%不变，测算得公司持续加盟费收入年均增速为4.4%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：在公司加快老旧门店翻新改造、发力中高端酒店拓展，落实数字化改革等举措的背景下，假设公司境内业务毛利率从2024年的37.7%升至2034年的39.1%。

2) 费用率：假设公司在内部改革持续推进下，未来10年销售费用率维持5%-6%水平不变，管理费用率从当前接近15%水平降至10%左右。

境外酒店业务：

收入假设：

1) 直营客房收入：假设未来10年维度，在公司直营业务整体战略收缩，内部改革成效逐步显现下，公司境外酒店直营客房量年均增速为-1.7%，直营客房RevPAR年均增速为0.8%，测算得公司直营客房收入年均增速为-0.9%。

2) 前期加盟费收入：假设未来5年，公司境外酒店业务处于内部改革深水区，叠加欧洲酒店行业景气相对一般，前期加盟费收入年均增速为-0.6%，未来5-10年在改革成效逐步显现下，年均增速回升至3%左右，测算得未来10年公司境外业务前期加盟费收入年均增速为1.2%。

3) 持续加盟费收入：假设未来10年维度，在公司加盟拓展战略推进，内部改革成效逐步显现下，公司境外酒店加盟客房量年均增速为2.6%，加盟客房RevPAR年均增速为1.6%，公司加盟费用抽成率微降至7.5%左右，测算得公司持续加盟费收入年均增速为3.9%。

盈利能力假设：

1) 毛利率：在公司加快老旧门店翻新改造、发力中高端酒店拓展，落实数字化改革等举措下，假设公司境外业务毛利率从2024年的45.0%升至2034年的45.5%。

2) 费用率：假设公司在内部改革持续推进下，未来10年销售费用率微降至12%左右，管理费用率从当前接近27%水平降至12%左右，财务费用率从当前接近12%水平降至6%左右。

表2：公司整体业绩预测

锦江酒店	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	110.1	146.5	140.6	138.0	140.9	145.6	151.3	158.4
归母净利润(亿)	1.1	10.0	9.1	8.9	11.0	14.4	16.4	18.6
归母净利润增速(%)	12.7	782.8	-9.1	-2.9	24.8	30.3	13.9	13.4
经营性净利润(亿)	-1.4	9.1	6.3	7.8	10.0	13.4	15.4	17.6
经营性净利润增速(%)	-267.8	762.1	-31.2	25.3	28.0	33.2	14.9	14.3
经营性归母净利润(亿)	-0.6	7.1	5.0	6.3	8.3	11.5	13.3	15.3
经营性归母净利润增速(%)	-331.2	1221.4	-30.2	26.5	32.0	37.5	15.9	15.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

境内酒店	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	73.0	101.0	95.6	97.4	101.3	105.7	110.7	116.7
收入增速(%)	-17.1	38.5	-5.3	1.8	4.1	4.4	4.7	5.4
经营性净利润(亿)	-12.8	14.4	11.5	13.4	14.2	15.1	16.1	17.3
经营性净利率(%)	-17.5	14.3	12.0	13.8	14.0	14.3	14.6	14.8
经营性净利润增速(%)	-300.2	212.7	-20.4	17.0	5.5	6.4	6.8	7.4
境外酒店	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	34.8	42.9	42.6	38.2	37.1	37.3	38.1	39.1
收入增速(%)	52.0	23.4	-0.9	-10.2	-2.8	0.5	2.0	2.8
经营性净利润(亿)	10.7	-4.5	-4.1	-4.5	-3.1	-0.8	0.0	0.9

经营性净利率(%)	30.6	-10.6	-9.6	-11.7	-8.5	-2.2	0.1	2.4
经营性净利润增速(%)	331.8	-142.6	9.6	-9.3	29.8	73.8	105.0	2169.7
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.3	2.5	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7
收入增速(%)	-7.6	8.4	-3.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.8	-0.8	-1.1	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7
经营性净利率(%)	33.2	-31.2	-46.4	-45.2	-39.8	-35.4	-30.9	-26.0
经营性净利润增速(%)	178.4	-201.8	-44.1	0.7	10.1	9.2	11.2	14.0

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)
境内酒店	4.1%	中等-	较好	强	7.5%	18	16.5
境外酒店	2.9%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	0.3
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	-0.8
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
境内酒店(亿)	48.8	222.8	271.6	3.5	41.2	5.2	239.0
境外酒店(亿)	1.5	3.4	4.9	1.9	0.1	0.1	6.7
其他业务(亿)	-4.7	-7.0	-11.7	0.0	-0.1	-0.2	-11.7
公司整体测算(亿)	45.6	219.1	264.8	5.4	41.2	5.1	234.0

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
境内酒店(亿)	134.2	129.7	263.9	3.5	41.2	5.2	231.4
境外酒店(亿)	16.9	21.2	38.1	1.9	0.1	0.1	39.9
其他业务(亿)	-5.9	-0.8	-6.7	0.0	-0.1	-0.2	-6.7
公司整体测算(亿)	145.2	150.2	295.3	5.4	41.2	5.1	264.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面系酒店行业连锁化率提升逻辑确定性强，行业及公司经营数据可获得性整体较高；另一方面，我国宏观消费环境仍处于弱复苏阶段，公司内部改革成效仍需进一步释放，公司收入及盈利能力的恢复节奏仍存在一定的不确定性。

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。