

华润微（688396.SH）

公司报告 | 首次评级报告



武钰婷
半导体行业研究员

2026年1月20日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	64.09
总市值	850.81亿
PE-TTM	107.88
PB-MRQ	3.72

估值结果

价值	523.39亿
DDM估值 上行空间	-38%
状态	高估
价值	481.41亿
动态估值 上行空间	-43%
状态	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

华润微是一家以功率半导体为核心的IDM+特色工艺代工企业，在MOSFET分立器件领域具备国内领先地位，同时通过体内外协同布局晶圆制造与封测能力。

公司成长空间中等，主要来自新能源车、电源及工业领域的结构性需求增长，以及体外12英寸产线逐步释放带来的产能扩张；公司盈利趋势较强，我们认为随着功率行业库存逐步出清以及折旧压力边际减轻，公司盈利能力有望温和修复。公司所处产业格局一般，国内功率半导体行业中低端竞争激烈、价格内卷明显，而高端产品仍由海外龙头主导，国产厂商突破节奏相对缓慢。公司护城河较强，主要来源于IDM模式下的制造平台规模优势、央企背景带来的资源整合能力以及特色工艺代工客户粘性。

基于我们对公司在已披露产能规划有序推进、体外12英寸产线保持独立运营、且未来没有大规模高端产能超预期扩张的核心假设下，我们认为当前公司估值高估。

我们区别于市场的观点

市场普遍对功率半导体行业底部反转以及华润微体外产能释放带来的业绩弹性持较为乐观态度。我们认为行业确实已接近周期底部，但库存去化进展仍偏缓慢，当前产品价格与交期仍低于历史中枢水平，短期内难以出现显著反弹。此外，在高端功率器件与第三代半导体领域，我们认为国内厂商整体仍难以在短期内撼动海外IDM龙头的综合优势。以英飞凌为代表的国际厂商不仅在技术与产品体系上领先，同时通过本土化产能布局与成本控制，持续巩固在中国市场的竞争力。功率半导体本身技术壁垒相对有限，国产替代的紧迫性与确定性明显弱于设备、EDA等“卡脖子”领域，高端突破节奏仍需保持谨慎预期。

风险提示

功率半导体行业需求修复及库存出清进展存在不及预期的风险；若体外12英寸产线投产节奏或稼动率提升慢于预期，则公司成长空间存在不及预期的风险。

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 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
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	6
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	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	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	6
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	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

华润微成立于2003年，2020年在上交所科创板上市。公司是国内少数具备规模化能力的功率半导体IDM企业之一，业务覆盖功率分立器件、功率 IC、MEMS 以及特色工艺晶圆代工与封装测试等多个环节，在MOSFET领域具备国内领先地位。

与士兰微类似，由于晶圆产线资本开支体量较大、折旧压力显著，华润微采用“体内+体外”相结合的建线模式，将部分12英寸晶圆制造能力布局于体外主体，自有产品更多体现为设计、封装及部分制造环节的增值收入，从而在一定程度上平滑财报端的周期波动。

2. 业务介绍

对于华润微公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

自有业务：

公司自有业务以功率半导体为主，功率半导体是实现电源开关和电力转换功能的核心电子元器件。公司在功率半导体领域布局全面，产品包括：MOSFET（占比50%）、IGBT（占比15%）、功率IC（占比15%）、二极管和第三代半导体（占比10%）、其他集成电路MEMS和MCU（占比10%）。目前公司在MOSFET领域是国内龙头，有国产替代逻辑（国产化率约50%），但是由于低端产品竞争激烈，产品同质化较为厉害，近三年公司市占率稳定在11%左右。我们对该市场的界定是国内功率半导体行业。

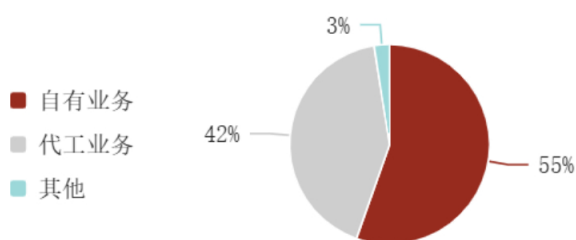
代工业务：

公司代工业务包括晶圆制造、封装测试和掩膜制造。其中，1）晶圆制造占比60%：包括BCD、混合信号、高压 CMOS、嵌入式非易失性内存等特色工艺平台，相对于中芯、华虹等主流晶圆厂具备差异化优势；2）封装业务占比30%：过去三年低增长，主要系传统封装景气度较差，去年新增先进封装产线推动模块产品增速加快；3）掩模业务占比10%：在内资企业中市场占有率排名第一。现规划总产值9亿元。我们对该市场的界定是国内功率半导体行业。

其他：

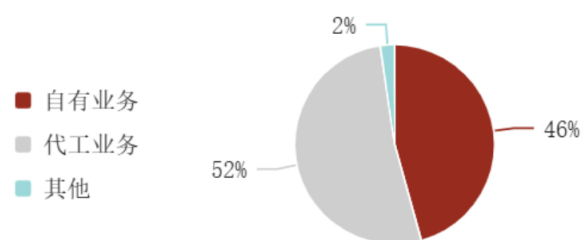
其他业务主要是与公司功率半导体销售配套的附加业务，与功率半导体业务密切相关，因此我们对该市场的界定是上述主营业务对应的功率半导体行业。

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

华润微作为功率半导体IDM+特色工艺代工企业，整体资产强度较高，主要源于晶圆制造与封装测试环节的重资产属性，尤其是近几年体内外12英寸晶圆产线持续投入，带来较大的资本开支压力，新建产能处于爬坡阶段亦对资产周转率形成一定拖累。公司持续保持较高研发投入强度，重点围绕功率器件、特色工艺及第三代半导体等方向布局。客户结构整体分散且稳定，覆盖消费电子、工业控制、新能源及汽车等多个领域，形成相对多元化的客户生态。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司资产强度较高，主要系其采用IDM模式并配套布局晶圆制造、封装测试及掩膜制造等环节，需要持续投入固定资产。近年来公司部分体内产能仍处于建设和爬坡期，固定资产规模持续扩大，导致资产周转率相较于Fabless等轻资产公司偏低。整体来看，公司资产负担与其制造平台定位相匹配。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

公司研发强度高。过去五年研发费用率处于8-12%区间，重点投向功率分立器件、功率 IC、第三代半导体等相关技术。相较于半导体设备等高技术壁垒领域，功率半导体研发门槛相对有限，但公司在车规级功率器件、先进工艺平台及12英寸制造能力方面持续加码投入，有助于提升产品可靠性、良率与成本竞争力，为中长期国产替代奠定基础。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度处于中等偏低水平，整体较为分散且结构稳定，单一客户对公司业绩影响有限。消费电子领域，公司功率器件与功率IC产品广泛应用于手机、家电及安防设备；工业控制领域，覆盖变频器、电源及自动化相关客户；新能源及汽车领域，公司产品逐步进入光伏、新能源车及相关配套厂商供应链。多元化的下游结构在一定程度上平滑了单一行业周期波动风险。

4. 历史经营绩效

公司受功率半导体行业周期影响显著，2020-2021年景气高点业绩翻倍，2022年后因产能过剩、需求疲软致利润下滑。2025年随行业触底、库存去化，业绩温和修复。历史业务控制力及财务健康表现优秀，负债低、现金流良好，优于多数民企，但股息率偏低，股东回报较弱。

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

公司历史盈利能力较弱，在2021年达到峰值后下行，主要受到功率行业周期影响。2020年光伏市场高景气叠加疫情致产能不足，功率半导体供需错配，行业进入上行周期，价格上涨。2022年后光伏产能过剩、消费电子疲软，市场行情回落，供需逆转价格下跌，库存去化成近两年主旋律。

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

公司历史成长能力较差。行业上行阶段，公司受益于需求扩张与产能利用率提升，2020年和2021年业绩实现翻倍增长；但在2023年和2024年行业下行周期中，受价格下行及产能爬坡影响，利润下滑明显。2025年以来随着行业逐步触底、库存去化推进，公司业绩从低位温和修复。

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

公司历史业务控制力及财务健康表现优秀。整体好于多数民营功率半导体厂商。得益于央企背景与相对稳健的扩产节奏，公司资产负债率维持在较低水平，经营性现金流整体为正。

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

公司股东回报能力较差。公司维持相对稳定的分红政策，但整体股息率不高，更多将现金流用于产能建设与技术投入，对追求高股息回报的投资者吸引力有限。

5. 四维评级

华润微具备较高成长空间和较深护城河。成长空间较高，自有业务受益于MOSFET市占率提升与第三代半导体需求，代工业务依托模拟/功率IC拓展及12英寸产线释放；盈利趋势向好，短期受周期与产能爬坡压制，中长期随产品结构优化、高毛利产品放量有望修复；产业格局中等偏上，自有业务受益于国产替代空间大，代工业务走差异化路线，产能利用率维持高位；护城河较深，自有业务具央企资源与规模优势，代工业务以特色工艺和客户粘性构筑宽护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

华润微成长空间星级较高。自有业务成长空间来自MOSFET市占率提升及第三代功率半导体需求增长；代工业务则依托模拟、功率IC和特色工艺的市场拓展，叠加12英寸产线逐步释放，产能与平台能力持续增强，共同支撑较高成长潜力。

自有业务(3星)：

自有业务成长空间较高，增长主要来自公司在MOSFET领域的市占率提升预期和下游第三代功率半导体市场需求旺盛。公司MOSFET业务规模稳居国内第一，奠定了坚实的市场基础。同时，公司积极向高端领域突破，IGBT及碳化硅模块正逐步导入新能源汽车等头部客户，第三代半导体销售收入实现高速增长，充分受益于下游新能源与AI服务器等领域的旺盛需求。

代工业务(3星)：

代工业务成长空间较高，增长主要来自公司在模拟、功率IC及特色代工领域的市场拓展，以及12寸产线逐步释放带来的产能与平台能力提升。依托国际领先的BCD工艺等特色技术平台，公司有望在国产替代趋势下，不断拓展模拟、功率IC等领域的晶圆制造与封测代工业务，驱动该板块持续成长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

华润微盈利趋势星级较高。短期来看，行业处于周期底部，叠加公司新建的12英寸产线（如重庆、深圳项目）处于产能爬坡阶段，较高的折旧与摊销成本对毛利率形成直接拖累；但中长期随着产能利用率提升、产品结构优化及下游需求回暖，公司整体盈利能力具备修复基础。

自有业务(3.5星):

自有业务盈利趋势较好。短期受周期底部以及产能爬坡影响毛利率承压，随着新产线产能利用率提升及高端产品上量，盈利能力修复路径清晰。公司正积极将IGBT、碳化硅（SiC）模块等新产品导入汽车领域客户，并在高端AI服务器电源市场实现了SGT、超结MOS、SiC/GaN器件的全料号布局与批量供应，产品结构持续优化。

代工业务(3星):

代工业务盈利趋势中等偏上。核心驱动力在于行业周期温和复苏与高端产能释放。当前公司6英寸、8英寸及重庆12英寸产线均保持满载运行，封装业务产能利用率同比显著提升，掩模业务销售额同比增长超40%，高附加值产品占比持续提高。

5.3 产业格局

★★★★☆

华润微产业格局星级较高。华润微自有业务产业格局中等偏上，国产化率约40%，受产能过剩拖累但有望改善；代工业务聚焦功率IC与模拟芯片，走差异化路线，服务中小客户，产能利用率高、客户粘性强，格局同样中等偏上。

自有业务(3星):

自有业务产业格局中等偏上。全球市场国际厂商占主导地位，国内市场国产化率40%左右，存在国产替代空间。目前行业竞争格局较差，上轮周期扩产较多导致产能过剩，下游客户库存水位仍高于历史均值，仍处于去库阶段，未来有改善预期。

代工业务(3星):

代工业务产业格局中等偏上。公司代工业务以服务中小客户为主，相较于中芯华虹等主流晶圆厂，主要在功率IC、模拟等领域具备较强的代工工艺水平，产能利用率即使在周期底部也维持在90%左右，客户粘性强，主要走差异化路线。

5.4 护城河

★★★★☆

华润微护城河较深。华润微自有业务护城河较窄但持续性强，当前虽直接受行业周期波动影响，短期资本回报承压，ROIC为负，但其深厚的央企背景与规模优势提供了持续的资源和抗风险能力，支撑其穿越周期；代工业务护城河较宽，依托特色工艺、差异化定位及客户粘性，ROIC为正，技术与资源优势支撑其持续竞争力。

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
自有业务	(2.5星) 华润微自有业务护城河宽度中等。公司是国内少有的功率半导体平台型企业，在MOSFET领域是国内龙头，业务控制力较强，经壹评级调整，2024年自有业务超额ROIC为-4%。超额ROIC为负主要原因是功率行业处于周期底部，公司业绩疲软。	(4星) 华润微自有业务护城河来自于资源优势和规模优势。资源优势来自于公司隶属于华润集团，能够享受到综合性央企的资源。规模优势来自于公司产能布局国内领先。护城河持续性较强：我们认为华润微持续享受到央企背景带来的资源优势，同时能够保持国内功率半导体第一梯队的实力，其他竞争者难以挑战华润微的地位。
代工业务	(4星) 华润微代工业务护城河较宽。公司在国内代工领域排名中游，落后于中芯、华虹、晶合等头部厂商。公司业务控制力较强，经壹评级调整，2024年自有业务超额ROIC为5%。超额ROIC来自于公司在特色工艺与功率IC领域具备一定技术积累，能够较好满足中小客户代工需求，客户粘性强，相较主流晶圆厂走差异化路线。	(3星) 华润微代工业务护城河来自于资源优势和技術优势。资源优势来自于公司隶属于华润集团，能够享受到综合性央企的资源。技术优势来自于公司在特色工艺与功率IC领域具备一定技术积累，能够较好满足中小客户代工需求。护城河持续性较强：我们认为华润微持续享受到央企背景带来的资源优势，同时通过持续研发能够保持工艺技术不落后。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对公司在已披露产能规划有序推进、体外12英寸产线保持独立运营、且未来没有大规模高端产能超预期扩张的核心假设下，我们认为当前公司估值高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：自有业务、代工业务、其他，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：

自有业务与代工业务

收入假设：

由于华润微自有业务是IDM模式（即从设计到制造生产到销售全链条，部分晶圆产线在体外），远期收入以产能假设为核心，按照：收入=产能*产能利用率*晶圆单价/晶圆成本占比，进行推算。同样代工业务也是远期收入以产能假设为核心，按照：收入=产能*产能利用率*晶圆单价，进行推算。

1) 产能：我们认为按照公司现已公布的未来扩产方案来看，润西微（规划产能3万片每月）和润鹏半导体（规划产能4万片每月）到2030年能实现基本满产，而市场对功率以及第三代半导体的需求还在快速增长，因此我们假设到半显性期末期产能预计还需再次扩产约7万片的规模（相当于再复制一个润西微和润鹏半导体）。

2) 产能利用率：华润微产能利用率在周期底部仍能够保持在90%的水平，我们认为到半显性期末期公司产能利用率能够保持稳定。

3) 单价：我们认为晶圆单价在显性期会出现不同程度的下降，在半显性期逐步稳定，其中由于碳化硅衬底成本降幅较大我们假设年降幅为10%，其他硅基单价年降幅在3%-5%之间，到半显性期末期5和6寸/8寸/12寸/碳化硅6寸/碳化硅8寸/碳化硅（假设）分别为目前价格的：85%/90%/90%/85%/90%/90%。

4) 晶圆成本占比: 根据英飞凌IGBT和海外咨询SiC报告的成本构成表, 我们根据不同晶圆尺寸和对应产品将晶圆成本设置为30%-50%之间。

结论: 按照上述假设, 我们推算到2040年自有业务与代工业务营收达到301亿元。

盈利能力假设:

考虑到公司自身龙头地位、国产替代趋势以及产业链地位, 我们认为自有业务、代工业务毛利率在显性期随周期波动, 远期分别稳定在30%、33%。

其他:

收入假设:

其他业务占比较小, 主要是与公司功率半导体销售配套的附加业务, 与功率半导体业务密切相关, 因此我们简单假设显性期增速7%。

盈利能力假设:

按照过去历史平均毛利率水平, 简单假设未来其他业务毛利率保持在25%。

表2: 公司整体业绩预测

华润微	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	100.6	99.0	101.2	119.0	130.7	146.0	160.3	175.3
归母净利润(亿)	26.2	14.8	7.6	6.7	12.3	19.9	27.2	28.6
归母净利润增速(%)	15.4	-43.5	-48.4	-11.5	82.9	61.4	36.5	5.1
经营性净利润(亿)	22.3	11.6	9.3	12.1	16.0	20.1	25.1	25.7
经营性净利润增速(%)	11.3	-47.9	-20.2	30.9	32.0	25.5	24.7	2.6
经营性归母净利润(亿)	22.4	11.9	10.7	12.7	16.8	21.1	26.3	27.0
经营性归母净利润增速(%)	11.6	-46.7	-10.6	19.3	32.0	25.5	24.7	2.6

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

自有业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	49.5	46.7	51.5	65.9	76.1	86.5	95.1	104.7
收入增速(%)	13.5	-5.6	10.3	27.9	15.5	13.6	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	10.7	2.8	1.6	3.2	5.8	9.0	12.7	12.4
经营性净利率(%)	21.7	6.1	3.1	4.9	7.6	10.4	13.4	11.8
经营性净利润增速(%)	7.1	-73.5	-42.9	99.6	78.0	55.8	42.1	-2.7
代工业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	49.5	50.8	46.9	50.1	51.4	56.2	61.6	66.7
收入增速(%)	3.1	2.6	-7.7	7.0	2.5	9.3	9.6	8.4
经营性净利润(亿)	11.2	8.5	7.4	8.4	9.8	10.6	11.8	12.7
经营性净利率(%)	22.7	16.7	15.8	16.8	19.0	18.9	19.1	19.1
经营性净利润增速(%)	14.5	-24.4	-12.6	13.6	15.8	8.7	10.9	8.3

其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.6	1.5	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	3.9
收入增速(%)	80.2	-7.9	84.1	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.3	0.2	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
经营性净利率(%)	19.7	19.0	8.2	16.0	15.9	15.7	15.6	15.4
经营性净利润增速(%)	71.8	-11.3	-20.5	108.8	6.6	5.4	6.6	5.4

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)
自有业务	6.8%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	13.7
代工业务	4.9%	中等-	较好	较强	8.0%	15	12.2
其他	5.4%	中等	一般	一般	8.0%	13.16	0.6
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
自有业务(亿)	20.5	140.0	160.5	32.3	-	31.0	223.7
代工业务(亿)	43.5	134.2	177.6	47.4	-	23.7	248.8
其他(亿)	1.9	5.6	7.6	1.4	-	-	8.9
公司整体测算(亿)	65.9	279.8	345.7	81.0	-	54.7	481.4

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
自有业务(亿)	77.6	112.0	189.6	32.3	-	31.0	252.9
代工业务(亿)	106.6	81.8	188.4	47.4	-	23.7	259.5
其他(亿)	5.2	4.4	9.6	1.4	-	-	11.0
公司整体测算(亿)	189.3	198.3	387.6	81.0	-	54.7	523.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设来自中性假设。不及预期的可能主要来自若未来功率半导体行业需求相对疲软，公司可能放弃货或推迟扩产计划。超预期的可能主要来自国内重视功率行业自主可控，国产替代加速，公司高端产品研发进展顺利能够快速替代海外龙头产品。

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。