

澜起科技（688008.SH）

公司报告 | 首次评级报告

武钰婷
半导体行业研究员

2025年12月30日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	120.88
总市值	1385.80亿
PE-TTM	67.00
PB-MRQ	11.26

估值结果

	价值	819.90亿
DDM估值	上行空间	-41%
	状态	高估
	价值	757.76亿
动态估值	上行空间	-45%
	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

澜起科技是一家深耕“互联类芯片”的平台型IC设计公司，是全球DDR内存接口芯片龙头。公司产品深度内嵌服务器与PC的内存架构，属于计算机架构的关键基础环节。

澜起科技高成长空间主要受益于DDR5渗透率加速与AI服务器大规模出货。盈利趋势较好，澜起科技的内存接口芯片业务属于成熟利基市场，预计将维持稳定良好的盈利能力。产业格局同样优秀，内存接口芯片行业壁垒高，玩家少，竞争格局稳定。较强护城河主要来自于公司在内存接口芯片这一成熟利基市场的垄断优势。

在我们假设互联芯片市场维持高增长、DDR5渗透持续提升、AI驱动PCIe需求走高的情景下，当前估值高估。

我们区别于市场的观点

市场认为AI时代，澜起作为内存接口芯片龙头将全面受益于AI算力需求的提升。但我们认为，AI服务器的增长，无法100%传导为澜起的增长。英伟达从A100→H100→GB200逐步采用CPU+GPU一体化、甚至采用LPDDR/HBM直连，这意味着一部分高端AI服务器将不再使用DDR DIMM内存条，从而减少对内存接口芯片以及其他互联类芯片的需求。

风险提示

DDR5渗透进度可能放缓；PC架构向ARM迁移的进程加快，或导致笔记本电脑对CKD芯片的需求面临收缩；CXL技术商业化落地进度或不及预期；过往财务数据相关争议可能对公司市场声誉与投资者信心构成持续挑战。

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	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	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
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	11
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	12

1. 基本信息

澜起科技成立于2004年，总部上海，2019年登陆科创板。核心产品中内存接口芯片（RCD/DB）是公司最核心的盈利来源，近年来公司逐步发展，产品拓展至内存模组配套芯片（SPD/TS/PMIC/CKD）、PCIe Retimer 高性能互联芯片以及CXL MXC内存扩展控制器。公司在DDR4时代发明“1+9”架构并被JEDEC标准采纳，DDR5时代升级为“1+10”架构，继续以国际标准制定者和唯一全系列产品提供商身份领跑内存接口芯片行业。

2. 业务介绍

对于澜起科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

内存接口芯片：

内存接口芯片是内存模组的核心器件之一，作为CPU存取内存数据的必由通路，其主要作用是提升内存数据访问的速度及稳定性，以匹配CPU日益提高的运行速度及性能。该业务是澜起的基本盘，收入占比60%+。内存接口芯片行业属于利基市场，全球仅三家公司供应：澜起、瑞萨、Rambus。在DDR4世代，澜起市占率40%+，全球第一，目前DDR4逐步切换至DDR5世代，澜起继续保持领先（子代迭代快，ASP维持高位）。我们对内存接口芯片业务的竞争市场界定为全球内存接口芯片市场。

运力芯片：

运力芯片是专门用于在系统中高效处理数据传输和互联的组件，它充当“数据交通枢纽”的角色，确保信息能够快速、稳定地流动，从而避免瓶颈，提升整体系统效率。运力芯片涵盖范围广，公司主要涉及：

1) 模组配套芯片：包括串行检测集线器SPD（存储内存模组的相关信息和配置，内存管理系统关键组成）、温度传感器TS（作用温度管理）、电源管理芯片PMIC（提升电源转换的效率）等。其中SPD和TS主要的两家供应商是澜起科技和瑞萨电子，市场格局相对更优，公司有望在全球SPD 市场维持较高份额。但PMIC市场当前仍主要由海外大厂垄断，潜在竞争厂商较多，公司未来份额提升较难。

2) PCIe Retimer：PCIe Retimer主要用于提升GPU与CPU之间、CPU与SSD之间信号通讯的稳定性，一台8卡GPU的AI服务器可配置8颗PCIe 4.0 Retimer芯片，是AI服务器领域的新蓝海，澜起是全球第二家实现PCIe 5.0/CXL2.0的供应商，已进入头部云厂AI服务器，AI服务器GPU/SSD链路对Retimer用量显著上升，市场从1亿美元级到2030年预计达16亿美元级。

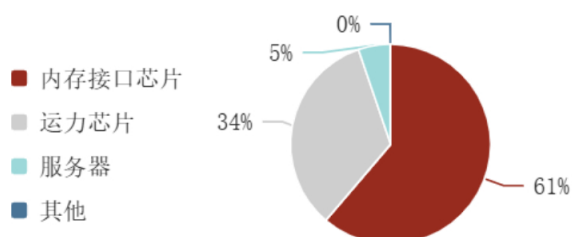
3) CXL MXC内存扩展控制器：公司是全球首家进入CXL合规清单的企业，产品未来在“内存池化”“扩展卡”场景有巨大潜力，但2024-2025贡献有限，需持续观察落地节奏。

我们对运力芯片业务的竞争市场界定为全球模组配套芯片、PCIe Retimer、CXL MXC内存扩展控制器芯片市场。

服务器：

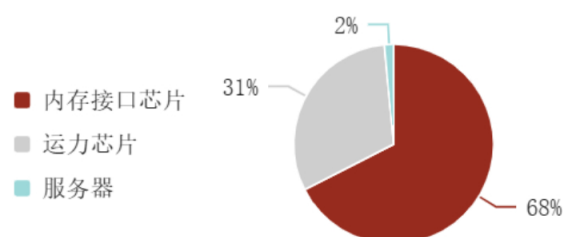
公司服务器业务占比小，产品基于英特尔CPU内核，集成自研安全模块，主打国产化服务器解决方案，满足数据中心对算力与安全性的双重需求。我们对服务器业务的竞争市场界定为国内服务器市场。

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

澜起科技采用无晶圆厂模式，聚焦芯片设计，资产强度中等，资产周转效率较高。平均研发费用率19%，研发强度高。客户集中度高，前五大客户占比大于70%，主因系下游内存模组行业集中度高。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

澜起科技资产强度整体处于中等水平，核心原因在于澜起科技是芯片设计公司，采用FabLess模式，Fabless企业自身不具备晶圆制造、封装测试等环节的生产能力，而是将这些环节委托给专业的代工企业完成。公司更多聚焦研发设计，因此前期固定资产投入相对有限，资产周转效率相对晶圆代工、封测半导体重资产行业较高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

澜起科技研发强度高，过去五年研发费用率中枢约19%，主要系行业内公司普遍研发费率较高，需要持续研发保证竞争力。产品研发上，DDR5第五子代RCD芯片量产落地；PCIe 6.x/CXL 3.x Retimer芯片完成客户送样；CXL 3.x MXC芯片首版工程设计完成并流片。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 **高**

澜起科技客户集中度高，近五年前五大客户占比大于70%。主要系下游内存模组行业呈现寡头垄断的特征，行业集中度高。

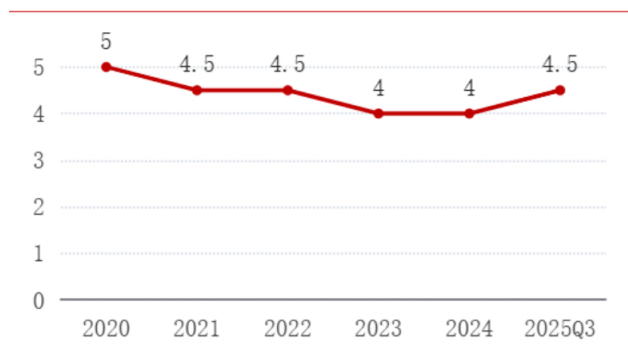
4. 历史经营绩效

澜起科技凭借高毛利的内存接口芯片保持强劲盈利能力，虽配套芯片等新品短期拉低盈利但影响有限；其成长能力总体优秀但存在波动，如2021年因行业成熟化、2023年因下游需求下滑导致业绩回落；公司业务控制力与财务健康度稳定，因上下游账期管理良好；同时通过稳定的分红政策持续回报股东。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



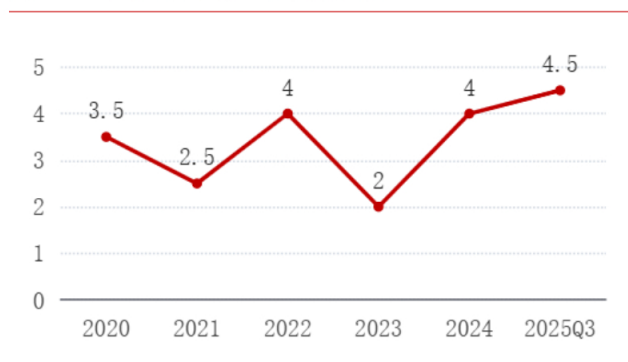
数据来源：公司财报，壹评级

澜起科技历史盈利能力强。主要是公司的主要产品之一内存接口芯片产品毛利率高且稳定，贡献了公司约三分之二的毛利。其他产品如配套芯片以及服务器等新产品放量期间，曾拉低了公司整体盈利水平，但是由于占比较小，整体来说影响不大。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



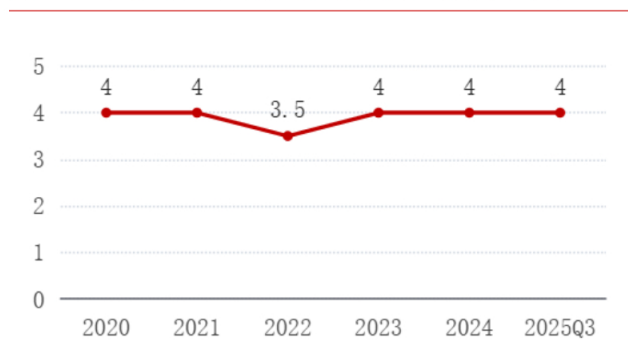
数据来源：公司财报，壹评级

澜起科技目前成长能力星级高，但从历史来看波动较大，主要在2021年、2023年出现较大下滑，其中在2021年下滑主要系产品进入成熟期，行业增速下降同时产品盈利能力下滑；在2023年下滑主要受下游全球服务器及计算机行业需求下滑影响。

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



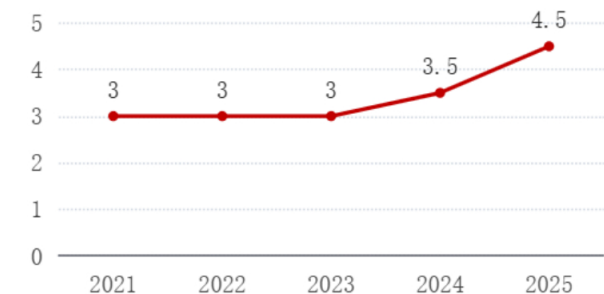
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康评级较好，保持在较高星级。主要系公司供应商为晶圆厂，账期较为稳定，通常为30-60天，而下游客户主要为三星、海力士等大客户，回款稳定，整体业务控制力强。

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

公司股票回报评级高，主要系公司股息政策稳定，上市以来坚持分红，每股股利稳定在0.2-0.4元，体现了管理层对股东回报的长期承诺与财务稳健性。

5. 四维评级

澜起科技具备高成长潜力，其内存接口芯片业务将受益于DDR5渗透率提升和AI服务器需求，而运力芯片则有望依托新产品和高速互连需求打开增长空间。在盈利趋势方面，内存接口芯片作为成熟业务预计保持稳定，运力芯片盈利前景尚存不确定性。产业格局上，内存接口芯片所处市场壁垒高、格局稳定，而运力芯片格局仍在演变。公司护城河整体较深，内存接口芯片业务因公司具备利基市场垄断优势而拥有宽广且可持续的护城河，运力芯片则护城河较窄，持续性有待验证。

5.1 成长空间

★★★★★

澜起科技成长空间星级高，一方面澜起科技的内存接口芯片将受益于DDR5渗透率提升与AI服务器需求放量；另一方面，其运力芯片凭借新产品开拓及AI服务器对高速互连的需求，有望开辟更广阔的增长曲线。

内存接口芯片(4.5星)：

内存接口芯片的高成长空间主要系内存接口芯片市场受益于AI服务器出货量提升以及DDR5渗透率提升而高增长。其中2024-2026年是未来五年内内存接口芯片市场增速最快的三年，随后预计会有所下滑，一方面这段时间是DDR5渗透率提升最快的三年（2023-2026渗透率分别为30%、50%、70%、90%）；另一方面这段时间能够比较充分的享受到AI服务器的大规模出货拉动。

运力芯片(5星)：

运力芯片的高成长空间一方面来自公司新开拓的SPD和TS产品，公司有望依靠在内存接口芯片业务积累的优势，抢占更多市场份额；另一方面来自PCIe Retimer、CXL MXC等产品，其下游应用场景有望随着AI服务器需求提升而增加。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

澜起科技盈利趋势较好，澜起科技的内存接口芯片业务属于成熟利基市场，预计将维持稳定良好的盈利能力；而处于发展初期的运力芯片，其盈利前景则具有较大的不确定性。

内存接口芯片(3.5星):

内存接口芯片盈利趋势较好，由于内存接口行业属于偏成熟的利基市场，公司作为全球龙头，深度绑定三星、海力士等顶级客户，并受益于DDR5渗透率提升与子代快速迭代，其高毛利率（过去五年保持在在60%-70%）预计将得以维持，盈利趋势稳定向好。

运力芯片(3星):

运力芯片盈利趋势较为一般，虽受益于AI服务器需求呈现高速增长，但多个产品仍处于市场拓展与客户送样阶段，未来面临技术路线、市场竞争及规模效应等不确定性，盈利前景的能见度相对较低，因此给予中性判断。

5.3 产业格局

★★★★☆

澜起科技产业格局较好，其中澜起科技的内存接口芯片身处壁垒高、格局稳定的利基市场，产业格局优秀；而处于发展初期的运力芯片，其未来产业格局则具有较大不确定性。

内存接口芯片(4.5星):

内存接口芯片产业格局优秀，内存接口芯片行业属于利基偏成熟市场，全球内存接口芯片市场经过多年发展，已形成极高的技术、专利和客户认证壁垒，市场集中度极高。目前，全球仅有澜起科技、瑞萨电子和Rambus三家主要供应商，它们合计占据了超过90%的市场份额。其中，澜起科技在2024年以36.8%的市场份额位列全球第一。

运力芯片(3星):

运力芯片产业格局较为一般，该业务面向的是AI服务器、高性能计算等新兴需求，市场处于爆发初期，增长动能强劲。与内存接口芯片的稳定格局不同，运力芯片市场参与者正在涌入，技术路线（如CXL与PCIe的演进）尚未完全统一，头部厂商的领先优势仍在建立过程中，市场格局远未固化，因此给予偏中性的判断。

5.4 护城河

★★★★☆

澜起科技护城河较深，其中澜起科技的内存接口芯片业务拥有宽广且牢固的护城河，这源于其龙头地位带来的规模、垄断和技术优势，持续性较强；而运力芯片作为新兴业务，护城河较窄，目前主要依赖技术先发优势，其持续性仍有待市场验证。

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
内存接口芯片	(5星) 澜起科技内存接口芯片业务护城河宽。公司是全球内存接口芯片龙头，业务控制力较强，经壹评级调整:2024年内存接口芯片业务超额ROIC为67%。超额ROIC主要来自公司深耕内存接口芯片市场二十余年，在该利基偏成熟行业占据龙头地位，同时具有规模、利基市场垄断、技术三重优势。	(4.5星) 澜起科技内存接口芯片护城河来自于规模经济、利基市场垄断和技术优势。规模优势主要来自于公司在内存接口芯片市场2024年市占率达到37%，排名第一。利基市场垄断主要来自于该市场规模小，壁垒高，玩家少，公司已占据核心地位。技术优势来自于公司深耕该行业二十余年，已积累较强的技术实力。护城河持续性较强:我们认为澜起科技能够保持内存接口芯片龙头地位，新玩家难以进入该市场，难以挑战澜起科技的地位。
运力芯片	(2星) 澜起科技运力芯片业务护城河较窄。运力芯片属于新兴市场，当前玩家极少，公司有一定先发优势。公司业务控制力较强，经壹评级调整:2024年运力芯片业务超额ROIC为-25%。当前该业务并未贡献超额ROIC，主要系该业务属于新拓展产品，当前研发费用占比较高，订单少。	(3星) 澜起科技运力芯片业务护城河来自于技术优势。技术优势主要来自于公司在该领域订单和研发进度属于国际一流梯队，且行业技术壁垒高，玩家极少。护城河持续性一般：我们认为当前澜起科技在该业务上还未形成强护城河，需要市场和时间的考验。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

在我们假设互联芯片市场维持高增长、DDR5渗透持续提升、AI驱动PCIe需求走高的情景下，当前估值高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括:内存接口芯片、运力芯片、服务器，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：

内存接口芯片：

收入假设：

1) 市场规模:受益于DDR5渗透率提升与AI服务器需求放量，预计到2030年内存接口芯片市场规模达到27亿美元（目前约12亿美元）。

2) 市占率:在DDR4世代，澜起科技市占率约40%，DDR5世代公司内存相关产品的技术和推出速度仍处于领先地位，是全球唯二可以提供DDR5接口和配套芯片全系列产品的供应商之一，预计市占率继续保持40%的平均水平。

盈利能力假设：

内存接口芯片历史毛利率高，过去五年毛利率保持在60%以上，考虑到行业壁垒、公司自身龙头地位和技术优势，我们认为澜起科技内存接口芯片在五年内能够维持较高的毛利率水平，远期小幅下滑后稳定在55%的水平。

运力芯片：

收入假设：

1) 市场规模: 运力芯片业务对应的市场主要包括模组配套芯片和PCIe Retimer。其中模组配套芯片市场一方面主要受益于AIPC在PC市场中渗透率提升，另一方面同样受益于DDR5渗透率提升，24年市场规模10亿美元，到2030年预计增长至39亿美元。而PCIe Retimer市场主要受益于AI服务器出货量的爆发式增长以及服务器内部CPU与GPU互联、CPU与SSD互联需求的增加，24年市场规模约3亿美元，到2030年预计增长至13亿美元。

2) 市占率: 内存模组配套芯片行业中，SPD和TS主要的两家供应商是澜起科技和瑞萨电子，市场格局相对更优，公司有望在全球SPD市场维持较高份额，预计到2030年市占率稳定在25%。但PMIC市场当前仍主要由海外大厂垄断，潜在竞争厂商较多，公司未来份额提升较难，预计到2030年市占率稳定在7%。PCIe Retimer行业中，公司是全球唯二能量产PCIe 5.0 Retimer芯片的供应商，2024年全球市场份额约12%，考虑到行业当前竞争格局和向头部集中的趋势，预计2030年有望提升至18%。

盈利能力假设：

考虑到行业壁垒和技术优势，我们认为澜起科技运力芯片业务随着订单放量和营收规模扩大，毛利率有望提升至60%，远期小幅下滑后稳定在55%的水平。

服务器：

收入假设：

服务器业务占比较小，且行业接近0增长，我们假设公司该业务与行业增速保持一致，未来预计保持现有营收水平。

盈利能力假设：

考虑到服务器业务壁垒较低且公司缺乏核心竞争力，我们认为澜起科技服务器业务毛利率维持历史低水平，未来毛利率保持为19%。

表2：公司整体业绩预测

澜起科技	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	36.7	22.9	36.4	54.5	68.1	88.8	108.0	123.6
归母净利润(亿)	13.0	4.5	14.1	21.0	29.5	35.5	40.3	44.0
归母净利润增速(%)	56.7	-65.3	212.9	49.0	40.4	20.2	13.6	9.3
经营性净利润(亿)	8.9	3.1	11.1	20.9	29.7	36.0	41.0	44.9
经营性净利润增速(%)	39.0	-64.7	253.8	87.8	42.2	21.0	14.1	9.6
经营性归母净利润(亿)	8.9	3.1	11.7	20.5	29.0	34.9	39.8	43.5
经营性归母净利润增速(%)	39.0	-64.7	272.8	74.8	41.5	20.6	13.8	9.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

内存接口芯片	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.5	19.1	25.8	33.4	40.1	49.9	58.1	64.3
收入增速(%)	9.1	-6.9	34.8	29.4	20.1	24.6	16.5	10.5
经营性净利润(亿)	9.3	3.8	11.3	13.4	17.5	19.9	21.5	22.7
经营性净利率(%)	45.3	19.8	43.8	40.2	43.7	39.9	36.9	35.3
经营性净利润增速(%)	25.8	-59.2	197.4	18.7	30.6	13.9	7.8	5.5
运力芯片	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.8	2.7	7.8	18.3	25.3	36.2	47.1	56.5
收入增速(%)	1945.5	-60.0	187.5	134.4	38.0	43.2	30.2	20.2
经营性净利润(亿)	-0.1	-0.5	-0.4	6.2	11.0	14.8	18.3	21.1
经营性净利率(%)	-1.4	-19.2	-5.8	34.0	43.4	40.9	38.9	37.3
经营性净利润增速(%)	-50.8	-465.3	14.1	1483.6	76.2	34.9	23.9	15.0
服务器	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	9.4	1.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
收入增速(%)	45.3	-89.2	176.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.3	-0.1	0.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
经营性净利率(%)	-3.4	-12.5	10.4	46.0	45.5	44.9	44.3	43.8
经营性净利润增速(%)	66.2	59.6	328.7	343.6	-1.1	-1.2	-1.2	-1.3

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)
内存接口芯片	6.7%	中等	较好	强	8.0%	17.88	22.1
服务器	-	中低-	一般	一般	8.5%	8.72	1.2
运力芯片	6.8%	中等	较好	较强	8.5%	15	28.7
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
内存接口芯片(亿)	61.3	289.9	351.2	63.4	-	-	414.6
服务器(亿)	5.1	7.8	12.9	6.9	-	-	19.7
运力芯片(亿)	97.8	206.4	304.2	19.2	-	-	323.4
公司整体测算(亿)	164.2	504.1	668.3	89.5	-	-	757.8

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
内存接口芯片(亿)	194.3	182.2	376.5	63.4	—	—	439.9
服务器(亿)	10.4	5.2	15.6	6.9	—	—	22.5
运力芯片(亿)	156.0	182.3	338.3	19.2	—	—	357.5
公司整体测算(亿)	360.7	369.7	730.4	89.5	—	—	819.9

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，上述估值假设主要来自我们认为可能性最大的一种。不及预期的可能主要来自服务器架构变更的可能性，比如减少DDR5的使用转而切换到LPDDR5，将对内存接口与内存模组配套芯片市场造成负面影响。超预期的可能主要来自AI时代若对于服务器内芯片互联需求大幅提升，公司将出现超预期增长。

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。