

剑桥科技（603083.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	112.84
总市值	397.93亿
PE-TTM	150.16
PB-MRQ	14.51

估值结果

DDM估值	价值	214.53亿
	上行空间	-46%
	状态	高估

动态估值	价值	265.21亿
	上行空间	-33%
	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

剑桥科技是服务于全球ICT行业的国际化企业，主营业务涵盖电信宽带终端、无线网络设备、高速光模块等产品的研发、生产和销售。公司产品应用于全球主流电信运营商及互联网数据中心，近年来持续扩大光通信领域布局，相关高端产品已进入思科等北美科技巨头供应链。

公司成长空间高，主要受益于AI算力需求爆发带动高速光模块订单从头部厂商外溢，公司凭借800G/1.6T技术卡位切入北美供应链，驱动业绩进入高增通道。盈利趋势较好，得益于高端光模块占比提升及产品结构优化，毛利率与净利率有望持续改善，但传统ICT业务盈利平稳增长形成一定制约。产业格局一般，作为二线厂商面临一线龙头压制，客户集中度较高，在技术和规模上仍存差距。护城河一般，其JDM客户绑定和差异化技术虽构成短期壁垒，但可持续性较弱，面临行业技术迭代和竞争加剧的挑战。

基于高速光模块业务进入爆发阶段、市占率提升、毛利率短期显著提升但长期回归正常水平，ICT类产品收入稳健增长、毛利率小幅下降等假设，公司估值当前处于高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：在公司新进入北美科技巨头供应链、高速光模块产能提升、1.6T先进产品卡位良好等因素下，市场预期公司业绩迎来持续爆发，给予超高估值。

我们的观点：公司在全球高速光模块领域目前尚处于二线梯队，产品能力和面对下游科技巨头的议价能力要显著弱于中际旭创等龙头，业务放量不确定性仍较大，长期看业务的超额ROIC收益或难维持。

风险提示

公司用于人工智能数据中心的高速光模块处于海外客户导入阶段，业务实际落地情况存在不确定性；公司客户集中度高且超九成收入来自海外，需关注下游需求波动与国际贸易政策变化等方面风险。

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 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	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	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	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

剑桥科技成立于2006年，是一家聚焦ICT终端与高速光模块的全球化供应商，2016年于上交所上市，2025年于港交所上市，成为CPO概念中首个“A+H”股上市公司。公司创始人拥有MIT及贝尔实验室背景，海外收入常年占比超过90%，传统主营业务ICT设备服务于下游华为、诺基亚等大客户。通过收购日本光模块资产切入光通信赛道，高速光模块业务核心产品涵盖400G/800G/1.6T光模块及LPO/硅光技术，通过思科JDM模式间接供货微软、亚马逊等北美云厂商，800G LPO模块已通过英伟达认证并获长期订单，在马来西亚、嘉善等地布局产能，进入爆发期。

2. 业务介绍

对于剑桥科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

高速光模块：

公司核心增量业务。该业务专注于数据中心高速互联领域，产品形态涵盖400G/800G/1.6T光模块及LPO、硅光、液冷等先进技术方案。通过思科JDM模式间接切入微软、亚马逊等北美云巨头供应链，并成为Meta直接供应商；800G LPO模块已通过英伟达认证并获2026-2028年保底采购协议。受益于AI算力需求爆发及头部厂商产能外溢，公司凭借全球化产能（马来西亚、嘉善工厂）与技术卡位，逐步进入放量阶段。该业务的竞争市场界定为海外。

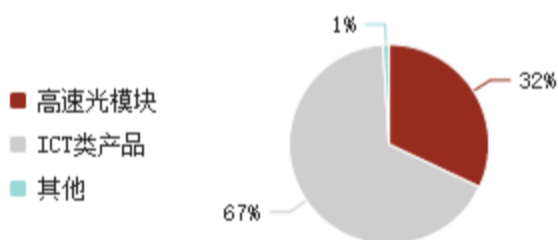
ICT类产品：

公司传统基石业务。主要包括宽带接入终端（如10G PON设备）、无线网络设备（5G小基站、Wi-Fi 7终端）及工业互联硬件，应用于电信运营商网络与企业数字化场景。客户集中于华为、诺基亚等设备商，受5G建设周期及行业同质化竞争影响，增长平稳但盈利能力波动。公司通过优化产品结构、提升海外运营效率维持毛利率，该业务贡献稳定现金流以支持高速光模块研发投入。该业务的竞争市场界定为全球。

其他：

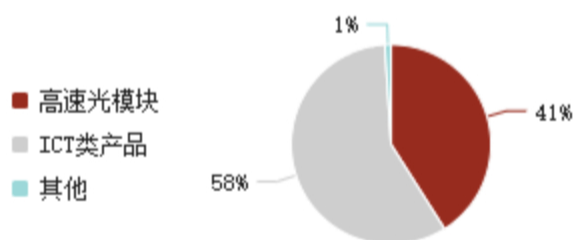
公司边缘辅助业务。主要包括工业物联网软硬件及边缘计算设备等非核心产品，收入占比不足3%，毛利率波动较大且长期处于低位。该业务与公司主力赛道协同性较弱，战略上逐步收缩资源聚焦高价值主业，未来以维持现有客户需求为主，不作为重点发展方向。

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“技术整合+全球化产能+大客户绑定”的商业模式。通过收购美国公司光模块资产获取核心技术，以JDM模式深度嵌入思科供应链，并间接供货微软、亚马逊等北美云厂商，并进入英伟达、Meta等北美科技巨头供应链。生产端依托马来西亚、嘉善等地的全球化工厂实现柔性产能布局；研发端聚焦硅光、LPO等前沿技术，产品结构向高速率模块升级。销售端以直销为主，深度绑定头部客户，并通过产品组合（光模块+ICT终端）提升客单价。其模式已从传统设备代工转型为“高端光模块+解决方案”的双轮驱动。

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51.89亿元、70.74亿元，其中非流动资产占比29.99%、30.60%，接近一般人力密集型产品的制造业水平（35%以上）。公司资产强度中等，与光模块行业特点相关，无需像一般传统制造业一样持续巨资投入建设基础设施和产线，核心价值在于研发、设计与组装（发挥人的作用），但为确保产品性能与量产一致性，仍需在芯片封装、测试、高速组装等核心工艺环节投入专用设备，形成了适度的固定资产规模。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司近五年研发费用率维持在7%以上。公司保持高强度研发投入，主要源于为突破高速光模块前沿技术（如硅光、LPO、1.6T）并满足北美大客户定制化需求，持续加大芯片设计、光学封装及先进工艺的研发资源投入。

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2%左右。公司营销强度较低，主要源于大客户模式，如高速光模块业务通过JDM/ODM模式深度绑定思科等少数全球头部客户，产品直接进入核心供应链，无需庞大的市场推广团队和高昂的渠道维护成本，实现了以技术驱动替代营销驱动的高效运营模式。

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60%，客户集中度较高。公司业务模式深度绑定少数全球头部客户（如通过高速光模块业务思科JDM模式间接供货北美顶级云厂商、ICT类产品业务主要供货华为、诺基亚等），订单来源相对集中，形成大客户依赖的格局。

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30%左右，供应商集中度较低。公司在光模块、ICT产品生产所需的光芯片、电芯片及器件等关键物料上采取多源供应商策略，通过全球化采购分散供应链风险，避免对单一供应商形成依赖。

4. 历史经营绩效

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

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

公司盈利能力较好，盈利能力近年来持续提升。公司2024年毛利率21.0%、ROE 6.8%、ROIC 5.7%，盈利水平在同行中表现尚可，主要得益于海外业务占比高、并持续拓展优质大客户；随着高速光模块业务放量，产品结构优化，带动公司整体盈利能力持续提升。

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

公司成长能力良好，近年来业绩增长表现良好，主要受益于AI算力需求爆发带动高速光模块订单从头部厂商外溢。公司凭借技术卡位和全球化产能成功切入北美供应链，推动2025年营收与净利润创历史新高，实现从传统业务向高增长赛道的转型。同时，公司传统主业ICT类产品持续拓展海外市场和进行品类升级，在行业不景气背景下实现了逆势增长。

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



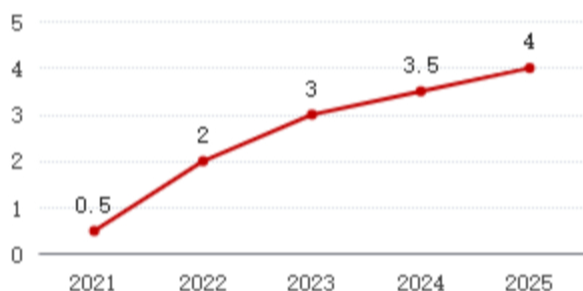
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康情况一般，上下游占款能力偏弱，主要因：通信设备厂商特点，ICT产品和光模块产品生产过程中需要储备大量存货；以及面对强势的北美大客户议价空间有限导致回款周期较长，同时面对多家供应商采购时难以获得优厚的付款账期，造成营运资金被占用。

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

公司股东回报情况良好，近年来随着经营情况逐步稳中向上，持续加大分红力度，股利支付率提升至35%以上，并新增中期分红。

5. 四维评级

公司整体成长空间高，盈利趋势较好，产业格局一般，护城河一般。

5.1 成长空间

★★★★★

公司整体成长空间高。高速光模块业务直接受益于AI算力需求爆发，公司凭借800G/1.6T技术及北美大客户订单，有望在高速增长的市场中实现份额快速提升；ICT类产品则依托海外传统业务需求及新品迭代，提供稳定现金流，形成双轮驱动格局。

高速光模块(5星)：

成长空间高。受益于AI算力需求爆发，全球高速光模块市场未来5年CAGR预计超30%。公司凭借800G/1.6T技术及LP0/硅光方案，已切入英伟达、Meta等北美巨头供应链，订单外溢效应显著，市占率有望快速提升。成长确定性受技术迭代及大客户需求波动影响，存在一定不确定性。

ICT类产品(3星):

成长空间一般。传统电信宽带与无线网络设备市场受5G建设高峰已过影响，行业增长平稳（CAGR约5%）。公司该业务依托海外长尾需求及产品升级，可维持稳定收入，但难现高增长。成长确定性受电信运营商资本开支周期及行业竞争格局制约。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。受益于高速光模块业务放量及产品结构优化，公司毛利率与净利率有望持续提升；但传统ICT业务增长乏力及客户集中度较高可能对盈利稳定性形成一定制约。

高速光模块(3.5星):

盈利趋势较好。800G/1.6T等高端产品规模量产带动毛利率显著改善，硅光/LPO技术溢价及北美大客户订单有望支撑盈利水平持续高于行业均值；公司产能爬坡带来的成本效应将进一步强化盈利能力。

ICT类产品(2.5星):

盈利趋势一般。传统电信设备市场竞争加剧，产品价格面临下行压力，毛利率提升空间有限；该业务以维持稳定现金流为主，对整体盈利增长的贡献较为平稳。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局一般。作为光模块领域的二线厂商，公司面临一线龙头企业的强力竞争，在技术积累与规模效应上存在差距；同时传统ICT业务市场增长乏力且同质化竞争加剧，限制了公司整体议价能力与市场地位的提升。

高速光模块(3星):

产业格局一般。行业头部厂商主导市场竞争，公司凭借硅光/LPO技术差异化及JDM模式绑定北美大客户，在二线梯队中具备相对优势；但短期难以突破一线厂商在产能与客户壁垒上的压制，市占率提升空间受限。

ICT类产品(2.5星):

产业格局一般。传统电信设备市场集中度较高，公司作为非核心供应商，下游客户依赖华为、诺基亚等设备商，议价能力有限；行业技术门槛相对较低，同质化竞争持续挤压利润空间。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河一般。其优势主要体现在通过JDM/ODM模式深度绑定思科等北美头部客户，并拥有全球化产能布局。然而，作为二线光模块厂商，公司在核心技术积累和规模效应上相较于一线龙头存在差距，客户集中度较高，且传统ICT业务面临同质化竞争，整体竞争壁垒有待加强。

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
高速光模块	(3星) 护城河宽度一般。公司通过与思科的JDM模式切入北美云厂商供应链，800G LPO产品通过英伟达认证，在二线厂商中具备先发优势；但全球市场份额仍远低于一线龙头，面对上下游议价能力有限；2024年业务销售毛利率24.2%、ROE（经过壹评级调整后）7.6%、ROIC（经过壹评级调整后）6.3%，超额收益不明显。	(2星) 护城河可持续性较弱。护城河主要来源于JDM模式下的客户绑定和技术差异化，但持续性面临挑战。公司通过LPO/硅光方案切入北美巨头供应链，但二线厂商地位导致客户集中度高、议价权有限；技术迭代迅速，需持续高研发投入以维持优势。预计在头部厂商压制及价格竞争下，超额收益可能较快衰减（10年减弱50%左右）。
ICT类产品	(1.5星) 护城河宽度较差。传统电信设备业务面临同质化竞争，客户集中于华为、诺基亚等设备商，公司议价能力弱，业务控制力不足；产品毛利率约20%且增长乏力，ROE、ROIC水平较低，难以产生显著超额收益。	(3.5星) 护城河可持续性较好。护城河主要来源于客户转换成本和长期合作关系。传统电信设备业务与华为、诺基亚等设备商绑定深入，产品认证周期长、替换成本高；市场需求稳定且公司具备规模化交付能力。虽行业增长放缓，但成熟业务的客户黏性可支撑盈利持续性，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

基于高速光模块业务进入爆发阶段、市占率提升、毛利率短期显著提升但长期回归正常水平，ICT类产品收入稳健增长、毛利率小幅下降等假设，经测算公司目前处于高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括高速光模块、ICT类产品、其他。

业务一：高速光模块

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。

综合公司主要客户2025-2026年规划情况，预计2025-2026年800G、1.6T销量分别为60万只/235万只、0/50万只，对应高速光模块业务年收入分别为16.76亿元、92.19亿元，分别同比增速241%、450%；其后公司光模块市占率逐步提升至5%水平，2027-2030年年复合增速为36%。

2) 长期：2031-2040年，公司高速光模块业务收入增速与行业基本同步，预计年复合增速为4.4%。

2. 盈利能力假设：

- 1) 毛利率：受益于更高速率产品出货占比提升以及规模放量，2024-2027年业务毛利率逐步从24%提升至37%；其后受行业需求增长放缓、竞争激烈加剧等因素影响，业务毛利率逐步下降至22%并保持稳定。
- 2) 费用率：受益于产品规模放量的摊薄效应，销售、管理、研发费用率分别小幅下降至2%、5%、6%并保持平稳；2025年因港股IPO融资所得港元资金留存，带来汇兑损失超过8000万元。

业务二：ICT类产品

1. 收入假设：

- 1) 中短期：受益于海外市场拓展，电信宽带2025-2029年收入年复合增速10%左右；受益于产品品类升级，无线网络设备2025-2029年收入年复合增速5%左右；工业物联网硬件及其解决方案2025-2029年收入年复合增速2%左右。
- 2) 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10%左右，后六年收入年复合增速3%左右。

2. 盈利能力假设：受市场需求逐步饱和、以及产品结构变化影响，毛利率逐步从2024年的20.50%下降至17%并保持平稳；各项费用率基本保持平稳。

业务三：其他

收入和盈利能力假设：预计2025-2040年收入年复合增速2%、毛利率3%、费用率保持平稳。

表2：公司整体业绩预测

剑桥科技	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	37.9	30.9	36.5	52.3	131.2	190.1	243.7	305.2
归母净利润(亿)	1.7	1.0	1.7	2.6	20.4	33.8	44.0	55.3
归母净利润增速(%)	154.5	-44.4	75.2	56.8	681.1	65.2	30.3	25.7
经营性净利润(亿)	1.8	1.0	1.6	2.6	20.4	33.8	44.0	55.3
经营性净利润增速(%)	227.1	-44.1	62.1	62.4	681.1	65.2	30.3	25.7
经营性归母净利润(亿)	1.8	1.0	1.6	2.6	20.4	33.8	44.0	55.3
经营性归母净利润增速(%)	227.1	-44.0	61.7	62.7	681.1	65.2	30.3	25.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

高速光模块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.8	4.5	4.9	16.8	92.2	148.5	200.4	260.6
收入增速(%)	4.0	-6.6	10.0	241.0	450.0	61.1	35.0	30.0
经营性净利润(亿)	0.3	0.2	0.2	1.3	18.0	30.9	41.2	52.3
经营性净利率(%)	6.9	4.3	5.1	7.7	19.6	20.8	20.5	20.1
经营性净利润增速(%)	160.0	-41.7	29.1	416.1	1298.0	71.2	33.3	27.1

ICT类产品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	33.1	26.4	31.6	35.5	39.0	41.6	43.2	44.5
收入增速(%)	35.0	-20.2	19.7	12.4	9.9	6.6	4.0	3.0
经营性净利润(亿)	1.5	0.8	1.4	1.3	2.4	2.9	2.8	3.0
经营性净利率(%)	4.4	3.1	4.3	3.7	6.2	6.9	6.5	6.7
经营性净利润增速(%)	236.4	-44.5	68.9	-2.6	81.0	19.8	-2.1	5.2
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	-83.0	-20.9	45.9	2.3	1.8	1.8	2.2	2.1
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(%)	-47.5	-39.1	0.7	1.4	1.6	1.6	1.2	1.2
经营性净利润增速(%)	46.5	34.9	102.6	105.7	15.9	2.8	-23.5	4.4

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)
高速光模块	3.6%	中低	较好	一般	9.0%	10.61	39.7
ICT类产品	3.2%	中低	一般	较强	8.5%	11.42	4.5
其他	2.0%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	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
高速光模块(亿)	37.2	194.1	231.3	-	0.3	-	231.0
ICT类产品(亿)	9.6	24.6	34.2	-	0.0	-	34.2
其他(亿)	0.0	0.0	0.0	-	-	-	0.0
公司整体测算(亿)	46.9	218.7	265.6	-	0.3	-	265.2

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
高速光模块(亿)	71.7	111.7	183.4	-	0.3	-	183.1
ICT类产品(亿)	15.0	16.5	31.5	-	0.0	-	31.4
其他(亿)	0.0	0.0	0.0	-	-	-	0.0
公司整体测算(亿)	86.7	128.2	214.9	-	0.3	-	214.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。虽然高速光模块业务受益于AI算力需求爆发，但公司作为二线厂商，其订单持续性高度依赖北美头部云厂商的产能外溢，且核心客户集中度较高，若技术路线或供应链关系生变，业绩易受冲击。传统ICT业务增长乏力，整体盈利水平受产品结构切换影响波动较大。此外，公司全球化运营涉及多地产能协调，汇率、贸易政策等外部变量进一步增加盈利预测难度。

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。