

泰格医药 (300347.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

赵方明
物制药、CXO
行业研究员、生

2026年3月17日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	52.95
总市值	455.91亿
PE-TTM	44.26
PB-MRQ	2.15

估值结果

价值	431.07亿
DDM估值	上行空间 -5.5%
状态	合理估值
价值	431.55亿
动态估值	上行空间 -5.3%
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

泰格医药是国内临床CRO龙头，深耕一体化与国际化战略，业务涵盖CTS及CRLS全流程。公司通过全球网络提供一站式研发方案，是连接中国与全球创新药市场的核心桥梁。

公司成长空间一般，未来5年营收CAGR约9%，呈稳健增长态势。公司盈利趋势一般，毛利率或回暖，市占率随全球布局持续提升。公司产业格局优异，议价能力强且替代风险低，主要系上下游高度分散且药械研发具备刚性与高门槛。公司护城河优异，转换成本与资源优势显著，依托庞大的协作网络与专业人才储备构筑极高壁垒，一体化平台深度绑定优质药企，客户转换成本较高且难以被模仿。

随着全球新药研发支出与外包渗透率双增，同时公司市占率有望随着全球化布局与创新药出海浪潮稳步提升。基于以上假设，公司当前估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

市场认为公司盈利能力将受益于人力成本优势及需求回暖，较快修复至历史高位。我们认为，盈利修复斜率或不及市场预期。首先，前期投融资寒冬导致的行业降价具有一定惯性，提价难度远高于降价。其次，参考全球临床CRO龙头毛利率中枢，叠加国内行业竞争格局演变，公司盈利能力虽有望随供需改善触底回升，但修复幅度受限于行业整体盈利天花板，市场对利润回弹空间的预期或偏乐观。

风险提示

地缘政治风险：公司坚定推进全球化战略，若国际经贸环境剧烈波动或相关行业准入监管趋严，可能阻碍海外业务持续扩张及资源整合。

行业景气度及竞争风险：投融资低迷可能导致公司产生较大投资损失并加剧价格博弈；若下游研发需求修复偏慢，订单均价及利润率水平的修复斜率或不及预期，进而对经营业绩弹性造成实质性压制。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 供应商集中度	5
3.4 整体供应链集中度	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	8
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	8
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

泰格医药成立于2004年，是国内领先的临床CRO龙头企业。公司深耕临床研究领域，通过一体化与国际化战略，构建了临床试验技术服务（CTS）和临床相关及实验室服务（CRLS）两大核心业务板块。经过二十载发展，公司业务已覆盖全球五大洲，为数千家客户提供全流程、一站式新药研发解决方案。凭借卓越的质量标准和项目交付能力，泰格医药在临床外包领域树立了稳固的龙头地位，已成为连接中国与全球创新药市场的核心桥梁。

2. 业务介绍

对于泰格医药公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

CRO：

公司CRO业务涵盖临床试验技术服务（CTS）与临床相关及实验室服务（CRLS），提供从临床前到后期的一站式研发服务。上游对接全球创新药及医疗器械企业，下游协作各级临床试验机构。凭借卓越的执行力与一体化布局，公司在全球市场竞争力持续增强。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

其他业务服务：

公司其他业务服务主要包括房屋租赁、相关咨询及非核心配套服务。上游依托公司自有的办公资产及基础物资供应；下游服务于产业链相关的合作伙伴及特定企业。该板块在营收中占比较小，但具有较高的毛利率，作为核心研发外包服务的有益补充。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

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

公司作为临床CRO龙头，业务高度依赖专业人才进行项目交付，呈现出较高的人力资源密集度；但B2B属性使其更看重专业口碑，营销强度较低。公司不依赖单一客户或供应商，整体供应链集中度低，上下游结构高度分散。这种“重人才、轻营销、双端分散”的商业结构，赋予了公司在产业链中较强的议价能力与经营稳健性。

3.1 营销强度

低 较低 中等 较高 高

营销强度旨在衡量公司业绩对营销的依赖程度，2024年公司销售费率为2.08%，处于较低水平。公司作为临床CRO龙头，主要面向全球制药及医疗器械企业提供专业的B2B研发服务，其核心竞争力源于高质量的项目交付能力、深厚的技术积淀以及长期积累的行业口碑。相比终端消费品企业，公司更依赖于专业化的BD团队进行客户深耕和战略合作，无需大规模广告投入，销售转化效率极高且业绩确定性强。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

人力资源密集度旨在衡量公司业绩对人工的依赖程度，2024年公司权责口径薪酬/营业收入约为40%，处于高水平。公司所处的临床CRO行业属于典型的知识密集型服务领域，其核心价值的创造高度依赖具备专业背景的医学、统计及运营人才。高比例的人力成本投入确保了公司在全球范围内维持卓越的项目交付标准与执行效率，通过庞大且高素质的专业团队构筑业务壁垒，从而支撑起公司作为一体化临床外包龙头的核心竞争力。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

供应商集中度旨在衡量公司对上游依赖程度，2024年公司前五供应商采购额占比为5.14%，处于低水平。公司上游主要为提供临床试验场所的医疗机构（GCP中心）、医学实验耗材供应商以及外部专业服务商。由于临床试验项目在全球范围内广泛分布于数以千计的临床中心，且各类研发物资供应充足，公司不依赖单一供应源获取资源。这种高度分散的供应商格局有效增强了公司的成本议价权，降低了由于供应链波动带来的潜在运营风险，保障了研发服务的持续稳定交付。

3.4 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

整体供应链集中度旨在衡量公司对上下游的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为11.28%，前五供应商采购额占比为5.14%，综合处于低水平。公司作为全球领先的临床CRO平台，服务于数千家跨国药企及本土Biotech公司，不依赖单一客户，有效规避了由于个别客户研发策略调整带来的业绩波动。同时，公司上游主要为医疗机构（GCP中心）及标准研发耗材商，供应端极度分散。这种“双端分散”的供应链结构赋予了公司在产业链中较强的话语权与议价能力，有助于公司维持较高的利润空间及业务的长期稳定性。

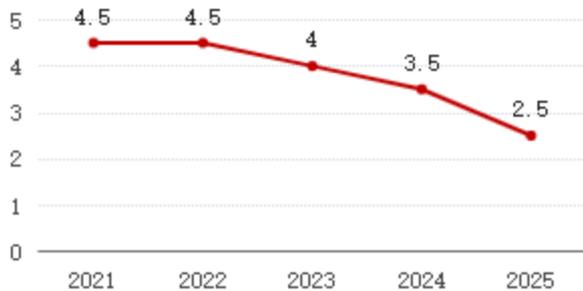
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效表现一般，主要系公司在全球化扩张期人力成本高企，且产业链资金占用较多，导致分红吸引力受限。2022年后业绩波动较大，主因新冠高基数项目退场，叠加全球医药投融资寒冬导致国内订单缩减及行业竞争加剧。尽管公司通过控费实现利润回升，但收入成长动能仍受宏观环境压制，盈利与回报水平尚处于调整阶段。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



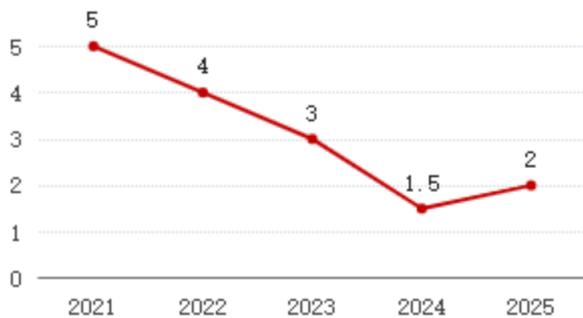
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力一般，自2023年起开始下滑，2025年前三季度ROE约5%，扣非净利率为6.49%。主要由于新冠相关高毛利特定项目基数效应消除，叠加全球医药投融资环境波动，导致国内Biotech客户研发投入收缩及订单取消。同时，临床CRO行业竞争加剧，以及公司加速海外扩张带来的初期运营成本增加，使利润端短期承压，盈利水平处于阶段性调整期。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



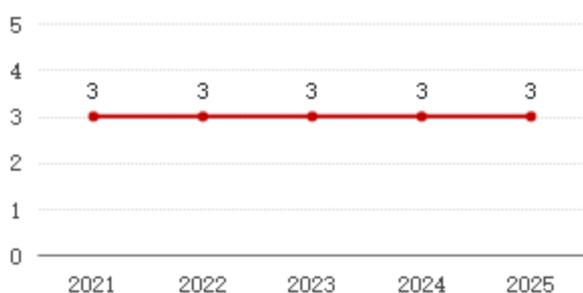
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力一般，自2022年起开始下滑，2025年前三季度迎来小幅反弹，公司2025年前三季度营收同比下降0.82%，归母净利润同比增长25.45%。主要由于新冠相关特定项目高基数效应消除，及全球投融资寒冬压制了国内客户研发预算。归母净利润大幅反弹，除去年同期低基数因素外，主要系公司持续推进精细化运营，通过资源整合控费增效，以及投资损益变动等非经常性因素驱动，收入增长动能仍待需求端复苏。

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



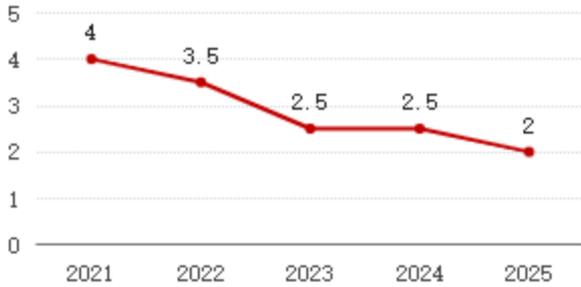
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现一般，2024年经营性现金流/净利润为224.96%，高于行业平均水平，上下游净占款/净资产为-12.15%，低于行业平均水平。主要系临床CRO项目周期长且常有预付款，支撑了较好的现金流表现。但由于公司需垫付临床中心及受试者过手费，且面对强势大客户回款周期拉长，导致净占款指标承压，反映出公司在产业链上下游的实质资金掌控力仍有待加强。

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

公司历史股东回报一般，2024年现金分红比例约63%，股息率0.5%。主要由于公司虽然现金流充沛且分红意愿显著增强，但作为处于全球化扩张期的临床CRO龙头，仍需留存部分资金用于海外实验室建设及产业并购。受限于公司历史估值中枢波动及股价表现，股息率长期处于较低水平。公司在兼顾业务成长与现金回馈间保持平衡，但由于行业资本开支需求，分红吸引力仍有提升空间。

5. 四维评级

公司具有优异的产业格局，主要系上下游高度分散，公司议价能力较强，且临床研发作为药械上市的刚需环节，替代风险低。同时公司拥有优秀的护城河，主要源于转换成本和资源优势。临床试验的高合规性及数据连续性决定了极高的客户切换成本，公司凭借覆盖全球的GCP协作网络与万名专业人才储备，构筑了极强的资源壁垒。凭借一体化布局，公司在竞争中维持领先地位。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约9%。随着国内创新药行业由“爆发期”转向“质变期”，临床研发需求回归理性增长。公司作为龙头虽持续受益于全球化战略与一体化平台，但受宏观融资环境修复节奏及业务高基数影响，整体收入增速逐步收敛至常态化区间，呈现出稳健增长特征。

CRO(3星):

公司CRO业务成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约9%，增速趋于稳健。主要系公司业务规模已居龙头高位，基数较大，且新冠相关特定项目带来的爆发式增长扰动已基本消除，业务回归常态化轨道。在缺乏超常规外部因素刺激下，公司由高速扩张期转入稳健增长阶段，增速较历史高位自然回落。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势一般，核心盈利业务毛利率或回暖，整体市占率预计维持增长。主要系全球临床CRO行业步入整合期，市场份额持续向全链条龙头集聚。公司作为本土临床CRO领跑者，依托覆盖全球五大洲的运营网络，深耕高毛利国际多中心临床业务。这种全球化布局有效拉动了跨国药企订单，显著增强了全球市占率及抗风险能力，并有望驱动整体盈利水平稳健修复。

CRO(3星):

公司CRO业务盈利趋势一般，主要系行业本身盈利属性偏弱，但竞争格局及演变趋势较好。由于临床外包服务存在一定的同质化，在行业需求收缩期易诱发价格竞争，使产业属性承压。但竞争格局及其变化趋势较好，公司作为国内临床CRO龙头，受益于行业出清及优质项目向头部集聚的趋势，市占率有望稳步提升，从而在竞争中维持相对稳健的盈利水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局优异，主要系上下游议价能力较强、替代风险低。公司上游对接极度分散的全球临床试验机构及研发物资供应商，规模效应下话语权稳固；下游客户覆盖数千家多元化药企，有效规避了单一客户压价风险。临床研发作为药械上市的刚性环节，其极高的监管门槛与专业协同性，使得公司一体化平台替代风险极低，在全球产业链中地位显著。

CRO(4.5星):

公司CRO业务产业格局优异，主要系上下游议价能力较强、替代风险低。公司下游服务全球数千家分散的创新药及医疗器械企业，上游对接极度分散的各级临床试验机构（GCP中心）及研发耗材供应商，因此在产业链中具有较强的话语权。同时，临床试验是新药报批的刚性环节且合规门槛极高，公司凭借卓越的一体化交付能力，替代风险较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河表现优异，主要系当前盈利能力虽然表现一般，但护城河持续性优异，其核心护城河来源于转换成本和资源优势。

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
CRO	(3星)公司CRO业务护城河宽度一般，主要系当前盈利能力及全球市占率表现一般，经壹评级调整后，公司ROE约为13%，ROIC约为12%。盈利能力一般主因公司正处于全球化战略的深入投入期，海外运营成本与新实验室设施的折旧摊销较高，叠加行业竞争加剧压制了毛利水平。尽管公司在国内临床外包市场稳居龙头，但在全球市场的占有率较低，与跨国巨头相比仍存在明显的规模差距，导致其国际竞争力与护城河宽度尚未充分显现。	(5星)公司CRO业务护城河持续性优异，其核心护城河来源为转换成本和资源优势。临床试验周期长、监管严且数据连续性要求高，中途更换CRO会导致高昂的时间与合规成本，客户转换成本极高。资源方面，公司拥有覆盖全国超1300家医疗机构的GCP协作网络及近万名专业人才，规模效应与项目经验构筑了极高的行业壁垒。凭借一体化布局，公司深度绑定优质药企，资源优势难以被短期模仿。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

全球新药研发支出保持稳健增长，临床外包渗透率随研发风险与成本的提升持续走高。公司作为本土临床CRO龙头，市占率有望随中国优质创新药的海外临床浪潮及全球一体化布局的深化而稳步提升。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前估值处于合理区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：CRO、其他业务服务，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：

CRO：

收入假设：

- 1) 全球新药研发支出：参考Evaluate Pharma等机构预测，年均增速在2-3%左右。
- 2) 外包渗透率：由于新药研发回报率的下降，以及中小Biotech在未来新药研发中占比的提升，整体外包渗透率持续提升，预计2030年达到60%。
- 3) 市占率：公司作为国内临床CRO龙头，战略重心正逐步向成为全球临床CRO领军者转型，故我们预期未来公司将发展重点放在海外市场。因此我们给予公司国内市占率基本维持稳定，海外市占率伴随着中国优质创新药出海而逐渐提升。但由于目前全球临床试验仍以美国市场为主导，而临床试验较为考验公司在当地与监管部门、医院、政府等机构的合作情况，受地缘政治等外部因素约束，我们预计其海外市占率与国际龙头仍将存在差距。在我们的计算口径下2030年整体市占率由现在的1.1%提升至1.4%，远期市占率趋近2%。

综合以上测算，中短期营收CAGR约9%，远期降至5%左右。

盈利能力假设：

- 1) 直接人工成本：由于CRO行业为人才密集型行业，收入增长仍高度依赖专业技术人员规模的扩张，但是考虑到公司数字化建设，预计未来能实现对一定人力的替代，因此我们计算历史单位收入对应的直接人工成本，以其历史均值作为远期预算的基准指标，每年CRO直接人工成本=CRO收入*CRO单位收入直接人工成本。
- 2) 临床试验费：计算历史单位收入对应的临床试验费，以其历史均值作为远期预算的基准指标，每年CRO临床试验费=CRO收入*CRO单位收入临床试验费。
- 3) 技术（系统）使用费：该费用为临床试验的“数字化工具费”，考虑到未来公司将加大数字化平台的使用，从而降低整体成本以及提高效率。我们计算历史单位收入对应的技术（系统）使用费，远期预计其较现在均值提升50%左右，每年CRO技术（系统）使用费=CRO收入*CRO单位收入技术（系统）使用费。
- 4) 出差、会议费用：计算历史单位收入对应的出差、会议费用，以其历史均值作为远期预算的基准指标，每年CRO出差、会议费用=CRO收入*CRO单位收入出差、会议费用。
- 5) 间接费用：计算历史单位收入对应的间接费用，以其历史均值作为远期预算的基准指标，每年CRO间接费用=CRO收入*CRO单位收入间接费用。

综合以上测算，中远期毛利率提升至38%左右。

其他业务服务：

收入假设：

该部分主要考虑房屋租赁收入、技术咨询及转让、软件许可与数字化工具。房屋租赁部分预计随着市场情况自然增长，剩余两项依托公司多年龙头地位以及基于此做的自有数据与软件预计对部分客户仍存在吸引力，故整体预计中短期营收CAGR约9%，远期降至5%左右。

盈利能力假设：

房屋租赁部分成本主要是折旧，而技术咨询及转让、软件许可与数字化工具由于其开发成本大多已经被费用化处理，故该部分盈利能力较为稳定，中远期毛利率约为65%。

表2：公司整体业绩预测

泰格医药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	70.9	73.8	66.0	68.1	76.4	85.6	93.0	101.0
归母净利润(亿)	20.1	20.2	4.1	11.3	10.2	11.6	13.1	15.4
归母净利润增速(%)	-30.2	0.9	-80.0	178.6	-9.4	12.9	13.2	17.7
经营性净利润(亿)	16.6	15.0	7.0	6.0	7.8	10.1	11.7	14.3
经营性净利润增速(%)	2.8	-9.6	-53.1	-14.1	28.8	29.4	16.8	21.9
经营性归母净利润(亿)	14.6	14.1	6.4	5.7	7.2	9.1	10.6	13.0
经营性归母净利润增速(%)	7.2	-3.6	-55.0	-10.0	25.2	27.2	16.7	21.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

CRO	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	70.0	72.9	64.7	66.7	74.8	83.9	91.2	99.0
收入增速(%)	35.0	4.1	-11.2	3.0	12.1	12.1	8.7	8.6
经营性净利润(亿)	16.2	14.5	6.5	5.4	7.0	9.3	10.9	13.4
经营性净利率(%)	23.1	19.9	10.1	8.1	9.4	11.0	11.9	13.5
经营性净利润增速(%)	1.4	-10.3	-55.1	-17.6	31.1	31.4	17.6	23.1
其他业务服务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.8	0.9	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.0
收入增速(%)	220.6	13.1	35.9	10.1	10.0	10.0	8.0	7.0
经营性净利润(亿)	0.4	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
经营性净利率(%)	48.7	50.8	39.3	46.8	46.6	46.5	46.1	45.8
经营性净利润增速(%)	136.7	18.0	5.4	30.8	9.6	9.6	7.3	6.3

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)
CRO	7.1%	中等	非常好	强	8.0%	19.66	20.2
其他业务服务	5.0%	中等-	一般	一般	7.8%	12.68	1.0
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
CRO(亿)	72.0	214.7	286.7	27.3	31.4	135.3	417.9
其他业务服务(亿)	5.4	7.1	12.6	1.1	-	-	13.7
公司整体测算(亿)	77.5	221.8	299.2	28.4	31.4	135.3	431.5

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
CRO(亿)	123.6	159.7	283.3	27.3	31.4	135.3	414.5
其他业务服务(亿)	8.1	7.4	15.5	1.1	-	-	16.6
公司整体测算(亿)	131.7	167.1	298.8	28.4	31.4	135.3	431.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性处于中等偏上水平，主要系公司所处行业产业格局较好，且公司护城河持续性强，但由于公司历史业绩随着全球投融资情况具有一定波动，同时公司产品与服务不像部分行业具有高频可追踪数据，因此对估值确定性有一定削弱。

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% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 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作有悖原意的引用、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。