

康华生物 (300841.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

赵方明
中药、CXO
制品行业
研究员、生

2026年5月7日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	58.98
总市值	76.64亿
PE-TTM	33.83
PB-MRQ	2.15

估值结果

价值	71.35亿
DDM估值	上行空间 -6.9%
状态	合理估值
价值	70.06亿
动态估值	上行空间 -8.6%
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

康华生物是国内人二倍体狂犬病疫苗领军企业，核心产品国内首创并获WHO金标准认可。公司凭借技术积淀实现诺如病毒疫苗出海，通过创新稳固高端狂苗地位，加速国际化进程。

公司成长空间一般，未来5年营收CAGR预计约9.4%，公司盈利趋势良好，毛利率或回暖且市占率有望提升。公司所处行业产业格局优异，进入壁垒高、替代风险低。公司护城河优异，线下渠道及技术优势突出，主要系公司作为人二倍体狂苗首创者，凭借先发优势与长期学术推广，在疾控系统建立深厚品牌黏性，技术壁垒高且产品具有强刚需、难替代属性。

受益于养宠渗透率提升及狂苗替代趋势，公司凭技术与渠道壁垒稳固份额并维持高盈利。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

市场认为人二倍体狂苗将凭借其显著的技术优势迅速实现对传统疫苗的全面替代，渗透率提升预期较为乐观。我们认为，参考海外成熟市场经验，高端狂苗的市场占比存在理性上限。考虑到国内受众群体庞大且价格敏感度较高，在未出现大幅降价的前提下，渗透率恐难达到市场预期的高度。若未来需进一步提升份额，价格端或将持续承压，公司收入的增长将更多取决于市场规模扩容与单价下行的博弈。

风险提示

接种意愿下降风险：报告基于养宠渗透率测算狂苗需求，若公众预防意识波动致接种意愿不及预期，将直接压缩整体市场空间，影响销量假设及公司业绩增长。

行业竞争加剧及价格波动风险：随多家厂商产品陆续获批，细分赛道竞争更趋白热化。若未来出现价格战导致单剂价格超预期下行，将挑战公司高毛利水平，并影响对公司盈利能力及内在价值的判断。

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 研发强度	5
3.3 营销强度	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2026年收入占比	4
图2：预测2026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

康华生物是国内人二倍体狂犬病疫苗领域的领军企业，成立于2004年，2020年成功上市。公司深耕生物疫苗领域，核心产品人二倍体狂犬病疫苗为国内首创，被世界卫生组织誉为预防狂犬病的黄金标准。经过二十年发展，公司凭借技术积淀成功实现诺如病毒疫苗海外授权，正加速国际化进程。依托卓越的产品安全性和免疫原性，公司在高端狂苗市场树立了稳固的龙头地位，正通过持续创新开启增长新篇章。

2. 业务介绍

对于康华生物公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

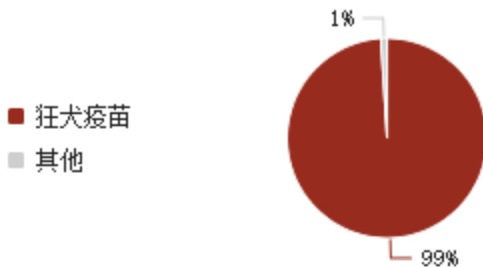
狂犬疫苗：

公司狂犬疫苗业务主打人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞），系国内首创并被WHO誉为预防“黄金标准”。上游依赖细胞培养基、生化试剂及包材等供应；下游通过各级疾控中心覆盖终端接种人群。凭借卓越的安全性和免疫原性，产品在高端市场领先地位稳固。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

其他：

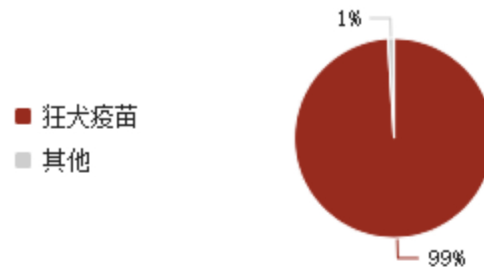
公司其他业务涵盖ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗及多种在研创新疫苗，如已成功出海的诺如病毒疫苗。上游涉及生化试剂、培养基等生物制药原材料；下游通过疾控系统覆盖终端接种需求。公司正通过多元化布局降低单一产品依赖，提升长期竞争力。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司作为人二倍体狂犬病疫苗龙头，因疫苗生产高度依赖高标准GMP车间，且需持续投入管线研发，呈现高资产强度与高研发强度特征。受高端疫苗学术推广驱动，营销强度亦较高。公司下游对接分散的疾控中心且需求刚性，整体供应链集中度低，在产业链中话语权较强，形成了“重资产、高研发、强营销”且议价能力较强的商业结构。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

资产强度旨在衡量公司长期经营资产绝对值及收入对其依赖程度，2025年公司固定资产和在建工程合计约8.8亿元，固定资产周转率为1.27次，绝对金额不高，但周转率较低，综合资产强度处于较高水平。疫苗生产对GMP车间及设备依赖大，因扩产周期长、验证严，产能释放滞后致周转较低，反映了公司维持技术护城河的重资产特征。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

研发强度旨在衡量公司业绩与研发费用的比例关系，2025年公司研发费率为10.16%，处于高水平。公司深耕技术密集型疫苗领域，持续投入于狂苗工艺升级及诺如、六价狂苗等管线研发。高研发旨在通过技术迭代深化护城河，在巩固高端市场地位的同时，为多品种协同增长提供核心动能。

3.3 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，2025年公司销售费率为47.86%，处于高水平。公司核心产品为人二倍体狂犬病疫苗，属于高端生物疫苗品种，具有较强的学术推广属性。由于该疫苗定位于预防狂犬病的“金标准”，公司需要通过密集的学术交流与专业教育活动，提升疾控系统及接种者对产品安全性的认知，进而强化品牌力并巩固高端市场份额。

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，2025年公司前五客户销售额占比为4.25%，前五供应商采购额占比为35.86%，综合处于较低水平。公司下游对接各级疾控中心，客户极度分散且需求刚性；上游生化试剂与包材供应体系成熟。这种结构使公司在产业链中话语权较高，有效规避了压价风险，保障了经营稳健性。

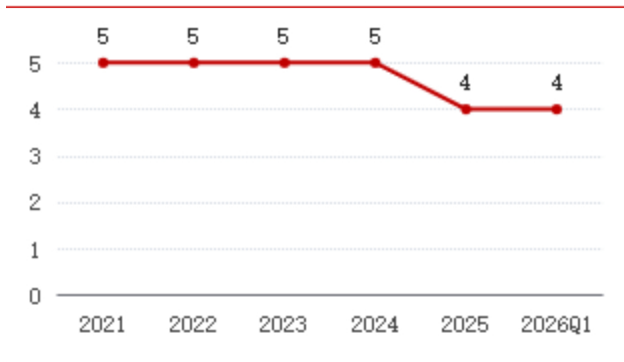
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力优异，源于核心产品人二倍体狂苗的高毛利与技术壁垒。成长能力波动主因竞品入局及上年权益金高基数，近期随需求回暖有所好转。财务控制与股东回报表现一般，系疾控中心结算周期长致应收规模较大，且公司处于研发高投入与产能扩建期，现金占用及资本开支限制了分红比例。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



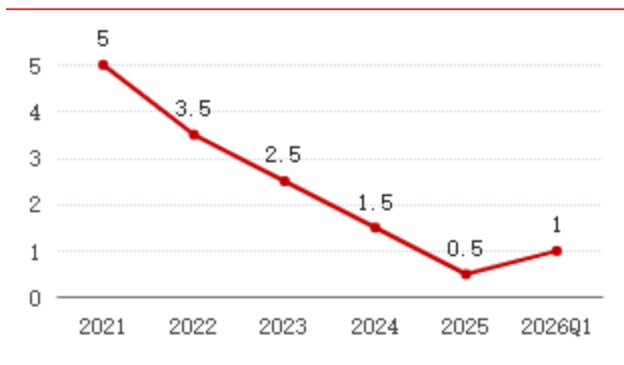
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力优异，但在2025年出现小幅下滑，主要系核心产品人二倍体狂苗面临新进入者竞争，且上年同期包含大额诺如病毒疫苗出海权益金收入，基数较高。2026年第一季度ROE约1%，扣非净利率为14.65%，反映了在竞品入局及行业政策波动背景下，公司盈利水平短期处于调整期，但凭借高端产品的差异化优势，毛利率依然维持在较高水平。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



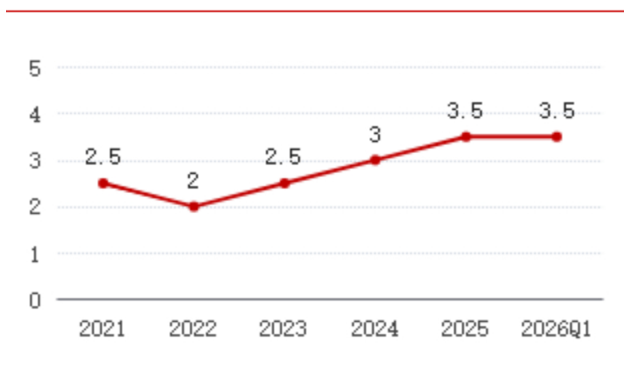
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较差，自2022年起开始下滑，近期有所回升，主要系核心产品面临竞品入局致市场承压，且2025年受行业政策波动及上年权益金高基数影响，公司2026年第一季度营收同比增长25.02%，扣非归母净利润同比增长25.71%。这反映了终端需求回暖及公司学术推广成效显著，带动销量触底反弹。

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



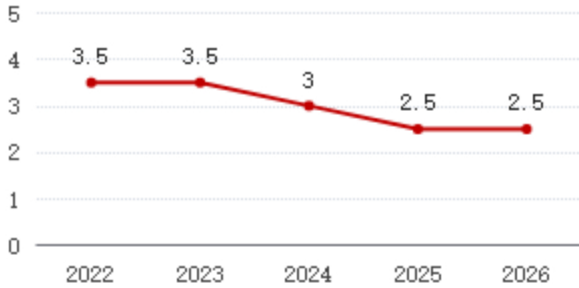
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现一般，2025年经营性现金流净额/营业总收入为32.59%，高于行业平均水平，上下游净占款/净资产为-34.66%，低于行业平均水平。主要系公司下游主要对接各级疾控中心，受其结算周期影响，资金被渠道占用明显，应收账款规模较大。虽狂苗产品的刚需属性保障了回款安全性，现金流表现尚可，但较大的应收规模对资金周转效率及产业链话语权仍有一定拖累。

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，2025年现金分红比例约30%，股息率0.9%。主要系公司正处于由单产品向多管线转型的关键期，需预留充足资金用于诸如、六价狂苗等管线的研发投入与产能扩建。同时，受疾控系统结算周期影响，应收账款对流动性有所占用，一定程度限制了分红空间。现阶段公司侧重于通过研发驱动的长期资本增值回馈股东，而非高现金分配。

5. 四维评级

公司具有优异的产业格局，主要系高端疫苗行业进入壁垒极高且替代风险低。同时公司拥有优秀的护城河，主要源于公司较强的线下渠道和技术优势。作为国内人二倍体狂苗首创者，公司凭借工艺先发优势及覆盖全国疾控系统的学术化营销渠道，建立了深厚的品牌黏性，确保了公司在行业竞争加剧背景下，仍能凭借差异化优势维持较强的市场地位与议价能力。

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9.4%。核心产品受益于高端疫苗替代趋势，支撑增长基本盘。此外，诸如病毒疫苗出海及脑膜炎疫苗等管线逐步放量，正驱动公司向多极增长转型。随市场需求回暖，公司凭借先发优势与多元布局，有望平滑单一品种波动，打开长期成长空间。

狂犬疫苗(2.5星)：

公司狂犬疫苗业务成长能力一般，未来5年营收CAGR预计约9%，增速一般但未来三年相较于过去三年增速边际变化向好。增速一般系竞品入局致竞争加剧。增速边际变化向好则因人二倍体狂苗对Vero狂苗替代趋势明确，渗透率提升空间大。公司有望凭借品牌及先发优势，在行业回暖中实现份额巩固与增速回升。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势良好，核心盈利业务毛利率或回暖，整体市占率预计增长。受益于人用狂犬疫苗需求复苏，公司盈利水平有望触底回升。虽然人二倍体狂苗竞争加剧，但同行共同教育市场将加速替代传统Vero狂苗，推动细分赛道扩容。公司凭借先发品牌优势及诸如病毒疫苗等多元管线布局，有望在行业洗牌中提升综合市占率。

狂犬疫苗(3.5星):

公司狂犬疫苗业务盈利趋势良好，主要系盈利展望和竞争格局及其变化趋势较好。随着行业底部调整结束，接种需求回暖带动盈利水平修复。虽竞品入局，但多方参与将共同做大人二倍体狂苗市场，加速对传统Vero狂苗的替代。公司有望凭借品牌及先发优势提升整体市占率，巩固盈利领先地位。

5.3 产业格局



公司整体产业格局优异，主要系高端疫苗行业的进入壁垒高、替代风险低。疫苗行业具备极高的政策准入、技术工艺及资金投入壁垒，高端品种需长周期的研发验证与GMP产能投入。疫苗作为预防传染病最经济有效的手段，具有极强的生命保护刚需，其通过建立免疫屏障实现的预防作用在医学领域极难被其他治疗手段所替代。

狂犬疫苗(4.5星):

公司狂犬疫苗业务产业格局优异，主要系进入壁垒较高、替代风险低。该业务涉及复杂的细胞培养工艺，且GMP产线建设及验证周期长，具备极高的技术与准入壁垒。由于狂犬病致死率极高且该产品被誉为预防“金标准”，具有极强的刚需属性及显著的安全性优势，产品被替代风险极低。

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一般，但护城河持续性优异，其核心护城河来源于线下渠道和技术优势。

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
狂犬疫苗	(3星)公司狂犬疫苗业务护城河宽度一般，主要系当前盈利能力及业务控制力一般，经壹评级调整后ROE、ROIC约15%。盈利水平波动源于人二倍体狂苗竞品入局致竞争加剧，且高额销售费用与重资产折旧稀释了利润。尽管公司具备先发品牌优势，但在全人用狂苗市场的整体渗透率仍有待提升，且受疾控结算周期影响，应收账款对资金的长期占用削弱了业务控制力的深度。	(5星)公司狂犬疫苗业务护城河持续性优异，其核心护城河来源为线下渠道和技术优势。作为国内首个上市人二倍体狂苗的企业，公司拥有领先的技术工艺与极高的准入壁垒。线下渠道已全面覆盖国内31个省区，凭借长期的学术推广在疾控系统中树立了高端品牌形象和深厚渠道粘性。这种技术先发与渠道深耕的结合，为公司维持高端市场地位提供了核心支撑。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

受益于宠物渗透率提升带来的动物暴露风险增加，人二倍体狂苗有望凭借安全性优势持续替代传统Vero细胞疫苗；公司作为行业引领者，有望通过深厚的真实世界数据与渠道壁垒，在竞争格局加剧的背景下维持稳固的市场份额与较高的盈利水平。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：狂犬疫苗、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：

狂犬疫苗：

收入假设：

1) 拥有宠物家庭数量：基于中国未来人口以及平均家庭规模的预期，测算得到未来家庭户数。考虑到未来老龄化趋势下以及情感消费升级驱动家庭养宠渗透率有望提升，在我们的计算口径下，有望从当前的23%提升至远期的28%。综合以上未来中国家庭户数的测算以及家庭养宠渗透率的假设，得到未来拥有宠物家庭数量。

2) 人用狂犬疫苗需求量：拥有宠物的家庭，其成员与犬猫接触的时间和频率更多，这直接决定了伤人事件的绝对基数。同时宠物家庭户数实际可以当作宠物生态密度的观测指标，户数越多代表宠物互动空间更密集，间接意味着动物暴露风险的提升。因此我们认为人用狂犬疫苗接种人数和拥有宠物家庭数量近似存在某种比例关系，我们利用历史数据计算得到其均值，将其作为远期假设的基准。将未来拥有宠物家庭数量乘以该基准值即可得到每年人用狂犬疫苗接种数量。

3) 公司狂犬疫苗销量：公司核心产品为人二倍体细胞狂犬病疫苗，该产品为WHO推荐的预防狂犬病的“黄金标准”疫苗，因此我们假设该种类疫苗在整体狂犬病疫苗中的占比将稳步提升，远期假设该品种在整体狂犬病疫苗市场中的渗透率将逐步向发达国家市场靠拢（约20%）。考虑到近期及未来有较多竞品人二倍体细胞狂犬病疫苗上市，其中不乏疫苗龙头企业，不可避免的将影响公司在人二倍体细胞狂犬病疫苗市场的市占率，考虑到公司为国内首家推出人二倍体细胞狂犬病疫苗的企业，真实世界数据较多，具有一定优势，因此给予公司远期25%市占率的假设。

4) 价格：使用公司近年销售量和销售收入数据可以计算得到单剂人二倍体细胞狂犬病疫苗的价格，远期考虑到该产品渗透率如果需要提升至较高水平，需要降低和当前主流的Vero细胞狂犬病疫苗的价差，因此远期假设单剂价格为240元。

综合以上测算，中短期营收CAGR约9%，远期出现小幅负增长（2%左右）。

盈利能力假设：

1) 直接材料费用：参考历史每年销售数量及对应成本，计算历史单剂疫苗对应的直接材料成本，以其历史均值作为远期假设的基准指标，每年直接材料费用=狂犬疫苗销量*单剂疫苗直接材料成本。考虑到中期人二倍体细胞狂犬病疫苗加速替代时期，公司年销量较大，有望更大规模化采购实现成本摊薄，因此该年份小幅下调单剂疫苗直接材料成本，远期稳态后恢复至历史均值水平。

2) 直接人工费用：计算历史单剂疫苗对应的直接人工成本，以其历史均值作为远期假设的基准指标，每年直接人工费用=狂犬疫苗销量*单剂疫苗直接人工成本。

3) 制造费用：随着公司的扩产，产线设备等为相对刚性支出，受近年产销量波动影响，单位制造费用出现短期波动，随着中期销售规模的提升，单位成本有望下降，远期由于销量的下滑又会导致其上升，每年制造费用=狂犬疫苗销量*单剂疫苗制造费用。

4) 运输费用：计算历史单剂疫苗对应的运输费用，以其历史均值作为远期假设的基准指标，每年运输费用=狂犬疫苗销量*单剂疫苗运输费用。

综合以上测算，中远期毛利率约为92%。

其他：

收入假设：

该部分主要考虑公司除狂犬疫苗外，其他所有在研或在销产品的收入。由于在研管线大多处于早期阶段，我们暂不给予这部分管线业绩假设。当前在销产品为ACYW135疫苗，2025年7月通过GMP检查后复产，我们基于整体流脑疫苗市场规模假设，考虑到公司停产时间相对较长，客户可能存在流失，远期给予公司0.3%的市占率。综合以上测算，中短期营收CAGR约14%，远期降至6%左右。

盈利能力假设：

该部分业务由于规模相对较小，并且在销产品相对竞争较为激烈，技术优势不足，盈利能力相对受限，参考历史情况，给予该部分远期80%毛利率的假设。

表2：公司整体业绩预测

康华生物	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.8	14.3	11.7	12.5	14.1	16.2	16.5	18.2
归母净利润(亿)	5.1	4.0	2.2	2.7	3.3	3.8	4.0	4.6
归母净利润增速(%)	-14.9	-21.7	-44.9	20.6	23.8	17.1	3.0	15.5
经营性净利润(亿)	5.2	4.3	2.1	2.4	2.8	3.8	3.9	4.5
经营性净利润增速(%)	-4.3	-17.1	-51.0	11.1	19.4	33.4	4.8	13.2
经营性归母净利润(亿)	5.2	4.3	2.1	2.4	2.8	3.8	3.9	4.5
经营性归母净利润增速(%)	-4.3	-17.1	-51.0	11.1	19.4	33.4	4.8	13.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

狂犬疫苗	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.8	13.3	11.6	12.3	13.8	15.9	16.1	17.8
收入增速(%)	10.7	-15.9	-12.1	5.9	12.0	14.9	1.5	10.6
经营性净利润(亿)	5.2	4.0	2.1	2.3	2.8	3.7	3.9	4.4
经营性净利率(%)	33.2	29.9	18.2	19.0	20.2	23.5	24.2	24.7
经营性净利润增速(%)	-3.2	-24.3	-46.5	10.7	19.0	33.2	4.7	13.0
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	1.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
收入增速(%)	-97.8	22483.0	-99.9	16144.4	70.1	14.2	14.7	14.0
经营性净利润(亿)	-0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	-41.9	35.0	26.4	6.0	7.8	10.6	11.3	13.1
经营性净利润增速(%)	-103.3	18969.8	-99.9	3585.0	121.2	56.0	21.3	32.3

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)
狂犬疫苗	-1.8%	小幅负增长	非常好	强	7.8%	13.15	4.4
其他	10.0%	中等+	一般	一般	8.3%	13.28	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
狂犬疫苗(亿)	20.3	39.9	60.3	9.5	-	-	69.8
其他(亿)	-0.2	0.4	0.3	-	-	-	0.3
公司整体测算(亿)	20.2	40.4	60.5	9.5	-	-	70.1

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
狂犬疫苗(亿)	41.2	19.8	61.0	9.5	-	-	70.6
其他(亿)	0.2	0.6	0.8	-	-	-	0.8
公司整体测算(亿)	41.4	20.4	61.8	9.5	-	-	71.4

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较强，但是由于公司历史业绩随着疫苗行业的起伏波动较大，同时未来产品实际渗透率具有较大不确定性，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。