

## 中国中免 (601888.SH)

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月30日

## 基本信息

所属行业	消费品
当前股价	53.6
总市值	1113.70亿
PE-TTM	27.87
PB-MRQ	1.92

## 估值结果

价值	1095亿
DDM估值	上行空间 -1.7%
状态	合理估值
价值	1041亿
动态估值	上行空间 -6.5%
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

中国中免为全球旅游零售行业的龙头企业，也是国内唯一拥有全品类免税牌照的运营商。公司深耕行业40余年，构建了覆盖口岸、离岛、市内等全场景的免税零售网络，覆盖中国关键口岸和全球顶级免税商业综合体等优质客流入口，品牌价值与运营能力行业领先。

公司护城河星级相对较高，主要系公司为国内免税零售行业龙头，在牌照、品牌、规模方面均具备较强竞争优势；公司成长空间、盈利趋势、产业格局星级相对一般，原因包括公司免税业务收入以稳健增长为主，免税零售行业产品相似性较高，呈现同质化竞争局面，叠加中长期免税牌照预计增发，中国中免市占率可能出现下滑。

假设未来10年，公司免税业务收入在海南离岛免税政策优化，以及海南自贸区建设推进下，年均增速为7%左右，公司在中国免税市场的市占率从近90%下滑至80%左右，测算得公司当前市场估值处于合理水平。

## 我们区别于市场的观点

市场认为：免税零售行业在后续牌照增发的预期下，竞争烈度预计加剧，中国中免市占率与盈利能力中长期将承压。

我们认为：免税行业有望在离岛免税政策优化、市内免税牌照增发等因素下扩容。虽然中国中免市占率存在下降风险，但其作为龙头的竞争优势依然远高于行业平均水平，收入规模扩大确定性较强。此外，离岛免税政策优化有助于公司产品类目增加高附加值产品，产品结构有望得到优化，保持较强的盈利能力。

## 风险提示

若宏观消费环境持续低迷，高端消费品需求增长持续性可能下降，拖累公司业绩成长能力。此外，如果海南自贸区建设效果不及预期，可能影响公司离岛免税业务的成长节奏。

## 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 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
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	6
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	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 .....	5
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 .....	6
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

公司前身为1984年成立的中国免税品公司，总部位于北京，2009年上市，是国内免税行业的标志性企业。公司主要从事免税商品销售业务，涵盖香化、时尚品、烟酒等品类，独创“全渠道覆盖+一体化体验”的经营模式，业务覆盖口岸、离岛、市内等九大免税场景。近年公司尝试有税业务，推进市内免税店布局与海南项目扩容，应对行业竞争变化。海南离岛免税政策优化下，公司销售态势呈现底部反转的迹象。

## 2. 业务介绍

对于中国中免公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

免税业务：

公司免税业务指在国家特许经营框架下，通过获取免税牌照资质，面向符合免税政策条件的特定消费群体（如出入境旅客、离岛旅客等），在出入境口岸等场所销售免征进口关税、进口环节增值税和消费税的商品，并采用“统一采购-集中配送-终端零售”一体化运营的销售模式。该业务的竞争市场主要在中国国内。

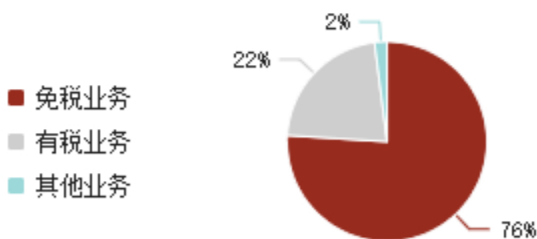
有税业务：

公司有税业务模式是将原本按免税渠道采购的商品补缴进口关税、增值税和消费税后，或直接通过一般贸易方式采购商品，面向境内普通消费者开展的一般零售业务。该模式突破了传统免税业务仅限特定消费群体（如出入境旅客、离岛旅客）的政策限制，使公司能够向更广泛的国内消费者提供商品零售服务。该业务的竞争市场主要在中国国内。

其他业务：

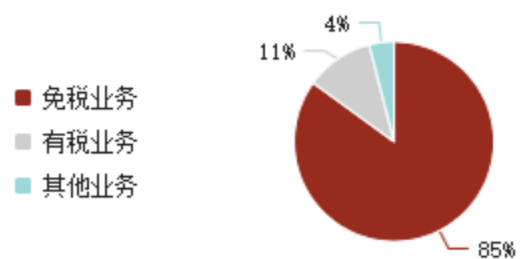
公司其他业务包括物业租赁及旅游服务等，该业务的竞争市场主要在中国国内。

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

免税行业具备牌照垄断、高毛利、强政策依赖等特点，企业主要依靠牌照资质、渠道资源、供应链管理与品牌运营创造收益。公司下游直接面对出入境旅客、离岛游客、终端消费者及渠道合作伙伴，客户结构多元且分散。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司业务的资产强度较低，2025年固定资产与在建工程占总资产的10.7%，固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备及其他设备。

### 3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度中等，2025年销售费用率为16.2%，其中租赁费占比较高，主要系公司为经营机场、口岸、市内等各类免税门店，向机场集团、物业方等支付的场地租金与经营权使用费。

### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度低，2025年前五大客户销售额占比为0.7%，主要系公司销售客户以终端消费者为主，渠道结构相对扁平。

### 3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司供应商集中度较高，2025年前五大供应商采购额占年度采购总额的56.1%，主要系免税行业品类高度集中，头部品牌存在垄断现象，叠加公司采用全球集中直采等因素。

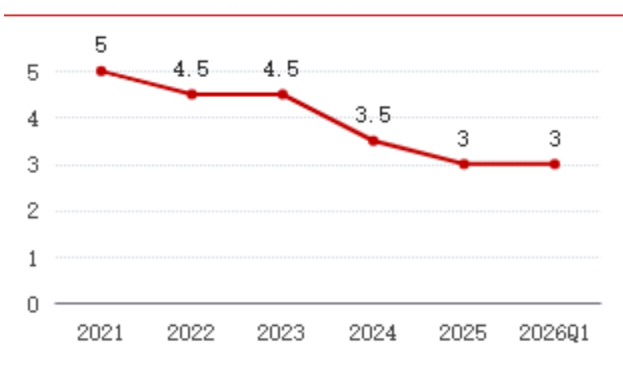
## 4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效承压，整体盈利能力、成长能力及股东回报能力走弱，但业务控制力及财务健康程度相对较好，后续经营表现有望随海南离岛免税销售态势回暖而改善。

### 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，且近年历史盈利能力星级逐渐下降，主要受到近年公司在宏观消费环境冲击下，毛利率较低的有税业务占比提升，以及销售费用边际增加的影响。公司有税业务收入占比从2019年的2.4%升至2025年的24.9%，期间公司毛利率从51.1%下降至32.8%，对公司盈利能力造成一定的拖累。后续随着公司免税收入占比提升，盈利能力有望随之改善。

## 4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



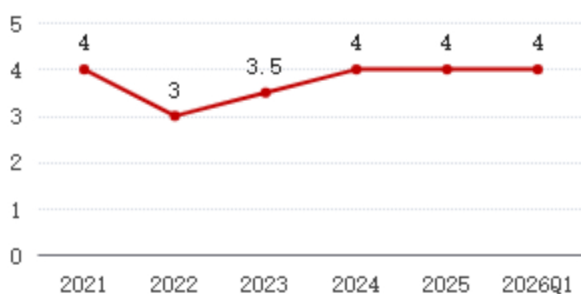
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较差，近年历史成长能力星级震荡走低，主要受到大型公共卫生事件的影响，以及宏观消费环境走弱的拖累，公司免税业务遭受较大冲击，公司整体收入同比增速从2019年的2.0%降至2025年的-4.9%。后续随着公司免税业务销售态势改善，成长能力有望恢复。

## 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



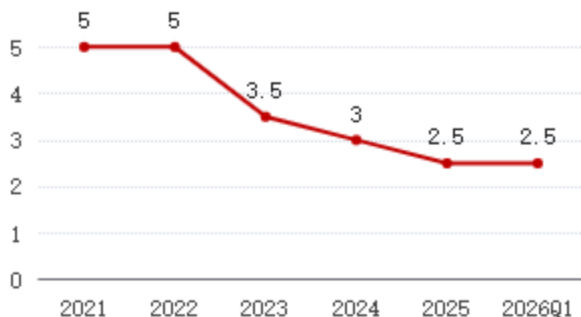
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康程度较好，近年基本维持在4星级水平，推测系公司凭借庞大的采购规模和渠道优势，一定程度上能够占用供应商的货款，且下游销售基本不存在明显账期，整体现金流水平较优，2025年公司经营性现金流占净利润的比例为164.2%。

## 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

公司股东回报能力一般，且近年股东回报评级显著下降，主要系公司在外部经营环境冲击，以及自身盈利情况恶化下，市场对其预期走弱，公司相对全A的超额收益降低，影响了股东回报能力。后续随着海南离岛免税销售态势改善，公司相对全A超额收益及股东回报能力有望提升。

## 5. 四维评级

公司的护城河星级处于较高水平，主要系公司作为国内免税零售行业龙头，具备牌照、渠道与品牌护城河，市占率有望保持领先。公司成长空间、盈利趋势与产业格局星级一般，原因包括公司免税业务后续增速预计以稳健为主，同时免税零售行业整体以价格为主要竞争手段，后续免税牌照增发可能导致公司市占率下降等。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力尚可，主要受益于海南离岛免税的政策优化，以及海南自贸区建设对于公司免税业务的支撑，预计未来10年收入增速为中高个位数，公司有税业务预计逐渐收缩。

#### 免税业务(3星):

公司免税业务成长能力相对较好，预计未来10年收入年均增速在7%左右，主要系海南离岛免税政策持续优化，销售情况已展现出底部反转态势，后续在政策的持续优化及落地，叠加海南自贸区对海外游客及商务人士的吸引力提升，预计未来对公司免税业务增长形成支撑。

#### 有税业务(0.5星):

公司有税业务的成长能力较差，预计未来10年收入的年均增速为-1%左右，主要系公司免税业务销售态势逐渐好转，同时公司有税业务竞争能力一般，预计后续难以得到公司的资源倾斜，整体可能呈现规模收缩的态势。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势整体一般，主要系公司产品相对行业内其他竞争者差异化不明显，存在同质化竞争风险，后续可能削弱公司盈利能力；另一方面，公司免税产品结构有望随着免税政策产品类目的丰富而优化，盈利能力有一定的改善预期。

#### 免税业务(2星):

公司免税业务的盈利趋势一般，一方面，公司免税业务毛利率在免税产品类目丰富下，产品结构预计改善，未来10年毛利率有望从37%左右升至近40%水平；另一方面，考虑到不同免税零售商产品类目相似，存在同质化竞争风险，预计公司未来10年营销费用随收入规模扩张而增加，销售费用率可能从16%左右升至近20%水平。

#### 有税业务(1星):

公司有税业务的盈利趋势偏弱，近5年毛利率水平从31.6%降至17.1%，预计后续公司业务重心更多向免税业务倾斜，有税业务由于面对传统及新兴线下及线上电商平台的激烈竞争，公司优势不明显，未来10年毛利率可能进一步下降。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局相对一般，一方面系公司在免税零售行业市占率断层领先，竞争优势明显；另一方面系公司市占率可能随免税牌照增加发放而下滑；来自广义零售业的替代品竞争也可能对公司造成额外的经营压力。

#### 免税业务(3星):

公司免税业务产业格局尚可，主要系公司在免税零售行业市占率断层领先，龙头地位稳固，但在免税牌照获取难度降低的趋势下，公司未来竞争压力可能加大，市占率存在下降风险。此外，公司免税业务与邻近行业区隔度一般，面临一定的替代品风险，如高折扣商品等，可能增加公司的竞争压力。

#### 有税业务(1星):

公司有税业务产业格局较差，主要系公司有税商品整体面临广义零售行业的竞争，以价格竞争为主要手段，竞争压力大且公司优势不明显，市占率较低，后续公司有税业务的市占率可能进一步下降。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级相对较高，主要受益于公司免税牌照、渠道广度，以及品牌知名度带来的竞争壁垒。长久来看，公司免税零售业务的各项护城河预计保持稳固，而有税业务的护城河则可能出现明显衰减。

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
免税业务	(4.5星) 该业务的护城河星级较高，体现在经壹评级调整后ROIC为19.7%，以及中国免税零售行业第一的市占率。公司较高的护城河来源于公司拥有全品类免税牌照的牌照优势，能够建立较高的竞争壁垒；同时，公司拥有北京、上海核心机场等国内关键出入境口岸的免税实体经营权，并在全国设有近200家免税店，渠道资源丰富。此外，中国中免在大品牌供应商以及终端消费者中知名度较高，能够增强公司竞争优势。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备牌照、渠道和品牌护城河。其中，公司的免税牌照优势具备天然壁垒，虽然免税牌照增发可能削弱公司的牌照壁垒，但预计影响有限。公司渠道护城河较为稳固，主要系关键出入境口岸的免税实体经营权较难获得，且海南自贸区建设下，公司海南离岛免税综合体规模全球领先，有望为公司贡献更多超额收益。公司品牌护城河预计稳定为主，主要系公司与全球知名品牌供应商合作预计加强，且公司采购规模有望保持行业领先。
有税业务	(2.5星) 该业务的护城河星级不高，公司有税业务在广义零售行业市占率估计较小，经壹评级调整后ROIC为16.0%，业务控制力偏弱，主要系公司可能面对来自传统线上及线下零售渠道的全方位竞争，且竞争属性以价格竞争为主，客户粘性不高；但公司有税产品保真的特性对消费者仍有一定的吸引力，公司广泛分布的渠道网点亦能对有税商品销售形成一定的支撑。	(1.5星) 该业务的护城河持续性偏低，主要具备品牌护城河。公司的品牌护城河根植于中国中免品牌在国内旅游购物市场较高的知名度，以及产品保真带来的消费者心智占领；但在零售行业较快的迭代与发展态势下，其他零售渠道在产品保真、物流、消费者服务方面持续精进，中长期可能对公司品牌护城河造成较为明显的侵蚀。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

假设中国免税零售市场规模在离岛免税政策优化，以及海南自贸区建设的背景下，未来10年行业收入年均增速为8%左右，同时中国中免收入年均增速为7%左右，市占率由近90%降至80%左右，测算得中国中免当前市值处于合理水平，主要系市场对于离岛免税销售改善后公司业绩的提振认知较为充分。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括免税业务与有税业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务核心假设及逻辑如下：

免税业务：

收入假设：

- 1) 离岛免税：在离岛免税政策优化，以及海南自贸区建设推进下，公司免税业务有望受益，假设未来10年公司离岛免税业务收入年均增速为10%左右，在免税业务中的占比在70%左右。
- 2) 口岸免税：公司与国内关键口岸的合作关系预计延续稳定态势，同时公司有望逐步增加合作口岸数量，谨慎假设未来10年公司口岸免税业务收入年均增速介于1%-2%之间。
- 3) 市内免税：中国市内免税业态整体处于发展初期，公司积极进行布局，谨慎假设未来10年公司市内免税业务收入年均增速在3%左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：随着海南离岛免税政策优化，免税商品类目进一步丰富，公司产品结构有望改善，假设未来10年公司免税零售业务毛利率从37%左右升至40%左右。
- 2) 费用率：在免税行业牌照增发，行业竞争加剧的背景下，公司促销投入可能加大，假设未来10年公司销售费用率从16%左右升至20%左右，管理费用率维持在4%左右。

有税业务：

收入假设：

公司有税业务为免税业务的重要补充，其在2020-2022年实现高速增长，2023年起业务增长承压。随着公司离岛免税业务恢复较快增长，预计公司有税业务受到的资源倾斜逐步减少，未来10年收入可能年均下降1%左右。

盈利能力假设：

毛利率：公司有税业务竞争压力较大，整体以价格竞争为主，预计未来10年公司有税业务毛利率从近17%降至16%左右。

表2：公司整体业绩预测

中国中免	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	675.4	564.7	536.9	585.8	627.7	665.5	701.1	738.9
归母净利润(亿)	67.1	42.7	35.9	50.5	55.8	57.8	58.3	62.2
归母净利润增速(%)	33.4	-36.4	-16.0	40.8	10.4	3.6	1.0	6.6
经营性净利润(亿)	64.4	39.8	31.2	45.1	50.0	51.6	51.8	55.3
经营性净利润增速(%)	10.0	-38.2	-21.5	44.5	10.8	3.3	0.4	6.7
经营性归母净利润(亿)	59.5	34.9	30.3	44.1	48.9	50.5	50.6	54.1
经营性归母净利润增速(%)	25.0	-41.3	-13.1	45.4	10.8	3.2	0.3	6.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

免税业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	442.3	386.7	391.6	446.9	492.5	533.7	571.5	610.2
收入增速(%)	69.9	-12.6	1.3	14.1	10.2	8.4	7.1	6.8
经营性净利润(亿)	52.3	33.6	25.7	38.4	43.2	45.3	45.9	49.4
经营性净利率(%)	11.8	8.7	6.6	8.6	8.8	8.5	8.0	8.1
经营性净利润增速(%)	34.6	-35.8	-23.5	49.3	12.7	4.7	1.4	7.6
有税业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	223.4	170.9	133.9	127.2	123.4	119.7	117.3	116.1
收入增速(%)	-20.1	-23.5	-21.7	-5.0	-3.0	-3.0	-2.0	-1.0
经营性净利润(亿)	10.2	5.1	4.1	4.8	4.8	4.4	4.1	4.0
经营性净利率(%)	4.6	3.0	3.0	3.8	3.9	3.7	3.5	3.5
经营性净利润增速(%)	-44.6	-50.5	-19.6	18.9	-1.5	-7.1	-7.8	-0.9
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	9.6	7.1	11.4	11.6	11.9	12.1	12.3	12.6
收入增速(%)	125.7	-26.0	59.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	1.8	1.1	1.4	1.9	2.0	1.9	1.8	1.9
经营性净利率(%)	19.1	15.9	12.6	16.3	16.5	15.8	14.9	14.9
经营性净利润增速(%)	52.7	-38.5	27.1	31.2	3.5	-2.3	-3.8	1.8

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)
免税业务	4.5%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	49.1
有税业务	0.9%	中低	差	一般	8.0%	9.9	4.0
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	1.9
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
免税业务(亿)	131.0	496.1	627.1	254.4	1.8	31.3	911.0
有税业务(亿)	20.8	29.4	50.3	40.3	0.2	0.7	91.1
其他业务(亿)	8.5	13.9	22.3	14.3	0.1	2.3	38.8
公司整体测算(亿)	160.3	539.4	699.7	309.0	2.1	34.3	1040.9

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
免税业务(亿)	372.6	299.5	672.0	254.4	1.8	31.3	955.9
有税业务(亿)	38.3	19.9	58.2	40.3	0.2	0.7	99.0
其他业务(亿)	15.0	8.1	23.1	14.3	0.1	2.3	39.6
公司整体测算(亿)	425.9	327.5	753.4	309.0	2.1	34.3	1094.5

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，公司作为免税零售行业龙头，综合实力较强，有望受益于海南离岛免税政策优化，以及海南自贸区的建设；但另一方面，公司产品以价格为主要吸引力，需要面临来自广义零售市场的竞争，叠加后续免税牌照可能增发，都可能造成公司业绩的波动。

## 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。