

盐湖股份（000792.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年10月19日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	23.06
总市值	1220.24 亿
PE-TTM	9.60
PB-MRQ	2.56

估值结果

价值	1411 亿
DDM 估值	上行空间 16%
状态	合理估值
价值	1395 亿
动态估值	上行空间 14%
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

公司作为中国盐湖资源开发的龙头企业，是国内最大的氯化钾生产商，同时也是全球少数具备大规模盐湖提锂能力的企业之一。盐湖股份具有察尔汗盐湖和一里坪盐湖759万吨锂资源储量（权益）和约530万吨/年的氯化钾产能，在资源禀赋上具备显著稀缺性和成本优势，其钾肥完全成本低于2000元/吨，盐湖提锂现金成本处于行业最低梯队，抗周期能力较强。

公司核心业务以氯化钾和碳酸锂为主，虽具备一定的产能释放潜力，但受限于资源禀赋、生态环保政策及盐湖开采技术瓶颈，整体扩张弹性较小，未来增长主要依赖现有产能效率提升与产业链延伸，因此成长性评价相对中性。公司凭借氯化钾的高市占率和碳酸锂的成本优势，在周期波动中展现出较强的盈利能力，钾肥价格较为稳定，未来盈利趋势稳健。当前，碳酸锂价格处于下行周期，因此盈利趋势偏弱。盐湖股份作为国内氯化钾行业绝对龙头，掌握察尔汗盐湖核心资源，在行业中的主导地位稳固，产业格局评分较高。公司依托稀缺的盐湖采矿权，其资源垄断性与低成本优势构成坚实的护城河，护城河评级处于顶尖水平。

基于稳态期钾锂价格中枢和合理盈利水平进行估值，盐湖股份当前合理估值。

我们区别于市场的观点

市场普遍高估盐湖股份远期产量，却忽视可采性、卤水动态平衡与生态红线限制，过高的预计了盐湖股份的天花板。我们根据当前盐湖可开采量，进行较为保守的估计，当前估值合理。

风险提示

若钾肥或碳酸锂价格持续处于低位或进一步下跌，则价格下行直接压缩吨毛利，导致短期盈利能力下滑。

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 营销强度	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	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	12
6.4 估值确定性	12

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	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

盐湖股份所处的细分市场为盐湖型钾、锂资源的综合开发与利用，核心业务涵盖氯化钾、碳酸锂等产品的生产与销售，下游应用高度集中于现代农业（钾肥为粮食生产关键投入品，占全球钾消费95%以上）和新能源产业（碳酸锂主要用于动力电池与储能，2025 年预计占全球锂消费超80%）。

盐湖股份作为察尔汗盐湖核心开发者，凭借专属采矿权与自主提锂技术，在这一资源—产业耦合体系中占据不可替代的战略地位。

2. 业务介绍

对于盐湖股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

氯化钾：

公司的氯化钾业务是其核心支柱板块，依托青海察尔汗盐湖和一里坪采矿权，年产能达530万吨，稳居国内首位、全球前列。公司钾资源储量极为丰富，已探明氯化钾储量约5.4亿吨，占全国已探明储量的97%以上，卤水品质稳定、开采条件优越，其成本显著低于进口钾肥到岸价格。

产品主要面向国内农业市场，广泛应用于粮食、经济作物施肥，客户覆盖全国主要农资流通企业及复合肥厂商。在竞争市场界定上，钾肥有国际竞争维度。中国钾肥消费长期依赖进口（2025 年进口依存度约70%），因此盐湖股份产品虽不直接出口，但其产品实质与加拿大Nutrien、俄罗斯Uralkali、白俄罗斯Belaruskali 等国际巨头在中国市场内竞争，我们对该业务的市场界定为全球范围。

碳酸锂：

盐湖股份的碳酸锂业务依托其在青海察尔汗盐湖拥有的约3700 平方公里采矿权，利用高镁锂比（1500 :1以上）的复杂卤水资源，采用自主研发并大规模应用的“连续离子交换吸附+膜分离耦合”提锂工艺，高效生产电池级碳酸锂。公司已建成全球单套规模最大的4万吨/年盐湖提锂装置，产品纯度稳定达到99.5 %以上。锂矿市场范围覆盖全球，包括南美的盐湖等，产品主要供应新能源汽车动力电池及储能系统等下游领域，我们对该业务的市场界定为全球范围。

其他：

其他业务包括贸易等，我们对该业务的市场界定为国内范围。

图1：预测2026年收入占比

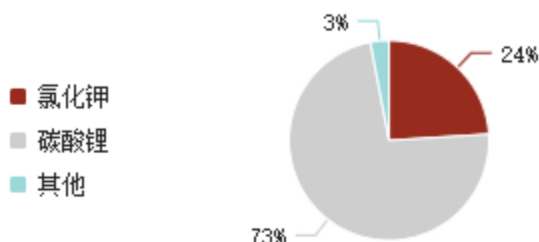
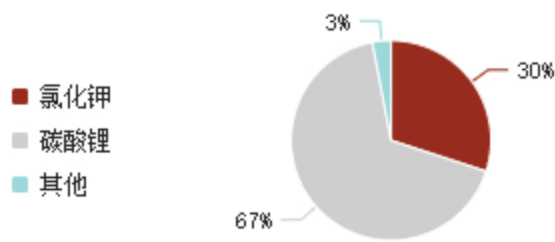


图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

数据来源：公司财报，壹评级

第4页

3. 商业模式

盐湖股份具有自有盐湖资源开发（钾+锂）的商业模式，公司属于典型的盐湖开采行业，主要依靠资源优势，属于重资产行业。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

截至 2025 年年报期末，盐湖股份总资产约为 557.82 亿元，较 2024 年末的 457.83 亿元增长约 21.8%；资产负债率仅为 14.15%，仍处于极低水平，反映出公司财务结构极为稳健。期末有息负债仅约 11.85 亿元，占总资产不足 2.12%，几乎无有息负债压力，具备极强的抗风险能力。2025 年全年总资产周转率约 0.31 次，体现出明显的重资产属性，主要源于公司在察尔汗盐湖长期投入形成的庞大生产体系，以及 2025 年 9 月基本建成、已进入投料试车并产出电池级碳酸锂的 4 万吨 / 年基础锂盐一体化项目；期末货币资金沉淀达 232.73 亿元（占总资产约 41.7%），现金流极为充裕。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

截至 2025 年年报期末，盐湖股份销售费用率约为 0.92%，处于极低水平，充分体现了其作为资源型垄断企业的典型经营特征。公司氯化钾产品依托察尔汗盐湖全国最大钾资源基地，供应国内复合肥龙头企业，合作关系稳定，且钾肥作为农业刚需品，标准化程度高、技术门槛低，无需依赖广告宣传、渠道激励或销售人员扩张来维系订单。

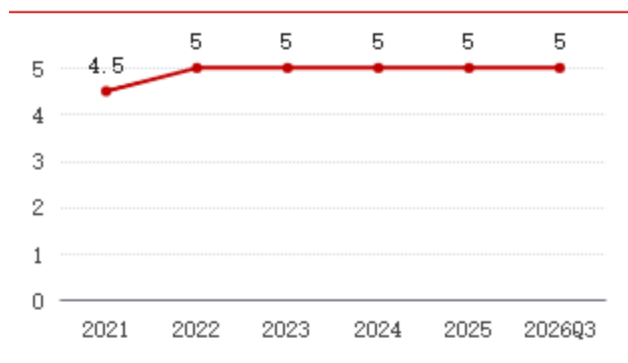
4. 历史经营绩效

2020—2025 年，盐湖股份经营绩效呈现“钾稳锂周期”的特征：2020 年公司完成重整、剥离镁业与化工低效资产后轻装上阵，归母净利润 20.40 亿元、同比+104.45%；2021—2022 年受益新能源需求爆发，碳酸锂价格 2022 年最高升至近 60 万元/吨；2023 年碳酸锂价格回落，氯化钾业务提供基本盘；2024 年碳酸锂持续磨底、氯化钾价格走弱，归母净利润 46.63 亿元（同比-41.07%）；2025 年氯化钾价格回升、碳酸锂年末回暖，归母净利润回升至 84.76 亿元（同比+81.76%）。整体看，公司盈利与钾、锂价格周期高度相关，2021—2022 年由锂价驱动，2023—2025 年更多依赖氯化钾这一传统主业的稳定现金流支撑。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



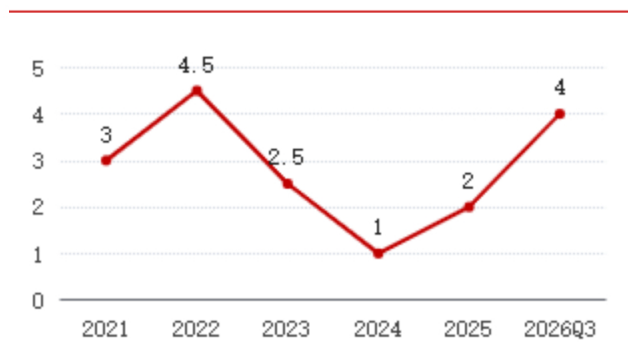
数据来源：公司财报，壹评级

2020年，在新能源汽车爆发的前夜，碳酸锂供应过剩，其价格低于全行业平均成本线，公司星级较低。2021-2022年，随着新能源的爆发，碳酸锂价格中枢上移，公司盈利能力大幅提升，星级攀升。2023年-2025年，钾盐传统业务支撑公司盈利，整体星级维持较高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



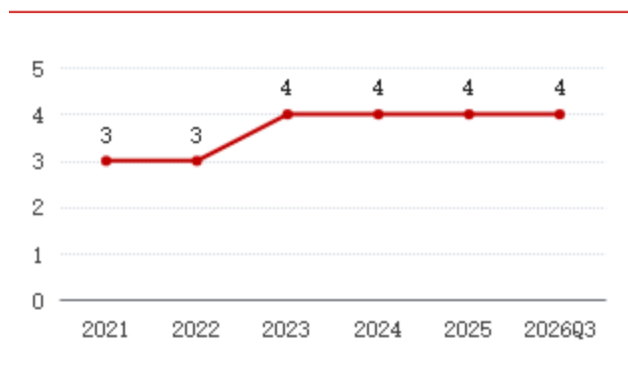
数据来源：公司财报，壹评级

碳酸锂行业供需趋于宽松，价格下行，拖累公司利润增速下降，拖累星级。2022年，在锂盐供需紧张下，碳酸锂价格最高到近60万元/吨。2023年，随着产能的释放和新能源汽车的增速放缓，碳酸锂价格一路下跌，公司利润增速下滑。2024年，碳酸锂、氯化钾继续拖累公司业绩。2025年Q1，锂价持续磨底，氯化钾价格上行，公司业绩有所改善，星级维持。

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

2020-2022年，碳酸锂价格处于景气高点，公司介入碳酸锂业务，整体星级上调。2023年，虽然碳酸锂价格下降，但公司传统氯化钾业务经营稳健，整体业务控制力较好。2024年，氯化钾下滑，碳酸锂价格磨底，业务控制力维持。2025年Q1，氯化钾上行，碳酸锂价格磨底，业务控制力维持。

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

盐湖股份的股东回报能力呈现出强周期性与资源依赖性并存的特点：在锂价上行周期中表现突出，但在下行阶段易受冲击。未来若锂价企稳、钾肥需求持续向好，ROE有望提升。

5. 四维评级

公司核心业务以氯化钾和碳酸锂为主，虽具备一定的产能释放潜力，但受限于资源禀赋、生态环保政策及盐湖开采技术瓶颈，整体扩张弹性较小，未来增长主要依赖现有产能效率提升与产业链延伸，因此成长性评价相对中性。公司凭借氯化钾的高市占率和碳酸锂的成本优势，在周期波动中展现出较强的盈利能力，钾肥价格较为稳定，未来盈利趋势稳健。当前，碳酸锂价格处于下行周期，因此盈利趋势偏弱。盐湖股份作为国内氯化钾行业绝对龙头，掌握察尔汗盐湖核心资源，在行业中的主导地位稳固，产业格局评分较高。公司依托稀缺的盐湖采矿权，其资源垄断性与低成本优势构成坚实的护城河，护城河评级处于顶尖水平。

5.1 成长空间

★★★★☆

盐湖股份成长空间主要来自锂业务产能扩张与钾肥技术升级。公司2025年碳酸锂产能达8万吨，2026 - 2027年规划进一步提升至10 - 12万吨，叠加氯化钾产能稳定在530万吨/年，具备长期增长潜力。但受限于青海生态保护区政策与卤水开采平衡约束，产能天花板清晰，成长空间有限。

氯化钾 (2星)：

氯化钾需求受农业基本面支撑，全球进口替代趋势明确，但国内产能已基本饱和，新增项目少。盐湖股份作为行业龙头，产能已达530万吨/年，未来增长主要依赖技改提效与出口拓展，增量有限。

碳酸锂 (3星)：

碳酸锂是新能源核心材料，长期需求刚性强。盐湖股份拥有察尔汗盐湖锂盐资源折碳酸锂当量696万吨LCE，资源禀赋极优。2025 - 2028年产能将持续放量，但远期天花板有限，主因盐湖从开采的环保压力等。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利高度依赖碳酸锂与氯化钾价格波动。2022 年锂价高企时利润爆发，2023 - 2024 年随产能释放与需求放缓，锂价大幅回落，拖累整体盈利，盈利呈现强周期性特征。

氯化钾 (2星):

氯化钾盈利受国际钾肥价格与国内政策调控双重影响。2023 年价格反弹后，2024 年进入平台期，需求增速放缓。盐湖股份虽具备低成本优势，但行业集中度高，竞争激烈，毛利率波动较大，盈利趋势中等。

碳酸锂 (2.5 星):

碳酸锂盈利受供需关系与技术成本影响显著。2023 年价格高企时利润丰厚，2024 年随产能释放价格下行，导致毛利率压缩。但盐湖股份凭借自有盐湖资源与低成本优势（仅约3-4万元/吨），在行业下行周期中具备较强抗压能力，盈利趋势优于行业平均。2025 年以后，碳酸锂价格有望反转，盈利趋势向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

盐湖股份处于中国资源型矿业第一梯队，依托察尔汗盐湖资源与核心技术构建“双轮驱动”模式，在全球盐湖提锂市场中亦具话语权。钾锂属于大宗商品，长期产业格局中规中矩。

氯化钾 (3星):

国内氯化钾市场由盐湖股份与藏格矿业双寡头主导，合计市占率超80%。察尔汗盐湖资源稀缺，开采门槛高，新进入者难以复制。盐湖股份凭借规模优势与品牌影响力，在区域内具备较强竞争壁垒，产业格局中等偏上。

碳酸锂 (2.5 星):

碳酸锂市场竞争激烈，头部企业包括盐湖股份、赣锋锂业、天齐锂业等。盐湖股份虽掌握优质盐湖资源，但产能规模较小，产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★★

盐湖股份的核心护城河在于其对察尔汗盐湖3700 平方公里采矿权的独占性，该资源为全球罕见的高品位、大规模卤水型钾锂共伴生盐湖，开采条件优越、储量巨大，构成天然壁垒。此外，其掌握自主吸附提锂技术，形成“资源+技术”双重护城河，宽度极宽。

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
氯化钾	(5星) 公司氯化钾业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为18.2%，公司市占率约为5.0%（全球口径），业务控制力为4.5星。察尔汗盐湖钾资源储量超5亿吨，占全国约97%，垄断性极强，盐湖提钾成本远低于进口价格。	(4.5星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 公司依托察尔汗盐湖不可复制的资源禀赋，采用成熟的反浮选冷结晶工艺，实现大规模、低成本生产，构筑极高进入壁垒；2) 国家粮食安全战略支撑钾肥长期需求，公司作为保供主力，享有政策支持，同时推进老卤提锂等综合利用，提升资源经济价值。
碳酸锂	(5星) 公司碳酸锂业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为28.1%，公司市占率约为2.9%（全球口径），业务控制力为4.5星。利用钾肥生产副产老卤提锂，原料近乎零成本，现金成本行业最低。技术已实现万吨级稳定运行。	(4.5星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 公司每年副产老卤超2亿立方米，锂离子浓度稳定，可支撑10万吨以上碳酸锂产能，资源保障度极高且无新增采矿许可风险；2) 持续优化吸附+膜法提锂工艺，回收率提升至80%以上，同时布局电池级产品认证，向高附加值领域延伸，增强长期竞争力。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型，基于未来产品销量增长，金属价格回归中枢，盐湖股份当前处于合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为氯化钾、碳酸锂，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

氯化钾

收入假设：

量：2025年氯化钾产量约490万吨（同比-1.2%），未来增量主要来自察尔汗盐湖采区优化、老卤循环利用效率提升及结晶工艺改进。受生态红线与卤水动态平衡约束，远期产能稳定在500 - 530万吨/年区间，扩张空间有限。

价：2025年氯化钾销售均价约2689元/吨（不含税），处于周期中低位；当前价格已回升至2900元/吨以上。中长期受益于全球粮食安全战略、中国钾肥进口依存度高（超70%），行业价格中枢有望维持在2,900元/吨。

盈利能力假设：

短期：2026 年，氯化钾成本约1200 元/吨，毛利率维持在56%高位。

长期：依托察尔汗盐湖3700 平方公里专属采矿权，资源保障度极高、开采体系成熟，单位成本具备显著刚性优势。尽管行业受国家“保供稳价”政策调控，但公司凭借规模效应与低成本地位，可长期维持50%稳态毛利率，持续贡献稳定ROIC 约18.2 %。

碳酸锂

收入假设：

量：我们预测，2026 年产量9 - 10 万吨，增量来自吸附剂性能优化、回收率提升及冬季提锂技术突破。

远期规划通过技改叠加资产注入，实际有效产能天花板约20 万吨/年。

价：2026 年上半年，碳酸锂价格一度突破15 万元/吨，已脱离底部区间，2026H2 快速回落、2027 年供给释放压制锂价。长期看，新能源车渗透率提升与储能爆发将支撑需求刚性增长，同时考虑到全球碳酸锂成本线不断上涨，稳态期水平看12 万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2026 年，若锂价维持12 万元/吨-13 万元/吨，毛利率可稳定在70%-80%。

长期：公司掌握全球领先的“连续离子交换吸附+膜分离”耦合提锂技术，在高镁锂比（>1500 :1）卤水中实现高效、低耗提取，现金成本稳居行业最低梯队。随着工艺持续迭代与自动化升级，稳态毛利率可达70%，成为公司第二利润支柱，ROIC 有望维持在28.1 %。

表2：公司整体业绩预测

盐湖股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	215.8	151.3	155.0	246.8	223.5	224.5	250.9	259.0
归母净利润(亿)	79.1	46.6	84.8	111.1	88.2	81.8	88.9	89.5
归母净利润增速(%)	-49.2	-41.1	81.8	31.1	-20.6	-7.2	8.7	0.7
经营性净利润(亿)	91.0	45.0	86.3	117.8	93.6	86.9	102.6	103.3
经营性净利润增速(%)	-53.5	-50.5	91.7	36.4	-20.5	-7.2	18.1	0.7
经营性归母净利润(亿)	76.9	42.7	81.8	111.3	88.4	82.0	89.0	89.6
经营性归母净利润增速(%)	-50.4	-44.4	91.4	36.0	-20.6	-7.2	8.6	0.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

氯化钾	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	146.2	117.1	120.3	121.8	134.0	137.5	139.6	142.6
收入增速(%)	-15.5	-19.9	2.7	1.3	10.0	2.6	1.6	2.2
经营性净利润(亿)	55.6	36.3	71.3	44.0	49.0	46.5	45.3	44.6
经营性净利率(%)	38.0	31.0	59.3	36.1	36.5	33.8	32.4	31.3
经营性净利润增速(%)	-49.8	-34.6	96.2	-38.3	11.3	-5.0	-2.6	-1.5
碳酸锂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	63.6	30.7	29.1	114.9	79.3	76.6	100.6	105.6
收入增速(%)	-44.5	-51.7	-5.3	294.6	-31.0	-3.4	31.4	4.9
经营性净利润(亿)	36.0	8.9	14.1	69.7	40.5	36.1	53.0	54.2
经营性净利率(%)	56.6	28.8	48.4	60.6	51.1	47.2	52.6	51.4
经营性净利润增速(%)	-58.4	-75.4	59.3	394.2	-41.9	-10.8	46.6	2.4
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.0	3.5	5.6	10.0	10.2	10.4	10.6	10.8
收入增速(%)	-69.8	-42.3	61.3	78.9	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-0.6	-0.1	0.9	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4
经营性净利率(%)	-9.6	-4.1	16.8	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
经营性净利润增速(%)	60.3	75.5	769.1	332.5	1.9	2.0	2.0	2.0

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)
氯化钾	0.5%	中低	较好	强	7.5%	13.96	42.2
碳酸锂	1.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	63.5
其他	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	10.28	0.7
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
氯化钾(亿)	365.9	307.1	673.1	173.6	112.8	-	733.9
碳酸锂(亿)	231.3	491.8	723.1	42.0	121.8	-	643.4
其他(亿)	5.7	3.8	9.5	8.1	-	-	17.5
公司整体测算(亿)	602.9	802.7	1405.7	223.7	234.6	-	1394.8

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
氯化钾(亿)	450.7	222.9	673.7	173.6	128.0	—	719.3
碳酸锂(亿)	359.8	404.7	764.5	42.0	134.1	—	672.4
其他(亿)	7.0	3.9	10.9	8.1	—	—	19.0
公司整体测算(亿)	817.5	631.6	1449.1	223.7	262.1	—	1410.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

钾锂作为大宗商品，其价格由供需决定，呈现出剧烈的周期性波动，未来现金流的时间和规模可靠性一般。

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。