

大唐发电（601991.SH）

公司首次评级

2026年10月26日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 5.07
总市值 938.29 亿
PE-TTM 11.28
PB-MRQ 2.49

估值结果

价值 858.28 亿
DDM 估值 上行空间 -8.5%
状态 合理估值
价值 847.35 亿
动态估值 上行空间 -9.7%
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

大唐发电是大唐集团核心上市子公司，也是集团火电业务最终的整合平台，我国最大的独立发电公司之一，近几年公司持续推进新能源转型。

公司成长空间中等，在我国能源转型背景下，公司现有的火电业务未来成长空间有限，但公司近几年积极布局风光发电业务，未来成长空间较大。公司整体盈利趋势中等，主要系2026年煤价高位，公司盈利承压，但随着煤价下滑，公司火电业务存在改善预期，此外随着未来新能源发电全部市场化，公司风光业务盈利能力有所承压。公司产业格局中等，我国火电、水电、风光发电等行业，基本由五大发电集团开发经营，公司背靠大唐集团，不管是火电还是新能源发电装机规模均处于市场前列，市占率相对稳定。公司护城河较深，主要系公司控股发电资产遍布全国20个省、市、自治区，且央企背景为公司提供获取融资或项目资源优势，但燃煤发电未来存在被替代风险。

基于我们对于公司火电装机规模整体保持平稳，煤价中枢下移，公司火电毛利率回归中枢水平，风光装机量保持较快增速，但盈利能力小幅下滑的合理假设下，当前公司处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

市场认为公司积极拓展算电协同项目，因此给予公司较高的溢价，但我们认为大唐中卫算电协同项目公司并未参与，实为集团资产，虽然未来公司有望推进“算电协同”项目建设，但算电协同对公司的业绩贡献被市场给予过高期望，我们对公司未来盈利能力保持理性，因此我们对公司估值测算相对客观。

风险提示

若动力煤价格大幅上涨，火电业务盈利改善低于预期风险；若燃煤上网电价政策变化，导致公司上网电价下滑风险；公司风光发电业务推进不及预期，装机量低于预期风险。

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 营销强度	5
3.3 客户集中度	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	12
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	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	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	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

公司是由中国大唐集团有限公司控股的大型发电上市公司，主要从事建设、经营电厂，销售电力、热力，电力设备的检修调试，电力技术服务，煤炭生产、销售等业务。公司所属运营企业及在建项目遍及全国20个省、市、自治区，现已发展成为绿色低碳、多能互补、高效协同的大型综合能源上市公司。

2. 业务介绍

对于大唐发电公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

火电：

火电主要包括燃煤发电和燃机发电。截至2025年底，公司火电煤机装机规模49,134兆瓦，约占57.01%；火电燃机装机规模9,479.38兆瓦，约占11.00%。我们对该业务的市场界定为国内火电业务。

水电：

大唐发电水电资产主要集中于西南流域，以长河坝、彭水等大中型电站为主。水电无燃料成本，毛利率显著高于火电，现金流稳定，可对冲煤价周期波动，是公司重要的盈利缓冲资产。截至2025年底，公司水电装机规模9,204.73兆瓦，约占10.68%。我们对该业务的市场界定为国内水电业务。

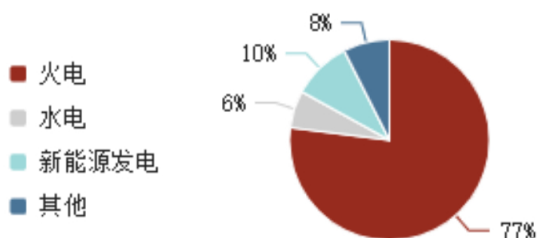
新能源发电：

新能源发电主要包括风电和光伏发电。截至2025年底，公司风电装机规模为11,196.89兆瓦，约占12.99%；光伏装机规模为7,177.081兆瓦，约占8.33%。我们对该业务的市场界定为国内风光新能源发电业务。

其他：

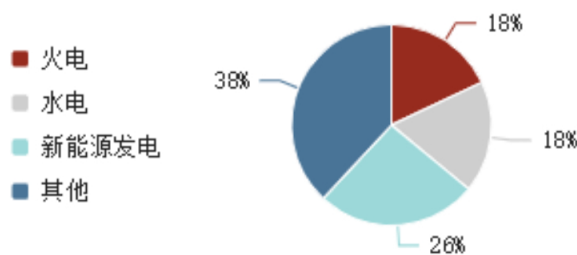
其他业务主要包括热力供应、煤炭贸易、煤化工，布局储能等新兴业态，整体体量有限，以服务主业协同发展为主。

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

公司属于典型重资产行业，不管是火电、水电还是风光发电，商业模式均属于B0建设运营模式，因此在前期电站建设需要进行大额资本投入，通过后期运营产生现金流实现投资回报。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司具有明显的重资产特征，截至2025年末，公司固定资产为2,193.36亿元，在建工程为215.83亿元，整体资产周转率较低，主要系发电行业属于典型的重资产行业，因此公司资产强度高。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度低，主要系公司和下游电网深度绑定，公司不需要支出大额销售费用，2025年公司销售费用率仅为0.13%，处于市场较低水平。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较高，主要系2025年公司前五名客户销售额980.87亿元，占年度销售总额的80.89%，处于市场较高水平，主要系公司发电业务下游主要为国家电网有限公司，占比约为66.87%。

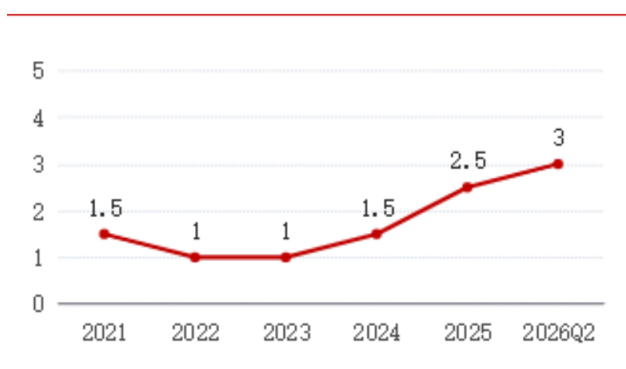
4. 历史经营绩效

过去几年受煤价下跌利好影响，公司整体盈利能力、成长能力持续提升，且公司控制力和股东回报星级也有所走高。

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

近几年公司整体盈利能力星级持续提升，主要系2023年以来动力煤价格中枢下移，公司燃料成本下降，公司业绩扭亏为盈，但公司盈利能力依旧处市场中等水平，并不算特别优秀。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



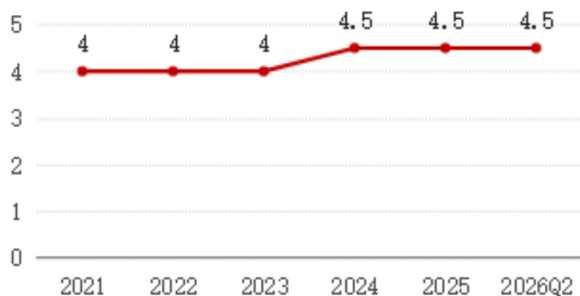
数据来源：公司财报，壹评级

最近几年公司成长能力持续提升，一是因为煤价下跌，公司火电业务盈利能力改善，利润存在明显提升；二是因为公司积极发展风光新能源发电业务，导致公司新能源业务收入规模扩大，提升公司整体成长能力星级。

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

公司业务控制力有所提升，主要系公司盈利质量较高，经营现金流净额/净利润比例大于100%，且公司在产业链中话语权尚可，不存在被上下游大额占款现象。

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

2021年公司业绩亏损，公司暂停分红，2022年公司业绩大幅减亏，重启分红，2023年开始公司业绩扭亏为盈，公司持续分红，2025年公司分红率为37.08%，股息率为4.24%（按照年末收盘价计算），对于股东具有较强吸引力，整体股东回报星级持续提升。

5. 四维评级

公司整体成长空间中等，盈利趋势相对稳健，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，在我国能源转型背景下，公司现有的火电业务未来成长空间有限，但公司近几年积极布局风光发电业务，未来成长空间较大。

火电(1.5星):

火电仍是我国电力系统不可或缺的压舱石，承担基础供电与系统兜底调峰职能。在能源转型持续推进背景下，风电、光伏装机规模持续抬升，新能源对火电的电量替代效应逐步显现。结合行业发展趋势判断，2030年以后国内火电装机或将呈现小幅下行态势。中长期来看，火电行业新增装机扩张空间有限，规模层面的成长逻辑偏弱，行业重心逐步转向存量机组灵活性改造、辅助服务增收等方向。

水电(2.5星):

依据我国水电发展远景规划，2030年国内水电总装机目标为5.2亿千瓦，其中常规水电4.2亿千瓦，抽水蓄能1亿千瓦。以此测算，2026 - 2030年水电装机复合增速将低于5%。国内优质常规水电资源大多已完成开发，新增供给主要依靠抽水蓄能贡献。整体来看，水电行业已步入成熟发展阶段，大规模增量扩张时代落幕，行业成长空间一般，发展重心转向存量电站提质增效与抽蓄项目建设推进。

新能源发电(3星):

在国内能源转型持续深化的背景下，风电与光伏作为新能源核心载体，未来年均新增装机规模有望维持在300GW水平。受累计装机基数不断抬升影响，行业增速较早期高速扩张阶段有所回落，但仍可维持5% - 10%的中速增长，整体成长空间较为可观。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势中等，主要系2026年煤价高位，公司盈利承压，但随着煤价下滑，公司火电业务存在改善预期，此外随着未来新能源发电全部市场化，公司风光业务盈利能力有所承压。

火电(3星):

2026年动力煤价格显著上行，推高公司火电板块燃料成本，造成短期业绩承压。拉长时间维度观察，当前煤价运行于周期高位，显著高于长协基准定价水平。展望后续，伴随煤炭供需格局边际改善，煤价有望迎来周期性回落，公司成本端压力将得到释放。据此判断，公司火电业务具备较为明确的盈利修复预期，但修复弹性仍将受煤价波动、电价政策调整等外部因素制约。

水电(3.5星):

公司水电装机规模稳定维持在920万千瓦，项目主要布局于四川、重庆、云南等西南水资源富集区域，目前暂无在建及新增核准项目，水电业务以存量资产运营为主。板块整体盈利属性稳健，无燃料成本压力，业绩核心驱动及扰动因素为流域年度来水丰枯变化，无明显成长性增量，中长期盈利走势整体平稳向好。

新能源发电(3星):

在风光发电市场化交易全面推进的背景下，伴随公司新能源新增项目集中投产，市场交易电价持续承压下行，叠加行业竞争加剧，板块整体毛利率稳步回落。电价与盈利空间的双向收缩，使得公司风光发电业务盈利水平持续承压。综合判断，公司新能源业务整体盈利中枢呈小幅走弱态势。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，我国火电、水电、风光发电等行业，基本由五大发电集团开发经营，公司背靠大唐集团，不管是火电还是新能源发电装机规模均处于市场前列，市占率相对稳定。

火电(2.5星):

中国火电行业呈现高度集中的寡头垄断格局，五大发电集团主导市场，地方能源企业做补充，其中五大发电集团合计市占率在46%左右，但考虑到火电行业上游为煤炭主要由市场化定价，下游电价又一定程度上由国家计划管控，导致火电盈利具有一定波动性，产业格局一般。

水电(5星):

我国水电行业主要系为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，竞争格局属于典型的寡头垄断，且水电业务具有一定的资产稀缺属性，并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系，因此公司产业格局非常好。

新能源发电(2.5星):

当前我国风光发电累计装机规模已超越火电，行业竞争格局以“五大六小”能源央企为核心主导，地方国企、民营资本作为重要补充，市场参与主体多元。风光项目电价早期受政策管控，伴随风光全面进入市场化交易阶段，交易电价存在下行压力，挤压项目收益空间，综合判断行业产业格局处于中等水平。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司控股发电资产遍布全国20个省、市、自治区，且央企背景为公司提供获取融资或项目资源优势，但燃煤发电未来存在被替代风险。

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
火电	(3星) 经壹评级调整后，公司火电业务净资产收益率约为9%，整体来说盈利水平处于市场中游偏上水平，存在一定的超额收益，公司火电市占率排名靠前，且火电业务控制力较强，因此公司护城河宽度星级较高。	(4星) 公司火电业务护城河为股东背景优势和火电牌照优势，我国火电行业主要由五大电力集团主导，且火电行业属于重资产行业，公司背靠大唐集团，属于五大发电集团之一，央企背景能够为公司获取较低融资成本，因此公司火电业务护城河持续性较高。
水电	(3星) 经壹评级调整后，公司水电业务净资产收益率约为10%，整体来说盈利水平处于市场中游偏上水平，存在一定的超额收益，且公司水电业务控制力较强，市占率稳固，因此公司护城河宽度较高。	(4.5星) 公司水电业务护城河主要为资源垄断优势，公司旗下水电站主要集中在四川、重庆、云南等西南水资源富集区域，盈利能力较强，且公司现有水电站具有一定的资源稀缺性，因此公司水电护城河持续性较高。
新能源发电	(1星) 经壹评级调整后，公司新能源风光发电业务净资产收益率约为7%，整体来说盈利水平处于市场中游水平，几乎不存在超额收益，风光发电行业普遍存在应收账款问题，业务控制力一般，因此公司护城河宽度星级较低。	(4星) 公司新能源风光发电业务护城河为股东背景资源优势，现在风光开发主要由“五大六小”能源集团主导，公司背靠大唐集团，属于五大发电集团之一，央企背景能够为公司风光开发融资以及获取风光项目提供背书，且未来衰减的可能性较低，因此公司新能源发电业务持续性较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对于公司火电装机规模整体保持平稳，煤价中枢下移，公司火电毛利率回归中枢水平，风光装机量保持较快增速，但盈利能力小幅下滑的合理假设下，当前公司处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为火电业务、水电业务和新能源发电业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

火电业务

收入假设：

1) 量：未来五年公司火电机组存在小幅提升空间，假设2026-2028年公司煤机装机规模每年新增200万千瓦，2029-2030年每年新增100万千瓦，2030年后每年小幅下滑1%，煤机利用小时数为4300小时；假设燃机装机规模未来每年新增20万千瓦，利用小时数为3000小时；

2) 价：由于电力供给偏松，2026年公司火电上网电价存在小幅下滑，为0.41元/千瓦时，2027年随着我国电力供需改善，公司火电上网电价修复至0.42元/千瓦时；

盈利能力假设：

1) 毛利率：2026年动力煤价格较2025年中枢有所抬升，但考虑到公司上网电价下滑，公司整体火电业务毛利率下滑至12%，2027年修复至15%，2028年修复至16%，此后维持不变；

2) 费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2025年水平不变，公司财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2025年不变。

水电业务

收入假设：

- 1) 量：公司水电装机规模短期内不存在新增装机规模，因此我们假设公司水电装机未来无增长；
- 2) 价：公司水电上网电价相对稳定，我们假设2026年电价基本与2025年一致，为0.22元/千瓦时，未来保持不变；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑水电业务上网电价相对稳定，成本刚性，假设2026年后公司水电业务毛利率为48%；
- 2) 费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2025年水平不变，公司财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2025年不变。

风光新能源发电业务

收入假设：

- 1) 量：考虑到风光发电装机规模依旧存在增长空间，假设2026-2030年每年新增风电150万千瓦、光伏150万千瓦；2030年后每年新增风电100万千瓦、光伏100万千瓦；
- 2) 价：由于风光新能源市场化交易推进，公司风光上网电价存在下滑预期，2026年风电下滑3%，光伏下滑4%，分别为0.36元/千瓦时，0.35元/千瓦时，2027年电价保持不变；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：我们假设2026年公司风光上网电价下滑会拖累新能源业务毛利率，其中风电下滑至45%，光伏下滑至40%，2027年再次分别下滑至41%、38%，2027年后维持毛利率不变；
- 2) 费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2025年水平不变，公司财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2025年不变。

表2：公司整体业绩预测

大唐发电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1224.0	1234.7	1212.5	1267.9	1339.7	1392.7	1437.5	1474.2
归母净利润(亿)	13.7	45.1	73.9	55.1	67.3	76.4	79.8	83.2
归母净利润增速(%)	421.1	230.4	63.7	-25.4	22.1	13.6	4.5	4.3
经营性净利润(亿)	2.1	40.8	78.3	52.7	69.2	81.6	86.2	90.9
经营性净利润增速(%)	105.8	1825.6	91.6	-32.6	31.3	17.9	5.7	5.3
经营性归母净利润(亿)	1.0	26.8	57.7	38.8	51.0	60.1	63.6	67.0
经营性归母净利润增速(%)	105.6	2685.2	114.9	-32.6	31.3	17.9	5.7	5.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

火电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	985.0	974.0	929.5	975.7	1034.3	1070.7	1098.9	1119.0
收入增速(%)	6.6	-1.1	-4.6	5.0	6.0	3.5	2.6	1.8
经营性净利润(亿)	1.1	23.0	47.6	26.5	38.8	47.3	48.1	48.9
经营性净利率(%)	0.1	2.4	5.1	2.7	3.7	4.4	4.4	4.4
经营性净利润增速(%)	100.0	2038.5	106.8	-44.2	46.1	22.1	1.7	1.6
水电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	65.8	71.7	77.4	76.4	76.4	76.4	76.4	76.4
收入增速(%)	-7.0	8.8	8.0	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	7.7	16.1	16.8	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
经营性净利率(%)	11.7	22.4	21.7	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
经营性净利润增速(%)	-98.9	109.4	4.6	-0.8	0.0	0.0	0.0	-0.0
新能源发电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	79.1	93.1	109.8	119.9	133.2	149.8	166.3	182.9
收入增速(%)	12.4	17.7	17.9	9.2	11.0	12.5	11.1	10.0
经营性净利润(亿)	16.7	22.6	29.2	24.2	28.1	31.5	34.9	38.4
经营性净利率(%)	21.1	24.3	26.6	20.2	21.1	21.0	21.0	21.0
经营性净利润增速(%)	-98.6	35.8	28.9	-17.1	16.1	12.2	10.9	9.8
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	94.1	95.9	95.9	95.8	95.8	95.8	95.8	95.8
收入增速(%)	-8.6	2.0	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-23.3	-20.9	-15.3	-14.7	-14.3	-13.9	-13.5	-13.1
经营性净利率(%)	-24.8	-21.8	-16.0	-15.3	-14.9	-14.5	-14.1	-13.7
经营性净利润增速(%)	-103.1	10.4	26.7	4.1	2.5	2.7	2.9	3.2

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)
火电	-0.3%	中低-	一般	较强	8.3%	7.65	48.6
水电	0.0%	中低-	非常好	强	7.0%	12.12	16.7
新能源发电	5.7%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	36.9
其他	0.0%	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	-13.3
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
火电(亿)	115.6	270.6	386.2	-	101.0	-	285.2
水电(亿)	74.6	154.3	228.9	-	56.0	-	172.9
新能源发电(亿)	-8.5	353.8	345.3	-	91.0	-	254.3
其他(亿)	-55.4	-87.7	-143.1	-	-38.0	240.0	134.9
公司整体测算 (亿)	126.3	691.1	817.3	-	210.0	240.0	847.3

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
火电(亿)	298.8	164.5	463.3	-	122.0	-	341.3
水电(亿)	163.4	86.5	249.8	-	66.0	-	183.8
新能源发电(亿)	40.5	265.1	305.6	-	80.0	-	225.6
其他(亿)	-117.3	-62.2	-179.5	-	-47.0	240.0	107.5
公司整体测算 (亿)	385.4	453.9	839.3	-	221.0	240.0	858.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

大唐发电作为火电龙头企业之一，公司火电业务盈利存在周期波动，整体业绩预测难度较大，但未来随着容量电价持续提升，公司业绩波动性或有减弱；其次从可跟踪性来看，国家能源局每个月发布不同发电类型的经营数据情况，公司每季度也会发布发电量、上网电价等数据，因此我们判断公司估值确定性中等。

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。