

# 仲景食品（300908.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧  
食品饮料、游戏行业研究员

2025年12月17日

## 基本信息

|        |         |
|--------|---------|
| 所属行业   | 消费品     |
| 当前股价   | 27.78   |
| 总市值    | 40.56 亿 |
| PE-TTM | 22.51   |
| PB-MRQ | 2.30    |

## 估值结果

|        |            |
|--------|------------|
| 价值     | 39.18 亿    |
| DDM 估值 | 上行空间 -3.4% |
| 状态     | 合理估值       |
| 价值     | 36.95 亿    |
| 动态估值   | 上行空间 -8.9% |
| 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

仲景食品成立初期销售香辛类调味配料，后于2008年首创香菇酱品类，目前主业为调味食品及调味配料的双轮驱动。

公司的成长空间星级较低，主要系调味食品业务预计未来5年增速仅0~5%、增速边际放缓且收入可预测性一般。公司的盈利趋势及产业格局较好，虽然所处行业集中度不算高，但其调味配料业务为面向B端的定制化产品，盈利能力较为领先。此外，公司所处行业的上下游议价能力较好、替代风险较小。公司护城河星级较高，主要具备渠道、转换成本及产品力护城河，公司首创标注调味配料风味指标的方式，与康师傅等主要直销客户实现多年稳定合作，护城河在长期被侵蚀的风险较小。

我们假设公司未来业绩增量主要来自调味配料下游复调行业的扩容、及复调中深加工花椒油对花椒粒原料的替代，当前仲景食品处于合理估值区间。

## 我们区别于市场的观点

市场认为仲景的调味食品（调味酱）市占率有望提升至3%以上，而我们认为其市占率较难得到显著提升，稳态预计在1%左右。一方面，调味酱行业的品类天生繁多，口味偏好呈地域性差异，竞争格局本身很分散，即使是老干妈、海天这样的一线龙头，也无法在品类多样化和规模效应间达到平衡。另一方面，公司近年来市占率的上升主要得益于在细分赛道的先发优势，如香菇酱口味普适、且公司背靠“香菇之乡”河南西峡；再如上海葱油酱巧妙定位拌面场景。但站在当前视角，可挖掘的口味普适的新品类非常少，故市占率的提升空间有限。

## 风险提示

若后续竞争对手推出爆款，公司调味酱市占率可能会不及预期；若未来下游餐饮复苏缓慢，公司调味配料业务的收入或受扰动；若原材料（红花椒、香菇柄等）价格大幅上行，公司盈利能力或低于预期。

## 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 研发高端度 .....          | 5  |
| 3.3 营销强度 .....           | 5  |
| 3.4 客户集中度 .....          | 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 .....           | 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 .....          | 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  |
| <br>                          |    |
| 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 .....            | 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

仲景食品成立于2002年，初期以向食品工业客户销售香辛类调味配料驱动发展。而后公司于2008年首创香菇酱品类，并于2021年推出上海葱油酱，在电商渠道实现快速放量，成为第二个过亿单品。当前公司战略为调味食品及调味配料的双轮驱动。

## 2. 业务介绍

对于仲景食品公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

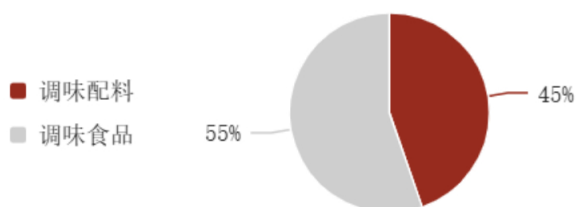
调味配料：

调味配料是指在食品加工或烹饪过程中，用来改善食物风味或色泽的辅助性原料，如花椒、孜然、八角等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

调味食品：

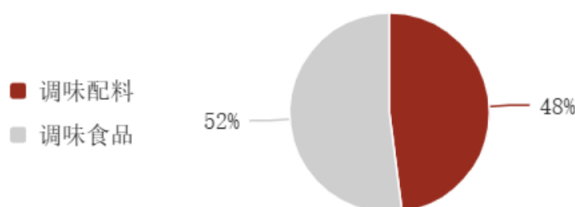
调味食品通常也可指调味酱，定义为由两种或两种以上的调味品为主要原料，经加工而成的呈酱状的复合调味料，可广泛应用于烹饪、凉拌、蘸食等多种场景，如番茄酱、辣椒酱、香菇酱等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

公司为香菇酱及上海葱油酱龙头，属于典型的消费品商业模式，其客户集中度低、研发高端度处于中等水平，而资产强度和营销强度较高。公司近年来不断深化全渠道布局，新品上海葱油酱成功抓住抖音渠道红利，接力香菇酱成为公司的第二成长曲线。



### 3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重为41%，高于同行平均水平。公司目前在全国拥有4家工厂，分别位于西峡、南阳及漠河等地，旨在夯实调味酱行业领先地位。此外，公司所在地河南省西峡县为“中国香菇之乡”，公司已在西峡建设207亩“仲景香菇种植示范基地”，为其香菇酱业务发展提供保障。

### 3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的研发高端度处于中等水平，2024年其人均研发费用为30.7万元，与食品饮料其他子板块相比较为高。原因系公司在调味配料业务上建立以用户需求为导向的研发创新体系，从而支撑与方便食品、调味品等行业知名企业的长期战略合作。

### 3.3 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司目前的营销强度较高，2024年其销售费用率为16.4%，高于同行竞争者水平。原因系其坚持全渠道营销，如设立食品营销事业部、配料营销事业部及电商营销事业部等。此外，近年来公司持续强化电商渠道运营能力，加大市场推广投入，构建“视觉营销+直播互动+短视频种草”的立体化矩阵，通过内容创作和场景化销售，精准触达消费者。

### 3.4 客户集中度

**低** 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度低，2024年其top5客户营收占比仅为7%，低于同行水平。近年来公司围绕用户需求和消费习惯变化，持续推进B端C端、线上线下全渠道发展，当前其渠道覆盖商超、生鲜店、农贸、餐饮批发市场以及电商，故其下游呈低集中度。

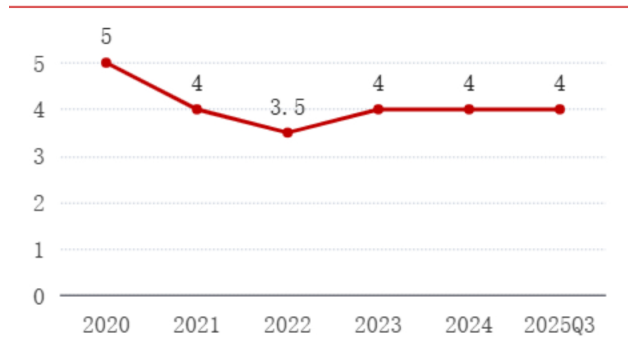
## 4. 历史经营绩效

公司的经营绩效整体较优秀，其成长能力处于中等水平，而盈利能力、业务控制力及股东回报星级均较高。公司围绕调味食品和调味配料两大主业持续扩充品类、补能渠道，其调味配料业务为康师傅、今麦郎和白象等核心客户提供定制化产品，盈利能力领先同行竞争者。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



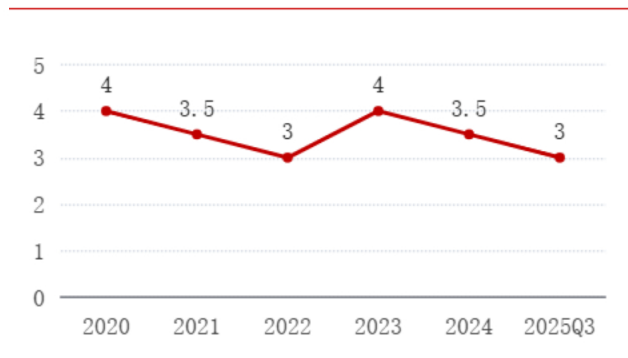
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力虽有波动，但整体较好，2024年净利率达16.0%，其凭借定制化服务优势，盈利水平领先同行。2020~2022年盈利星级下滑，系大豆油等成本上涨；且为配合新品推出，广告费用抬升。2023年起盈利水平回升，系原料成本回落。当前公司净利率已回升至2020年水平，但ROE低于2020年，主要系经营周转率下滑（2020年在居家红利下，调味酱周转率达峰值）。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



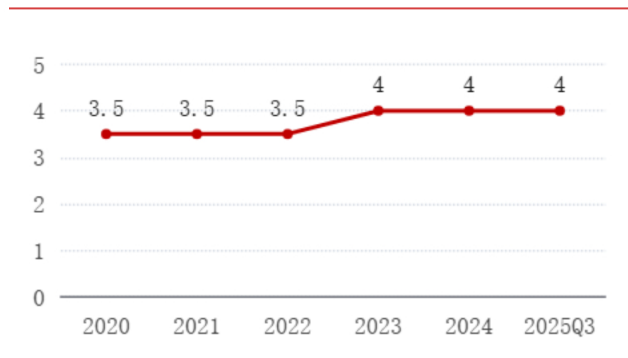
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力历史上呈一定波动，当前处于中等水平。公司2020~2022年成长能力呈下滑态势，主要系2020年疫情激发的C端调味酱需求高增，此后在高基数下营收增速有所下滑。2023年成长能力有所回升，系第二成长曲线上海葱油在电商渠道快速放量，成为亿级单品。2024~2025年成长能力再度下滑，系葱油酱受侵权产品冲击、电商竞争加剧等影响，收入同比下滑。

## 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



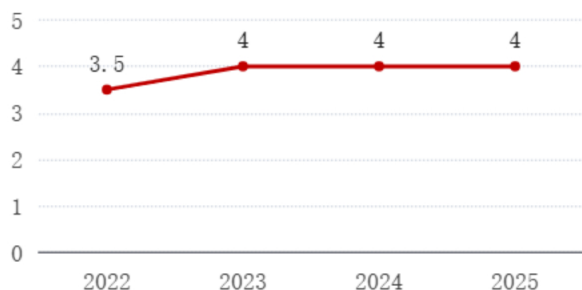
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力稳中向好，当前处于较优秀水平。公司2024年的经营性净现金流/营业收入比例达21%，显著高于同行平均水平，主要系其凭借在细分品类的先发优势及产品力优势，复购率较为领先；并通过B端定制化服务能力，与方便食品、调味品等行业知名企业建立了长期战略合作，故整体来看公司的回款能力较好。

## 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

公司的股东回报能力较好。一方面，公司的盈利能力虽有波动，但整体较好。另一方面，近年来公司的分红率呈上升趋势，2024年分红率已达83%，主要系其现金流状况良好，且主要在建项目接近尾声，短中期暂无新产能规划，分红能力及意愿均较强。

## 5. 四维评级

公司的成长空间星级较低，主要系调味食品业务预计未来5年增速仅0~5%、增速边际放缓且收入可预测性一般。公司的盈利趋势及产业格局较好，虽然所处行业集中度不算高，但其调味配料业务为面向B端的定制化产品，盈利能力较为领先。此外，公司所处行业的上下游议价能力较好、替代风险较小。公司护城河星级较高，主要具备渠道、转换成本及产品力护城河，公司首创标注调味配料风味指标的方式，与康师傅等主要直销客户实现多年稳定合作，护城河在长期被侵蚀的风险较小。

### 5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司的成长空间星级较低，虽然调味配料业务预计未来5年增速达5~10%、收入可预测性较高；但调味食品业务预计未来5年增速仅0~5%、增速边际放缓且收入可预测性一般。

**调味配料(3星)：**

该业务成长空间星级处于中等水平。一方面，公司凭借定制化服务优势，与方便食品、调味品等行业知名企业建立了长期战略合作，故其未来5年收入的可预测性较高。但另一方面，由于终端餐饮需求已由疫后报复性高增转为理性化，故行业增速预计将小幅放缓。

**调味食品(1.5星)：**

该业务成长空间星级较低，其过去三年的收入增速主要来自上海葱油新品的驱动，但目前抖音渠道竞争加剧，预计其葱油酱增速将有所放缓。此外，调味酱行业的品类天生繁多，竞争格局本身很分散。站在当前视角，可挖掘的口味普适的新品类非常少，故市占率的提升空间有限。因此预计未来5年公司该业务收入CAGR仅为0~5%，且增速将小幅放缓。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势较好，虽然所处行业集中度不算高，但其调味配料业务为面向B端的定制化产品，公司率先采用国际先进的超临界CO<sub>2</sub>萃取技术，且在加工过程中首创标注调味配料风味指标的方式，再配合快速响应的服务效率，盈利能力在同行水平中较为领先。

### 调味配料(3.5星):

该业务的盈利趋势较好。虽然调味配料行业竞争格局较分散（行业种类较多，包括花椒和八角等），但公司的盈利能力领先于同行竞争者，主要系其率先采用国际先进的超临界CO<sub>2</sub>萃取技术，实现数字化及标准化高效加工；且在加工过程中首创标注风味指标的方式，快速响应能力优于同行水平。

### 调味食品(3星):

该业务盈利趋势处于中等水平。一方面，公司的盈利能力领先于同行竞争者，系其凭借在细分品类的先发优势及产品力优势，高复购率支撑其定价高于行业平均水平。但另一方面，调味食品行业由于品类天然繁多，竞争格局很分散，公司目前为二线龙头，市占率仅约1%，我们预计市占率较难得到显著提升。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，其所处行业的进入壁垒虽不算高，但上下游议价能力较好、业务的替代风险较小。一方面，近年来公司围绕用户需求和消费习惯变化，持续推进B端C端、线上线下全渠道发展，其回款能力领先同行竞争者，上下游议价能力较好。另一方面，调味食品具有便捷性特征，可广泛应用于烹饪及拌饭等场景；且调味配料是用来丰富食物风味的必备产品，故品类被替代的风险较低。

### 调味配料(3.5星):

该业务产业格局较好，调味配料行业的进入壁垒虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的替代风险较小。公司凭借快速反应的服务效率，目前已成为康师傅、海底捞和联合利华等的供应商，并实现多年的稳定合作，上下游议价能力领先于同行水平。此外，调味配料是用来丰富食物风味的关键产品，如香辛料在我国的发展历史可追溯至数千年前，故品类被替代的风险较低。

### 调味食品(3星):

该业务产业格局处于中等水平，调味食品行业产品的差异化程度一般，但其上下游议价能力较好、业务的替代风险较小。公司目前的渠道覆盖商超、餐饮批发市场以及电商，上下游议价能力领先于同行水平。此外，调味食品在我国的发展历史悠久，不同种类的调味酱承载了各地的口味及文化，可广泛应用于烹饪和拌饭场景，故品类被替代的风险较低。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高。其中护城河宽度星级处于中等水平，系公司净利率领先同行平均水平，但调味食品在C端属于可选品，故公司的经营周转率一般。另一方面，公司的护城河持续性较好，系其调味配料业务具备转换成本和产品力护城河，公司凭借快速反应的服务效率，与康师傅等主要直销客户实现多年的稳定合作，预计转换成本优势在长期被侵蚀的风险较低。



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                                                                                                                                                                      |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 调味配料 | (3星) 该业务的护城河宽度星级处于中等水平。由于调味配料行业种类较多，竞争格局分散，公司的市占率仅约1%。而另一方面，其经壹评级调整的ROE为17.2%，经壹评级调整的ROIC为16.9%，公司率先采用国际先进的超临界CO2萃取技术，并凭借快速响应优势，具备一定的超额收益。业务控制力较好，系其通过定制化服务优势，与方便食品、调味品等行业知名企业建立了长期战略合作，回款能力较好。 | (4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备转换成本及产品力护城河。一方面，由于调味配料下游为复调行业，未来消费者口味变化可能较大，预计产品力未来有一定被侵蚀的可能性。而另一方面，公司在加工过程中首创标注风味指标的方式，快速响应能力领先竞争者，与康师傅、海底捞和联合利华等实现多年的稳定合作，故转换成本优势在长期被侵蚀的可能性较小。         |
| 调味食品 | (3星) 该业务的护城河宽度星级处于中等水平。由于调味食品品类天然繁多，公司该业务市占率仅约1%，属于二线龙头。而另一方面，其经壹评级调整的ROE为16.5%，经壹评级调整的ROIC为15.4%，系公司在细分品类具备先发优势，并巧妙借势渠道红利，高复购率支撑其定价高于行业平均水平，具备一定的超额收益。业务控制力较好，系其持续推进全渠道布局，上下游控制能力较好。           | (3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备线下渠道及线上渠道护城河。一方面，公司曾顺利把握抖音电商红利，打造出上海葱油爆款；但考虑到电商渠道竞争愈加激烈，价格战和流量争夺成为常态，预计线上渠道力未来有一定被侵蚀的可能性。而另一方面，公司的线下渠道已覆盖商超、生鲜店及农贸等，终端网点的平均产出稳步提升，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

我们假设公司未来业绩增量主要来自调味配料下游复调行业的扩容、及复调中深加工花椒油对花椒粒原料的替代，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，仲景食品目前处于合理估值区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：调味食品业务和调味配料业务。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：

业务1：调味配料业务

收入假设：

1) 行业端：由于终端餐饮需求已由疫后报复性高增转为理性化，故行业增速将有小幅放缓。未来5年行业规模CAGR预计为5~10%，增量主要来自下游复调行业的扩容，以及复调中深加工花椒油对花椒粒原料的替代（深加工方式可增加食物色泽且契合标准化诉求）。

2) 公司市占率：调味配料行业种类繁多，各竞争者重点发力不同的细分品类，竞争格局分散。仲景在加工过程中首创标注风味指标的方式，其与主要直销客户合作时间长且关系稳定，预计稳态市占率仍在1%左右。

盈利能力假设：考虑到公司不断建立从风味数字化到定量调配的标准化生产体系，预计研发投入将有所增加，其经营性净利率预计由2024年的16.2%小幅下滑至2030年的15.5%，并在半显性期维持在15%左右。

业务2：调味食品业务

收入假设:

1) 行业端: 调味食品行业已处于成熟期, 近年来行业增速低于5%, 驱动力为供给端的拓新。我们预计未来5年行业规模CAGR在0~5%, 增量来自品类的推新及外卖佐餐场景的开拓。

2) 公司市占率: 该行业的品类天然繁多, 竞争格局很分散, 即使是老干妈、海天这样的一线龙头, 也无法在品类多样化和规模效应间达到平衡。站在当前视角, 挖掘具备普适性的新品类较难, 预计仲景市占率较难得到显著提升, 中长期基本稳定在1%左右。

盈利能力假设: 考虑到上海葱油酱在电商渠道的竞争愈加激烈, 价格战和流量争夺成为常态, 预计公司销售费用投放将有所增加, 其经营性净利率预计由2024年的13.9%小幅下滑至2030年的12.0%, 并在半显性期维持在11%左右。

表2: 公司整体业绩预测

| 仲景食品          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 8.8   | 9.9   | 11.0  | 11.5  | 12.1  | 12.8  | 13.4  | 14.0  |
| 归母净利润(亿)      | 1.3   | 1.7   | 1.8   | 1.9   | 1.9   | 2.0   | 2.0   | 2.1   |
| 归母净利润增速(%)    | 6.3   | 36.7  | 1.8   | 9.2   | -0.2  | 3.2   | 2.3   | 2.5   |
| 经营性净利润(亿)     | 1.0   | 1.6   | 1.6   | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 1.9   | 2.0   |
| 经营性净利润增速(%)   | 5.1   | 49.3  | 5.2   | 11.4  | -0.7  | 3.7   | 2.4   | 2.6   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 1.0   | 1.6   | 1.6   | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 1.9   | 2.0   |
| 经营性归母净利润增速(%) | 5.1   | 49.1  | 5.2   | 11.4  | -0.7  | 3.7   | 2.4   | 2.6   |

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

| 调味配料        | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 4.1   | 4.3   | 4.6   | 5.1   | 5.5   | 6.0   | 6.3   | 6.7   |
| 收入增速(%)     | 7.1   | 5.7   | 6.6   | 11.2  | 6.9   | 8.6   | 5.8   | 5.9   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.5   | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.1   |
| 经营性净利率(%)   | 11.5  | 15.4  | 16.2  | 17.7  | 16.3  | 16.1  | 16.0  | 15.8  |
| 经营性净利润增速(%) | -11.5 | 41.0  | 12.5  | 21.3  | -1.8  | 7.5   | 4.9   | 4.7   |
| 调味食品        | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 4.7   | 5.6   | 6.4   | 6.4   | 6.6   | 6.8   | 7.1   | 7.3   |
| 收入增速(%)     | 11.4  | 18.9  | 13.4  | 0.1   | 3.9   | 3.6   | 3.2   | 2.9   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.6   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| 经营性净利率(%)   | 12.0  | 15.8  | 13.9  | 14.3  | 13.8  | 13.3  | 12.8  | 12.5  |
| 经营性净利润增速(%) | 24.7  | 56.2  | -0.3  | 3.0   | 0.5   | -0.1  | -0.3  | 0.2   |

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<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局 | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|------|------------|--------------|------------|---------------|
| 调味食品      | 1.4%         | 中低         | 较好   | 较强         | 7.8%         | 12.22      | 0.9           |
| 调味配料      | 5.1%         | 中等         | 较好   | 较强         | 7.8%         | 16.96      | 1.0           |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值 | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 调味食品(亿)   | 5.1          | 8.2        | 13.3 | 3.8        | —            | —          | 17.1          |
| 调味配料(亿)   | 4.1          | 13.0       | 17.1 | 2.7        | —            | —          | 19.9          |
| 公司整体测算(亿) | 9.2          | 21.2       | 30.4 | 6.5        | —            | —          | 36.9          |

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<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值 | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值  |
|-----------|-----------|-----------|------|------|--------------|------------|------|
| 调味食品(亿)   | 9.9       | 4.4       | 14.4 | 3.8  | —            | —          | 18.1 |
| 调味配料(亿)   | 10.2      | 8.1       | 18.3 | 2.7  | —            | —          | 21.0 |
| 公司整体测算(亿) | 20.2      | 12.5      | 32.7 | 6.5  | —            | —          | 39.2 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于较高水平。虽然盈利预测的关键数据（行业规模和公司各品类销量等）的披露频次仅为半年一次或者每年一次，数据的可持续跟踪程度一般。但其所处行业基本处于成熟期，可获取的历史数据较充足；且公司与康师傅等客户形成了长期稳定的合作，调味配料业务的可预测性较高。整体来看，我们对于公司估值的确定性较高。

## 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。