

## 涪陵榨菜 (002507.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

2026年5月7日

## 基本信息

所属行业	消费品
当前股价	12.46
总市值	143.78亿
PE-TTM	18.72
PB-MRQ	1.59

## 估值结果

价值	165.69亿
DDM估值	上行空间 15%
状态	合理估值
价值	157.94亿
动态估值	上行空间 9.8%
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

涪陵榨菜是中国酱腌菜行业龙头，其“乌江”牌榨菜销量连续多年位居行业第一。

公司成长空间星级较低，预计未来5年收入CAGR在0-5%区间。榨菜主业正优化传统渠道、布局会员商超及餐饮定制，市占率有望止跌修复；但泡菜等新品类竞争激烈，公司在非榨菜品类的品牌认知与投入有限，增量贡献预计有限。公司盈利趋势较好，榨菜行业虽产品差异度不高，但涪陵作为龙一地位稳固；凭借规模经济优势及品牌溢价，盈利能力持续领先。公司的产业格局较好，行业进入门槛虽不高，但公司凭借对上游青菜头的采购规模与订单模式，议价能力较强。此外，榨菜作为历史悠久的传统酱腌菜，在早餐佐粥等场景消费基础深厚，被完全替代的风险较小。公司护城河较深厚，主要体现在“乌江”老字号积淀、深入县乡的渠道网络及规模经济优势；考虑到其持续推动渠道多元化转型，护城河被侵蚀的风险较小。

假设未来业绩驱动力为渠道调整优化下榨菜主业市占率修复、新渠道赋能新品拓展，公司当前估值合理。

## 我们区别于市场的观点

市场主要将涪陵近年业绩波动归因于宏观周期，却忽视了深层结构性变化：新零售渠道（会员商超&电商）崛起对传统商超形成分流、复合调味酱&预制菜等便捷化产品对榨菜形成品类替代。此外，公司自身渠道策略曾面临阶段性挑战（2020年窜货问题、2021年后对新渠道布局较慢），导致2019-2024年市占率持续下滑。我们认为，随着公司自2023年起裁撤低效经销商、2025年起加快布局会员商超及餐饮定制，其在包装榨菜行业市占率有望从28%回升至31%。但中长期较难恢复到2019年前35%+的水平，主因公司在渠道变迁中的布局节奏已落后于行业，且榨菜品类缺乏进一步的产品升级空间以支撑提价。

## 风险提示

若青菜头采购价因极端天气等因素超预期上涨，或对公司盈利能力有所扰动；若泡菜、调味酱的市场竞争进一步加剧，公司新品类的动销可能会不及预期。

## 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	4
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	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 .....	11
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	11

## 1. 基本信息

涪陵榨菜成立于1988年，2010年在深交所上市。公司以榨菜业务起家，核心产品“乌江”牌榨菜畅销全国；后逐步拓展至泡菜、海带丝和榨菜酱等其他佐餐开胃菜，是我国酱腌菜行业龙头。涪陵榨菜不仅是中国传统美食的代表，也是涪陵地区农业产业化的重要支柱。

## 2. 业务介绍

对于涪陵榨菜公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

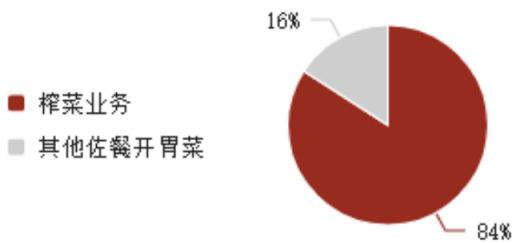
榨菜业务：

该业务指公司生产的乌江牌系列榨菜产品，以青菜头为原料，经“三腌三榨”传统工艺与现代技术加工而成。产品涵盖多种口味、价位及规格，下游以C端家庭消费为主，同时拓展餐饮渠道和食品工业客户。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他佐餐开胃菜：

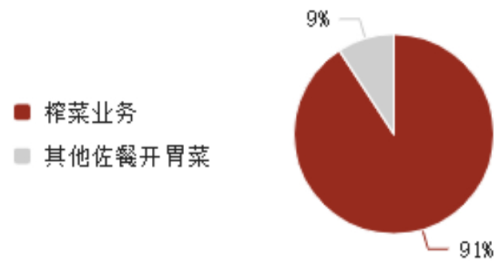
该业务主要包括泡菜、萝卜、海带丝及榨菜酱等品类，其中，公司于2015年收购惠通食品进军泡菜市场。该业务主要满足家庭佐餐、炒菜配料及餐饮渠道等场景需求，是公司除榨菜外重点培育的第二增长曲线。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

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

公司的客户集中度低、供应商集中度处于中等水平，而营销强度及资产强度较高。其依托乌江的品牌认知度、覆盖全国&深入县乡的经销网络，实现产品高效下沉与终端渗透，是榨菜行业唯一完成全国化布局的品牌。此外，公司通过原料窖池储备与规模优势，平抑青菜头价格波动带来的影响，以增强整体抗风险能力。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度较高，2025年末其固定资产+在建工程占TTM营业收入比例为70%。公司建有约30万吨规模的原料窖池，原料收贮及调剂能力处于行业领先地位。此外，公司拥有涪陵、眉山及盘锦三大基地，凭借年产能约20万吨的规模优势，其盈利能力持续领跑同行。

### 3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度较高，销售费用率始终在13%+的水平，主因榨菜下游以C端家庭消费为主，需要持续的品牌投入和终端维护。公司品牌定位偏中高端，曾抓住央视广告效果最好的时期，凭借“中国榨菜数涪陵，涪陵榨菜数乌江”的广告语及张铁林代言，将“乌江”打造成行业唯一全国性品牌。

### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度低，2025年前五名客户销售额占年度销售总额约11.8%，这得益于其以经销为主的销售模式和分散的客户结构。公司已拥有2400多家一级经销商客户，涵盖大型商超、生鲜渠道及餐饮终端等，单一客户依赖风险低。

### 3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的供应商集中度处于中等水平，2025年前五名供应商采购额占年度采购总额约20.5%。一方面，由于核心原料青菜头具有地域集中性和季节性特征，涪陵榨菜作为行业龙头，采用“公司+合作社+农户”的订单模式。其通过与当地榨菜股份合作社合作，并签订收购保价合同以保障原料供应稳定，这使得公司供应商集中度高于同行。但另一方面，公司在川渝两地推动组建榨菜股份合作社超300家，带动近百万菜农，供应商整体数量庞大且分散，有效避免了对单一供应商的过度依赖。

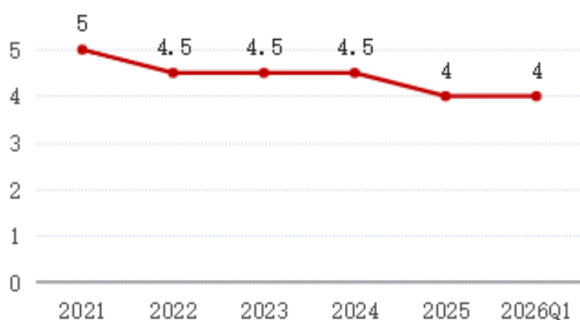
## 4. 历史经营绩效

公司近年来整体经营绩效趋弱。作为榨菜行业龙一，其盈利能力凭借规模经济优势和“乌江”品牌溢价，长期领先同行；但2022年后受原材料成本波动及折扣促销力度加大影响，盈利水平有所回落。受行业渠道变迁及品类替代双重影响，叠加公司自身在渠道管理上曾出现阶段性偏差，其成长能力下滑至较低水平。得益于“先款后货”的结算模式，公司盈利质量扎实、业务控制力较好。分红受资本开支周期影响有所波动，股东回报能力一般。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



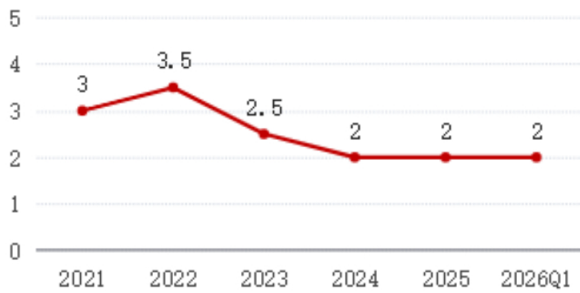
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力维持在较优秀水平，2025年毛利率达51.6%、扣非净利率达28.7%。其盈利能力持续领跑同行，主要凭借规模经济带来的成本优势、“乌江”老字号的品牌溢价，及持续引领产品结构升级（如轻盐榨菜、脆口系列）提升附加值。但另一方面，其近年来盈利水平有所下滑，系青菜头等原材料成本波动（2021年&2023年为成本高点）；此外，市场竞争加剧下，公司加大折扣促销力度（如加量不加价、买赠活动等），也挤压了利润空间。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



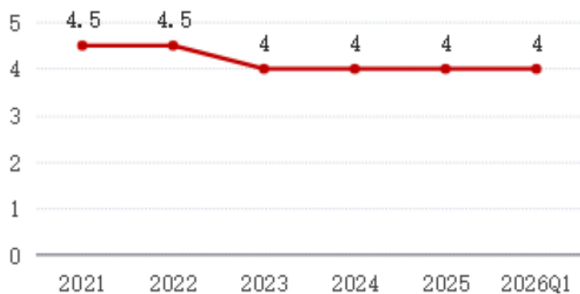
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力整体呈下滑态势，当前处于较低水平，其营收增速由2021年的10.8%下滑至2025年的1.9%。一方面，榨菜行业已处于成熟期，且受行业渠道变迁（新零售对商超分流）及品类替代（复合调味酱&预制菜等便捷化产品渗透）双重影响，近年来行业增速有所放缓。另一方面，公司自身渠道策略也面临了阶段性挑战（2020年窜货问题、2021年后对新渠道布局较慢），导致2019-2024年市占率持续下滑。

## 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

公司的业务控制力整体较好，主因盈利质量较为优秀。其2025年经营性现金流净额/净利润比例达81.5%，高于同行水平，系其主要采用“先款后货”的结算模式，坏账风险较小。2023年业务控制力略有下滑，主要系市场竞争加剧背景下，公司适度放宽对部分经销商的授信政策以稳定渠道份额，致现金回收效率有所下降。

## 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，近三年平均分红率为55.2%。一方面，公司虽现金流状况较好，但其榨菜绿色智能化生产基地（一期）仍在建（约16万吨产能），有一定资本开支需求，故提升分红率的能力和意愿有限。另一方面，公司近年来盈利能力有所下滑，不仅受原材料成本波动影响，也因竞争加剧下折扣促销力度加大，利润端承压同样制约了分红基础。

## 5. 四维评级

公司成长空间星级较低，预计未来5年收入CAGR在0-5%区间。榨菜主业正优化传统渠道、布局会员商超及餐饮定制，市占率有望止跌修复；但泡菜等新品类竞争激烈，公司在非榨菜品类的品牌认知与投入有限，增量贡献预计有限。公司盈利趋势较好，榨菜行业虽产品差异度不高，但涪陵作为龙一地位稳固；凭借规模经济优势及品牌溢价，盈利能力持续领先。公司的产业格局较好，行业进入门槛虽不高，但公司凭借对上游青菜头的采购规模与订单模式，议价能力较强。此外，榨菜作为历史悠久的传统酱腌菜，在早餐佐粥等场景消费基础深厚，被完全替代的风险较小。公司护城河较深厚，主要体现在“乌江”老字号积淀、深入县乡的渠道网络及规模经济优势；考虑到其持续推动渠道多元化转型，护城河被侵蚀的风险较小。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间星级较低，预计未来5年收入CAGR在0-5%区间。榨菜主业凭借渠道优化有望实现份额修复，但较难恢复历史高位。非榨菜业务虽加快与盒马&山姆等新渠道合作，推出定制化产品；但考虑到细分品类竞争激烈、公司品牌认知有限，预计未来增量贡献有限。

#### 榨菜业务(2.5星):

该业务成长空间一般。一方面，预计该业务未来5年收入CAGR仅0-5%，增量主要来自公司市占率修复（通过传统渠道优化调整、加快布局会员商超&餐饮定制等新渠道）。但另一方面，该业务收入可预测性较高，系榨菜行业已处于成熟期，产量基本平稳；且涪陵作为龙一，渠道网络广度与深度（深入县乡级终端）均领先竞争者。

#### 其他佐餐开胃菜(2星):

该业务成长空间星级较低。公司的泡菜业务主要使用“惠通”品牌，系2015年收购而来，受限于品牌历史及资源投入，其品牌认知度与“乌江”主品牌存在较大差距。此外，泡菜&萝卜等细分品类的集中度远低于榨菜，系榨菜原料青菜头产地集中于川渝，便于规模化收储加工；而泡菜原料产地分散，且发酵工艺对气候条件要求较高，难以通过标准化工艺实现稳定量产。近年来公司虽与盒马&山姆等新渠道合作定制化产品，但受限于品类特性，未来增长贡献预计有限。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。榨菜行业虽产品差异化程度不高，但涪陵作为龙一地位稳固；凭借规模经济带来的成本优势及“乌江”老字号的品牌溢价，其盈利能力持续领先同行。

#### 榨菜业务(3.5星):

该业务盈利趋势较好。榨菜行业的产能进入壁垒虽不算高，但行业经过多年整合已形成“一超多强”格局（CR3约50%），涪陵作为龙一，市占率约28%。此外，其盈利能力持续领先行业，主要得益于：规模经济带来的成本优势、老字号品牌支撑定价高于杂牌，以及持续引领产品结构升级（如轻盐榨菜、脆口系列）提升附加值。

#### 其他佐餐开胃菜(3星):

该业务盈利趋势一般。泡菜、萝卜等细分品类的竞争格局分散（主因原料产地分散、发酵工艺难标准化），公司当前处于中部梯队，盈利能力弱于榨菜主业。近年来虽与盒马、山姆等新渠道合作定制化产品，但受限于品类特性和品牌认知，未来市占率提升难度较大（预计稳态仍在1%左右）。

### 5.3 产业格局



公司产业格局较好。榨菜行业进入门槛虽不算高，但公司凭借对上游青菜头的采购规模与订单模式（采用“公司+合作社+农户”模式，与超300家合作社签订保价收购合同，以保障原料供应稳定），议价能力较强。此外，榨菜作为历史悠久的传统酱腌菜，在早餐佐粥等场景消费基础深厚，被完全替代的风险较小。

#### 榨菜业务(3.5星):

该业务产业格局较好。榨菜行业虽进入壁垒不高，但公司通过与合作社签订长期保价合同锁定原料，并在收购旺季掌握定价主动权，对上游议价能力强于中小厂商。此外，榨菜产品经“三腌三榨”传统工艺形成的独特风味难以完全复制，其消费习惯已延续数十年，在早餐&下饭等场景中被替代风险较小。

#### 其他佐餐开胃菜(3星):

该业务产业格局一般。一方面，泡菜&萝卜等品类原材料易得、加工工艺相对简单，行业进入门槛较低，致地方性作坊式企业众多。但另一方面，酱腌菜在我国历史悠久，泡菜、萝卜和海带丝等具有独特风味和稳定的消费基础，品类需求长期存在，被完全替代的风险较小。

### 5.4 护城河



公司护城河较深厚，主要体现在“乌江”品牌积淀、覆盖全国县乡的渠道网络以及规模经济优势。考虑到公司近年来持续推动传统经销渠道精简优化，并加快布局会员商超、餐饮定制等新渠道，其护城河在长期被侵蚀的风险较小。

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
榨菜业务	<p>(4.5星) 该业务的护城河深厚。公司在榨菜行业市占率达28%，稳居龙一地位；考虑到传统渠道调整优化及新渠道布局持续推进，其市占率未来有望止跌修复。该业务经壹评级调整的ROE/ROIC分别为37%/36%，超额收益源于规模效应下的成本优势及老字号品牌溢价（公司榨菜单吨售价为包装榨菜行业平均吨价的1.5倍，且多次引领产品结构升级，如率先推出轻盐系列、脆口榨菜）。此外，公司业务控制力较好，其渠道网络下沉至千余个县级市场，主要采用“先款后货”结算模式，故应收账款占比较低，盈利质量扎实。</p>	<p>(4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备品牌、线下渠道及规模经济护城河。首先，“乌江”作为中华老字号，经过数十年积淀已形成稳固的消费者认知；但考虑到近年来新锐品牌通过电商渠道快速崛起、抢占年轻用户心智，该业务品牌力未来或有被侵蚀的可能性。其次，公司是榨菜行业唯一实现全国化布局的品牌，渠道网络覆盖各级市场、下沉深度领先同业；且近年来持续推动渠道变革优化（传统渠道调整&amp;新渠道布局），预计渠道优势在长期被侵蚀的可能性较小。最后，公司的龙一地位稳固，拥有年产能约20万吨的规模优势（单位成本优势）及约30万吨原料窖池储备（平抑原料价格波动），预计规模经济优势在长期被侵蚀的可能性较小。</p>
其他佐餐开胃菜	<p>(2.5星) 该业务的护城河宽度一般。一方面，公司在泡菜&amp;萝卜等品类处于中部梯队，市占率仅1%，系该业务的品牌心智抢占有限（“惠通”品牌影响力弱于“乌江”）；叠加泡菜发酵工艺对气候条件要求较高，难以像榨菜那样通过标准化工艺实现工业化量产。但另一方面，其经壹评级调整的ROE/ROIC分别为17%/15%，具备小幅超额收益。该业务盈利能力虽弱于榨菜主业，但凭借公司的渠道网络优势，其周转率仍高于同行水平。此外，其业务控制力较好，系该业务同样采用预收款或现款结算模式，回款能力较稳健。</p>	<p>(3.5星) 该业务的护城河持续性较好。主要具备品牌及线下渠道护城河。一方面，泡菜业务主要使用“惠通”品牌，公司对非榨菜品类的营销资源倾斜有限，未形成强有力的品牌认知。考虑到场景多元化&amp;新零售模式下，酱腌菜新锐品牌不断涌现，预计该业务品牌力未来或有被侵蚀的可能性。但另一方面，公司近年来与山姆&amp;盒马等建立直营合作，推出定制化产品如“嘎吱脆”萝卜干。凭借在新渠道的响应速度与产品适配性，预计渠道优势在长期被侵蚀的可能性较小。</p>

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

假设公司未来业绩驱动力为渠道调整优化下榨菜主业市占率修复、新渠道赋能新品拓展，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，涪陵榨菜当前估值基本合理。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：榨菜业务、其他佐餐开胃菜业务。我们分业务进行盈利预测与估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务一：榨菜业务

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年国内榨菜行业规模保持平稳。当前行业已处于成熟期，年产量稳定在90万吨左右。由于榨菜品类特性，在口味与形态上的升级空间有限；叠加复合调味酱、预制菜等便捷化产品对传统佐餐场景的渗透，行业吨价提升难度较大。包装化率方面，在口味品质化及场景拓宽驱动下，近年来持续提升至68%；考虑到性价比趋势在一定程度上阻碍品牌产品的渠道下沉，预计行业包装化率稳态仍在68%左右。

2) 公司市占率：受下游渠道变迁（新零售对商超分流）及公司自身渠道管理的阶段性偏差（2020年窜货问题、2021年后对新渠道布局滞后）影响，其在包装榨菜行业市占率从2018年高位持续下滑。考虑到公司自2023年起裁撤低效经销商、2025年起加快布局会员商超&餐饮定制等新渠道，预计其市占率有望从当前的28%回升至稳态的31%。但中长期较难恢复到2019年前35%+的水平，主因公司在渠道变迁中的布局节奏已落后于行业；且榨菜品类缺乏进一步的产品升级空间以支撑提价（其2021年提价尝试便未能成功）。

盈利能力假设：考虑到青菜头成本回落，毛利率有望小幅修复；但同时新渠道开拓及市场竞争加剧下费用投入有所加大，故预计该业务经营性净利率中长期稳定在28%左右。

## 业务二：其他佐餐开胃菜业务

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为0-5%，增量主要来自消费场景延伸（如零食化、餐饮配料）及新品类拓展（如榨菜酱、爆炒酸菜等）。

2) 公司市占率：泡菜、萝卜等细分品类格局分散，主因原料产地分散、发酵工艺难以标准化，致地方性作坊式企业众多。公司当前在该品类处于中部梯队，近年来虽与盒马&山姆等新渠道合作推出“嘎吱脆”萝卜干等定制化产品，但受限于品类特性和品牌认知，稳态期市占率预计仍在1%左右。

盈利能力假设：当前该业务品牌力一般、市场认知度有限，公司需加大广告营销投入以抢占用户心智，销售费用率预计将小幅上行；但另一方面，随着与会员商超等高毛利渠道的合作深化，该业务毛利率有望提升。综上，预计该业务经营性净利率将由15%小幅提升至稳态的17%。

表2：公司整体业绩预测

涪陵榨菜	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	24.5	23.9	24.3	24.8	25.2	25.7	26.1	26.5
归母净利润(亿)	8.3	8.0	7.7	7.9	8.1	8.1	8.2	8.2
归母净利润增速(%)	-8.0	-3.3	-3.9	3.4	2.0	0.0	0.8	0.4
经营性净利润(亿)	6.9	6.8	6.4	6.6	6.8	6.8	6.8	6.9
经营性净利润增速(%)	-8.6	-2.3	-5.1	3.1	2.6	0.2	0.7	0.5
经营性归母净利润(亿)	6.9	6.8	6.4	6.6	6.8	6.8	6.8	6.9
经营性归母净利润增速(%)	-8.6	-2.3	-5.1	3.1	2.6	0.2	0.7	0.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

榨菜业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	20.8	20.4	20.6	20.9	21.2	21.5	21.9	22.2
收入增速(%)	-4.6	-1.5	0.7	1.3	1.6	1.6	1.6	1.5
经营性净利润(亿)	6.2	6.1	5.8	6.0	6.1	6.1	6.1	6.1
经营性净利率(%)	30.0	29.7	28.4	28.6	28.6	28.2	28.0	27.6
经营性净利润增速(%)	-8.3	-2.2	-3.8	2.1	1.5	0.2	0.8	0.3
其他佐餐开胃菜	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.7	3.4	3.7	3.9	4.1	4.2	4.3	4.3
收入增速(%)	0.2	-8.4	8.7	5.7	2.9	2.6	2.4	2.0
经营性净利润(亿)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
经营性净利率(%)	18.8	19.9	15.2	16.4	17.9	17.6	17.2	17.2
经营性净利润增速(%)	-11.3	-2.8	-16.8	13.8	12.3	0.6	0.5	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)
榨菜业务	0.2%	中低	较好	较强	7.5%	11.79	6.1
其他佐餐开胃菜	1.0%	中低	较好	较强	8.3%	11.38	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
榨菜业务(亿)	28.0	54.2	82.1	56.4	-	-	138.5
其他佐餐开胃菜(亿)	3.0	6.2	9.2	10.2	-	-	19.4
公司整体测算(亿)	31.0	60.4	91.4	66.6	-	-	157.9

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
榨菜业务(亿)	59.6	29.6	89.2	56.4	-	-	145.5
其他佐餐开胃菜(亿)	6.8	3.1	9.9	10.2	-	-	20.1
公司整体测算(亿)	66.4	32.7	99.1	66.6	-	-	165.7

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性



公司的估值确定性较高。虽然其新品类&新渠道的布局具有一定不确定性（如榨菜酱、爆炒酸菜等新品的市场接受度尚需验证）；但其主业榨菜为成熟性行业，历史行业数据公开可得，具备较强的可跟踪性。公司拥有覆盖全国县乡的渠道网络及年产能约20万吨的规模优势，龙一地位稳固，主业收入可预测性较高。综上，我们对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。