

# 有友食品（603697.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月8日

## 基本信息

|        |        |
|--------|--------|
| 所属行业   | 消费品    |
| 当前股价   | 9.99   |
| 总市值    | 42.73亿 |
| PE-TTM | 21.24  |
| PB-MRQ | 2.35   |

## 估值结果

|       |           |
|-------|-----------|
| 价值    | 51.28亿    |
| DDM估值 | 上行空间 20%  |
| 状态    | 合理估值      |
| 价值    | 46.89亿    |
| 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

有友食品是国内泡卤风味休闲食品行业龙头，依托泡椒凤爪产品而受消费者熟知。公司深耕二十余年，已形成以泡椒凤爪为主，皮品、鸭掌、素食等为辅的泡卤风味休闲食品系列。

公司成长空间较好，主要系公司持续拓展会员商超及量贩新渠道，山姆脱骨鸭掌大单品月销持续爬坡，零食量贩品牌合作拓展、SKU覆盖数量提升，未来增长潜力较大。公司盈利趋势中等，包装休闲凤爪食品行业格局分散，公司虽在泡椒凤爪细分赛道份额领先，但虎皮凤爪、无骨凤爪等细分品类竞相出现，公司未来市占率提升空间有限。公司产业格局中等，休闲食品行业进入壁垒不高，当前休闲凤爪食品品牌与品类众多，竞争较为激烈，公司泡椒凤爪面临一定被替代的风险。公司护城河较深，主要系在线下渠道深耕多年建立了覆盖全国多地区的销售网络，并领先竞对进入山姆，同时产品力较强，未来被侵蚀的风险较小。

预计公司未来业绩增长一方面来自于山姆会员店脱骨鸭掌产品月销额持续爬坡，量贩渠道扩大零食量贩品牌合作以及SKU覆盖数量；另一方面来自线上渠道增加重视度和投入，加大抖音等内容电商布局并提升运营能力，并进一步增加新品SKU导入。基于以上假设，公司当前估值合理。

## 我们区别于市场的观点

市场担忧公司业绩高增长是单一爆品带来的一次性结果，渠道拓展也相对滞后。我们认为，公司在山姆渠道的成功是长久以来有友在泡卤领域产品力的沉淀，也能够为公司的产品创新带来新思路，长期可复制。公司当前对待渠道拓展态度积极，在研发、供应链等方面全力支持，未来将借助新渠道和产品实现破局。

## 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司目前仍以泡椒凤爪产品为主要收入来源，但鸡爪市场仍依赖进口、存在不确定性，若后续鸡爪原材料价格止跌回弹，将对公司盈利能力产生较大影响。

**行业竞争加剧风险：**凤爪与鸭掌赛道发展前景备受关注，可能面临竞品品牌进入加剧市场竞争。

## 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 供应商集中度         | 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            | 9  |
| 6. 公司估值            | 9  |
| 6.1 核心假设及逻辑        | 10 |
| 6.2 动态估值           | 13 |
| 6.3 DDM估值          | 13 |
| 6.4 估值确定性          | 13 |

## 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  |
| <br>                          |    |
| 表1：护城河详解表 .....               | 9  |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 11 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 12 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 13 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 13 |

## 1. 基本信息

有友食品于1997年在重庆成立，前身为1987年创办的有友大酒店，后转而研发泡椒凤爪等包装食品，2019年在上交所上市。公司是国内泡卤风味休闲食品龙头，已形成以泡椒凤爪为主，皮晶、鸭掌、素食等为辅的泡卤风味休闲食品系列。

## 2. 业务介绍

对于有友食品公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

传统线下渠道：

传统线下渠道主要包括经销模式（经销商）和直销模式（大型连锁商超）。其中经销模式为公司线下收入主要的贡献渠道，公司已建立了较为完善的经销商网络，可借助经销商的网点资源，将产品销售并配送至大型卖场、连锁超市、便利店、食杂店等零售终端。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

会员及量贩渠道：

会员及量贩渠道主要包括会员商超（如山姆、盒马、Costco等）和零食量贩店（如好想来、零食很忙等）。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

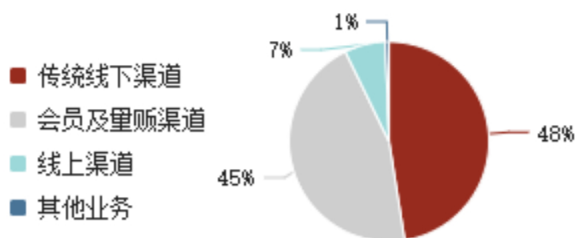
线上渠道：

线上渠道主要包括传统货架电商（如天猫、京东）、社交电商（如拼多多）、内容电商（如抖音、小红书）等。该渠道是以互联网为载体，依托物流体系，实现产品从品牌方到消费者的线上交易过程。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

其他业务：

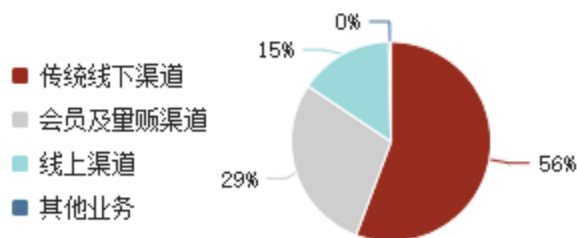
其他业务主要为不动产租赁、少量食品技术服务、原材料贸易等非主营业务。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

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

公司未在全国多地建厂，也未向上游布局，资产强度较低。公司泡椒凤爪心智成熟，且线上渠道占比较低、山姆等会员商超几乎不用品牌推广和大额陈列费，因此营销强度不高。公司供应商集中度高，核心原材料冻鸡爪的大额采购集中于圣农、九联等头部禽企。

#### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度较低，2025年固定资产和在建工程占总资产比重约16%。公司的固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具、办公设备等。公司仅一处核心产业园，无全国多地建厂布局，几乎没有新增产能；同时泡卤工艺门槛不高，公司也未向上游养殖等布局，因此资产投入较轻。

#### 3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司的营销强度较低，2025年销售费用率仅为8.97%。一方面，公司泡椒凤爪单品心智成熟，不需要持续高额品牌投放，同时无大规模新品造势需求；另一方面，公司线上渠道占比较低，平台佣金、达人带货、短视频投放费用等较少，而山姆等会员商超也几乎不用品牌推广和大额陈列费，因此整体营销强度不高。

#### 3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的供应商集中度高，2025年前五名供应商占年度采购总额的71.3%。2025年原材料占公司总成本的80.9%，其中冻鸡爪是公司第一大原材料采购项，主要向国内企业采购或是向国外供应商进口，大额采购集中于圣农、九联等头部禽企，因此供应商集中度高。

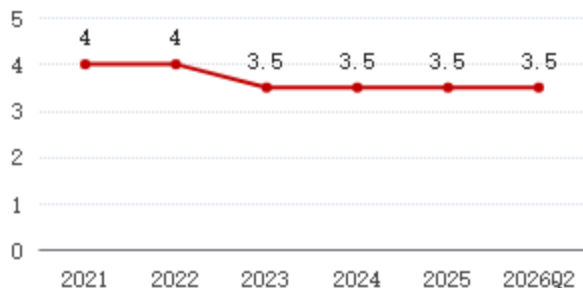
### 4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，随着公司推动渠道模式创新，拓展线上、零食量贩和会员商超渠道，公司成长能力持续提升。随着业绩快速增长，公司重视股东回报，分红比例维持较高水平。业务控制力得益于持续的现金流和对经销商的占款维持较高水平。盈利能力由于会员商超、零食量贩等渠道毛利率相对较低，总体维持较好水平，但未能再继续提升。

## 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

公司盈利能力较好。2023年由于原材料鸡爪成本上涨及收入规模承压，盈利能力随之下降。2024年及之后公司开始拓展毛利率相对较低的会员商超、零食量贩等新渠道，盈利能力维持3.5星。2025年公司ROE约为10.5%，归母净利率为11.7%。

## 4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



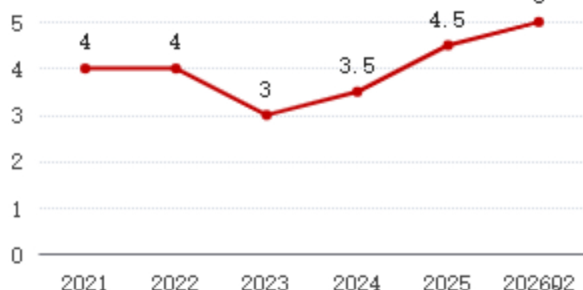
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力优秀。2022-2023年由于原材料鸡爪成本上涨，公司试图通过提价转嫁成本压力，却未能完全覆盖成本反而导致销量下滑，业绩大幅承压，成长能力持续下滑。2024年公司脱骨鸭掌在山姆渠道持续放量，后续公司大力推动渠道模式创新，持续渗透线上电商、零食量贩和会员商超渠道，收入快速增长，成长能力持续回升。

## 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



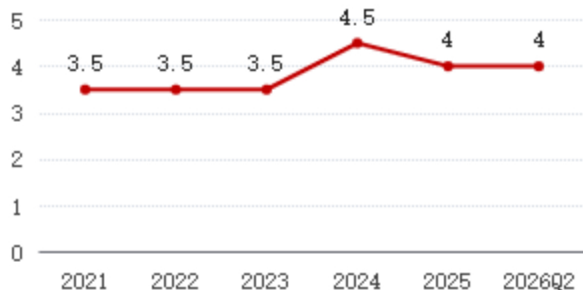
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力优秀。2025年公司的经营性现金流净额/营业收入比例为25.2%，上下游净占款/总资产比例为15.3%，均高于行业平均，系公司对经销商具备较强话语权，采取先款后货的模式，可以实现较强占款。

## 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

公司股东回报能力较好，近年来维持较高水平。2025年公司分红比例达96.8%，股息率约为3.4%。随着公司持续拓展新渠道，业绩快速增长，公司注重股东利益、分红意愿较高。

## 5. 四维评级

公司具有较好的成长空间，随着会员及量贩新渠道的持续拓展以及对新兴电商渠道的重视度和投入增加，未来有望实现快速增长。公司护城河较深，主要系在线下渠道建立了覆盖全国多地区的销售网络，并领先竞对率先入驻山姆会员渠道。公司的盈利趋势和产业格局中等，休闲凤爪食品行业格局较分散，公司虽在泡椒凤爪细分赛道市占率领先，但泡椒味型赛道已进入存量博弈阶段，且新兴品类如虎皮凤爪、无骨凤爪竞争激烈，公司未来份额提升空间有限。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较好，预计未来5年收入CAGR约10-15%。一方面，公司持续拓展会员及量贩新渠道，山姆脱骨鸭掌大单品月销持续爬坡，量贩渠道品类SKU覆盖数量提升、零食量贩品牌合作持续拓展；另一方面，公司对新兴电商渠道的重视度和投入增加，未来有望快速增长。

#### 传统线下渠道(2.5星)：

公司传统线下渠道成长能力一般，预计未来5年收入CAGR约4%。公司传统线下渠道以经销模式为主，有友的泡卤风味零食尤其泡椒凤爪在传统线下已形成一定消费者心智，以及公司近年来主动优化经销商结构，以西南、华东双核心市场向外渗透，预计未来维持微增。但考虑到传统商超、杂货店的客流正逐渐被量贩零食、会员商超、线上电商等新兴渠道分流，整体增长空间有限。

#### 会员及量贩渠道(4星)：

公司会员及量贩渠道成长能力较好，预计未来5年收入CAGR约15-20%。公司自2024年开始进入会员商超渠道，对产品研发推新的能力不断上升，预计随着山姆脱骨鸭掌大单品月销持续爬坡以及上架新品放量，未来具备较好增长空间。量贩渠道未来伴随品类开拓带来SKU覆盖数量的提升，以及扩大零食量贩品牌合作的进一步拓展，未来增长空间广阔。

#### 线上渠道(4星):

公司线上渠道成长能力较好，预计未来5年收入CAGR约10-15%。公司对新兴电商渠道的重视度和投入增加，加大抖音等内容电商布局，并增加新品SKU导入线上渠道，未来有望带动电商渠道快速增长。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势中等。包装休闲凤爪食品行业格局较分散，公司虽在泡椒凤爪细分赛道市占率领先，但泡椒味型赛道已进入存量博弈阶段，未来份额提升空间有限；且近年来虎皮凤爪、无骨凤爪等差异化细分品类竞相出现，整体市占率提升难度较高。但公司有望通过进驻山姆等会员商超和量贩零食渠道实现渠道端的突破。

#### 传统线下渠道(3星):

公司传统线下渠道盈利趋势中等。包装休闲凤爪食品行业格局较分散，公司为龙头（头部品牌还有如王小卤、脱骨侠等）。但公司虽在泡椒凤爪细分赛道市占率领先，但泡椒味型赛道已进入存量博弈阶段、增长缓慢，未来份额提升空间有限；且近年来虎皮凤爪、无骨凤爪等差异化细分品类竞相出现，而公司在传统线下新品推出较少，远期整体市占率面临下降。

#### 会员及量贩渠道(3.5星):

公司会员及量贩渠道盈利趋势较好。山姆会员店脱骨鸭掌品类相对空白，当前仅有友一家，未来随着公司新品推出上架，份额有望进一步提升。量贩渠道随着扩大零食量贩品牌合作以及SKU导入数量提升，市占率也具备提升空间。

#### 线上渠道(3星):

公司线上渠道盈利趋势中等。电商平台的入驻门槛较低，流量分配及推荐算法使得品牌有更多机会通过营销投流获得曝光。公司在该渠道份额较为落后，主要系公司长期依赖线下经销体系，管理层偏传统，对新兴电商运营布局较晚。包装休闲凤爪食品线上品牌众多，竞争较为激烈，预计公司市占率提升难度较大。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，休闲食品行业的进入壁垒并不算高。一方面，公司对上游鸡爪原材料供应商依赖度较高，下游客户为分散的经销商或消费者；另一方面，当前休闲凤爪食品品牌与品类众多，竞争较为激烈，公司泡椒凤爪面临一定被替代的风险。

#### 传统线下渠道(3星):

公司传统线下渠道产业格局中等。长期来看该行业进入壁垒一般，公司下游客户为分散的经销商，上游原材料来源集中，对供应商依赖度较高。公司在该渠道产品以泡椒凤爪为主，随着虎皮凤爪、无骨凤爪等品类持续拓展，有友的产品面临一定被替代的风险。

### 会员及量贩渠道(3.5星):

公司会员及量贩渠道产业格局较好。山姆渠道具备SKU有限、高质价比、高周转的特点，每年产品淘汰率达30-40%，品牌产品具备一定进入门槛。公司凭借差异化品类布局进驻山姆，有友脱骨鸭掌在山姆渠道的类似垂直竞品较少，被替代风险较小。

### 线上渠道(2.5星):

公司线上渠道产业格局一般。该行业进入壁垒不高，新兴品牌总有不同的流量入口，公司本身线上渠道布局较落后，面对较为激烈的品牌竞争，较易被替代。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河较深，主要具备线下渠道和产品力护城河。其中公司在线下渠道建立了覆盖全国多地区的销售网络，并领先竞对率先入驻山姆会员渠道；另外公司产品力较强，品控能力和新品研发能力持续提升，未来被侵蚀的可能性较低。

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                                                                                                                                |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 传统线下渠道  | (4星) 该业务的护城河较宽，经壹评级调整后的ROE为24.3%，ROIC为24.2%。休闲凤爪线下格局较为分散，但公司在泡椒凤爪细分品类市占率领先。公司业务控制力较好，对渠道经销商掌控力较强。 | (4星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河来源为线下渠道和品牌。一方面公司在线下渠道借助传统经销商的网点资源，已建立了覆盖全国多地区的销售网络，对终端掌控力较强；另一方面公司在泡椒凤爪品类的品牌心智较强，未来将通过新品和渠道拓展提升品牌影响力，未来被侵蚀的可能性较低。 |
| 会员及量贩渠道 | (4.5星) 该业务的护城河较宽，经壹评级调整后的ROE为33%，ROIC为32.9%。公司在山姆渠道的脱骨鸭掌暂无垂直竞品，份额较为领先。同时公司业务控制力较好。                | (3.5星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河来源于线下渠道和产品力。一方面公司在线下渠道进驻山姆会员店领先竞对，山姆的品牌背书使得有友脱骨鸭掌快速放量，后续待其他新品类上架有望复制；另一方面公司凭借泡卤风味的工艺优势和品控能力，产品力契合山姆客群高质价比的要求。   |
| 线上渠道    | (3星) 该业务的护城河宽度中等，经壹评级调整后的ROE为29.8%，ROIC为29.7%。休闲泡卤食品线上格局较为分散，公司由于布局较晚份额落后。但业务控制力相对较好。             | (3.5星) 该业务的护城河持续性较强，核心护城河来源为品牌和产品力。一方面公司线上泡椒凤爪销量较高，本身由线下建立的品牌心智已较强，维护成本不高，未来将通过新品拓展持续提升品牌认知；另一方面公司产品品控能力较强，消费者对产品的信任度较高。                 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

公司未来业绩增长主要来自于：1) 山姆会员店脱骨鸭掌产品月销额持续爬坡，量贩渠道扩大零食量贩品牌合作以及SKU覆盖数量；2) 线上渠道增加重视度和投入，加大抖音等内容电商布局并提升运营能力，并进一步增加新品SKU导入。基于壹评级的动态估值和DDM估值模型，公司当前估值合理。

## 6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务包括：传统线下渠道、会员及量贩渠道和线上渠道。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：

对于传统线下渠道业务：

收入假设：

公司在传统线下渠道深耕多年，经销渠道是收入的最主要来源。公司已建立了覆盖全国多地区的经销网络，2025年经销商数量达765家。考虑到公司虽在泡椒凤爪品类较为领先，但传统线下渠道仍在持续调整阶段，且杂货店、商超等客流被新兴渠道和线上持续分流，未来增长动能有限，因此预计该渠道维持微增，未来5年给予其约4%左右增长，远期3-4%增速预期。

盈利能力假设：

考虑到原材料鸡爪的采购价格有所回落，随着公司进一步优化供应链协同、提高运营效率、优化经销商结构，预计该业务毛利率可维持稳定。公司传统线下渠道的多数费用为市场和促销活动费，在成熟的渠道模式下费用结构已相对均衡，公司暂无扩大品牌推广与营销的计划，预计未来销售费用维持稳定。

对于会员及量贩渠道：

收入假设：

1) 会员商超：会员商超渠道以山姆会员店为主，公司当前上架的主要产品为脱骨鸭掌，2026年Q1月销额已突破4000万。得益于公司在泡卤风味品类的产品力较强，预计脱骨鸭掌能够在山姆持续售卖，月销额有望继续爬坡，随着会员流量的自然增长以及山姆在全国持续拓店，未来5年月销额有望突破5000万。叠加盒马等其他会员渠道定制产品的拓展，因此总体给予其10%左右增长。

2) 量贩渠道：公司量贩渠道拓展尚处早期，2025年已与万辰、鸣鸣很忙等品牌展开合作，未来有望快速扩大零食量贩品牌合作以及SKU覆盖数量，因此未来5年给予其30%左右增长。

盈利能力假设：

会员商超渠道和零食量贩渠道由于其采购模式以量换价，毛利率普遍偏低，量贩渠道因其极致的性价比特点毛利率更低。因此未来5年随着量贩渠道占比提升，整体毛利率预计降至16%左右。费用率方面，两类渠道均省去多级经销环节，无需渠道进场以及维护费用等，公司无需额外投入较多营销推广资源，因此未来预计销售费用率维持低位合理水平。

对于线上渠道业务：

收入假设：

公司以往对线上渠道态度偏保守，2024年起才开始对新兴电商渠道的重视度和投入增加，加大抖音等内容电商布局并提升平台运营能力，增加新品SKU导入线上。考虑到未来公司对线上渠道拓展的优先级低于其他渠道，因此给予10-15%左右增长。

盈利能力假设：

公司线上渠道产品毛利率较高，产品以高客单价大包装、组合装等为主，预计未来可稳定于60%左右。费用方面，考虑到线上渠道并非公司未来拓展的核心，不会在直播带货、达人分销及品牌推广等高费用率的营销活动中投入过多，因此销售费用率预计仅将小幅上升。

表2：公司整体业绩预测

| 有友食品          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 9.7   | 11.8  | 15.9  | 18.9  | 21.0  | 22.8  | 24.4  | 26.0  |
| 归母净利润(亿)      | 1.2   | 1.6   | 1.9   | 2.0   | 2.2   | 2.4   | 2.5   | 2.7   |
| 归母净利润增速(%)    | -24.4 | 35.4  | 18.1  | 10.0  | 9.6   | 6.6   | 5.5   | 6.0   |
| 经营性净利润(亿)     | 0.9   | 1.3   | 1.6   | 1.9   | 2.1   | 2.2   | 2.4   | 2.5   |
| 经营性净利润增速(%)   | -35.6 | 37.8  | 29.2  | 15.3  | 10.4  | 7.0   | 5.9   | 6.3   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 0.9   | 1.3   | 1.6   | 1.9   | 2.1   | 2.2   | 2.4   | 2.5   |
| 经营性归母净利润增速(%) | -35.6 | 37.8  | 29.2  | 15.3  | 10.4  | 7.0   | 5.9   | 6.3   |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 传统线下渠道      | 2023A | 2024A | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 9.4   | 9.0   | 8.7    | 9.0   | 9.4   | 9.8   | 10.2  | 10.6  |
| 收入增速(%)     | -5.6  | -4.2  | -3.3   | 4.0   | 4.0   | 4.0   | 4.0   | 4.0   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.9   | 1.0   | 1.0    | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 1.2   | 1.2   |
| 经营性净利率(%)   | 9.3   | 11.2  | 11.5   | 11.7  | 11.7  | 11.7  | 11.7  | 11.7  |
| 经营性净利润增速(%) | -35.8 | 14.9  | -0.6   | 5.7   | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 4.0   |
| 会员及量贩渠道     | 2023A | 2024A | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 0.0   | 2.1   | 6.1    | 8.6   | 10.2  | 11.4  | 12.3  | 13.4  |
| 收入增速(%)     | 0.0   | 0.0   | 198.8  | 40.3  | 18.1  | 11.7  | 8.5   | 8.7   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.0   | 0.1   | 0.4    | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 经营性净利率(%)   | 0.0   | 6.1   | 6.5    | 6.5   | 6.5   | 6.3   | 6.1   | 6.1   |
| 经营性净利润增速(%) | 0.0   | 0.0   | 218.8  | 39.8  | 18.1  | 7.4   | 5.7   | 8.7   |
| 线上渠道        | 2023A | 2024A | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 0.2   | 0.7   | 1.0    | 1.1   | 1.3   | 1.6   | 1.8   | 1.9   |
| 收入增速(%)     | -18.2 | 204.4 | 42.7   | 15.0  | 20.0  | 17.0  | 13.0  | 10.0  |
| 经营性净利润(亿)   | 0.0   | 0.1   | 0.2    | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.5   |
| 经营性净利率(%)   | 16.7  | 20.2  | 24.0   | 23.7  | 23.7  | 23.7  | 23.6  | 23.3  |
| 经营性净利润增速(%) | -31.7 | 269.1 | 69.2   | 14.0  | 20.0  | 17.0  | 12.2  | 8.8   |
| 其他业务        | 2023A | 2024A | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿)       | 0.1   | 0.1   | 0.1    | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 收入增速(%)     | 54.3  | 73.6  | -11.4  | 5.0   | 5.0   | 5.0   | 5.0   | 5.0   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 经营性净利率(%)   | 13.0  | 0.3   | 7.1    | 9.3   | 9.3   | 9.3   | 9.3   | 9.3   |
| 经营性净利润增速(%) | -23.4 | -96.3 | 2160.1 | 37.9  | 5.0   | 5.0   | 5.0   | 5.0   |

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<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) |
|----------------|--------------|------------|------|------------|--------------|------------|---------------|
| 传统线下渠道         | 3.6%         | 中低         | 较好   | 较强         | 7.5%         | 15         | 1.2           |
| 会员及量贩渠道        | 5.7%         | 中等         | 较好   | 较强         | 7.8%         | 16.96      | 0.8           |
| 线上渠道           | 7.0%         | 中等         | 一般   | 较强         | 8.0%         | 14.63      | 0.4           |
| 其他业务           | 3.0%         | 中低         | 一般   | 一般         | 6.8%         | 14.07      | 0.0           |
| 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           |
| 传统线下渠道(亿)      | 3.7          | 13.7       | 17.4 | 7.5        | -            | -          | 24.9          |
| 会员及量贩渠道<br>(亿) | 1.4          | 10.0       | 11.4 | 3.0        | -            | -          | 14.4          |
| 线上渠道(亿)        | 0.9          | 4.7        | 5.6  | 1.7        | -            | -          | 7.3           |
| 其他业务(亿)        | 0.0          | 0.1        | 0.2  | 0.1        | -            | -          | 0.2           |
| 公司整体测算(亿)      | 6.0          | 28.6       | 34.6 | 12.3       | -            | -          | 46.9          |

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  |
|----------------|-----------|-----------|------|------|--------------|------------|------|
| 传统线下渠道(亿)      | 9.7       | 9.9       | 19.6 | 7.5  | -            | -          | 27.1 |
| 会员及量贩渠道<br>(亿) | 5.4       | 6.7       | 12.0 | 3.0  | -            | -          | 15.1 |
| 线上渠道(亿)        | 3.2       | 3.9       | 7.1  | 1.7  | -            | -          | 8.9  |
| 其他业务(亿)        | 0.1       | 0.1       | 0.2  | 0.1  | -            | -          | 0.3  |
| 公司整体测算(亿)      | 18.4      | 20.6      | 39.0 | 12.3 | -            | -          | 51.3 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等，主要系公司历史收入及盈利能力波动性较小，且公司与市场积极交流，具备可跟踪的销售数据。但公司线下渠道占比较高，产品销售及推广情况具有不确定性，且品类及渠道拆分披露有限，较难定量预测，因此对估值确定性星级有所拖累。

## 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。