

Q1 低基数下利润高增，葱油放量可期

仲景食品(300908)

评级:	买入	股票代码:	300908
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	46.70/30.15
目标价格:		总市值(亿)	46.70
最新收盘价:	46.70	自由流通市值(亿)	18.07
		自由流通股数(百万)	38.69

事件概述

公司一季度实现营业收入为 2.23 亿元，同比+12.26%；归母净利润 3909.2 万元，同比+132.55%。

分析判断:

► Q1 收入稳健增长，大单品上海葱油持续放量

公司Q1收入实现双位数增长，我们预计调味品食品和调味配料均实现恢复性增长，其中调味品食品大单品仲景香菇酱和上海葱油销量增加、持续放量，调味品配料受益于餐饮渠道复苏。

公司大单品上海葱油2022年已实现营收5372万元，成为快速成长的战略大单品，作为细分领域的差异化单品，上海葱油兼具原料和技术创新优势，上市仅2年深受消费者喜爱，快速抢占消费者心智。我们认为23年将是葱油放量的一年，消费复苏为产品推广提供增长土壤，渠道端在继续巩固线上渠道优势的同时重点布局线下渠道，提升上海葱油的终端覆盖率，实现全渠道协同发展，我们看好公司上海葱油产品持续放量，奠定行业领先地位，成为公司增长的新动能。

► 成本下行+提效降费，利润超预期

成本端来看，Q1毛利率同比增加2.06pct至40.09%，预计受核心原材料花椒、豆油和牛肉等成本下行提振。费用端来看，Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为12.01%/4.70%/2.40%/-2.23%，分别较去年同期-11.24%/+0.09%/-0.34%/-2.24pct，期间费用率累计下降13.73pct，其中销售费用下降明显，绝对值减少1940万元，主因央视等广告费用支出减少。受收入增长+毛利率提升+费用率下降等多重因素共振，公司Q1净利率提升至17.52%，同比提升9.1pct，对应归母净利润同比高增132.55%至3909.2万元。

► 大单品带动经营好转，业绩成长可期

公司今年有望受成本下行和大单品放量利好共振，带动经营持续好。公司是今年调味品行业为数不多的具备大单品成长逻辑的公司，Q2随着天气转热，葱油销售旺季来临，大单品增长有望继续提速，叠加成本改善和费用优化，盈利能力有望进一步提升，业绩成长可期。

投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司 23 年营业收入 12.04 亿元的预测至 10.34 亿元，新增 24-25 元预测 11.91/13.59 亿元；下调公司 23 年 EPS 2.35 元的预测至 1.74 元，新增 24-25 年预测 2.11/2.48 元；对应 2023 年 4 月 13 日收盘价 46.70 元估值分别为 27/22/19 倍，维持买入评级。

风险提示

大单品推广不及预期、成本下行不及预期、行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	806	882	1,034	1,191	1,359
YoY (%)	11.0%	9.4%	17.3%	15.2%	14.1%
归母净利润(百万元)	119	126	174	211	248
YoY (%)	-7.3%	6.3%	37.8%	21.3%	17.7%
毛利率 (%)	39.0%	36.9%	38.7%	39.0%	39.3%
每股收益(元)	1.19	1.26	1.74	2.11	2.48

ROE	7.8%	7.9%	9.8%	10.6%	11.1%
市盈率	39.24	37.06	26.90	22.17	18.84

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	882	1,034	1,191	1,359	净利润	126	173	210	248
YoY (%)	9.4%	17.3%	15.2%	14.1%	折旧和摊销	34	28	29	29
营业成本	556	634	726	825	营运资金变动	-26	-20	-41	-45
营业税金及附加	7	8	10	11	经营活动现金流	121	158	172	202
销售费用	141	145	161	179	资本开支	-61	-67	-57	-37
管理费用	45	52	57	64	投资	-1	0	0	0
财务费用	-8	0	0	0	投资活动现金流	752	-47	-34	-10
研发费用	32	37	43	49	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	10	0	0	0
投资收益	20	21	24	27	筹资活动现金流	-43	0	0	0
营业利润	140	194	236	278	现金净流量	830	111	138	191
营业外收支	3	3	3	3	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	143	197	239	281	成长能力 (%)				
所得税	17	24	29	34	营业收入增长率	9.4%	17.3%	15.2%	14.1%
净利润	126	173	210	248	净利润增长率	6.3%	37.8%	21.3%	17.7%
归属于母公司净利润	126	174	211	248	盈利能力 (%)				
YoY (%)	6.3%	37.8%	21.3%	17.7%	毛利率	36.9%	38.7%	39.0%	39.3%
每股收益	1.26	1.74	2.11	2.48	净利率	14.3%	16.8%	17.7%	18.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	6.9%	8.6%	9.3%	9.6%
货币资金	908	1,019	1,157	1,348	净资产收益率 ROE	7.9%	9.8%	10.6%	11.1%
预付款项	3	3	4	3	偿债能力 (%)				
存货	271	328	378	448	流动比率	6.86	6.75	6.41	6.30
其他流动资产	119	109	146	172	速动比率	5.38	5.17	4.90	4.79
流动资产合计	1,301	1,458	1,684	1,971	现金比率	4.79	4.71	4.40	4.31
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	11.8%	12.0%	12.7%	13.2%
固定资产	367	389	400	391	经营效率 (%)				
无形资产	20	21	21	21	总资产周转率	0.50	0.54	0.55	0.56
非流动资产合计	519	562	593	604	每股指标 (元)				
资产合计	1,820	2,020	2,277	2,575	每股收益	1.26	1.74	2.11	2.48
短期借款	10	10	10	10	每股净资产	16.05	17.78	19.89	22.37
应付账款及票据	122	142	173	203	每股经营现金流	1.21	1.58	1.72	2.02
其他流动负债	57	64	80	100	每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	189	216	263	313	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	37.06	26.90	22.17	18.84
其他长期负债	26	26	26	26	PB	2.39	2.47	2.21	1.97
非流动负债合计	26	26	26	26					
负债合计	215	242	288	339					
股本	100	100	100	100					
少数股东权益	0	0	0	-1					
股东权益合计	1,605	1,778	1,989	2,236					
负债和股东权益合计	1,820	2,020	2,277	2,575					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。