

葱油加速放量，利润率持续改善

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:	51.84/30.15
目标价格:		总市值(亿)	43.33
最新收盘价:	43.33	自由流通市值(亿)	16.76
		自由流通股数(百万)	38.69

事件概述

公司上半年营收4.60亿元，同比+10.4%；归母净利润0.90亿元，同比+41.8%；扣非归母净利润0.84亿元，同比+113.5%。

Q2 营收 2.37 亿元，同比+8.6%；归母净利润 0.50 亿元，同比+8.9%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比+63.5%。

分析判断:

▶ 葱油加速放量，第二曲线打开增长空间

公司上半年收入稳健增长10.4%，其中调味食品和调味配料分别同增12.9%和6.7%，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。

品类端来看，香菇酱实现销售1.74亿元，稳步增长；上海葱油保持高速增长势头，实现营收4395万元，同增93.41%，得益于公司在巩固成熟区域的基础上，增强生鲜店、特渠、餐饮等多渠道开发，大力推进线上渠道（同增83.9%），葱油产品铺市率和消费者触达快速提升；调味配料中花椒系列调味料实现收入8974万元。渠道端来看，公司今年加快拓展电商、餐饮渠道，积极构建覆盖B端C端、线上线下融合的全渠道营销网络。产品端来看，公司上半年积极发展大包装规格，主要服务于团餐、预制菜等餐饮客户，实现产品BC通用，打开销售场景。

▶ 成本下行+提效降费，利润率持续改善

上半年毛利率同比提升2.88pct至40.6%，我们预计受核心原材料花椒、豆油和牛肉等成本下行以及葱油规模提升提振。费用端来看，上半年销售费用率下降5.74pct，主因广告宣传费大幅下降，品宣有效性提升。受收入增长+毛利率提升+费用率下降等多重因素共振，公司H1净利率提升至19.5%，同比提升4.3pct，对应归母净利润同比高增41.8%至0.90亿元，盈利能力改善明显。

▶ 大单品逻辑兑现，业绩成长可期

公司大单品提振销售和经营的逻辑持续兑现，上海葱油成为公司增长的新动能，公司成为今年调味品行业为数不多的具备大单品成长逻辑的公司。我们看好公司今年持续受成本下行和大单品放量利好共振，盈利能力有望进一步提升。

投资建议

参考最新业绩报告，我们维持公司23-25年营业收入10.34/11.91/13.59亿元的预测；维持公司23-25年EPS 1.74/2.11/2.48元的预测；对应2023年8月7日收盘价43.33元估值分别为25/21/17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	36.41	34.39	24.96	20.57	17.48

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

分析师: 卢周伟

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

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					
利润总额	143	197	239	281	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	17	24	29	34	成长能力 (%)				
净利润	126	173	210	248	营业收入增长率	9.4%	17.3%	15.2%	14.1%
归属于母公司净利润	126	174	211	248	净利润增长率	6.3%	37.8%	21.3%	17.7%
YoY(%)	6.3%	37.8%	21.3%	17.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.26	1.74	2.11	2.48	毛利率	36.9%	38.7%	39.0%	39.3%
					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	34.39	24.96	20.57	17.48
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。