

仲景食品 (300908)

证券研究报告

2021年01月27日

开拓市场+研发新品+管理提效，20年净利润+40.6%

公司发布 2020 年度业绩快报。2020 年实现总营收 72,664.17 万元，同比增长 15.67%；营业利润 14,804.49 万元，同比增长 41.34%；利润总额 14,860.81 万元，同比增长 41.29%；归母净利润 12,880.56 万元，同比增长 40.56%。与年初相比，公司总资产为 15.8 亿元，增长 167.88%；归属于上市公司股东的所有者权益为 14.6 亿元，增长 219.04%；归属于上市公司股东的每股净资产为 14.62 元，增长 139.28%，均系 2020 年公司首次公开发行股票募集资金及经营业绩增长所致。

开拓市场+研发新品+管理提效，共同助力业绩增长。①积极进行市场开拓，调味食品业务销量增加，业绩增长；②持续研发投入，打造新品、差异化竞争，提升产品竞争力；③强化扁平管理，提升经营管理效率，期间费用率有所降低。

技术与资源兼具，不断推出新产品。1) 公司拥有健全的研发体系，形成了一系列核心技术。公司建立了以研发中心为核心，生产、质检等多部门联动的研发团队，涵盖新产品开发、技术研发、工艺优化、标准制订、质量控制的完整流程。2) 公司具有原材料优势。香菇类原料为公司调味食品的主要原材料，以香菇柄为主。而公司所在地河南省西峡县为“中国香菇之乡”、“全国食用菌行业十大主产地县”等称号，香菇是西峡县的重要经济作物，公司有先天优势实现原产地采购。3) 公司不断丰富创新产品种类。在发展过程中，仲景食品根据市场需求及产品情况，近年来基本保持每年 1-2 种的新品推出速度，为消费者的美食需求提供多样化的选择。

市场开拓推动进一步增长。1) 公司协同各销售区域的经销商共同开拓市场、促进消费。2) 公司根据销售区域的优劣势投放不同的市场开拓费用。针对销售优势区域，销售网络比较成熟，消费者认知度较高，主动消费意愿较强，市场开拓费用投放预算较低；针对尚处于市场培育期的销售区域，投放预算较高。

投资建议：仲景食品是国内香菇酱和新一代鲜辣酱的品类开创者，调味食品和调味配料双线并行，服务 B 端+C 端客户，依托资源优势，不断产品创新，采用领先技术和标准化指标降本增效。公司逐步拓展销售渠道，加强控制期间费用率，长期营收稳定增长，盈利及现金流向好。随着调味酱市场扩大和公司产能进一步释放，业绩有望进一步增长。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.29 亿元/ 1.71 亿元/ 2.11 亿元；对应 PE 分别为 56X/ 42X/ 34X。

风险提示：质量控制风险；主要原材料价格变动风险；食品安全风险；新产品开发及市场竞争风险；业绩快报数据是初步测算结果，以年报披露结果为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	529.61	628.19	726.66	899.41	1,065.33
增长率(%)	2.49	18.61	15.68	23.77	18.45
EBITDA(百万元)	134.46	148.99	163.03	215.54	262.91
净利润(百万元)	81.53	91.64	128.72	171.44	211.24
增长率(%)	2.74	12.39	40.47	33.19	23.21
EPS(元/股)	0.82	0.92	1.29	1.71	2.11
市盈率(P/E)	88.58	78.81	56.11	42.13	34.19
市净率(P/B)	15.80	15.75	11.80	9.22	7.26
市销率(P/S)	13.64	11.50	9.94	8.03	6.78
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.78	32.30	27.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	72.22 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	23.71
A 股总市值(百万元)	7,222.00
流通 A 股市值(百万元)	1,712.35
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	17.73
一年内最高/最低(元)	127.25/67.50

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

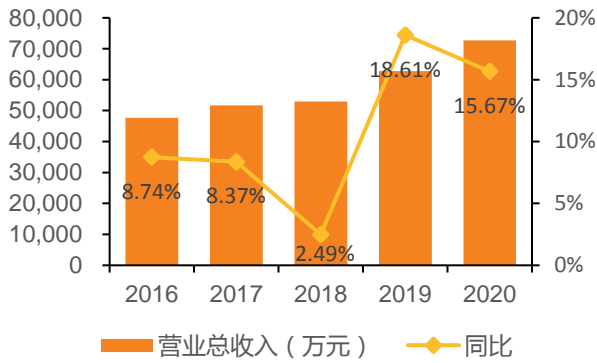
相关报告

1 《仲景食品-首次覆盖报告:立足优质调料赛道，挖掘香菇酱引领者多维成长动能》 2020-11-30

1. 公司公布 2020 年度业绩快报

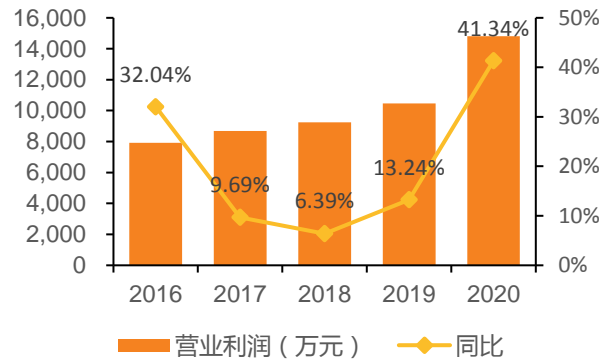
经营业绩：2020 年实现总营收 72,664.17 万元，同比增长 15.67%；营业利润 14,804.49 万元，同比增长 41.34%；利润总额 14,860.81 万元，同比增长 41.29%；归母净利润 12,880.56 万元，同比增长 40.56%。

图 1：2020 年总营收同比增长 15.67%



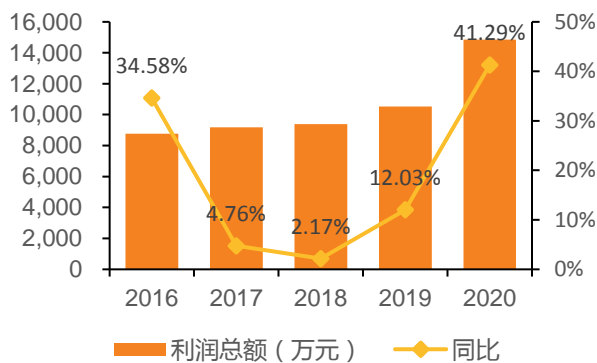
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2020 年营业利润增幅较大



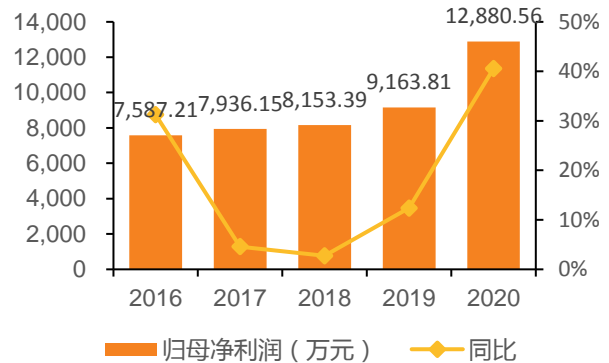
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2020 年利润总额同比增长 41.29%



资料来源：wind，天风证券研究所

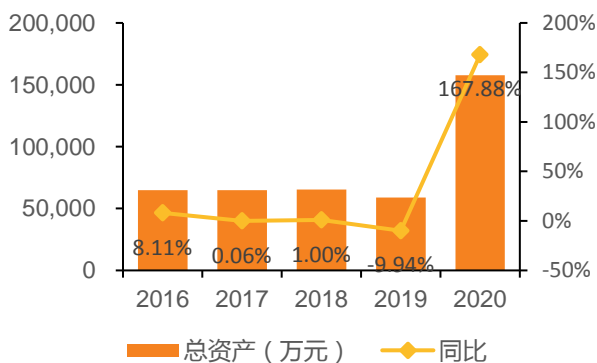
图 4：2020 年归母净利润达 1.29 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

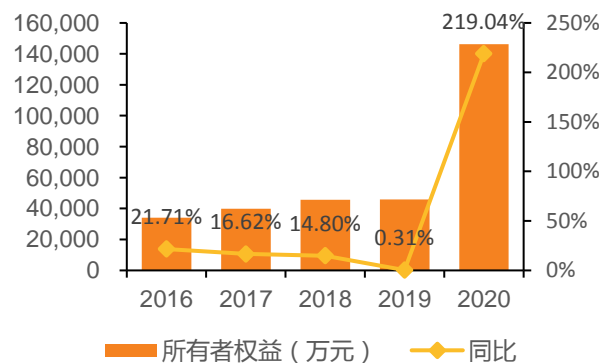
财务状况：与年初相比，公司总资产为 15.8 亿元，增长 167.88%；归属于上市公司股东的所有者权益为 14.6 亿元，增长 219.04%；归属于上市公司股东的每股净资产为 14.62 元，增长 139.28%，均系 2020 年公司首次公开发行股票募集资金及经营业绩增长所致。

图 5：2020 年末总资产达 15.8 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2020 年末所有者权益达 14.6 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 开拓市场+研发新品+管理提效，共同发力促进业绩增长

仲景食品采取了系列措施促进经营业绩增长：①积极进行市场开拓，调味食品业务销量增加，业绩增长；②持续研发投入，打造新品、差异化竞争，提升产品竞争力；③强化扁平管理，提升经营管理效率，期间费用率有所降低。

2.1. 技术与资源兼具，不断推出新产品

公司拥有健全的研发体系，形成了一系列核心技术。公司建立了以研发中心为核心，生产、质检等多部门联动的研发团队，涵盖新产品开发、技术研发、工艺优化、标准制订、质量控制的完整流程，报告期各期研发支出均在主营业务收入的 3%以上，拥有八项发明专利和五项外观专利，其中三项专利在生产经营中发挥比较重要的作用。经过多年发展和积累，公司在调味配料和调味食品的加工领域通过原始创新或者引进吸收消化再创新形成了一系列核心技术，如香菇发酵技术。

表 1：仲景食品三项较重要的专利

序号	专利名称	取得方式	使用的产品
1	一种发酵香菇制品	转让取得	调味酱产品
2	一种熟香风味高浓度花椒油及其制备方法	原始取得	调味配料、调味油产品
3	利用超临界流体技术分离花椒麻味成分的工艺	转让取得	调味配料、调味油产品

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司具有原材料优势。香菇类原料为公司调味食品的主要原材料，以香菇柄为主。而公司所在地河南省西峡县为“中国香菇之乡”、“全国食用菌行业十大主产基地县”等称号，香菇是西峡县的重要经济作物，公司有先天优势实现原产地采购。

公司不断丰富创新产品种类。在发展过程中，仲景食品根据市场需求及产品情况，近年来基本保持每年 1-2 种的新品推出速度，包括劲道牛肉酱、仲景六菌汤、仲景香菇小丁、调味红油、仲景香菇海苔、青麻鲜火锅底料、香菇蘸酱、仲景香菇肉丁等，为消费者的美食需求提供多样化的选择。

2.2. 以强研发为后盾，市场开拓推动公司收入进一步增长

公司协同各销售区域的经销商共同开拓市场、促进消费。公司在各销售区域用于市场开拓、营销推广的总体投入以市场推广费和销售支持折扣的形式体现，市场推广费是公司以销售费用形式体现的塑造品牌影响力、扩大产品销售规模、提升客户忠诚度的支出；销售支持折扣为公司以商业折扣形式体现的对经销商进行市场开拓而给予的支持。

表 2：仲景食品采用多种市场开拓方式

类型	应用业态	应用形式	应用目的
特殊陈列费	连锁超市、连锁便利店、农贸市场、社区（乡镇）超市	以形象地堆方式展示，在端架、侧柜、挂网等醒目位置陈设。	扩大产品陈列面，提升产品形象，促进销售。
促销服务费	连锁超市、农贸市场、社区（乡镇）超市、各类社区、学校、城市广场等	在销售终端开展推广活动时发生的人工费用。	通过试吃、推荐活动让消费者能更为直观的品尝、了解产品。
进店费	连锁超市、连锁便利店、社区（乡镇）超市	在产品首次进店时收取的一次性费用，如标签费、条码费等。	行业通行做法。
海报费	连锁超市	在连锁超市的促销海报上刊登公司产品。	宣传公司产品，增加产品曝光度。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司根据销售区域的优劣势投放不同的市场开拓费用。针对销售优势区域，如河南省、山东省，由于公司产品在当地畅销多年，销售网络比较成熟，消费者认知度较高，主动消费意愿较强，因而公司对此类销售区域的市场开拓费用投放预算通常较低；针对尚处于市场培育期的销售区域，公司需加大市场推广力度提高公司及产品知名度、刺激消费者的购买欲望，结合部分经济发达区域推广成本较高的现实情况，则投放预算较高。

3. 盈利预测

仲景食品是国内香菇酱和新一代鲜辣酱的品类开创者，调味食品和调味配料双线并行，服务 B 端+C 端客户，依托资源优势，不断产品创新，采用领先技术和标准化指标降本增效。公司逐步拓展销售渠道，加强控制期间费用率，长期营收稳定增长，盈利及现金流向好。随着调味酱市场扩大和公司产能进一步释放，业绩有望进一步增长。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.29 亿元/ 1.71 亿元/ 2.11 亿元；对应 PE 分别为 56X/ 42X/ 34X。

4. 风险提示

质量控制风险：公司采购涉及众多供应商，存在各生产环节、工序交接等质量控制节点出现疏漏导致产品质量问题的可能，以及公司无法对全国各地的运输环节和流通渠道进行直接控制，可能对公司产品质量产生不利影响。

主要原材料价格变动风险：如果未来经济环境发生变化，原材料采购价格大幅上涨，行业竞争水平加剧，可能对公司的盈利能力产生影响。

食品安全风险：食品安全问题会影响餐饮企业的声誉，进而影响公司的口碑和竞争力。

新产品开发及市场竞争风险：食品行业产品同质化情况较多，消费者口味变化较大，而公司目前部分新产品尚处于培育期，市场影响力有限。如果在一段时间内没有形成相对稳定的客户群，将对公司业绩产生不利影响。

业绩快报数据是初步测算结果，以年报披露结果为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	98.95	92.62	0.00	306.38	96.39
应收票据及应收账款	64.67	73.44	91.50	60.77	119.59
预付账款	0.79	0.50	2.79	0.18	3.28
存货	190.18	125.70	419.13	191.27	581.11
其他	3.10	9.76	4.98	7.06	6.95
流动资产合计	357.69	302.02	518.40	565.66	807.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	266.89	258.45	267.90	297.44	326.02
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	22.20	21.48	20.76	20.04	19.31
其他	7.33	7.12	7.83	7.03	6.58
非流动资产合计	296.42	287.04	332.49	394.10	423.68
资产总计	654.11	589.06	850.89	959.76	1,231.00
短期借款	100.00	31.00	80.97	50.00	50.00
应付票据及应付账款	49.69	52.37	97.36	70.80	123.21
其他	24.73	26.06	38.44	34.11	42.20
流动负债合计	174.42	109.43	216.77	154.91	215.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.01	19.10	20.11	19.74	19.65
非流动负债合计	20.01	19.10	20.11	19.74	19.65
负债合计	194.43	128.53	236.88	174.65	235.06
少数股东权益	2.72	2.14	1.89	1.55	1.14
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	381.96	383.40	512.12	683.56	894.80
其他	0.00	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)
股东权益合计	459.68	460.54	614.01	785.11	995.93
负债和股东权益总	654.11	589.06	850.89	959.76	1,231.00

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	81.00	91.46	128.72	171.44	211.24
折旧摊销	24.40	24.65	15.27	17.59	19.98
财务费用	6.15	2.74	2.28	2.54	1.84
投资损失	(0.47)	(0.88)	(0.59)	(0.59)	(0.59)
营运资金变动	27.56	46.21	(253.99)	230.44	(391.09)
其它	1.66	11.28	(0.25)	(0.34)	(0.41)
经营活动现金流	140.31	175.46	(108.56)	421.08	(159.04)
资本支出	20.34	16.07	58.99	80.37	50.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(40.73)	(35.42)	(118.40)	(159.78)	(99.50)
投资活动现金流	(20.39)	(19.35)	(59.41)	(79.41)	(49.41)
债权融资	100.00	31.00	83.63	50.89	51.19
股权融资	(2.39)	(2.66)	22.74	(2.53)	(1.82)
其他	(169.81)	(190.78)	(31.02)	(83.65)	(50.90)
筹资活动现金流	(72.20)	(162.44)	75.36	(35.29)	(1.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	47.73	(6.33)	(92.62)	306.38	(209.99)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	529.61	628.19	726.66	899.41	1,065.33
营业成本	296.92	364.28	415.66	508.42	599.34
营业税金及附加	6.23	6.13	7.27	8.99	10.65
营业费用	84.61	102.00	101.73	121.42	138.49
管理费用	30.64	32.78	32.70	35.98	42.61
研发费用	19.39	20.49	21.80	26.98	31.96
财务费用	2.40	2.68	2.28	2.54	1.84
资产减值损失	1.24	(0.80)	0.33	0.26	(0.07)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.47	0.88	0.59	0.59	0.59
其他	(4.79)	(4.98)	(1.17)	(1.17)	(1.17)
营业利润	92.50	104.74	145.48	195.41	241.09
营业外收入	1.70	0.53	2.44	1.56	1.51
营业外支出	0.31	0.09	0.19	0.20	0.16
利润总额	93.89	105.18	147.74	196.77	242.45
所得税	12.89	13.72	19.27	25.67	31.63
净利润	81.00	91.46	128.47	171.10	210.82
少数股东损益	(0.53)	(0.18)	(0.25)	(0.34)	(0.41)
归属于母公司净利润	81.53	91.64	128.72	171.44	211.24
每股收益(元)	0.82	0.92	1.29	1.71	2.11

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	2.49%	18.61%	15.68%	23.77%	18.45%
营业利润	6.39%	13.24%	38.90%	34.32%	23.38%
归属于母公司净利润	2.74%	12.39%	40.47%	33.19%	23.21%
获利能力					
毛利率	43.94%	42.01%	42.80%	43.47%	43.74%
净利率	15.40%	14.59%	17.71%	19.06%	19.83%
ROE	17.84%	19.99%	21.03%	21.88%	21.23%
ROIC	16.91%	20.60%	32.79%	24.95%	40.42%
偿债能力					
资产负债率	29.72%	21.82%	27.84%	18.20%	19.10%
净负债率	0.23%	-13.38%	13.62%	-32.54%	-4.54%
流动比率	2.05	2.76	2.39	3.65	3.75
速动比率	0.96	1.61	0.46	2.42	1.05
营运能力					
应收账款周转率	8.78	9.10	8.81	11.81	11.81
存货周转率	2.51	3.98	2.67	2.95	2.76
总资产周转率	0.81	1.01	1.01	0.99	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.82	0.92	1.29	1.71	2.11
每股经营现金流	1.40	1.75	-1.09	4.21	-1.59
每股净资产	4.57	4.58	6.12	7.84	9.95
估值比率					
市盈率	88.58	78.81	56.11	42.13	34.19
市净率	15.80	15.75	11.80	9.22	7.26
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.78	32.30	27.28
EV/EBIT	0.00	0.00	49.40	35.17	29.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com