

仲景食品 (300908.SZ)

调味食品表现亮眼，渠道开拓加速进行

事件：公司发布 2020 年度报告。2020 年公司实现营收 7.27 亿元，同比增长 15.68%；归母净利润 1.28 亿元，同比增长 39.65%；扣非归母净利润 1.18 亿元，同比增长 37.48%；其中 Q4 营收 1.79 亿元，同比增长 7.74%；归母净利润 0.22 亿元，同比增长 4.23%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同比增长 12.34%。

调味食品双位数高增，渠道开拓加速进行。**1) 分产品看：**公司战略聚焦调味食品，重视研发打造新品，牛肉酱、调味油等产品销量均明显增加，调味食品成为增长核心驱动力。2020 年调味配料和调味食品增速分别约为 2.61%（量+14%，价-10%）、29.42%（量+34%，价-3%）；**2) 分地区看：**公司加快调味食品渠道拓宽和下沉速度，报告期内新增经销商 242 人（同比+22.37%），其中华东、华北分别增加经销商 139 人（同比+39.6%）、68 人（同比+26.67%），分别带动营收增长 14.69%/27.1%。除华南和东北地区外，其他市场营收均实现两位数高增。公司精耕河南、山东两个亿元根据地市场，逐步启动鄂、浙、赣、湘、川、渝省区招商，全国渠道有望进一步深耕。

费用率仍有下行空间，净利率实现稳步走高。从盈利端来看，2020 年毛利率同比下滑 0.74pct，其中调味食品及调味配料毛利率分别同比变动 -5.87pct/3.55pct。我们认为主要原因系：**1) 运输费用调整至营业成本导致毛利率整体有所下滑，但是销售费用率同比下调 3.59pct，带动净利率呈现走高态势（同比+3.05pct）；2) 原材料价格变动：**红花椒采购价格同比下降 36%、青花椒（含青红椒）采购价格同比下滑 35%，受此影响调味配料毛利率有所提升，另外香菇柄供给下滑导致采购价格走高，对调味配料毛利率形成一定压力；**3) 公司在疫情期间让利消费者，香菇酱、牛肉酱加量不加价，致调味食品毛利率略有下滑。**费用端来看，公司管理/研发/财务费用率分别同比变动 +0.17pct/-0.04pct/-0.37pct。报告期内公司强化扁平管理，我们认为期间费用率仍有下行空间。

品牌渠道有望改善，产能扩充助力发展。根据公司目标规划，2021 年度公司营业目标同比增速不低于 15%，净利润同比增速不低于 25%。同时，公司于 2020 年 12 月底发布公告，将原年产 3000 万瓶的调味酱生产项目提升至 6000 万瓶，产能扩充为未来增长奠定坚实基础。并积极进行营销网络建设，2020 年公司大幅增加广告宣传投入力度（同比+47%），品牌力建设为公司的重点，我们预计在品牌、渠道及产能多因素共振下，公司有望顺利完成年度目标，实现稳健发展。

投资建议：预计公司 21/22/23 年营收分别为 8.4/9.7/11.4 亿元，同比 +15.1%/16.4%/17.1%；归母净利润 1.6/2.0/2.4 亿元，同比 +26.7%/20.4%/21.4%；对应 PE 为 40/33/27 倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	628	727	836	973	1,140
增长率 yoy (%)	18.6	15.7	15.1	16.4	17.1
归母净利润(百万元)	92	128	162	195	237
增长率 yoy (%)	12.4	39.6	26.7	20.4	21.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.92	1.28	1.62	1.95	2.37
净资产收益率 (%)	19.9	8.7	10.0	10.7	11.5
P/E (倍)	70.3	50.3	39.7	33.0	27.2
P/B (倍)	14.0	4.4	4.0	3.5	3.1

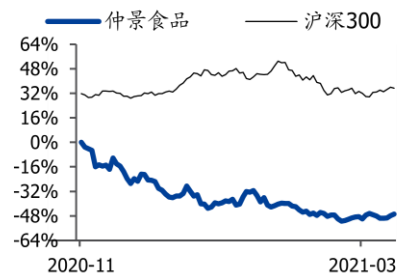
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
最新收盘价	64.38
总市值(百万元)	6,438.00
总股本(百万股)	100.00
其中自由流通股(%)	23.71
30 日日均成交量(百万股)	0.87

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

1、《仲景食品 (300908.SZ)：首创香菇酱，成长进行时》
2021-03-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	302	1277	1517	1635	1921
现金	93	180	398	455	701
应收票据及应收账款	73	75	111	105	148
其他应收款	1	1	2	2	3
预付账款	1	1	1	1	1
存货	126	175	160	227	223
其他流动资产	8	845	845	845	845
非流动资产	287	300	312	330	353
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	258	255	270	290	314
无形资产	21	21	20	20	19
其他非流动资产	7	24	22	21	20
资产总计	589	1578	1830	1965	2274
流动负债	109	93	182	122	195
短期借款	31	0	30	30	30
应付票据及应付账款	52	65	108	61	116
其他流动负债	26	28	44	31	48
非流动负债	19	22	22	22	22
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	22	22	22	22
负债合计	129	114	204	144	216
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	75	100	100	100	100
资本公积	0	888	888	888	888
留存收益	383	474	636	831	1068
归属母公司股东权益	458	1462	1624	1819	2056
负债和股东权益	589	1578	1830	1965	2274

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	175	108	220	97	293
净利润	91	128	162	195	237
折旧摊销	25	26	27	32	37
财务费用	3	0	-4	-6	-10
投资损失	-1	-2	-3	-3	-3
营运资金变动	53	-37	37	-121	33
其他经营现金流	4	-7	0	0	0
投资活动现金流	-19	-867	-36	-46	-57
资本支出	20	34	12	18	23
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	-834	-24	-29	-34
筹资活动现金流	-162	848	34	6	10
短期借款	-69	-31	30	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0	0
资本公积增加	0	888	0	0	0
其他筹资现金流	-93	-34	4	6	10
现金净增加额	-6	88	218	57	246

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	628	727	836	973	1140
营业成本	364	427	476	549	638
营业税金及附加	6	6	8	9	10
营业费用	102	92	113	134	160
管理费用	33	39	42	44	46
研发费用	20	26	25	29	34
财务费用	3	0	-4	-6	-10
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他收益	5	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	3	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	105	145	187	224	272
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	105	148	187	224	272
所得税	14	20	25	29	35
净利润	91	128	162	195	237
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	92	128	162	195	237
EBITDA	129	168	206	245	294
EPS (元)	0.92	1.28	1.62	1.95	2.37

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.6	15.7	15.1	16.4	17.1
营业利润(%)	13.2	38.6	28.8	20.0	21.4
归属于母公司净利润(%)	12.4	39.6	26.7	20.4	21.4
获利能力					
毛利率(%)	42.0	41.3	43.1	43.6	44.0
净利率(%)	14.6	17.6	19.4	20.0	20.8
ROE(%)	19.9	8.7	10.0	10.7	11.5
ROIC(%)	17.9	8.3	9.3	9.9	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	21.8	7.2	11.1	7.3	9.5
净负债比率(%)	-9.7	-11.1	-21.6	-22.4	-31.8
流动比率	2.8	13.8	8.3	13.4	9.9
速动比率	1.5	11.8	7.4	11.4	8.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.1	9.8	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	7.1	7.3	5.5	6.5	7.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.28	1.62	1.95	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	1.08	2.20	0.97	2.93
每股净资产(最新摊薄)	4.58	14.62	16.24	18.19	20.56
估值比率					
P/E	70.3	50.3	39.7	33.0	27.2
P/B	14.0	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	49.6	32.4	25.4	21.2	16.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com