

# 双主业携手并行，以技术驱动成长

## 仲景食品(300908)

仲景食品成立于2002年，形成调味食品和调味配料双业并行的格局，公司是国内香菇酱和新一代鲜辣酱的开创者，也是超临界萃取调味配料的先行者，并不断丰富产品种类，让世界有滋有味。

### ▶ 首创香菇酱，丰富产品结构推动调味食品高增长

公司调味食品以大单品香菇酱为基础，不断进行产品创新，带动销售规模不断提升。从行业来看，调味酱市场整体规模超300亿元，量价齐升带动年化增长6%；同时调味酱种类繁多，细分调味酱仍有成长空间，其中香菇酱正被越来越多的品牌纳入产品组合，而仲景是香菇酱的领军品牌，随着两者相关度不断提升，公司调味食品业务有望随着行业发展不断成长。

公司借助西峡香菇产地优势以及领先的研发创新技术，不断优化产品和丰富产品线；同时深化渠道建设，立足华东、华中开拓新兴市场。公司调味食品业务近几年维持可观增长，后续随着新建6000万瓶调味酱建成投产，调味品食品业务天花板将进一步被打开。

### ▶ 开创定量调配新纪元，调味配料高粘性稳增长

调味配料是公司自成立以来一直深耕的业务，公司通过风味物质定量调配使口味标准化，已经调配出了分别代表麻、辣、鲜、辛、香和特色风味的调味配料，其中花椒系列产品深受客户信赖。公司主要通过直营模式面向B端客户，客户粘性和稳定性较高，并通过经销商开发更多对公司标品有需求的客户。随着食品工业化和餐饮连锁化趋势加强，公司调味配料业务将随着行业需求的增加不断稳步成长。

### 投资建议

我们预计公司21-23年营收8.85/10.43/12.04亿元，分别同比+21.8%/+17.8%/+15.4%；归母净利润1.63/1.97/2.35亿元，分别同比+27.0%/+21.3%/+19.0%；21-23年EPS分别为1.63/1.97/2.35元，对应2021年9月7日56.51元/股收盘价，PE分别为34.77/28.66/24.09倍，首次覆盖，给予买入评级。

### 风险提示

原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全

### 盈利预测与估值

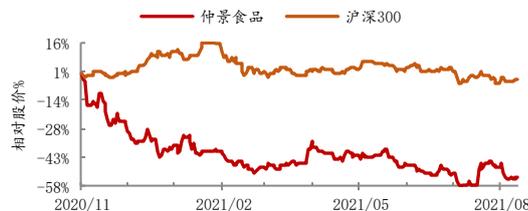
财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	628	727	885	1,043	1,204
YoY (%)	18.6%	15.7%	21.8%	17.8%	15.4%
归母净利润(百万元)	92	128	163	197	235
YoY (%)	12.4%	39.6%	27.0%	21.3%	19.0%
毛利率(%)	42.0%	41.3%	41.5%	41.9%	42.2%
每股收益(元)	1.22	1.28	1.63	1.97	2.35
ROE	20.0%	8.8%	10.0%	10.8%	11.4%
市盈率	46.32	34.04	34.77	28.66	24.09

资料来源：wind、华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：首次覆盖  
目标价格：  
最新收盘价：56.51

股票代码：300908  
52周最高价/最低价：127.25/48.53  
总市值(亿)：56.51  
自由流通市值(亿)：14.13  
自由流通股数(百万)：25.00



分析师：寇星  
邮箱：kouxing@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040004  
联系电话：

### 相关研究

- 1.
- 2.
- 3.

## 正文目录

1. 创新驱动，让世界有滋有味.....	4
1.1. 从调味配料到调味食品，创新推动业务多元化.....	4
1.2. 双业务并行，双渠道加速市场布局.....	4
1.3. 股权结构集中，高管持股支持公司发展.....	6
2. 调味酱百花齐放，川味调味配料茁壮成长.....	7
2.1. 调味酱市场稳健增长，优质企业品牌效应显现.....	7
2.2. 火锅川菜带动调味配料发展，超临界 CO <sub>2</sub> 萃取是最佳方案.....	8
3. 深化渠道开拓调味食品市场，调味配料稳健发展.....	11
3.1. 首创香菇酱持续品类创新，深化渠道开拓调味食品市场.....	11
3.2. 调味配料技术领先，客户优质稳定.....	15
4. 盈利预测与投资建议.....	16
5. 风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	4
图表 2 公司近几年业绩稳健增长（亿元）.....	5
图表 3 公司形成双主业并行的业务格局.....	5
图表 4 香菇酱是调味食品的核心大单品.....	5
图表 5 调味品配料分产品占比情况.....	5
图表 6 公司形成直营+经销平分秋色的渠道格局.....	6
图表 7 华中和华东是公司的核心市场（亿元）.....	6
图表 8 公司股权结构.....	6
图表 9 调味酱市场规模（亿元）.....	7
图表 10 百强调味品企业调味酱产能（万吨）.....	7
图表 11 部分的地区调味酱示例.....	8
图表 12 调味酱竞争格局.....	8
图表 13 多个品牌在香菇酱领域均有布局.....	8
图表 14 香辛料植物提取方法对比.....	8
图表 15 调味配料行业主要竞争对手.....	9
图表 16 调味配料相关法律法规.....	9
图表 17 川菜和火锅热度提升.....	10
图表 18 我国火锅餐饮市场规模及增速（亿元）.....	10
图表 19 复合调味料市场快速增长（亿元）.....	10
图表 20 火锅底料市场规模及增速（亿元）.....	10
图表 21 公司调味食品代表产品.....	11
图表 22 公司调味配料代表产品.....	11
图表 23 西峡香菇被授予生态原产地产品保护产品.....	12
图表 24 西峡县被授予国家出口香菇质量安全示范.....	12
图表 25 研发费用率对比.....	12
图表 26 近几年公司推出的调味食品新品.....	12
图表 27 公司调味食品规模快速增长.....	13
图表 28 公司产能利用率较高.....	13
图表 29 公司调味食品业务分渠道布局.....	13
图表 30 调味食品覆盖了大中型商超.....	13
图表 31 公司经销商数量.....	14
图表 32 公司分区域销售额增速.....	14
图表 33 公司销售费用分拆（亿元）.....	14
图表 34 公司线上渠道收入分拆.....	14

图表 35	公司调味配料核心产品.....	15
图表 36	调味配料核心技术一览.....	15
图表 37	公司调味配料分渠道占比.....	16
图表 38	公司核心客户合作情况.....	16
图表 39	公司收入拆分.....	17
图表 40	可比公司估值对比.....	17

## 1. 创新驱动，让世界有滋有味

### 1.1. 从调味配料到调味食品，创新推动业务多元化

仲景食品成立于2002年9月，历经10多年发展，于2020年11月在深交所挂牌上市，目前主要从事调味配料（以花椒、辣椒香辛植物提取物为代表）和调味食品（以仲景香菇酱、劲道牛肉酱为代表）的研发、生产和销售，尤以香菇酱和花椒类油状调味配料出名。公司形成双主业并行的业务结构，创新驱动，以产品差异化竞争策略，通过不断的品类和风味技术创新，实现规模扩张和发展壮大，总体销售规模超过7亿元。

**成立初期聚焦调味配料，实现风味物质定量调配：**公司2002年成立以来深耕调味配料业务，探索采用超临界CO<sub>2</sub>萃取技术获得香辛植物提取物，并通过风味物质定量调配使口味标准化，不断研发塑造符合客户独特口味需求的食品风味。2006年公司运用风味定量标准调配的花椒油上市，是公司调味油类、也是风味物质标准化、数据化的里程碑式产品。公司目前已经拥有了花椒、辣椒、姜等多个系列产品，不断创新满足市场需求。

**首创香菇酱，进军调味食品行业：**2008年公司借助“西峡香菇”产地优势推出仲景香菇酱，并形成香菇酱系列产品，开始进军调味食品业务。2014年公司在研究川味风味的基础上推出了仲景的特色调味油；2015年基于野生蓝莓原料推出了北极蓝莓果酱；2018年依据市场需求推出特色肉酱：劲道牛肉酱；2019年推出便捷性菌汤食品仲景六菌汤以及具有川味特色风味的拌菜料新品成都红油；2020年推出火锅用料新产品青麻鲜火锅底料、香菇蘸酱、香菇海苔和辣辣队新鲜辣酱等；2021年上新4款火锅底料。公司持续投入研发，不断丰富产品品类，践行产品差异化的竞争策略，不断为消费者提供多样化的佐餐选择，调味食品产品系列不断多元化。

图表1 公司发展历程



资料来源：公司公告、华西证券研究所

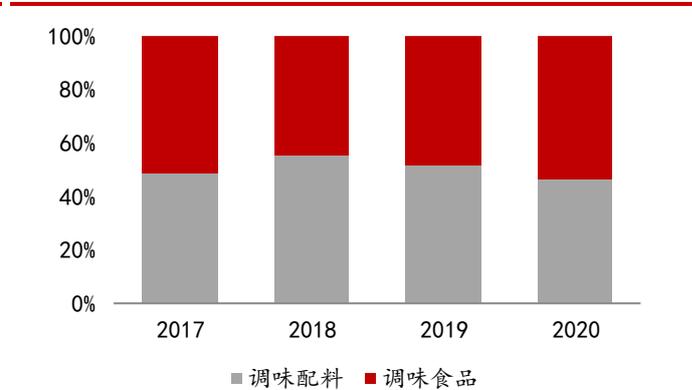
### 1.2. 双业务并行，双渠道加速市场布局

**调味食品与调味配料双线并行，调味食品重要性提升：**公司调味食品与调味配料双线并行发展，但近两年开始重点发力调味食品，调味食品营收占比逐渐上升，重要性提升。2020年公司主营业务收入增长15.51%，其中调味食品增幅29.42%，调

味配料增幅 2.61%，调味食品占比达到 48.10%。调味食品业务在发展打磨香菇酱大单品的基础上，多元化成果显著，不断丰富以香菇为基础的调味食品种类，同时牛肉酱等产品也取得了不错的发展成绩，牛肉酱 19 年营收同比增长 134.82%。调味配料构建了花椒系列领航，其他香辛系列百花齐放的多元格局，各大品类稳健增长。

图表 2 公司近几年业绩稳健增长 (亿元)

图表 3 公司形成双主业并行的业务格局

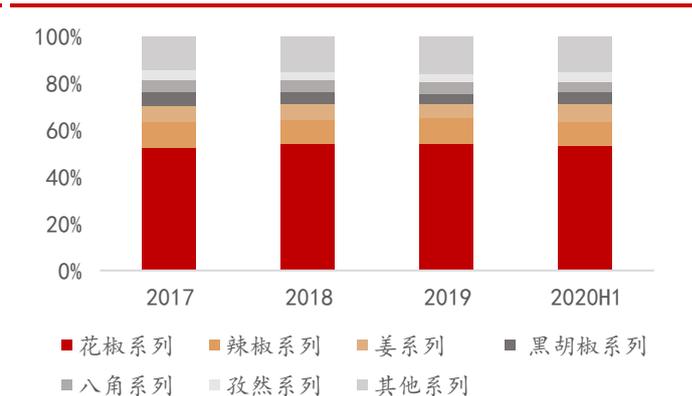
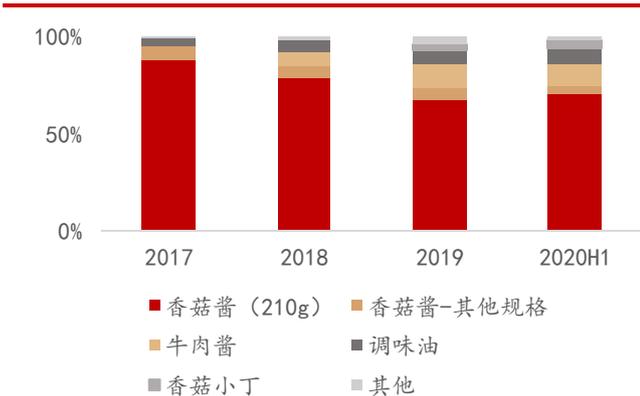


资料来源：公司公告、华西证券研究所

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 4 香菇酱是调味食品的核心大单品

图表 5 调味品配料分产品占比情况



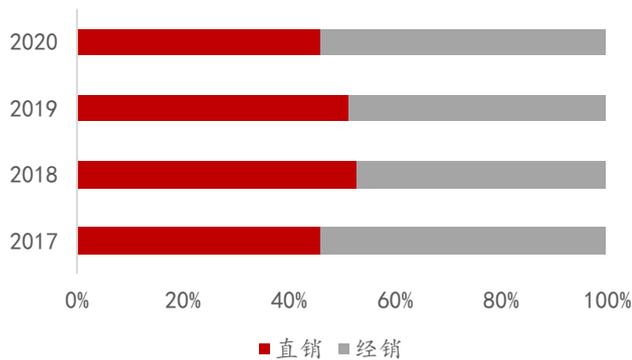
资料来源：公告公告、华西证券研究所

资料来源：公司公告、华西证券研究所

**调味食品以经销为主、调味配料以直销为主，形成经销+直销并行的渠道结构。**调味食品渠道方面，公司已构建由 54 个办事处、300 多位销售人员、1000 多家经销商组成的销售网络，最终销售对象一般为直接用于家庭佐餐食用的消费者及餐饮企业。调味配料渠道方面，公司与下游调味料、方便食品、肉制品、休闲食品制造企业建立持续稳定的合作关系，主要以直销模式开展销售，涉及到今麦郎、康师傅、海底捞、联合利华、安琪、白象、有友、味好美、金锣、雨润等千余家客户。公司直营与经销收入占比基本平分秋色，经销渠道占比略高一点。

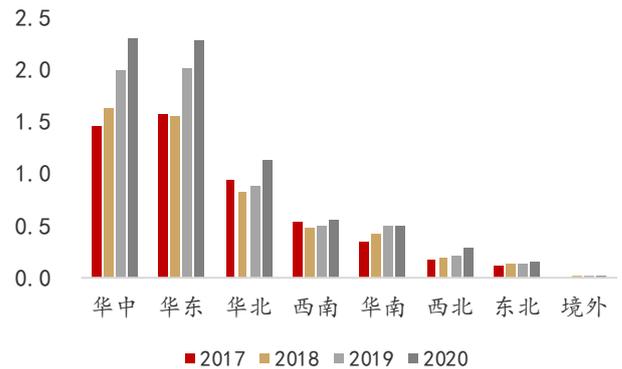
分区域来看，公司收入主要集中在华中、华东地区，并不断积极拓展华北、华东和中部地区等消费市场，随着全国口味的不断融合，其他消费市场的业绩也实现了可观的增长。

图表 6 公司形成直营+经销平分秋色的渠道格局



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 7 华中和华东是公司的核心市场 (亿元)

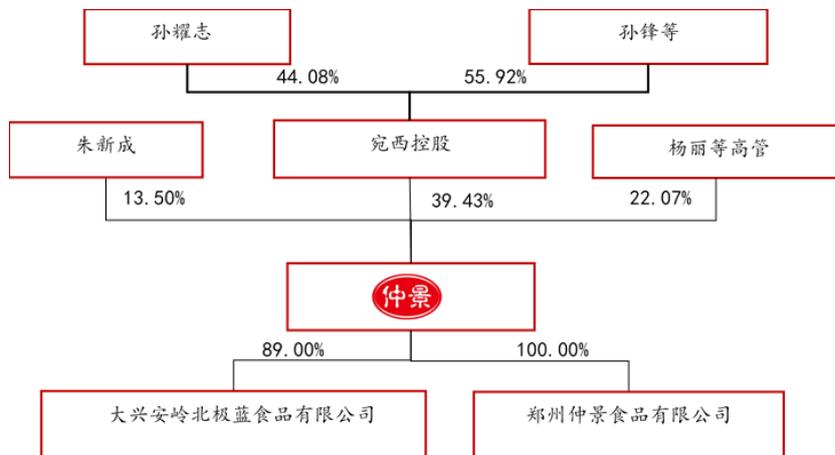


资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 1.3. 股权结构集中，高管持股支持公司发展

**股权结构集中，高管持股股权稳定：**公司实际控制人是孙耀志和朱新成先生，其中孙耀志先生持有公司第一大股东宛西控股 44.08%的股权，而宛西控股持有公司 39.4%的股份；另一实际控制人朱新成直接持有公司 13.5%的股份。公司董事、高级管理人员杨丽、郭建伟、张永安、孙伟等直接持有公司股票。在高管持股的治理结构下，公司股权稳定，能充分调动核心管理层的主观能动性。

图表 8 公司股权结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

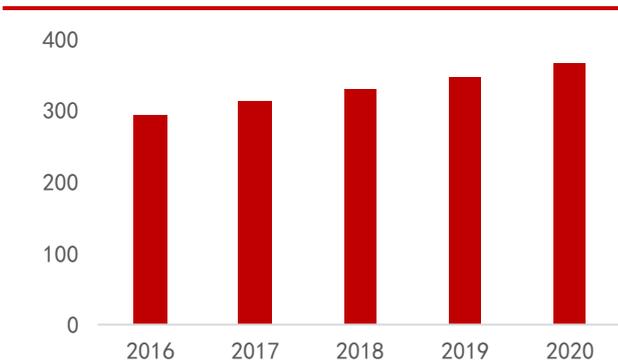
## 2. 调味酱百花齐放，川味调味配料茁壮成长

### 2.1. 调味酱市场稳健增长，优质企业品牌效应显现

**调味品总规模超三千亿，调味酱占比 10%左右：**调味品是稳健增长的常青行业，市场总规模超过 3000 亿元，随着居民收入水平提升和消费升级，调味品预计仍将维持稳健增长，其中调味酱收入规模超过 300 亿，占调味品市场 10%左右。

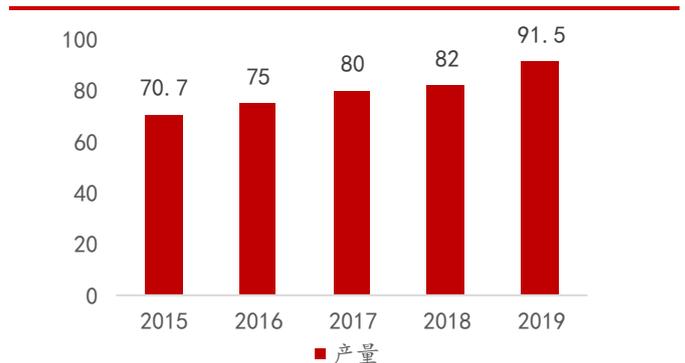
**调味酱稳健增长。**参考第三方数据，2016-2020 年调味酱零售市场规模从 294 亿元增至 368 亿元，年化增长 5.7%，规模不断提升。从产量来看，百强调味品企业 2016-2019 年调味酱总产量从 71 万吨增长至 92 万吨，CAGR 为 4%，实现量价齐升。

图表 9 调味酱市场规模（亿元）



资料来源：statista、华西证券研究所

图表 10 百强调味品企业调味酱产能（万吨）



资料来源：中国调味品协会、华西证券研究所

**我国地域辽阔、口味差异化明显，细分调味酱仍具成长空间。**调味酱种类繁多，不同地区偏爱不同风味的调味酱，如东北地区盛行熟豆酱，华南地区盛行叉烧、沙茶酱及海鲜酱等，而西南地区则风靡贵州油辣椒酱、风味豆豉酱和豆瓣酱，华中地区流行湖南剁椒酱、河南香菇酱，华北地区则盛行黄豆酱、芝麻酱，华东地区盛行豆瓣酱、海鲜酱以及沙茶酱等。尽管以老干妈为代表的辣椒酱在调味酱市场份额上占据大头，但由于各地域消费者喜好存在差异，细分的特色酱如香菇酱仍然具有发展空间。同时调味品行业的多元化趋势愈发明显，有望实现百花齐放。

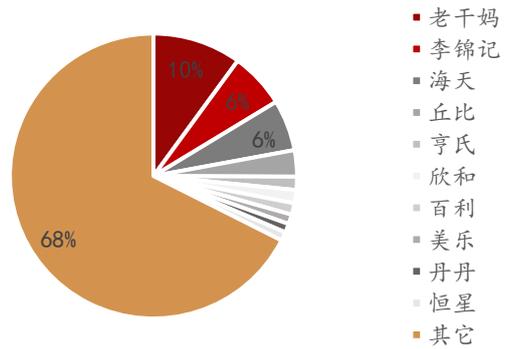
**老干妈遥遥领先，行业分四级梯队。**调味酱具有明显的地域偏好性，单品类规模不易做大，市场中大型企业不多。目前调味酱主要分为三大阵营，第一阵营为规模超过 30 亿元的老干妈，占比 10%左右；第二阵营有李锦记、海天和丘比，规模在 10-30 亿之间，第三梯队为亨氏、欣和、百利、美乐、丹丹、恒星、仲景等二十多个玩家，规模在十亿之下，另外市场中仍有大量规模不足 1 亿的中小企业。调味酱行业 CR5 约为 26%，集中度仍然不高。

图表 11 部分的地区调味酱示例



资料来源：百度图片、华西证券研究所

图表 12 调味酱竞争格局



资料来源：中国调味品协会、华西证券研究所 注：2018 年数据

**香菇酱入局者增多，市场关注度提升：**聚焦到香菇酱行业来看，香菇酱是调味酱中较为细分的赛道，2008 年由仲景首创，主要生产集中在河南，深受华中、华东地区消费者喜爱。虽然香菇酱整体规模仍然不大，但香菇特有的香菇多糖等营养和香味物质使得香菇酱具备特有的吸引力，是具备成长潜力的差异化品类。香菇酱赛道的参与者众多，除仲景外，海天、吉香居和丁点儿等品牌纷纷推出香菇酱类产品，市场规模也有望随着各企业携手发展不断扩大，而仲景正积极将品牌与香菇酱的关联度提升，有望随着行业发展推动公司香菇酱业务不断壮大。

图表 13 多个品牌在香菇酱领域均有布局



资料来源：京东、华西证券研究所

## 2.2. 火锅川菜带动调味配料发展，超临界 CO<sub>2</sub> 萃取是最佳方案

公司采用超临界 CO<sub>2</sub> 萃取技术将香辛料精油、树脂萃取出来，所提取的产品天然、香味纯正、无溶剂残留、产品质量高。当流体的温度和压力均处于临界点之上时，称之为处于超临界状态，此时流体介于气体和液体之间，CO<sub>2</sub> 的临界温度和临界压力分别为 31℃及 7.28MPa 左右，可在接近室温条件下萃取，以有效避免温度过高导致的化合物氧化及分解，尤其适用于树脂和热敏性植物香料的萃取。通过该方式提取香辛料精油、树脂，克服了蒸馏法所造成的油脂氧化、酸败以及溶剂提取法造成的有机溶剂残留等缺点；并且避免了压榨法精制过程中造成的芳香油挥发、色泽变暗等问题，是香辛料提取的最佳方案。

图表 14 香辛料植物提取方法对比

名称	压榨法	水蒸气蒸馏法	溶剂萃取法	超临界 CO <sub>2</sub> 萃取法
主要方法	通过机械方式从香辛料中提取出风味物质，再通过过滤、离心的方式分离出香辛料油	香辛料的花、枝、叶、皮、根、茎、果等为原料切碎后，加水浸泡，经煮沸，使精油与水蒸气一起蒸出，经冷凝后收集	使用有机溶剂溶解香辛料粉末并搅拌过滤，后将滤液减压蒸馏，直至所得产物无有机溶剂气味	利用在临界温度、临界压力的条件下，CO <sub>2</sub> 对溶质有较好的溶解能力，将香辛料精油、树脂萃取出来，后通过改变温度和压力将 CO <sub>2</sub> 进行分离，得到香辛料精油、树脂

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

<b>优点</b>	操作较为简便，在常温下即可进行，精油中萜烯类化合物的结构不被破坏	操作简单、成本低	在于室温或低温下即可进行提取，保证了易挥发性成分的质量	避免温度过高导致的化合物分解、挥发、氧化及酸败；CO <sub>2</sub> 无毒无臭所以提取的产品天然、香味纯正、无溶剂残留、产品质量高
<b>缺点</b>	应用范围较窄，只适用于含油量较高的植物，且出油率低，不适用于工业推广	提取时间长温度高，易造成部分易氧化分解成分被破坏，高沸点、无挥发性的物质不易蒸出	成本较高，容易产生有机物残留	操作过程需要在高压下进行，设备投资与操作费用较高
<b>适用原料</b>	含油量相对较高植物，如芝麻、辣椒籽	挥发油类适用，沸水中香气成分易降解水解或分解者不适用	适用于大部分植物的提取	特别适合用于油树脂和热敏性植物香料的萃取

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

公司调味配料行业主要竞争对手有雪麦龙、宏达、利和、晨光生物。调味配料种类繁多，各地饮食习惯的不同赋予调味配料一定的地域性，因此调味配料行业集中度较低，很多品牌只能覆盖各自的区域市场。公司所生产的调味配料为香辛料类，主要竞争对手有郑州雪麦龙、韩城市宏达花椒、青岛利和萃取、晨光生物等。

图表 15 调味配料行业主要竞争对手

名称	概况
1 雪麦龙	郑州雪麦龙主营业务为生产天然香辛料提取产品，主要产品有天然香辛料精油树脂、水溶性精油等。
2 宏达	韩城市宏达花椒香料有限公司是从事以花椒为主的天然香辛料提取物生产商，主要产品有花椒、孜然、生姜等各种天然香辛料油树脂、精油类产品。
3 利和萃取	青岛利和萃取股份有限公司主营业务为超临界二氧化碳萃取天然植物精华产品的研发、生产和销售。主要产品有天然香辛料提取精油、油树脂等产品。
4 晨光生物	晨光生物科技集团股份有限公司是以农产品为原料进行天然植物有效组分提取的高新技术企业。主要产品有辣椒红色素、叶黄素浸膏、番茄红素、花椒油树脂、辣椒油树脂。

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

伴随着调味配料行业快速发展，行业加速整合。消费者对食品安全的重视程度不断加强，国家对企业环保监管力度也不断加大，不断出台新的政策。同时餐饮行业连锁化趋势对调味配料的标准化、定制化、食品安全性及和口味稳定性提出了更高的要求，具有较强的口味还原能力、产品研发能力以及产品标准化能力的生产企业具备更大的竞争优势，有望在行业加速整合的过程中不断提升市占率。

图表 16 调味配料相关法律法规

法律法规名称	发布单位	实施年份
《食品生产许可管理办法》（2020年修订）	国家市场监督管理总局	2020年
《中华人民共和国食品安全法实施条例》（2019修订）	国务院	2019年
《中华人民共和国食品安全法》（2018年修订）	全国人大常委会	2018年
《食品经营许可管理办法》（2017年修订）	国家食品药品监督管理总局	2017年
《食品生产许可审查通则》	国家食品药品监督管理总局	2016年
《食品生产经营日常监督检查管理办法》	国家食品药品监督管理总局	2016年
《食品添加剂使用标准》（GB2760-2014）	国家卫生和计划生育委员会	2015年
《食品安全国家标准<食品用香精>》（GB30616-2014）	国家卫生和计划生育委员会	2014年
《食品安全国家标准<食品用香料通则>》（GB29938-2013）	国家卫生和计划生育委员会	2013年
《食品安全国家标准<预包装食品标签通则>》（GB7718-2011）	国家卫生和计划生育委员会	2011年
《关于食品添加剂生产许可工作的公告》	国家质量监督检验检疫总局	2010年

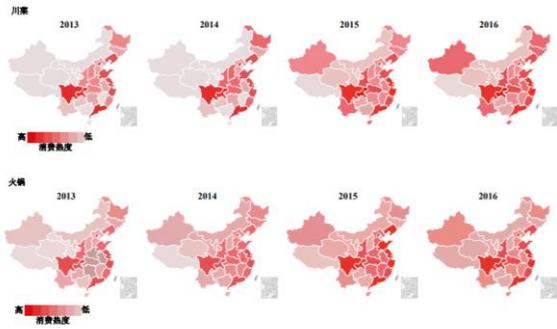
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

公司调味配料以花椒、辣椒香辛提取物为代表，是火锅底料和川菜风味呈现的重要原材料。风味香辛调料可用于火锅型底料、川味调料的生产，川味调味料又主要用于川菜烹饪以及川味休闲方便食品的制造。参考《中国餐饮报告白皮书》，火锅、川菜合计占餐饮行业消费额的 29.7%，已成为餐饮行业最重要的菜系与品类。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

**火锅和川菜的成长为调味配料发展提供空间。**川菜近几年热度不断提升，受欢迎程度居八大菜系之首，已经成为我国门店数量最多的菜系；同时火锅成为第一大餐饮品类，我国火锅餐饮市场规模从2014年的3167亿元增长到2019年的5304亿元，预计2021年将达到6439亿元。川菜和火锅的发展也带动复合调味料和火锅底料的成长，复合调味料市场规模预计从2015年的751亿元成长至2021年的1658亿元，年化增长14.1%；火锅底料市场规模2021年将达到290亿元，过去5年CAGR为14.7%。复合调味料和火锅底料的快速发展为上游调味配料的发展提供了空间。

图表 17 川菜和火锅热度提升



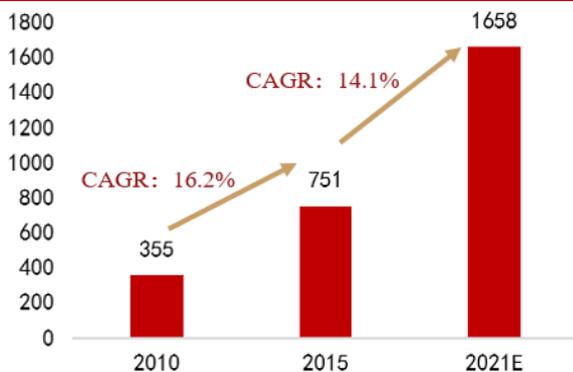
资料来源：美团点评研究院、华西证券研究所

图表 18 我国火锅餐饮市场规模及增速（亿元）



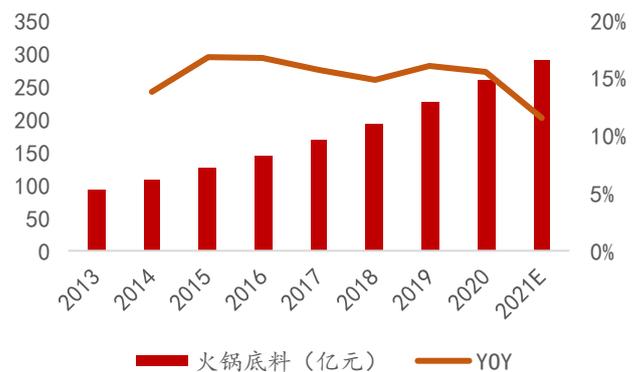
资料来源：产业信息网、华西证券研究所

图表 19 复合调味料市场快速增长（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、华西证券研究所

图表 20 火锅底料市场规模及增速（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、华西证券研究所

### 3. 深化渠道开拓调味食品市场，调味配料稳健发展

公司调味食品与调味配料双线并行，主要产品是仲景香菇酱、劲道牛肉酱、辣队新鲜辣酱、仲景调味配料和调味油等，调味食品除发展、打磨香菇酱大单品之外，牛肉酱、辣辣队等也取得了不错的发展成绩；调味配料也构建了花椒系列领航，其他香辛系列百花齐放的多元格局。

图表 21 公司调味食品代表产品



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 22 公司调味配料代表产品



资料来源：公司公告、华西证券研究所

#### 3.1. 首创香菇酱持续品类创新，深化渠道开拓调味食品市场

##### 3.1.1. 借西峡优势深研香菇酱，持续创新丰富产品线

**西峡拥有天然的地理位置优势。**公司所在的河南省西峡县是“中国香菇之乡”、“全国食用菌行业十大主产地县”，“西峡香菇”被国家质量监督检验检疫总局认定为“国家地理标志产品、生态原产地保护产品”，2020年西峡香菇成为首批中国和欧盟《中欧地理标志协定》保护的100个地理标志产品之一，西峡已成为全国最大的香菇标准化栽培基地、最大的出口基地，拥有天然的香菇生产地理优势。

**西峡的香菇资源是公司发展香菇酱业务的重要保障。**公司连续多年与西峡当地50家左右的香菇合作社/贸易商建立了良好的采购合作关系，合作供应商数占当地香菇贸易商的7成左右。公司建设有60,972立方米的原料低温冷库，可满足收购贮存要求。西峡香菇资源和供应链管理优势是仲景香菇酱业务发展的重要保障。

图表 23 西峡香菇被授予生态原产地产品保护产品



图表 24 西峡县被授予国家出口香菇质量安全示范区



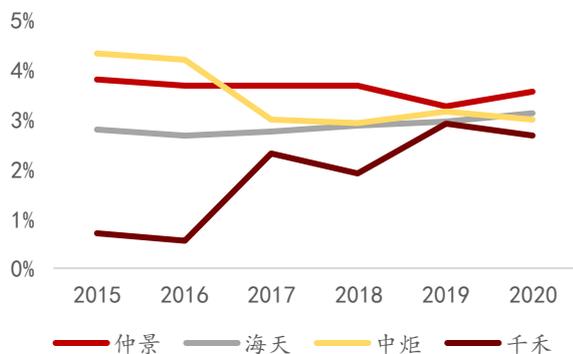
资料来源：公司官网、华西证券研究所

资料来源：公司官网、华西证券研究所

公司将研发技术充分运用到产品中进一步完善香菇酱。仲景的香菇酱在借助产地优质资源的基础上，利用香菇发酵专利技术、香菇综合加工利用技术、真空浸润与生物酶解技术、线性控温炒酱技术等核心技术，提升香菇资源利用率，赋予了仲景香菇酱在市场上独一无二的竞争力。2014 年仲景香菇酱被中国食品科学技术学会评鉴为国内首创且整体技术达到国内领先水平。香菇酱系列产品是仲景调味食品的销售主力，贡献了调味食品业务 85% 以上的营业收入。

持续创新，不断丰富产品线。公司以差异化策略为竞争战略，提高研发投入，以行业领先的研发投入水平增强创新实力，近几年公司平均每年都会推出 1-2 款新品以满足消费者多样化的新需求。

图表 25 研发费用率对比



资料来源：wind、华西证券研究所

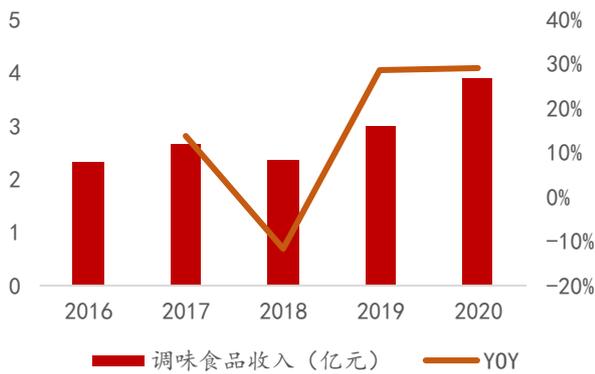
图表 26 近几年公司推出的调味食品新品



资料来源：公司公告、华西证券研究所

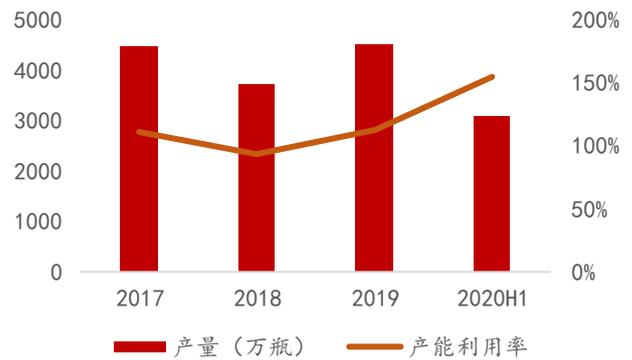
调味品食品快速增长，新建产能助力需求提升：公司调味食品业务经历了 2018 年调整之后，近两年快速发展，连续维持了 25% 以上的高增长，业务重要性不断提升，2020 年收入规模达到 3.9 亿元，占总收入的比重达到 53.7%。随着公司产销量不断提升，近几年产能利用率一直维持在 100% 以上，产能瓶颈显现。为缓解产能压力，满足市场需求，公司拟新建 6000 万瓶调味酱生产线，建成之后公司调味食品总产能将达到 10000 万瓶，较现有产能提升 150%，大大提升公司调味食品业务的天花板，支持公司调味酱业务持续发展。

图表 27 公司调味食品规模快速增长



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 28 公司产能利用率较高



资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 3.1.2. 深化渠道建设，立足华东、华中开拓新兴市场

**经销为主，覆盖多个核心终端。**公司调味食品以经销为主，通过经销商覆盖商超、便利店等终端，经销渠道占调味食品收入超9成。截止2020年6月末，公司已构建了由54个办事处、300多位销售人员、1000多家经销商组成的销售网络，覆盖了以华北、华东和中部地区为主的人口稠密区域，且在近期新建6个办事处。通过扁平化运作的经销网络，已使公司产品进驻永辉、欧尚、华润万家、家乐福、华联、沃尔玛、物美等超市、社区（乡镇）超市、连锁便利店、农贸批发市场等销售终端。

图表 29 公司调味食品业务分渠道布局



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 30 调味食品覆盖了大中型商超



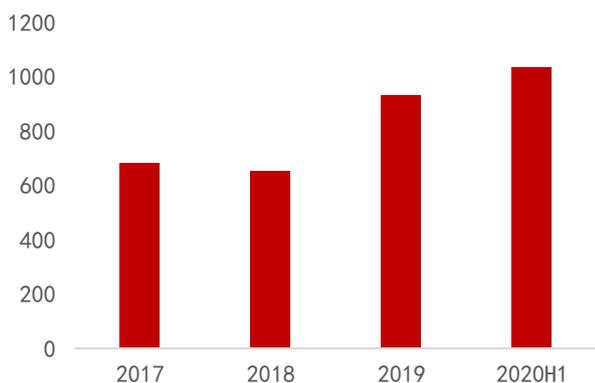
资料来源：华西证券研究所

**持续开拓经销商，推动渠道下沉：**公司销售网络随着经销商数量的增加而不断拓宽，公司调味食品经销商从2017年的682个增加到2021年的1000多个，经销商的持续开拓支持公司调味食品业务快速发展。公司通过不断细分经销商负责区域和渠道，持续推动渠道下沉，并开拓了部分细分的牛肉酱、香菇小丁及调味油的经销商，推动新品销量增长。

**华中华东构建销售主力，华南华中增速可观。**尽管各地都有本身流行的酱料品种，但随着全国的人口流动和物流交通的不断便捷，口味不断融合，越来越多消费者开始尝试和接受新型调味酱，带动公司香菇酱实现全国化销售，同时公司不断创新牛肉酱等新品类，使得各区域销售收入均有不错的增长。2018年公司主营业务收入增长主要来自于华中和华南地区；2019年增长主要来自于华中和华东地区；2020年各区域均有一定的增长。2021年以来，公司立足河南、山东两个根据地市场，逐步启动鄂、浙、赣、湘、川、渝省区招商，新建办事处，加快全国化布局。

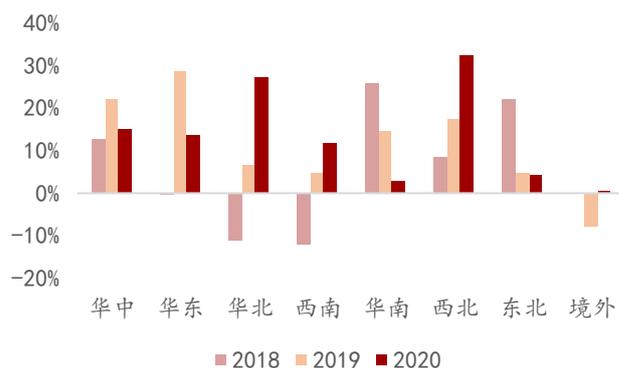
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 31 公司经销商数量



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 32 公司分区域销售额增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

**募集资金进一步完善渠道。**公司 IPO 募集资金计划在郑州建设营销管理中心，在全国新增建设 23 个市场办事处，叠加已有的 54 个办事处，公司营销网络基本能够覆盖全国。同时公司计划新增合作经销商 400 家，覆盖 KA 超市 2,800 家，BC 超市 4,100 家，便利连锁店 12,000 家。利用扁平化运作的经销网络，公司产品能够快速到达连锁超市（KA 卖场）、社区（乡镇）超市、连锁便利店、农贸批发市场等销售终端

**拓展优化营销网络，加强品牌推广和市场宣传。**洞察到市场竞争向品牌、质量和营销等综合实力的转向，与同行相比仲景更为重视营销的投入与品牌的打造，加大销售费用的投入致力于品牌形象打造。公司将使用募集资金构建营销管理中心及新增办事处，同时在全国各地的超市、社区及学校等地开办推广会、展览会、交易会等活动，进行品牌推广和市场宣传。公司营销网络建设项目实施后，将逐步提升仲景的品牌形象，加强消费者对品牌的认知程度。

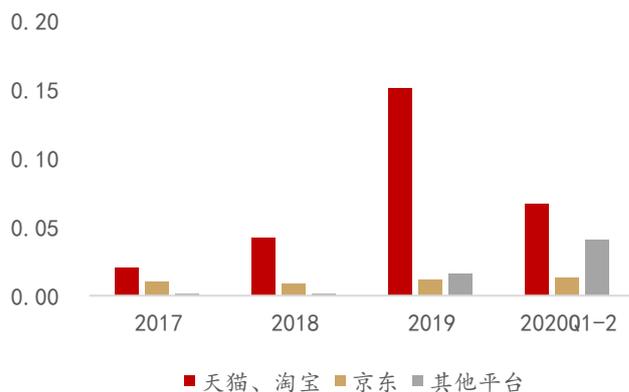
**增加电商平台广告投入进一步巩固品牌在消费者心中的形象。**公司计划未来三年在京东、天猫等平台投入 510 万元用于广告宣传。公司通过在天猫、京东等电商平台开设自营店铺，直接销售调味食品产品。2020 年公司自营电商业务实现销售额 2,365.52 万元，占公司营业收入的比例为 3.26%，且目前仍在持续探索发展中。

图表 33 公司销售费用分拆（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 34 公司线上渠道收入分拆



资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 3.2. 调味配料技术领先，客户优质稳定

### 3.2.1. 技术领先，开创定量调配新纪元

**开创定量调配新纪元，以销定产柔性生产。**仲景是以超临界 CO<sub>2</sub> 萃取为特征的新型香辛调味配料的开创者，是香辛调味配料行业的领先企业。公司调味配料生产先是通过超临界 CO<sub>2</sub> 萃取和分子蒸馏工艺，提取香辛原料中的风味物质并冷藏贮存，再通过风味定量调配技术将上述半成品加工成符合客户需求的调味配料产品，采取以销定产的柔性生产模式。

**产品风味稳定，提升客户粘性：**公司调味配料产品依托风味物质数据化、标准化的生产技术和工艺能为客户提供具有稳定风味品质的产品，以保证下游企业在生产食品过程中实现食品口味的一致性。通过超临界 CO<sub>2</sub> 技术调配出的调味配料风味质量稳定、标准，公司已经调配出了分别代表麻、辣、鲜、辛、香和特色风味的调味配料，其中麻味更是区分出了花椒油 120、花椒精 180、青花椒油 100 等多个风味等级，满足不同客户的需求。公司的产品能够保证下游企业在生产食品过程中实现食品口味的一致性，为维护稳定持续的直销客户打下坚实基础。

**加大研发力度，丰富产品种类：**公司依托较强的研发实力，能够根据市场需求不断开发新产品，不断满足市场新涌现的需求，具有独特的市场辨识度。对于现有调味配料业务，改进工艺，将原料吃干榨尽，降低成本，改良设备，减少能耗，提升生产效率。同时紧跟新的客户需求和市场潮流，新开发黑胡椒、奥尔良、孜然、五香去腥增味粉等腌料新风味，并且采用现代生物工程技术制得健康营养型调味配料-香菇抽提物，形成新的系列化产品，提供业绩增量，形成了以花椒系列为主，各系列繁荣发展的多元格局。

图表 35 公司调味配料核心产品

麻	花椒油 120、花椒精 180、青花椒油 100、藤椒精油、爆香花椒油 60、熟香花椒油 110、熟香型青花椒精、水溶花椒粉
辣	辣椒精油、9 倍辣椒油、浓香麻辣油
鲜	香菇粉
辛	生姜油 100、大蒜调味精油、白胡椒油树脂、黑胡椒精油、水溶生姜粉、水溶大蒜调味粉
香	八角茴香精油、砂仁油、丁香花蕾精油、葱油 08、山胡椒油树脂、肉豆蔻精油、红葱油
特色风味	当归风味精油、小龙虾十三香、十三香精油、拌菜香 7 号、水溶五香粉

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图表 36 调味配料核心技术一览

核心技术名称	采用该技术的产品	该技术对应的专利
超临界萃取技术	调味配料、仲景调味油等	超临界流体技术分离花椒麻味的工艺
风味定量调配技术	调味配料、仲景调味油等	-
分子蒸馏技术	调味配料、仲景调味油等	-

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

### 3.2.2. 直销为主，客户优质稳定性高

公司调味配料主要采取直销的渠道模式。2017-2019 年，直销收入占调味配料收入的比例分别为 88.12%、88.34%、87.82%，占比较高、相对稳定。

调味配料主要面向 B 端客户，稳定性高。直销客户以大中型食品生产企业为主，公司与今麦郎、康师傅、海底捞、联合利华、奇华顿、芬美意、双汇、安琪、白象、有友、味好美、金锣、雨润、荷美尔、周君记等知名企业建立了深度合作关系，公司

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

产品主要用于生产复合调味料、调味包等。公司主要经销客户有重庆千顺、临沂汇一、潍坊同旺等，产品主要销售给食品、餐饮企业，用于食品加工。出于保障自身产品品质稳定性的考量，公司调味配料产品的客户一般会持续向公司采购，合作关系较为稳定。定制化的产品优势保证了公司调味配料产品具有较强客户黏性，为公司创造了持续可靠的收入来源。

图表 37 公司调味配料分渠道占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 38 公司核心客户合作情况

序号	客户名称	成立时间	合作开始时间	最终用途
1	蜀海	2012年	2012年	客户用于生产火锅底料，酱料，提供麻辣风味
2	今麦郎	2011年	2007年	客户用于生产方便面调料包等
3	联合利华	1998年	2006年	客户用于生产复合调味料
4	顶益	1994年	2003年	客户用于生产方便面酱包、调料包、调味油包等
5	双汇	1998年	2006年	客户用于肉制品调味用等
6	白象	1997年	2008年	客户用于生产方便面调料包
7	奇华顿	2004年	2005年	客户用于生产香精香料等
8	梅香园	2009年	2010年	客户用于生产火锅底料、酱料、餐饮，提供花椒风味
9	么麻子	2008年	2012年	客户用于生产调味油

资料来源：公司公告、华西证券研究所

**食品工业化和餐饮连锁化趋势加强，调味配料的定制化需求不断增加。**随着食品工业和餐饮业务的快速发展，公司调味配料的市场需求也不断增加，公司通过积极了解市场需求，接洽目标客户，推动调味配料业务的发展。对于食品制造市场的客户，公司继续采用“直销为主”的销售模式，通过技术交流与合作进一步扩大客户数量，同时不断提高研发能力，积极了解市场需求，开发和生产出更多满足客户需求的产品。对于餐饮市场，随着餐饮连锁化趋势加强，更加对风味稳定化、便捷化提出要求，这也对同样上游原材料提出更高的要求，公司将借助自身定量化风味的优势，继续开拓餐饮市场，提升公司在餐饮市场的销售规模。

#### 4. 盈利预测与投资建议

**首创香菇酱，丰富产品结构推动调味食品高增长：**公司借助西峡香菇产地优势以及领先的研发创新技术，不断优化产品和丰富产品线；同时深化渠道建设，立足华东、华中开拓新兴市场。公司调味食品业务近几年维持可观增长，后续随着新建6000万瓶调味酱建成投产，调味品食品业务天花板将进一步被打开。预计公司21-23年调味食品业务收入增速分别为+25%/+20%/+18%，到2023年总规模将接近7亿元。

**开创定量调配新纪元，调味配料高粘性稳增长：**调味配料是公司自成立以来一直深耕的业务，公司通过风味物质定量调配使口味标准化，已经调配出了分别代表麻辣、鲜、辛、香和特色风味的调味配料，其中花椒系列产品深受客户信赖。公司主要通过直营的模式面向B端客户，客户粘性和稳定性较高，并通过经销商开发更多对公司标品有需求的客户。随着食品工业化和餐饮连锁化趋势加强，公司调味配料业务将随着行业需求的增加不断稳步成长，预计21-23年收入增速分别为+18%/+15%/+12%。

基于判断，我们将公司的收入预测进行了拆分：

图表 39 公司收入拆分

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	5.30	6.28	7.27	8.85	10.43	12.04
增速	2.5%	18.5%	15.7%	21.8%	17.8%	15.4%
毛利率	44.0%	42.0%	41.2%	41.5%	41.9%	42.2%
调味食品 (亿元)	2.35	3.02	3.90	4.88	5.85	6.91
增速	-11.7%	28.5%	29.2%	25.0%	20.0%	18.0%
占比	44.3%	48.1%	53.7%	55.1%	56.1%	57.4%
毛利率	51.1%	48.3%	42.4%	42.6%	43.0%	43.1%
调味配料 (亿元)	2.93	3.25	3.34	3.94	4.53	5.07
增速	18.1%	10.9%	2.7%	18.0%	15.0%	12.0%
占比	55.3%	51.8%	45.9%	44.5%	43.5%	42.2%
毛利率	38.2%	36.0%	39.8%	40.0%	40.3%	40.8%
其他业务 (亿元)	0.02	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05
增速	-33.3%	-50.0%	145.8%	30.0%	30.0%	30.0%
占比	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
毛利率	50.0%	100.0%	59.3%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

我们预计公司 21-23 年营收 8.85/10.43/12.04 亿元，分别同比 +21.8%/+17.8%/+15.4%；归母净利润 1.63/1.97/2.35 亿元，分别同比 +27.0%/+21.3%/+19.0%；21-23 年 EPS 分别为 1.63/1.97/2.35 元，对应 2021 年 9 月 7 日 56.51 元/股收盘价，PE 分别为 34.77/28.66/24.09 倍。公司增速稳健，双主业携手并行，估值略低于行业平均水平，首次覆盖，给予买入评级。

图表 40 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300908.SZ	仲景食品	57	43	35	29	24	1.63	1.97	2.35
600872.SH	中炬高新	266	37	30	25	20	1.12	1.36	1.63
603317.SH	天味食品	163	68	43	33	26	0.5	0.65	0.84
603288.SH	海天味业	3,801	58	52	44	38	1.72	2.04	2.39
603027.SH	千禾味业	141	123	59	42	32	0.3	0.42	0.56

资料来源：WIND、华西证券研究所

## 5. 风险提示

**原材料成本上涨的风险：**公司营业成本中 8 成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响。

**行业竞争加剧的风险：**调味品行业参与者众多，竞争者呈现多元化趋势，未来公司面临一定的竞争压力。

**食品安全的风险：**调味品企业作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。各公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

## 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	727	885	1,043	1,204	净利润	128	162	197	234
YoY (%)	15.7%	21.8%	17.8%	15.4%	折旧和摊销	26	13	13	12
营业成本	427	518	606	696	营运资金变动	-48	-45	0	-20
营业税金及附加	6	8	9	11	经营活动现金流	108	128	205	222
销售费用	92	113	131	148	资本开支	-34	-99	-68	-48
管理费用	39	45	53	60	投资	0	0	0	0
财务费用	0	-6	-6	-7	投资活动现金流	-867	-97	-66	-46
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	926	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	债务募资	-31	0	0	0
营业利润	145	186	225	268	筹资活动现金流	848	0	0	0
营业外收支	2	1	2	2	现金净流量	88	31	139	176
利润总额	148	187	227	270	<b>主要财务指标</b>				
所得税	20	25	30	36	<b>成长能力</b>				
净利润	128	162	197	234	营业收入增长率	15.7%	21.8%	17.8%	15.4%
归属于母公司净利润	128	163	197	235	净利润增长率	39.6%	27.0%	21.3%	19.0%
YoY (%)	39.6%	27.0%	21.3%	19.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.28	1.63	1.97	2.35	毛利率	41.3%	41.5%	41.9%	42.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	17.6%	18.3%	18.9%	19.4%
货币资金	180	211	351	527	总资产收益率 ROA	8.1%	9.3%	10.0%	10.5%
预付款项	1	1	0	0	净资产收益率 ROE	8.8%	10.0%	10.8%	11.4%
存货	175	213	216	229	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	921	938	958	986	流动比率	<b>13.81</b>	<b>13.24</b>	<b>12.22</b>	<b>11.99</b>
流动资产合计	1,277	1,363	1,525	1,741	速动比率	11.91	11.16	10.49	10.41
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.95	2.05	2.81	3.63
固定资产	255	292	319	327	资产负债率	7.2%	7.1%	7.4%	7.5%
无形资产	21	21	21	21	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	300	387	444	482	总资产周转率	0.46	0.51	0.53	0.54
资产合计	1,578	1,750	1,969	2,224	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.28	1.63	1.97	2.35
应付账款及票据	65	71	88	103	每股净资产	14.62	16.24	18.21	20.56
其他流动负债	28	32	37	42	每股经营现金流	1.08	1.28	2.05	2.22
流动负债合计	93	103	125	145	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	22	22	22	22	PE	34.04	34.77	28.66	24.09
非流动负债合计	22	22	22	22	PB	5.37	3.48	3.10	2.75
负债合计	114	125	146	167					
股本	100	100	100	100					
少数股东权益	2	2	1	1					
股东权益合计	1,464	1,626	1,823	2,057					
负债和股东权益合计	1,578	1,750	1,969	2,224					

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**：华西证券食品饮料首席分析师，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研究员，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年加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍**：华西证券食品饮料行业研究员，3年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020年9月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。