

细分赛道领先企业 具多维度成长空间

——仲景食品（300908.SZ）首次覆盖报告 食品饮料/调味发酵品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司是香菇酱品类的首创者，是以超临界 CO₂萃取为特征的新型香辛调味料行业领先企业。业务以调味酱和植提香辛料为主，前身为植物萃取工厂，管理团队多来源于中药企业宛西制药。技术积淀深厚、产品原创性较强。公司率先采用超临界 CO₂萃取技术提取香辛料中的各类风味物质成分，结合产地和自行研发综合利用技术、首创香菇酱品类。

公司所在的调味酱和植提调味料赛道格局优。调味酱品类分散、有一定区域性，香菇酱为重要分支和代表品类，最大企业老干妈 21 年份额约 5%，在口味和场景角度具备创新空间。植提香辛料精油、油树脂具有利用率高、杂质少、在食品中分散均匀，同时可以标准化。目前香辛料提取物仍处于起步阶段，花椒提取物在餐饮行业中的渗透率不到 2%，未来空间大。

香菇酱大单品构建基础体量，上海葱油等打造第二曲线，拓展央厨调味料。香菇酱 22 年销售 3.24 亿元，目标打造 10 亿单品。上海葱油上市第二年实现销售 5372 万元、线上占比 65.9%，切入餐饮渠道高增可期。调味配料业务十年间复合增速 12.9% 优于公司整体。在夯实香菇酱、花椒调味配料两大核心品类基础上，拓展大包装中央厨房调味料产品。

渠道由 2C 和 2B 为主，逐步向餐饮团餐延伸做增量。小 B 端扩张实现增量，设置独立餐饮团队和组织运作迎合大型连锁化和社会餐饮渠道拓展需要、为未来做定制餐调提供可能。借助电商全渠道发展，嫁接社区团购、餐饮采买平台，打造线上爆品上海葱油。精耕豫鲁亿元根据地市场，谋求全国化市场拓展。

产能陆续投产支撑销售扩张、原材料下行提供利润弹性。1200 吨调味配料已竣工投产，实现产能近翻倍增长，扭转公司产能紧迫的局面。调味酱新扩产能有望在 25 年落地，目前依靠设备更新和增加班次等满足销售增量需要。花椒、大豆油等原料 23 年降幅较大，预计 23 年毛利率增加 5.02pct，叠加广告费节约对公司利润弹性形成支撑。

投资建议：预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 10.17、11.70、13.43 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.73 亿元、2.11 亿元和 2.44 亿元，每股收益分别为 1.73 元、2.11 元和 2.44 元，对应 PE 分别为 23.49X、19.29X 和 16.71X。业务为调味品细分品类，市场格局良好、长期成长空间广阔，给与 2023 年 30 倍 PE，目标价格 51.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：盈利预测中假设偏离真实情况的风险；市场同质化竞争加剧风险；主要原材料价格变动的风险；新产品开发的市场风险；质量控制和食品安全风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	806.24	881.65	1,016.95	1,169.81	1,343.36
增长率（%）	10.95%	9.35%	15.35%	15.03%	14.84%
归母净利润（百万元）	118.59	126.02	173.33	211.00	243.67
增长率（%）	-7.33%	6.27%	37.54%	21.74%	15.48%
净资产收益率（%）	7.75%	7.85%	9.16%	10.03%	10.38%
每股收益(元)	1.19	1.26	1.73	2.11	2.44
PE	34.21	32.31	23.49	19.29	16.71
PB	2.66	2.54	2.15	1.94	1.73

资料来源：公司 2021-22 年财报，申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2023 年 08 月 17 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2023.8.16

总市值/流通市值（亿元）	40.71/15.43
总股本（万股）	10,000.0
资产负债率（%）	8.2
每股净资产（元）	15.94
收盘价（元）	40.71
一年内最低价/最高价（元）	30.15/51.84

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

证券研究报告

内容目录

1. 根于植物提取 产品原创性强	4
1.1 植物萃取起家 香菇酱开创者	4
1.2 产品矩阵丰富 大单品凸显	5
1.3 技术积淀较好 研发实力强	7
2. 赛道优：调味酱可创新 提取物空间大	8
2.1 调味酱集中度低 差异化创新空间足	8
2.2 调味配料渗透率低 具备品牌崛起机会	11
3. 公司具有多维度成长空间	14
3.1 以大单品为基础 拓展新场景新品类	14
3.1.1 香菇酱打造 10 亿单品 葱油等打造第二曲线	14
3.1.2 植提配料渗透率提升 拓展央厨调味料	15
3.2 扩充渠道类型 区域深耕	17
3.2.1 向餐饮团餐和央厨延伸	17
3.2.2 精耕豫鲁 谋求全国化发展	18
3.3 产能陆续投产支撑收入扩张	20
3.4 成本下行和费用优化提供利润弹性	21
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：仲景食品发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：公司 12-22 年营收复合增速 11.9%	7
图 4：公司 12-22 年归母净利润复合增速 13.3%	7
图 5：调味食品收入占比略高于调味配料	7
图 6：复合调味料品类向便利和健康发展	8
图 7：调味酱具有一定区域属性	9
图 8：入围调味品百强中酱类企业总产量持续增长	10
图 9：入围百强企业酱类企业平均产量持续提升	10
图 10：香辛料在调味中的应用形态	11
图 11：藤椒油市场规模	13
图 12：藤椒油市场份额（2019 年）	13
图 13：么麻子调味油占其营收 9 成以上	13
图 14：么麻子经销模式收入占比较大	13
图 15：调味食品收入占比中香菇酱超过 70%	14
图 16：2012-22 年调味食品收入复合增速 11.1%	15
图 17：调味食品毛利率高于调味配料	15
图 18：公司调味配料主要面向大 B 直销	16
图 19：调味配料直销毛利率优于经销	16
图 20：2012-22 年调味配料收入复合增速 12.9%	16
图 21：调味配料各系列销量（吨）占比	17
图 22：调味配料直销占比接近 9 成	18
图 23：调味食品以经销为主	18
图 24：2022 年各区域销售占比	18
图 25：销售人员数量稳定增长	19
图 26：经销商数量增长迅速	19
图 27：2017 年至今公司经销商平均规模保持稳定	19
图 28：经销商平均规模低于同行	19
图 29：调味食品产销量和产销率	20
图 30：调味配料产销量和产销率	20
图 31：调味食品与调味配料毛利率变化情况	22
图 32：香菇酱和调味油毛利率好于整体调味食品毛利率	22
图 33：调味食品成本中原材料成本占比 8 成以上	22
图 34：调味配料原材料成本占比约 9 成以上	22
图 35：花椒价格同比下降	22
图 36：豆油 22 年中到达高点后回落	22
图 37：玻璃价格呈现高点回落趋势	23
图 38：23Q1 公司毛利率和净利率环比回升	24
图 39：23Q1 销售费用率回落明显	24

表 1: 公司主要管理层及简介	5
表 2: 公司主要产品系列和上市时间	6
表 3: 仲景调味配料风味指标示例	8
表 4: 调味酱市场格局	10
表 5: 香辛料植物提取方法	12
表 6: 休闲食品常见调味油	12
表 7: 调味油相关公司对比	13
表 8: 分地区营业收入及增速	19
表 9: 截止 2022 年各区域经销商情况	19
表 10: 仲景食品募投计划变迁	21
表 11: 调味食品新增产能建设中调味配料已开始投产	21
表 12: 成本下降对 2023 年毛利率影响测算	23
表 13: 公司业务拆分与盈利预测	25
表 14: 可比公司估值: 低于平均水平	25
表 15: 公司盈利预测表	27

1. 根于植物提取 产品原创性强

1.1 植物萃取起家 香菇酱开创者

公司前身为 2002 年 9 月创立的南阳张仲景植物萃取有限责任公司，大股东为宛西制药，2002 年 10 月变更为南阳张仲景现代中药发展有限责任公司，后 2008 年经过股份制改制、变更为南阳张仲景大厨厨房股份有限公司，2018 年 6 月更名为仲景食品股份有限公司。

公司主营业务为研发、生产销售调味配料和食品。调味配料以花椒辣椒等香辛植物提取为代表，调味食品以仲景香菇酱、劲道牛肉酱、调味油为代表。

公司是香菇酱品类的首创者，是以超临界 CO₂萃取为特征的新型香辛调味配料行业领先企业。公司 2002 年成立以来，持续进行调味配料的研究、生产和销售，是国内采用超临界 CO₂萃取技术生产调味配料的主要生产商之一，2006 年仲景花椒油 120 上市，2008 年公司利用西峡香菇的资源优势，结合香菇发酵专利技术等，率先研发出仲景香菇酱，开创了国内健康佐餐新品类，是公司的主力产品之一。2011 年西峡本部新厂区建成使用，2013 年公司被授予河南省香菇工程技术中心，2014 年，公司利用调味配料的优势推出了调味油系列产品，2015 年大兴安岭北极蓝公司建成投产进入果酱市场。公司于 2020 年实现深交所上市，2022 年总投资 15 亿元仲景食品产业园奠基、年产 1200 吨调味配料项目建成投产、投资设立上海仲景实业发展有限公司同时拟组建上海研发中心。

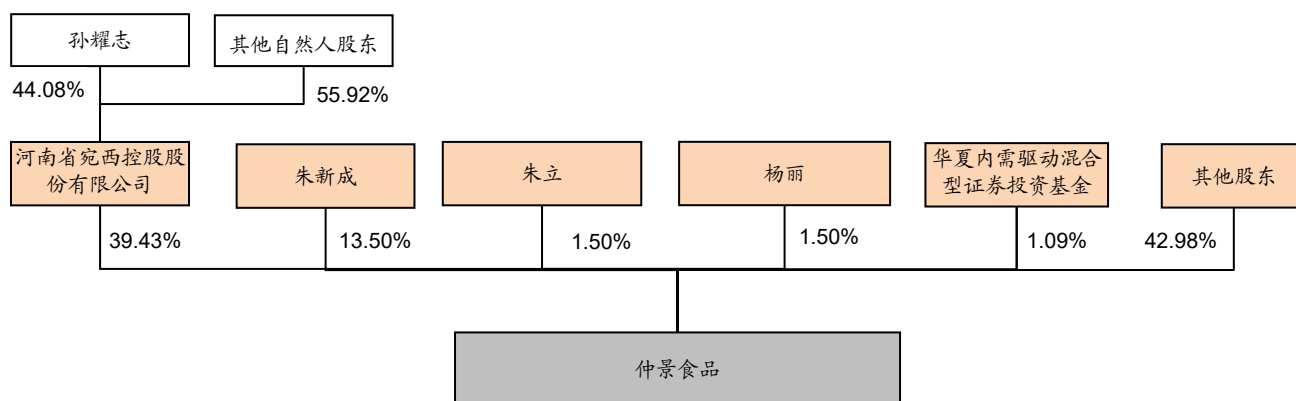
图1：仲景食品发展历程



资料来源：公司官网，2021 年及 2022 年年报，申港证券研究所

公司控股股东为河南省宛西控股股份有限公司，宛西控股实际控制人孙耀志，与现公司董事长孙锋为父子关系，宛西控股旗下产业涵盖中药、食品、药房连锁，汽车配件等产业。

图2：公司股权结构



资料来源：wind，2022 年年报，2023 年半年报，申港证券研究所

管理层多有中药制造背景，技术基因较强。公司主要管理层和技术负责人有多年宛西制药从业经历，对植物萃取产品的研发和渠道销售具备深厚经验。控股股东旗下拥有宛西制药、飞龙股份、张仲景大药房等企业，公司具备品牌营销和渠道管理基因。

表1：公司主要管理层及简介

姓名	职务	简介
孙锋	董事长	出生于 1975 年 9 月，硕士学历。现任仲景宛西制药股份有限公司董事长，总经理，河南省宛西控股董事。2000 年 4 月至 2003 年 12 月就学于新西兰梅西大学；2004 年 1 月至 2006 年 1 月任上海月月舒妇女用品总经理；2006 年 1 月至 2017 年 9 月历任宛西制药总经理助理、董事、总经理；2017 年 10 月至今任宛西制药董事长、总经理；2014 年 4 月至今任宛西控股董事
朱新成	副董事长，总经理	出生于 1963 年 4 月，复旦大学 EMBA，执业药师，主任中药师，中国食用菌协会第七届理事会副会长。1982 年至 2002 年 8 月，历任宛西制药厂长助理，副总经理，总经理；2002 年 9 月至 2007 年 12 月，历任公司总经理，监事；2008 年 1 月至今任公司副董事长，总经理
郭建伟	副总经理	出生于 1964 年 11 月，2002 年 9 月至 2007 年 12 月，历任采购部经理，生产部经理，销售部经理，研发部经理；2008 年 1 月至 2014 年 6 月任公司监事；2014 年 7 月至今任公司副总经理
贾雨明	副总经理	出生于 1977 年 12 月，2002 年至今，历任公司研发项目经理，研发部副经理，销售部副经理，配料事业部销售与客户服务总监，配料事业部总经理；2014 年 6 月至 2020 年 6 月历任公司董事，总经理助理；2020 年 6 月至今任公司董事，副总经理
李长春	副总经理	出生于 1967 年 10 月，执业中药师，副主任药师。1989 年 7 月至 2008 年 9 月，历任宛西制药化验室主任，总经理助理，新品研发副总经理；2008 年 10 月至 2011 年 3 月任公司车间主任；2011 年 4 月至今任副总经理
王文韬	副总经理	出生于 1973 年 8 月，执业中药师。1995 年 9 月至 2004 年 8 月任宛西制药研发技术员；2007 年 11 月至 2011 年 4 月，历任公司销售部经理，市场部经理，行政部经理；2011 年 5 月至今任副总经理
张永安	副总经理	出生于 1972 年 1 月，执业药师。1995 年 9 月至 2002 年 8 月任宛西制药研发技术员；2002 年 9 月至 2016 年 8 月，历任公司总经理助理，副总经理；2016 年 9 月至今任公司副总经理
王荷丽	财务负责人	出生于 1976 年 10 月，中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，本科学历，高级会计师。2000 年 8 月至 2009 年 11 月任宛西制药财务部会计；2009 年 12 月至 2017 年 8 月，历任南阳张仲景中药材发展有限责任公司财务部经理，副总经理；2017 年 9 月至今任公司财务负责人
王飞	董事会秘书	出生于 1988 年 11 月，中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，本科学历。2012 年 12 月至 2017 年 8 月历任公司财务部会计，证券事务代表；2017 年 9 月至今任公司董事会秘书

资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 产品矩阵丰富 大单品凸显

公司产品大类可分为调味食品和调味配料，调味食品核心大单品为仲景香菇酱，调味配料以香辛料提取的精油和树脂、粉类为主。

实现产品系列化，酱类和香辛料提取类各有优势。公司坚持使用地道原料和家常配料，以能天然不添加为配方原则，为消费者提供美味又放心的健康食品，截止 22 年已形成 120 余个 SKU，实现产品系列化。

大单品仲景香菇酱 22 年全年实现销售 3.24 亿元、占当年公司营收的 37%，在调味酱领域成为香菇酱开创者和代表，市场优势明显。2021 年上市的海葱油迅速增长，2022 年实现销售 5372 万元，成为调味食品的第二大单品。

表2：公司主要产品系列和上市时间

产品系列	主要产品	图示	相关产品上市时间及特点
香菇酱系列	香菇酱（原味、香辣味、奥尔良味）		<ul style="list-style-type: none"> 2008 年香菇酱上市，2014 年被中国食品科学技术学会评为“属国内首创、整体技术达到国内领先水平”
上海葱油系列	上海葱油、上海葱油（藤椒味）		<ul style="list-style-type: none"> 2021 年上海葱油上市，22 年销售 5372 万
调味油系列	鲜花椒油、辣椒油、鲜藤椒油、芥末油、麻辣油、山胡椒油、五香调馅油等		<ul style="list-style-type: none"> 2014 年调味油上市 2021 年五香调馅油上市
快手菜系列	一料成菜调味品：上海红烧肉酱汁、鱼香肉丝调味料、辣椒炒肉调味料等 火锅底料：番茄浓汤、藤椒浓汤		<ul style="list-style-type: none"> 2020 年青麻鲜火锅底料、香菇蘸酱等上市 2022 年黄焖炒鸡、藤椒肥牛等 8 款快手菜调料上市
其他调味食品	劲道牛肉酱、辣辣队辣酱、贵州辣子鸡、成都红油、香菇耗油、1.8°黑椒酱、北极蓝&北极红果酱系列		<ul style="list-style-type: none"> 2015 年北极蓝草莓果酱上市 2018 年劲道牛肉酱上市 2019 年香菇小丁下饭菜上市，2020 年升级为香菇肉丁 2020 年辣辣队辣酱上市 2020 年香菇海苔上市 2021 年成都红油、贵州辣子鸡上市 2022 香菇耗油上市
中央厨房调味料系列	大包装的调味酱、调味油、快手菜、耗油等		
调味配料系列（油、粉状）	花椒油、花椒精、藤椒精油、水溶花椒粉、辣椒精油、浓香麻辣油、香菇粉、生姜油、大蒜调味精油、白胡椒油树脂、黑胡椒精油、水溶大蒜调味粉、水溶生姜粉、八角茴香精油等		<ul style="list-style-type: none"> 2006 年花椒油 120 上市 2013 年香菇浸膏上市 2020 年新开发黑胡椒、奥尔良、孜然、五香去腥增味粉等腌料新风味，香菇抽提物上市

资料来源：公司 20-22 年年报、公司招股书、公司官网，申港证券研究所

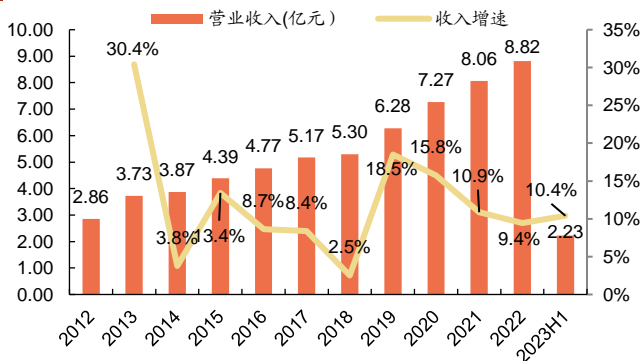
调味食品形成服务不同场景的多元化产品组合。调味食品形成以仲景香菇酱、上海葱油、劲道牛肉酱、贵州辣子鸡、成都红油、辣辣队辣椒酱为代表的佐餐酱料，以 2.3°鲜花椒油、黄焖炒鸡炒菜料等为代表的烹饪调料、主要服务于个人家庭，以特色调味油、川香麻辣酱、藤椒酱等为代表的大包装中央厨房调味料，主要服务于预制菜、团餐、连锁餐饮、中央厨房等客户。

调味配料有花椒系列、辣椒系列、姜系列等，主要用于食品加工、塑造食品风味，服务于食品生产企业。公司二十年来一直从事香辛类调味配料的研发、生产与销售

售，合计拥有 12550L 超临界萃取生产线，在超临界 CO₂ 萃取方面具有行业领先的技术和成熟的经验，率先研发使用香辛料风味指标数字化、风味物质定量调配等多项核心技术，将各类风味物质进行标准化、数据化测定以稳定风味，克服了传统产品依靠感官经验造成风味不稳定的弊端，创新性改变了食品企业香辛料的使用习惯。

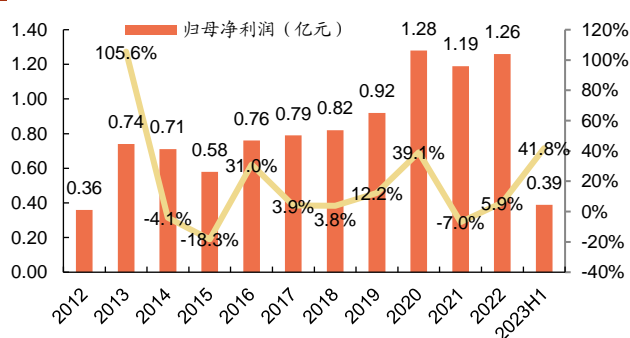
收入稳健增长，盈利能力保持稳定。公司营收由 2012 年的 2.86 亿元增长至 2022 年的 8.82 亿元，十年间复合增速 11.9%，增长曲线较为稳健，营收构成中除 2016 年及 2018-19 年外的其他年份调味食品占比略高于调味配料。归母净利润由 2012 年的 0.36 亿元增长至 2022 年的 1.26 亿元，复合增速 13.3%，高于营收复合增速。

图3：公司 12-22 年营收复合增速 11.9%



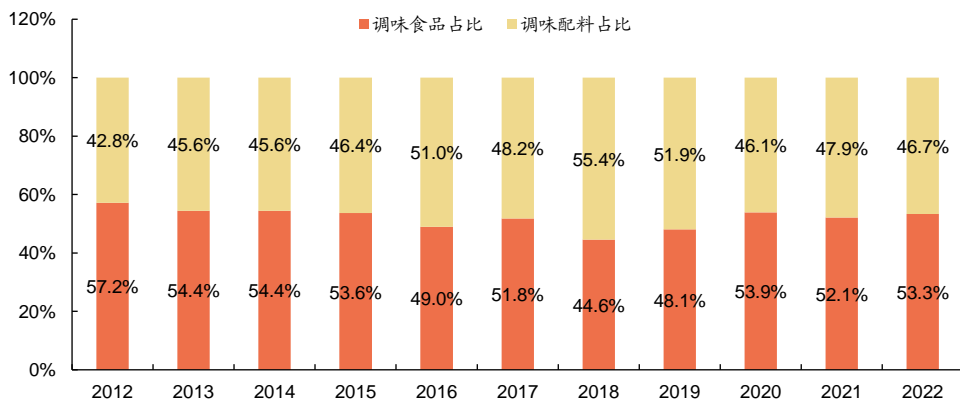
资料来源：wind，申港证券研究所

图4：公司 12-22 年归母净利润复合增速 13.3%



资料来源：wind，申港证券研究所

图5：调味食品收入占比略高于调味配料



资料来源：wind，公司招股书，申港证券研究所

1.3 技术积淀较好 研发实力强

过往基于植物萃取的技术积淀好，产品原创性较强。公司率先采用超临界 CO₂ 萃取技术提取香辛料中的各类风味物质成分，最大限度获得浓度高、风味纯正无残留的精油和树脂半成品用于加工，公司是以超临界 CO₂ 萃取为特征的新型香辛调味料配料的开创者，是香辛调味料配料行业的领先企业。

结合产地和自行研发的真空浸润、超微粉碎和生物酶解等综合利用技术、首创香

菇酱品类，是品类首创者和市场引领者。仲景特色花椒油系列是依托公司开创的超临界 CO₂萃取花椒技术，与川渝传统花椒油显著不同的差异化产品。

经中国食品科学技术学会鉴评，公司香菇酱属国内首创，整体技术达到国内领先水平；香菇调味料关键技术研发和产业化应用项目具有原始创新特征；新型香辛料加工关键技术集成与产业化项目整体技术达到国内领先水平。

率先提出定量调配技术，实现风味物质的量化和标准化。公司经过多年植物萃取领域的经验积累，已形成调味配料的数字化标准体系，使得传统香辛料的风味评判从经验化转化为数字化，可以对调味精油的风味物质含量进行量化。

表3：仲景调味配料风味指标示例

品名	含量指标	品名	含量指标
花椒油 100	花椒麻素 100mg/g	肉桂油 100	桂皮醛 600 mg/g
生姜油 100	6-姜拉素 100mg/g	辣椒精油	辣椒素 28 mg/g
八角茴香油 100	反式茴香脑 500 mg/g	丁香花蕾精油	丁香酚 600 mg/g

资料来源：公司招股书，申港证券研究所

研发体系健全，创新驱动公司增长。公司产品开发围绕市场需求做产品品类创新，近年基本保持每年推出 1-2 种新品，包括牛肉酱、辣椒酱类等，公司 2016-22 年各期研发投入均在营业收入的 3% 以上。

2. 赛道优：调味酱可创新 提取物空间大

2.1 调味酱集中度低 差异化创新空间足

调味酱所属的复合调味料增速高于同期调味品市场整体。根据么麻子招股书引用艾媒咨询数据，2021 年我国复合调味料市场规模为 1588 亿元，同时预计 2022 年我国复合调味料市场规模达到 1786 亿元，2027 年我国复合调味料市场规模将进一步增长至 3367 亿元。

根据么麻子招股书引用艾媒咨询数据，我国复合调味料 2011-2021 年市场规模复合增长率为 13.90%，高于同期调味品行业整体市场规模增速。相对饮食习惯和我国相似的日韩而言，我国目前复合调味料渗透率较低，人均复合调味料消费量也偏少。

我国复合调味料渗透率低于日韩美，处于渗透率高速增长时期。整个复合调味品行业目前还在导入期，根据么麻子招股书引用艾媒咨询数据，对比 2020 年美国、日本、韩国复合调味品 73%、66%、59% 的市场渗透率，我国同期 26% 的复合调味品渗透率仍然有较大上升空间，正处于渗透率高速增长时期。

图6：复合调味料品类向便利和健康发展

消费者需求常变常新，调味料步入健康便利新纪元

伴随着消费者需求的变化，调味料市场发展经过阶段性的升级与变化，不断变革，由单一市场衍生出多元、便利、健康等细分方向，不断挑战新边界



资料来源：食品配方创新公众号《TMIC&天猫美食&家乐&多准：《2023 复合调味料趋势白皮书》》，申港证券研究所

调味酱是用于烹饪及佐餐调味的各式酱料的总称，调味酱按工艺可分为发酵酱和非发酵酱；按使用方式可分为涂抹酱、凉拌酱、蘸食酱、烹饪酱、煲汤酱等，按原料又可分为番茄酱、蒜蓉酱、辣椒酱、海鲜酱、蔬菜酱、豆类酱、菌类酱等。

我国调味酱种类繁多，产品地域分布较为广泛，不同地区的调味酱风味也有所不同，主要有东北的熟豆酱，华北地区的黄豆酱、甜面酱、芝麻酱，华南地区的广式叉烧酱、沙茶酱、海鲜酱，西南地区的贵州油辣椒、风味豆豉酱，四川香辣酱、豆瓣酱，华中地区的湖南剁椒酱、河南香菇酱等。不同种类的调味酱口味差异较大，根据各地的饮食习惯在不同区域流行。

图7：调味酱具有一定区域属性



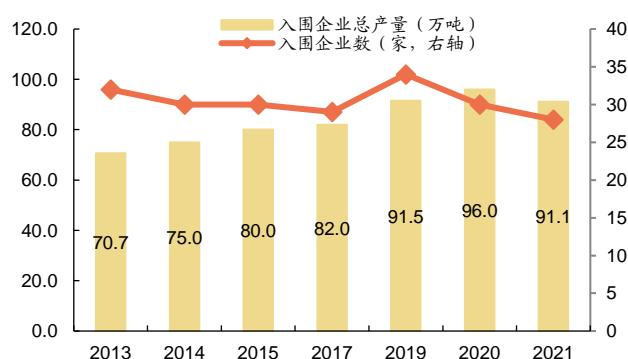
资料来源：智研咨询公众号《2021 年中国调味酱行业全景速览：市场规模不断扩大，海天味业优势明显》，申港证券研究所

近年来居民生活水平提高、饮食习惯变化以及口味融合使得人们对调味酱的消费习惯也在逐步变化。一些符合大众口味的酱类产品表现出较好的市场需求，品牌调味酱企业开始开发适应不同区域口味的产品、进行本地区以外市场的开拓和产品销售。

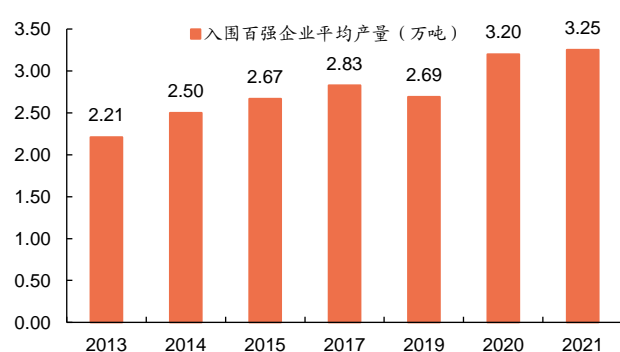
根据智研咨询数据，2022 年中国调味酱中辣椒酱、番茄酱口味产量占比较高，调味酱整体吨价稳健提升：

- ◆ 2022 年调味酱产量 427.94 万吨、同比增长 3.73%，其中辣椒酱和番茄酱产量占比分别为 37.55%和 22.78%，属于产量占比较高的两种口味。2022 年调味酱需求量 300.68 万吨、同比增长 4%，其中辣椒酱占比 42%、需求量较高。
- ◆ 国内调味酱市场规模逐年增长，2022 年达到 868.68 亿元、同比增长 4.96%，其中辣椒酱中占比 54.15%。
- ◆ 调味酱平均价格较为稳健，2015 年市场均价为 2.72 万元每吨，2022 年为 2.89 万元每吨，整体上涨 1200 元。其中价格较高的为辣椒酱、2022 年市场均价为 3.69 万元每吨，果酱价格较低、2022 年为 1.37 万元每吨。

调味品百强中调味酱企业平均产量持续增长，头部品牌效应凸显。根据公司招股书和 2022 年年报及中国调味品协会公众号中中国调味品著名品牌企业 100 强数据统计，2013-2020 年，主要调味酱生产企业的产量持续上升，调味酱行业 2013 年百强入围 32 家的总产量为 70.7 万吨、2020 年入围 30 家产量合计 96 万吨，2021 年入围 28 家总产量为 91.1 万吨。另外，入围企业平均产量持续增长由 2013 年的 2.21 万吨增长至 2021 年的 3.25 万吨，除 2019 年波动外其他年份头部企业平均产量总体实现正增长，优质企业品牌效应逐渐显现。

图8：入围调味品百强中酱类企业总产量持续增长


资料来源：中国调味品协会公众号《白燕：聚势谋远 深耕价值》，公司招股书，公司 2022 年报，申港证券研究所

图9：入围百强企业酱类企业平均产量持续提升


资料来源：中国调味品协会公众号《白燕：聚势谋远 深耕价值》，公司招股书，公司 2022 年报，申港证券研究所

调味酱集中度低，差异化创新空间较大。中国调味品协会 2022 年百强数据显示，百强企业产量和销售额同比增速连续 4 年实现正增长，内部竞争较为激烈，集中度仍然在持续提升。其中食用油、味精、蚝油等细分品类集中度已较高，鸡精（鸡粉）、酱油、料酒、火锅调料、腐乳等细分品类市场集中度持续提升，酱类、复合调味料、食醋集中度相对较低，差异化创新空间较大。

市场格局表现为行业份额分散，行业最大企业老干妈 2021 年份额约 5%，企业品牌认知度及品类接受度成为行业竞争关键。

表4：调味酱市场格局

	企业	调味酱产量	调味酱营收
第一梯队	老干妈、海天味业	◆ 老干妈产量可日产 300 万瓶辣椒制品（2020 年口径） ◆ 海天 22 年调味酱产量 28.3 万吨	◆ 2021 年老干妈 42.01 亿元，20 年 54.03 亿元 ◆ 海天调味酱 22 年营收 25.84 亿元
第二梯队	仲景食品、	◆ 仲景食品 22 年调味	◆ 仲景食品调味食品 2022 年营收 4.69 亿

企业	调味酱产量	调味酱营收
天津利民、 吉香居、日 辰股份	食品产量 1.63 万吨 ◆日辰股份 22 年产量 1.37 万吨	元 ◆日辰股份 2022 年酱类营收 2.30 亿元 ◆天津利民 16 亿元（2021 年口径）
第三梯队 其他中小型调味酱公司		

资料来源：调料家公众号《跌出贵州民营企业前 10 强，“老干妈”不香了？》，前瞻产业网《2022 年中国调味品市场供需现状与竞争格局分析 产品具有较强的消费区域性》，中国经营报《老干妈：千亿辣酱帝国的传承》，搜狐网《天津市利民调料有限公司企业概况》仲景食品、海天味业、日辰股份 22 年年报，申港证券研究所

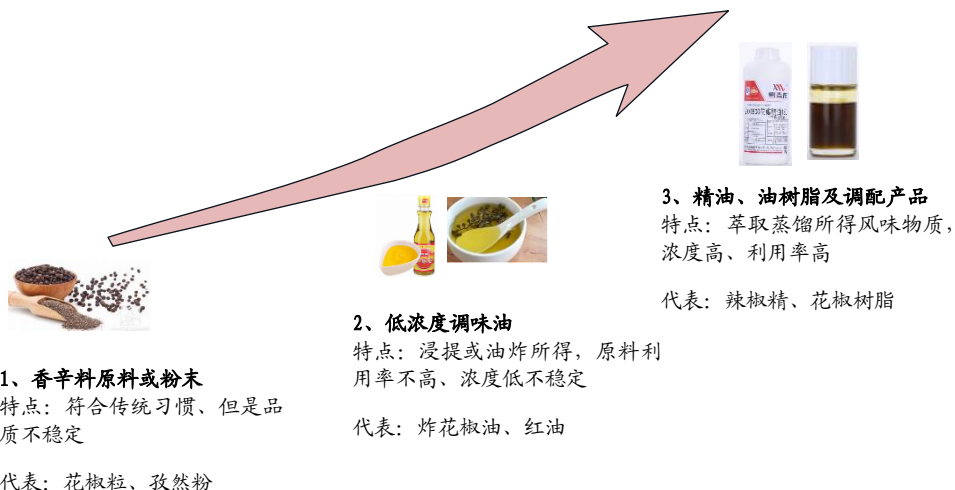
2.2 调味配料渗透率低 具备品牌崛起机会

复合调味料中调味油品类符合餐饮和食品工业升级需求，来源于植物提取的调味油具有改善食物安全、增加食物色泽、可标准化等优势功能。调味油通常是由味道强烈的香辛料或种子作物萃取提炼而成。一般香辛料所含的精油在 1%-17%之间，随香辛料的品种、成熟度、产地不同而有差异。

植物提取物取代原物是香辛料使用的趋势。香辛料植物在餐饮和食品加工中的应用形态，主要分为三种类型：

- ◆ 香辛料原物或粉末—原香原味、符合传统使用习惯，但品质不稳定、使用效率不高；
- ◆ 低浓度调味油—用食用油浸提或油炸香辛料得到的调味油，如花椒油、红油等，工艺简单、操作方便，但原料利用率不足，产品浓度较低且不稳定；
- ◆ 香辛料精油、油树脂及其调配产品—主要指通过萃取、蒸馏等对香辛料中的风味物质进行提取，添加植物油等辅料制成的产品，具有浓度高、溶散完全、原料利用率高等特点。

图 10：香辛料在调味中的应用形态



资料来源：么麻子招股书，百度图片，长康实业官网，雪麦龙官网，申港证券研究所

香辛料精油、油树脂具有杂质少、在食品中分散均匀，同时可以标准化，减少不同产地和成熟季的香辛料植物的差异对下游食品制造的不稳定性影响。

目前主流工艺技术为超临界 CO₂萃取法，已经有了较为广泛应用。

表5：香辛料植物提取方法

名称	主要方法	优缺点	适用原料
压榨法	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	优点：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。 缺点：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	含油量相对较高植物，如芝麻、辣椒籽。
水蒸气蒸馏法	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。	优点：操作简单、成本低。 缺点：提取时间较长，温度较高，容易造成部分易氧化、易分解的成分被破坏，且许多高沸点、无挥发性的物质不易被蒸出，影响提取率	适用于提取挥发油类，不适合在沸水中香气成分容易降解、水解或分解的原料
溶剂萃取法	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	优点：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。 缺点：成本较高，且容易产生有机物残留	适用于大部分植物
超临界 CO ₂ 萃取法	利用在临界温度、临界压力的条件下，CO ₂ 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 ₂ 进行分离，得到香辛料精油、树脂	优点：可以避免因温度过高导致的化合物分解、挥发、氧化及酸败；因 CO ₂ 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。 缺点：操作过程需要在高压下进行，设备投资与操作费用较高。	特别适合用于树脂和热敏性植物香料的萃取

资料来源：仲景食品招股书，申港证券研究所

香辛料提取物相比植物原料，在食品安全、食品标准化、成本控制等方面优势明显。

- ◆ 香辛料提取物在生产过程采用超临界CO₂萃取工艺，无溶剂残留，且在生产过程中可以充分去除植物原料中的农残等有害成分。
- ◆ 香辛料提取物可以按有效成分含量实现精准添加，避免了植物原料因产地不同、生长状况不同导致有效成分含量存在的差异，可以大幅提高食品标准化程度。
- ◆ 传统烹饪方式对于香辛植物原料的利用率较低，以花椒为例、直接采用花椒原料进行烹饪对花椒麻度的利用率普遍不到 50%，超临界 CO₂萃取工艺对花椒麻度的提取率可达到 90%以上，可降低香辛料使用的成本。

根据晨光生物 2022 年报，香辛料提取物仍处于起步阶段、渗透率低，花椒提取物在餐饮行业中的渗透率不到 2%，未来有着很大的提升空间。另外，休闲食品等食品工业对风味标准化、无杂质等要求较高，对调味油存在广泛使用需求。

表6：休闲食品常见调味油

常见调味油	主要风味物质和加工方式
1、蒜味调味油	大蒜中的含硫化合物在其体内生物学因素或在体外物理、化学因素作用下，可转变成另一些含硫化合物，这些化合物也是构成大蒜特有辛辣气味的主要风味物质。
2、花椒调味油	花椒果实中的芳香油和麻味素，易溶于乙醚、丙酮和油脂等溶剂中，用加温的方法，使其芳香油和麻味素，迅速溶于食油中，便可得到香麻的花椒油。
3、复合调味油	复合调味油具有多种香辛料的风味和营养成分，集油脂和调味于一体，独到方便。风味原料选用数种香辛料，油脂采用纯正、无色、无味的大豆色拉油或菜籽色拉油，以油脂浸提的方法制成。
4、姜调味油	生姜所含的姜醇、姜烯、茨烯、龙脑、柠檬醛等都具有挥发性和芳香味，姜调味油正是将这些成分溶到油中制成的。
5、葱调味油	选取葱味较浓的葱，将老、黄叶去掉，然后洗净泥沙，送入破碎机中破碎成葱糊，按 2:5 的重量比加入色拉油搅拌加热至 100℃ 去掉水分后，加热到 130℃ 保持 40~60min，然后分离、冷却、装瓶。
6、胡椒调味油	用砂研磨将胡椒磨成能通过 30 目筛网的细粉，然后按 1:3 的重量比加入色拉油，搅拌加热 1h，便可分离、冷却、装瓶。
7、香油	将色拉油、八角茴香、葱、蒜、花椒按一定重量比配料，先将色拉油加热至 125~160℃，然后放入八

常见调味油

主要风味物质和加工方式

角茴香、葱、蒜等一并加热 60min 后，慢慢降温到 95~120℃，再加入花椒加热 15min，便可进行分离，分离后冷却至室温便可装瓶。

资料来源：休闲零食创新联盟公众号《【调味】休闲食品中几种常见的调味油介绍》，申港证券研究所

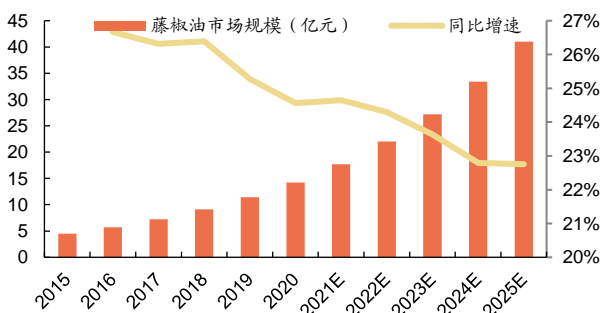
从香辛料中提取风味物质并最终用于调味的商业链条中，按照销售对象不同，产品形态与销售模式相对应，2B 主要销售给食品加工及调味品制造公司、以植物提取的高浓度精油和树脂为主，2C 主要在流通渠道和商超铺货、最终销售给家庭和餐饮用户，以成品的调味油为主。

表7：调味油相关公司对比

产品类型	模式	2022 年销量	产能情况	2022 年业务收入
么麻子 调味油（藤椒油、花椒油、木姜油等）、复合调味料、蔬菜制品、休闲食品	2C，以出售成品调味油为主	调味油 1.18 万吨	调味油 2022 年 2.2 万吨	调味油 4.11 亿元
仲景食品 调味配料（花椒油、藤椒油、姜系列等）、调味食品（香菇酱、牛肉酱等）	2B 为主兼有 2C，以精油和树脂为主	调味配料 3541 吨，以精油和树脂为主	2019 年萃取能力 1578 吨（高峰期 2017 年 1986 吨）	调味配料口径 4.10 亿元
晨光生物 天然色素/香辛料/营养及药用类产品、棉籽类业务	2B	合计销售 73.69 万吨	主产品辣椒红色素和辣椒油树脂（辣椒精）合计产能 1.48 万吨	除棉籽业务外 26.55 亿元

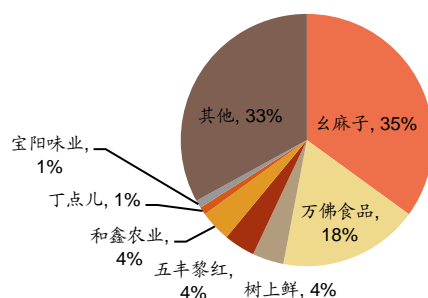
资料来源：么麻子招股书，仲景食品招股书，仲景食品及晨光生物 22 年年报，申港证券研究所

图11：藤椒油市场规模



资料来源：和君咨询，么麻子招股书，申港证券研究所

图12：藤椒油市场份额（2019 年）



资料来源：和君咨询，么麻子招股书，申港证券研究所

图13：么麻子调味油占其营收 9 成以上

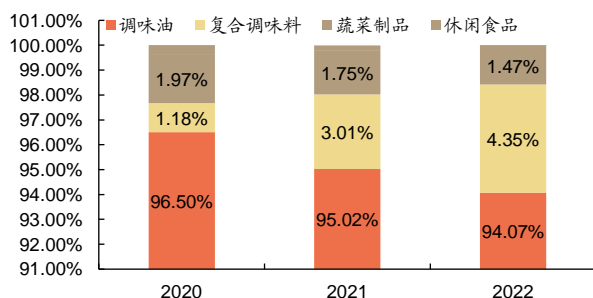
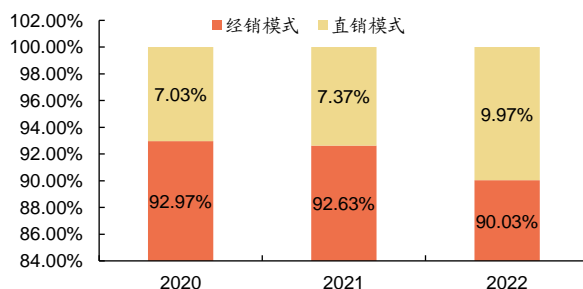


图14：么麻子经销模式收入占比较大



调味油细分赛道正处于导入期，品牌聚集度低、龙头企业机会多、成长空间较大。根据味界头条公众号对 2023 年中国调味油产业创新发展高峰论坛数据的整理，调味油总体市场预估超 350 亿元，以麻系为主，其中花椒油为 150 亿元、增速超 15%，藤椒油口味普适性更强、预计增速超过花椒油，调味油行业有望诞生 10 亿元以上销售额企业。根据么麻子招股书引用和君咨询预计数据，2025 年花椒油市场规模将达到 350 亿元以上、藤椒油市场规模将有望达到 41 亿元。

3. 公司具有多维度成长空间

如何看待仲景的成长空间：

调味酱和植物提取香辛料赛道格局较优，为具备可创新、渗透率快速提升的细分行业；产品角度香菇酱大单品构建基础体量，葱油打造第二曲线可期，存量和增量并存；渠道由 2C 和 2B 向餐饮和央厨拓展，招商和经销商体量提升空间大，汇量增长空间广阔；目前满产状态下新增产能有序投产，释放收入增长天花板，调味配料达产有望快速增长；2022 年采购的低价青花椒传导为 23 年的低成本，提供短期利润弹性。

3.1 以大单品为基础 拓展新场景新品类

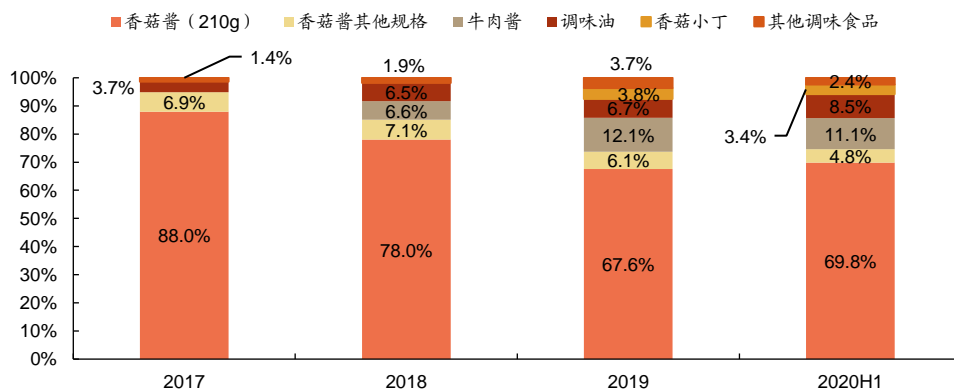
3.1.1 香菇酱打造 10 亿单品 葱油等打造第二曲线

香菇酱构建基础体量，上海葱油迅速崛起。公司 08 年推出香菇酱，至 2012 年实现销售 1.63 亿元，2022 年全年实现销售 3.24 亿元。

已进入航空餐等细分渠道，公司为香菇酱制定目标要打造成 10 亿元级大单品。香菇酱为调味酱细分品类的一个重要分支，吸引海天味业等开始共同做大该品类，作为品类代表品牌，市场空间的打开将优先受益。

同时，2021 年上市的上海葱油迅速增长，22 年实现销售 5372 万元，成为调味食品的第二大单品，其中线上销售 3512.67 万元占比 65.9%。上海葱油 2022 年入选京东调味品金榜、京东调味酱料热卖榜、抖音拌饭酱 TOP 榜。

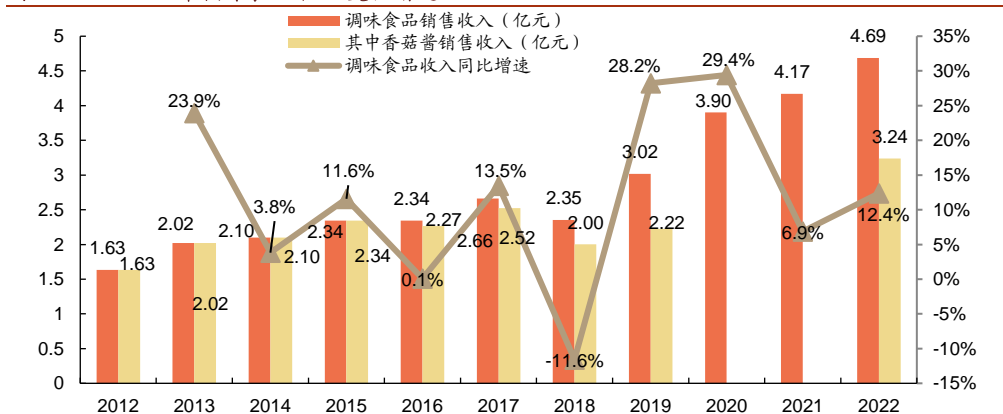
图15：调味食品收入占比中香菇酱超过 70%



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

调味食品 12-22 年间复合增速 11.1%，香菇酱复合增速 7.1%。其中 2018 年 5 月，因成本上涨，调整了香菇酱等主要规格出厂价和零售指导价，涨幅为 7%-20%，导致 2018 年调味酱销量下滑 18.12%，2019 年恢复增长。受销量拖累，2018 年调味食品收入下降 11.6%，2019 年量价齐升收入增长 28.2%，2020 年仍维持较高增速在 29.4%，21-22 年维持稳健增长。

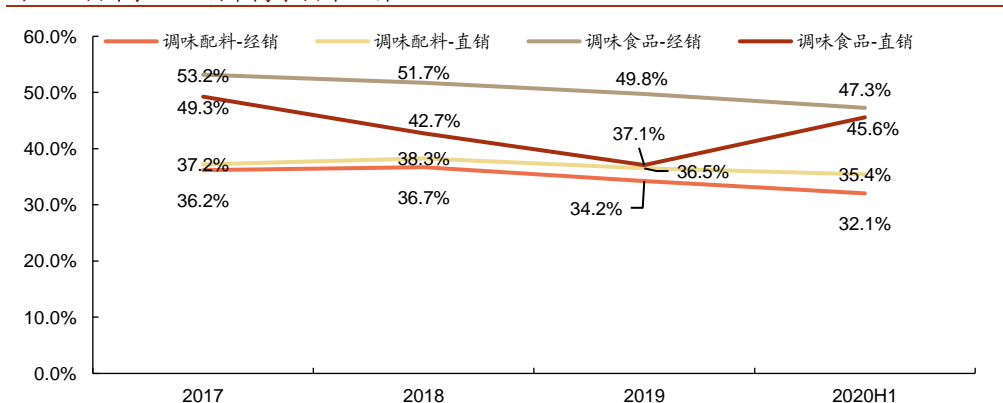
图16: 2012-22 年调味食品收入复合增速 11.1%



资料来源: wind, 公司招股书, 公司 2022 年年报, 申港证券研究所

调味食品毛利率好于调味配料，香菇酱毛利贡献额领先。根据招股书公告，2017-2019 年及 2020H1 调味食品对主营业务毛利的贡献分别为 60.53%、51.80%、55.24%、66.80%。其中，香菇酱是公司主营业务利润的最大来源，毛利贡献分别为 54.66%、42.73%、41.66%、49.87%。调味配料对主营业务毛利的贡献为 39.47%、48.20%、44.76%、33.20%。其中，花椒系列产品是对主营业务利润贡献最大的配料品种，分别为 14.25%、18.39%、17.19%、12.50%。

图17: 调味食品毛利率高于调味配料



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

3.1.2 植提配料渗透率提升 拓展央厨调味料

公司调味配料主要为香辛料植物提取的精油和树脂、粉类为主，产品应用广泛，主要用于火锅料生产、方便食品调味、肉制品等制造，销售对象为食品及调味品制造企业。

大客户直销模式订单稳定性强，直销毛利水平优于经销。公司所生产调味配料主要以直销模式开展销售、客户有千余家，涉及到的品牌有：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、周君记等大中型食品生产企业。

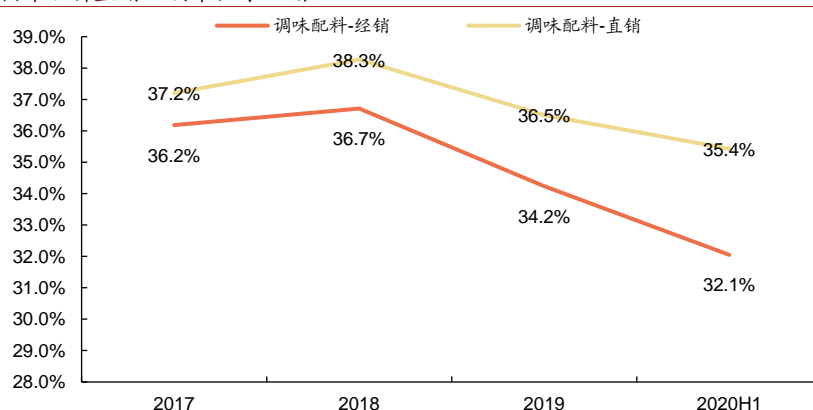
图18：公司调味配料主要面向大B直销



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

调味配料的销售以直销模式为重点、经销模式为适当补充，直销收入占比较高、相对稳定，公司通过销售拜访、技术交流、样品试用、行业展会推介等方式开发客户，签署合同订单，并依据客户需求生产、供货。且直销毛利率优于经销，可为公司带来较稳定盈利。

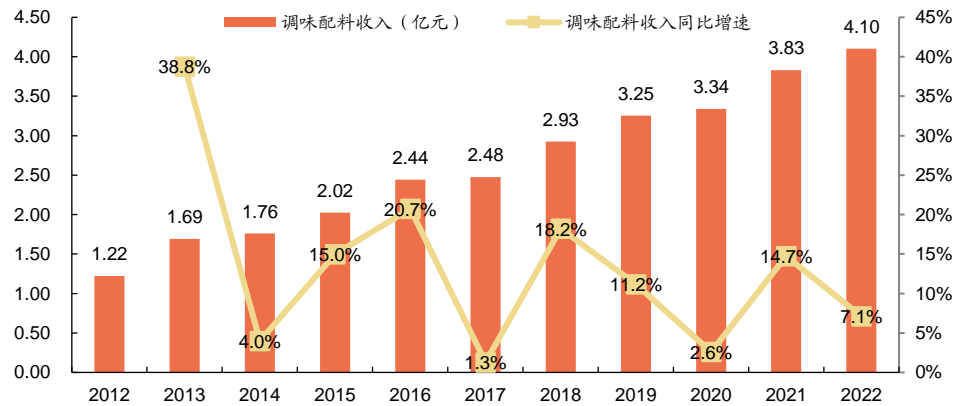
图19：调味配料直销毛利率优于经销



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

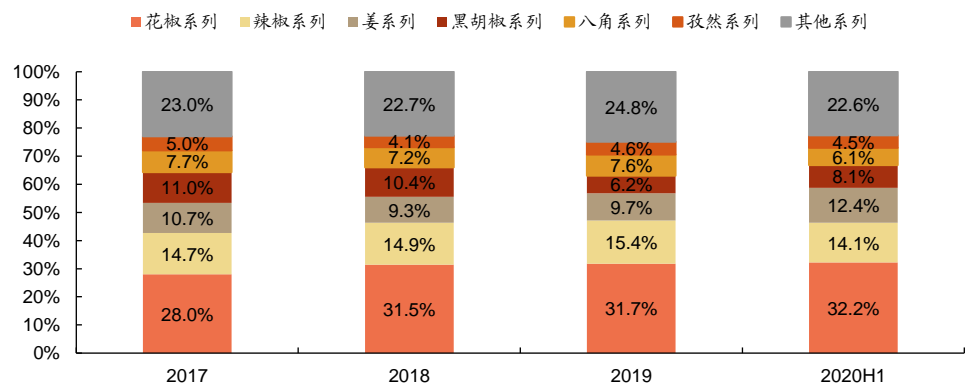
调味配料业务增速优于公司整体，花椒辣椒提取物占主导。2012年至2022年调味配料收入复合增速12.9%，快于公司整体业务增长，且增长稳定未出现较大波动情况。产品主要花椒系列、辣椒系列、姜系列等，公司20H1花椒系列销售占比32.2%、另外辣椒和姜系列占比也超过10%。随着市场对麻味、辣味的高消费粘性以及川味食品的不断推广和普及，香辛类调味配料在火锅底料、川式复合调料及麻辣休闲食品中得到进一步的推广及应用，食品配料业务需求持续扩大，公司植物提取产品优质、可量化标准化程度高，将持续提升市场份额。

图20：2012-22年调味配料收入复合增速12.9%



资料来源: wind, 申港证券研究所

图21: 调味品各系列销量（吨）占比



资料来源: 公司招股书, 申港证券研究所

夯实香菇酱、花椒调味品两大核心品类，拓展大包装中央厨房调味料产品。公司在现有核心产品基础上继续深耕、挖掘，扩大市场占有率，巩固品类引领者地位。聚焦仲景上海葱油，集中资源利用线下线上多元化的营销渠道、打造成超亿元大单品。公司推出的贵州辣子鸡、成都红油、上海红烧肉酱汁等差异化产品优势显著，渠道铺开及推广后会贡献更多收入，同时公司提出拓展大包装中央厨房调味料、独立团队和部门运作，更好地为预制菜、中央厨房、团餐、连锁餐饮等客户提供高性价比产品和服务。

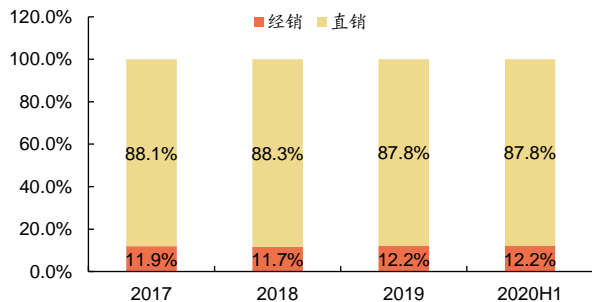
3.2 扩充渠道类型 区域深耕

3.2.1 向餐饮团餐和央厨延伸

渠道由 2C 和 2B 为主，逐步向餐饮团餐延伸做增量。调味食品的销售以经销模式为主、按照招股书披露 17-20H1 经销比例在 9 成左右，客户主要为调味品经销商，通过扁平化运作的经销网络覆盖超市、便利店、蔬菜生鲜店、农贸、餐饮批发市场等终端到达 C 端消费者。调味配料的销售以直销模式为主、直销比例接近 9 成，客户主要是食品生产企业等大 B 端客户，另外有少部分通过经销商进行销售。

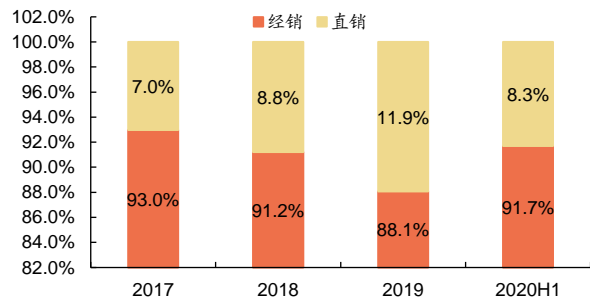
根据 22 年年报，公司设立食品营销事业部、配料营销事业部和电商发展事业部，各事业部负责对应业务的发展和营销管理，同时独立团队和部门运作大包装中央厨房调味料，服务预制菜、中央厨房、团餐、连锁餐饮等客户，且在产品形态上做大包装调整，覆盖餐饮渠道。

图22：调味配料直销占比接近9成



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

图23：调味食品以经销为主



资料来源：公司招股书，申港证券研究所

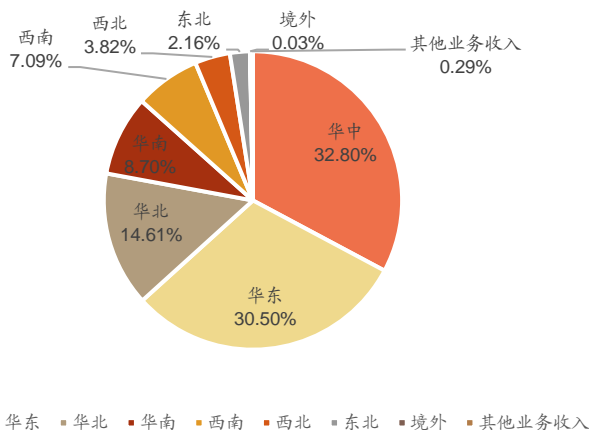
小 B 端扩张实现增量空间。公司调味食品主要产品香菇酱、上海葱油、调味油等已扩展大包装产品，央厨独立团队和组织运作迎合大型连锁化和社会餐饮渠道拓展需要，由厂家直接运作大型餐饮、可保障服务水平和为未来做定制餐调提供可能。

借助电商全渠道发展，嫁接社区团购、餐饮采买平台，打造线上爆品上海葱油。在发展传统电商平台（自营店铺+授权店铺）基础上，入驻美团优选、多多买菜等社区团购平台，布局新媒体营销，通过直播、短视频带货、场景种草、社交营销等方式，助力品牌传播和销售，加速线上线下融合发展。2022 年，公司电商渠道实现销售 9446.85 万元，同比增长 69.98%，成为推动业绩增长的重要引擎。公司通过电商渠道打造出现象级单品上海葱油，入选京东调味品金榜、京东调味酱料热卖榜、抖音拌饭酱 TOP 榜，上海葱油 2022 年线上实现销售 3512.67 万元，线上销售占比 65.9%。

3.2.2 精耕豫鲁 谋求全国化发展

立足根据地市场，拓展和深化市场区域与渠道类型。公司持续精耕河南山东两个亿元级根据地市场，积极开拓鄂浙赣湘川渝新市场，着眼未来加强全国化布局。延伸销售网络，从 KA 商超走向社区便利店、生鲜店、农贸市场，提高终端渠道的覆盖程度。同时过去三年以家庭消费增长为契机，开发县城、开发餐饮新渠道、开发互联网新零售渠道等方式，加快渠道宽度拓展和深度下沉。

图24：2022 年各区域销售占比



资料来源：2022 年年报，申港证券研究所

表8：分地区营业收入及增速

地区营业收入 (亿元)	2019	2020	2021	2022	复合增速
华中	2.00	2.29	2.62	2.89	13.0%
华东	2.01	2.31	2.54	2.69	10.1%
华北	0.89	1.13	1.17	1.29	13.2%
华南	0.49	0.51	0.62	0.77	16.0%
西南	0.51	0.56	0.58	0.63	7.4%
西北	0.22	0.29	0.31	0.34	15.4%
东北	0.14	0.15	0.17	0.19	9.9%
境外	0.004	0.004	0.006	0.003	-10.6%
其他业务收入	0.01	0.02	0.06	0.03	28.3%

资料来源：公司 2020-2022 年报，申港证券研究所

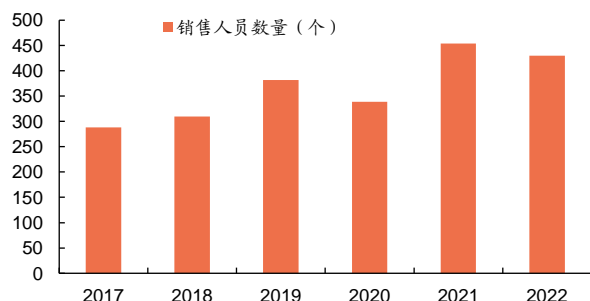
招商成果凸显，经销商平均规模仍有提升空间。公司立足华东、华中、华北等重点区域，持续优化经销商结构，拓展和扩大销售网络，2022 年末，公司经销商数量 1746 家，华南地区经销商数量较同期增长 31.36%，主要系广东等区域增加招商。着眼未来布局全国市场。

截止 2022 年经销商数量 1746 个，较 2017 年增加 881 个，销售人员 430 人。经销商平均规模维持在约 50-60 万，公司区域覆盖深度增大后仍有提升空间。

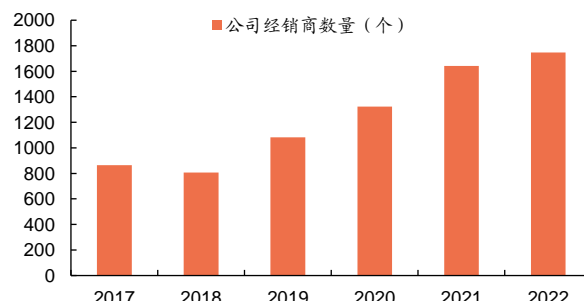
表9：截止 2022 年各区域经销商情况

	2022	2021	变动数量	变动比例
华东地区	627	606	21	3.47%
华中地区	416	382	34	8.90%
华北地区	363	349	14	4.01%
华南地区	155	118	37	31.36%
西南地区	89	95	-6	-6.32%
西北地区	61	59	2	3.39%
东北地区	35	34	1	2.94%
总计	1746	1643	103	6.27%

资料来源：公司 2022 年年报，申港证券研究所

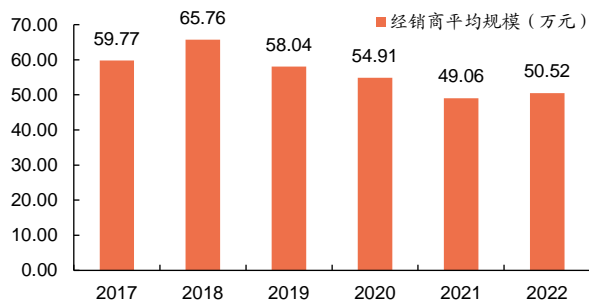
图25：销售人员数量稳定增长


资料来源：公司招股书，2020-2022 年年报，申港证券研究所

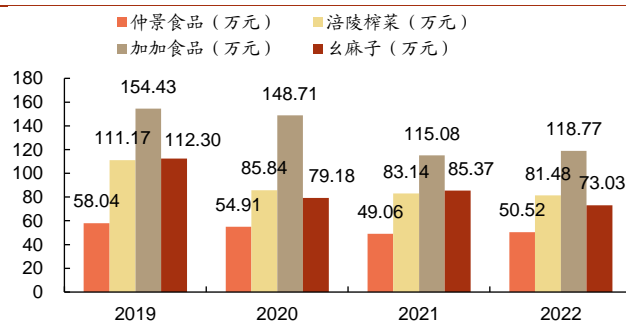
图26：经销商数量增长迅速


资料来源：公司招股书，2020 及 2022 年年报，申港证券研究所

图27：2017 年至今公司经销商平均规模保持稳定
图28：经销商平均规模低于同行



资料来源: wind, 公司招股书, 2020 及 2022 年年报, 申港证券研究所



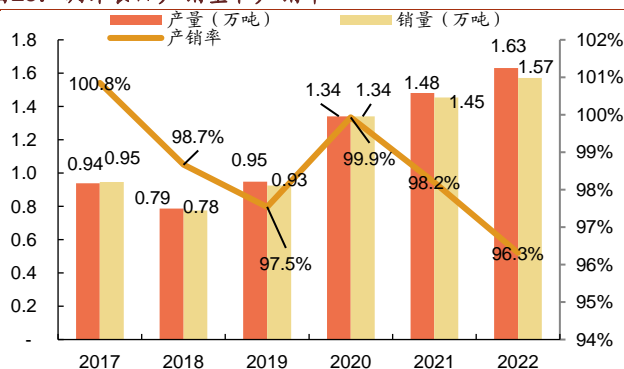
资料来源: wind, 公司招股书, 公司 2020 及 2022 年年报, 涪陵榨菜&加加食品 2020 及 2022 年年报, 玄麻子招股书, 申港证券研究所

募投资金中营销网络建设投资仍留有余地, 保障品牌和渠道扩张空间。公司在 2020 年 12 月将募投营销网络建设的投资总额由 1.5 亿元扩大到 2.465 亿元, 同时削减购房相关的投入, 将更多的资金投放到优秀营销人才的引进、扩大招商力度、增加品牌建设投入等方面。截止 2022 年底, 营销网络建设项目累计投入 1.112 亿元, 持续投资仍留有余力。

3.3 产能陆续投产支撑收入扩张

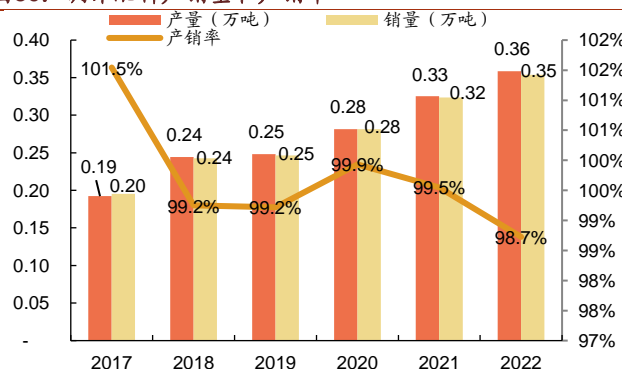
产销率接近满产, 扩建产能释放空间大。调味食品及配料维持以销定产路线, 并积极扩张关键业务产能。2022 年, 调味食品产量 1.63 万吨、销量 1.57 万吨, 5 年内复合增长率分别达 11.68%、10.66%, 产销率维持在 96% 以上; 调味配料产量 0.36 万吨、销量 0.35 万吨, 5 年内复合增长率分别达 13.28%、12.64%, 产销率维持在 98% 以上。公司产量、销量逐年攀升, 产销率维持在较高水平, 仲景食品正在积极寻求关键业务产能的持续扩张。

图29: 调味食品产销量和产销率



资料来源: 公司招股书, 21-22 年年报, 申港证券研究所 (注: 2017-2019 年产量按照招股书中万瓶 (210g/瓶) 换算得出吨数, 2020 年后产销量按照年报以吨为单位)

图30: 调味配料产销量和产销率



资料来源: 公司招股书, 21-22 年年报, 申港证券研究所

募集资金保障产能扩张, 扩产与营销网络建设双线并行。2020 年 9 月, 公司募集资金净额约 9.13 亿元。截至 2022 年底, 累计投入募集资金 4.35 亿, 主要投资项目包括仲景食品产业园一期 (原年产 3000 万瓶调味酱生产线)、年产 1200 吨调味配料生产线 (已建成)、营销网络、流动资金。

公司募资时将调味酱生产线规划为年产 3000 万瓶, 公司于 20 年 12 月将其变更扩大至年产 6000 万瓶, 投资总额从 1.36 亿扩大至 2.06 亿元, 2022 年受到南阳恐龙蛋化石群国家级自然保护区影响约 55 亩用地报批受限, 项目无法开工建设。公司

在 22 年将其变更为仲景食品产业园一期项目，并计划投入 3.51 亿元，资金来源主要是未使用的募集资金 2.13 亿和尚未确定用途的超募资金 1.38 亿，根据项目经济分析，本项目建成达产后预计年均销售收入 7.81 亿元、年均利润总额 1.07 亿元。另一项目“1200 吨调味配料生产线”计划投资 1.06 亿，于 2022 年 6 月竣工。

表10：仲景食品募投计划变迁

募投项目 (2020 年 9 月)		第一次变更 (2020 年 12 月公告调整)		第二次变更 (2022 年 8 月公告调整)		截止 2022 年底
项目名称	计划投资 (亿元)	项目名称	计划投资 (亿元)	项目名称	计划投资 (亿元)	累计投入 (亿元)
3000 万瓶调味酱 生产线	1.36	6000 万瓶调味酱生产线	2.06	仲景食品产业园一期项目	3.51	0.11
1200 吨调味配料 生产线	1.06	1200 吨调味配料生产线	1.06	—		0.87
营销网络建设	1.5	营销网络建设	2.47	营销网络建设	2.47	1.11
补充流动资金	1	补充流动资金	1	补充流动资金	1	1.00
总计投入	4.92		6.58		6.98	3.09
主要变更内容	—	3000 万瓶调味酱生产线调整为 6000 万瓶，使用超募资金增加投资 0.70 亿元；营销网络建设使用超募资金增加投资 0.965 亿元		6000 万瓶调味酱项目+新增耗油项目合并调整为产业园一期项目，投资额扩大至 6 亿元，其中 3.51 亿元使用募集资金		

资料来源：招股说明书，公司公告《20201229 关于调整部分募投项目与使用部分超募资金增加募投项目投资额的公告》《20220807 关于变更部分募投项目并使用超募资金投资建设项目的公告》，公司 2022 年年报，申港证券研究所

表11：调味食品新增产能建设中调味配料已开始投产

产品分类	募投前产能	新增产能	预计投产时间	达产后合计产能
调味食品 (调味酱)	4000 万瓶 (折算 8400 吨)	6000 万瓶调味酱 (折算 1.26 万吨)	2025 年 5 月 31 日	2.10 万吨
调 味 食 品 (耗油)	—	6000 万瓶香菇耗油 (折算 2.7 万吨)	2025 年 (项目建设周期 30 个月，22 年 8 月股东大会通过)	2.7 万吨
调味配料	1578 吨	1200 吨	2022 年 6 月 30 日竣工投产	2778 吨

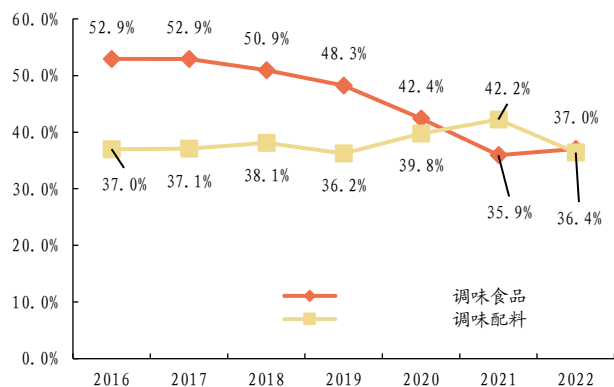
资料来源：公司招股书，公司公告《20220807 关于变更部分募投项目并使用超募资金投资建设项目的公告》《20230407 关于年产 1200 吨调味配料生产线建设项目结项并将节余募集资金》，申港证券研究所（注：募投前产能使用 2019 年产能；耗油新增产能按照 450g/瓶折算吨数）

1200 吨调味配料新增产能已于 22 年 6 月底竣工投产，目前已开始投产，按照招股书完全竣工投产的第二年即 24 年前后可达设计产能，近年调味配料产销量有望得到快速提升。调味配料的需求层面，下游行业火锅餐饮、川味调味料增长迅猛，公司相应开发调味配料产品满足市场需求，拉动公司调味配料销量持续增长。

3.4 成本下行和费用优化提供利润弹性

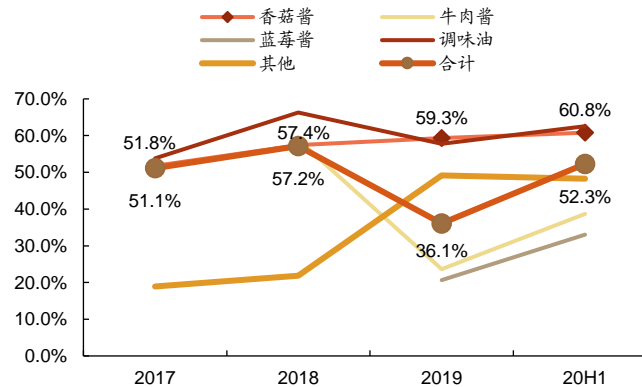
公司毛利率受产品结构、原料成本双重影响下有所下降。2017-2020H1 公司调味食品中香菇酱和调味油毛利率持平或者高于牛肉酱、蓝莓酱等后来推出的新品，根据公司招股书香菇酱经历过 2018 年的调价后，2019 年及 2020H1 毛利率分别在 59.3%、60.8%，高于牛肉酱的 23.6%和 38.7%，新品的销售上量拉低了整体调味食品的毛利率。另外，公司成本中直接材料占比较高，主要原料中香菇柄和花椒受种植情况影响价格存在波动，2021 年青花椒/青红椒采购价格同比上涨 44.51%、大豆油采购价格同比上涨 43.41%，2022 年孜然采购价较同期上涨 54.55%，均对公司毛利形成拖累。

图31: 调味食品与调味配料毛利率变化情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

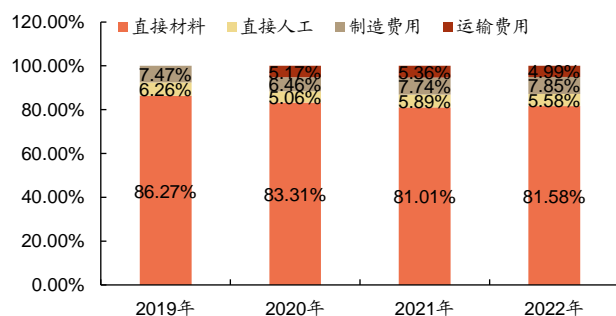
图32: 香菇酱和调味油毛利率好于整体调味食品毛利率



资料来源: wind, 公司招股书, 申港证券研究所

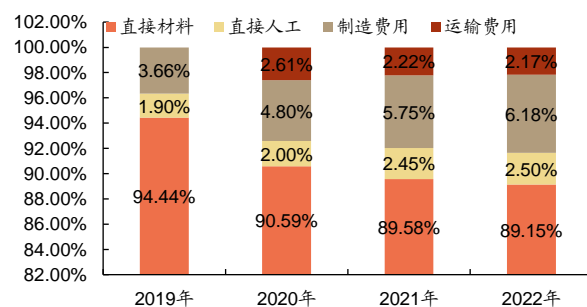
原材料成本占比高, 调味食品和调味配料占比8-9成以上。公司生产所使用的主要原材料包括香菇柄、花椒等农产品, 其价格受自然条件、市场供需、产业政策等多重因素影响, 调味食品2019-22年原材料成本占成本比重在81.01-86.27%, 调味配料在89.15-94.44%, 原料价格对盈利水平影响较为直接。

图33: 调味食品成本中原材料成本占比8成以上



资料来源: 公司2020及2022年报, 申港证券研究所

图34: 调味配料原材料成本占比约9成以上



资料来源: 公司2020及2022年报, 申港证券研究所

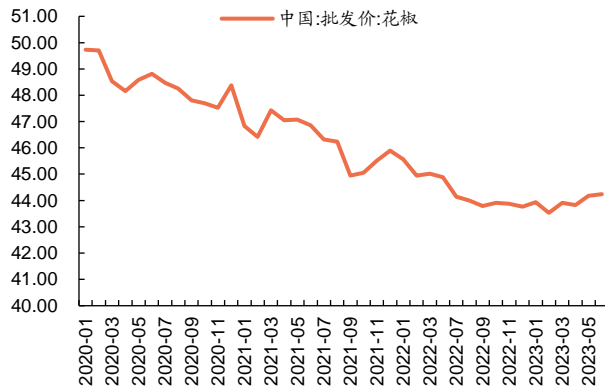
花椒等原料应季采购后次年使用, 采购成本对营业成本影响存在滞后性。公司对花椒、香菇等原料主要在收获季节应季采购, 对其他原料、辅助物料及包装材料, 根据客户需求以及生产计划按需采购。花椒采购集中于每年8月至次年1月, 集中采购后实现快速初加工萃取, 根据生产阶段完成成本传递, 部分花椒原材料在次年才能转化成初级半成品。

22年青花椒采购均价同比下降31.52%, 将在23年支撑公司毛利率提升。2022年度青花椒原料丰收供给增加, 同时国内餐饮等消耗量减少, 公司青花椒采购均价较同期下降31.52%。由于采购成本对营业成本的影响存在滞后性, 22年调味配料毛利率较同期变动为-5.83pct, 可见采购成本下降在22年当年未对花椒系列调味配料的产品成本产生较大的影响。另外, 孜然原料受产量、进口量减少的影响, 采购均价较同期上涨54.55%, 对孜然系列调味配料的产品成本形成不利影响。

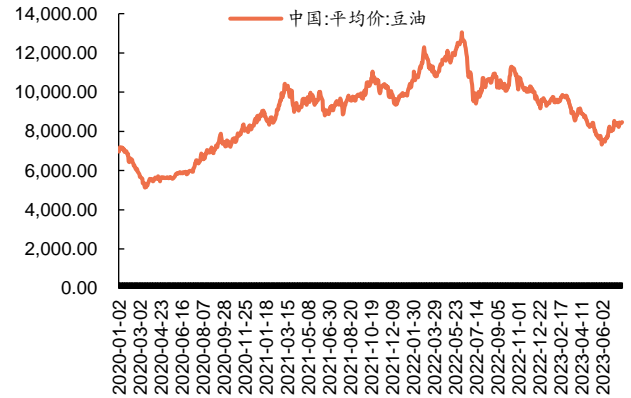
我们按照2019和2020H1主要原材料采购比例做平均, 得出花椒等原材料占营业成本比例, 测算原料成本下降对毛利率的影响。

图35: 花椒价格同比下降

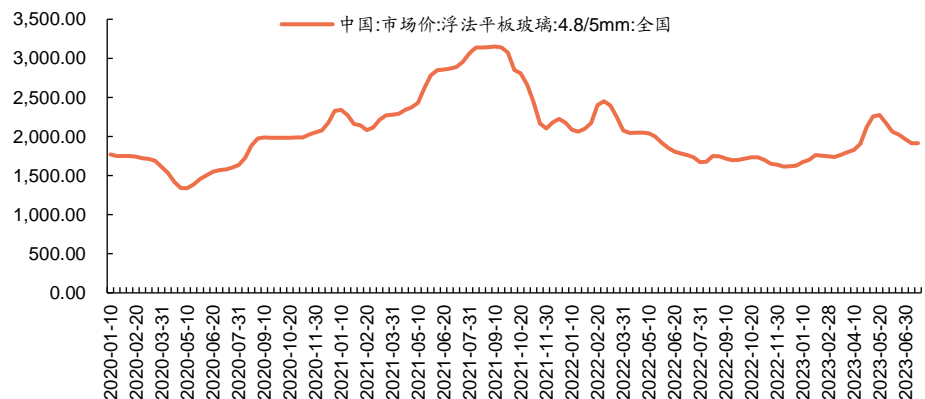
图36: 豆油22年中到达高点后回落



资料来源: wind, 国家发展和改革委员会, 申港证券研究所



资料来源: wind, 中国汇易, 申港证券研究所

图37: 玻璃价格呈现高点回落趋势


资料来源: wind, 国家统计局, 申港证券研究所

花椒: 公司 22 年采购均价同比变动为-31.52%, 考虑采购周期为 8 月至次年 1 月, 且根据新华指数农业市场研究中心监测、23 年 1 月花椒价格指数基本处于历史最低水平, 同时 23 年使用花椒大部分为 22 年采购季采购, 综合假设 23 年花椒成本价格下降 30%。

大豆油: 根据 wind 和中国汇易数据, 23 年 1-6 月大豆油平均价格同比下降幅度为 22.5%, 考虑提前采购因素及近期大豆油有所上涨, 假设 23 年大豆油价格下降幅度为 16%。

玻璃瓶: 根据 wind 和国家统计局数据, 23 年 1-6 月浮法平板玻璃平均价格同比下降幅度为 8.2%, 假设 23 年全年玻璃瓶价格下降幅度为 8.2%。

表12: 成本下降对 2023 年毛利率影响测算

	2020H1		2019		2019+2020H1		测算成本下降时毛利率提高程度		
	采购金额 (万元)	占当期采 购总额比 例	采购金额 (万元)	占当期采 购总额比 例	采购金额 (万元)	占当期 采购总 额比例	折算该原料 占营业成本 比例	假设价 格下跌 幅度	营业成本 下降百分 点 (pct)
红花椒	1195.96	6.00%	3312.13	10.85%	4508.09	8.9%	7.97%	-30.0%	-2.39
青花椒、青 红椒	1331.82	6.68%	5054.70	16.55%	6386.52	12.7%	11.29%	-20.0%	-2.26
香菇柄	5588.37	28.04%	4489.17	14.70%	10077.54	20.0%	17.81%	2.0%	0.36
一级大豆油	1862.17	9.34%	2875.72	9.42%	4737.89	9.4%	8.37%	-16.0%	-1.34
玻璃瓶	1005.20	5.04%	1532.41	5.02%	2537.61	5.0%	4.49%	-8.2%	-0.37
主要原材料	10983.52	55.1%	17264.13	57%	28247.65	56.0%	49.9%	-	-

	2020H1		2019		2019+2020H1		测算成本下降时毛利率提高程度		
合计									
其他原材料	8950.27	44.9%	13270.24	43.5%	22220.51	44.0%	39.27%	2.5%	0.98
总采购额	19933.79	100%	30534.37	100%	50468.16	100%	100%	-	-5.02
毛利率提高									5.02pct

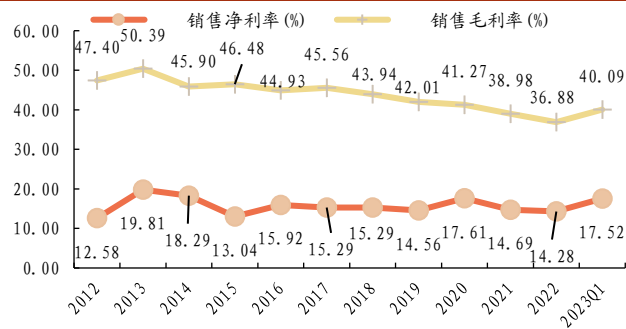
资料来源: wind, 公司招股书, 申港证券研究所

假设鲜菇柄价格保持稳定全年上涨 2%，其他原材料价格保持稳定情况下，23 年全年采购成本下降带来毛利率提升 5.02pct。公司 23H1 毛利率 40.62pct，同比 +2.88pct，成本下降带来的毛利率提升已开始显现。此外，考虑国内大豆、包材成本见顶回落，海天味业等毛利率从 23Q1 环比有所改善，我们预计公司成本压力中期维度难以边际加大。

另外，公司 22 年为提高品牌知名度和影响力加大广告投放，广告宣传费较上年增加 1638.51 万元，同比增长 59.13%，其中央视广告投入 2549.43 万元，23 年预计该部分费用投入有一定节约，23H1 销售费用率 13.41% 同比回落 5.65pct。

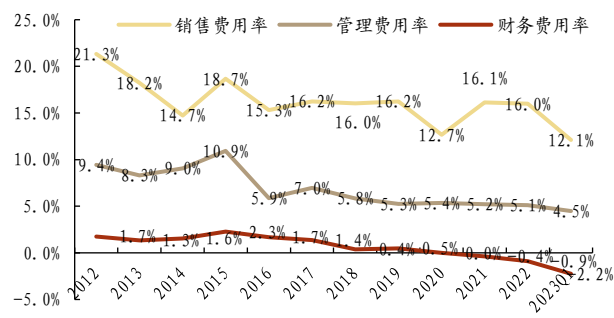
中长期看，公司香菇酱打造大单品、食品配料放量可期，成本下降和费用优化将带来公司利润弹性。

图38: 23Q1 公司毛利率和净利率环比回升



资料来源: wind, 申港证券研究所

图39: 23Q1 销售费用率回落明显



资料来源: wind, 申港证券研究所

4. 盈利预测

对公司调味食品和调味配料业务未来经营情况假设如下:

成长性:

公司 1200 吨调味配料新增产能已于 22 年 6 月底竣工投产，目前已开始投产，按照招股书完全竣工投产的第二年即 24 年前后可达设计产能，近年调味配料产销量有望得到快速提升。

调味食品年产 6000 万瓶调味酱和 6000 万瓶耗油项目新增产能已开工建设，原有产能可通过增加班次、设备更新等方式增加实际产量、满足增量需求。随着公司扩产稳步推进，预计销售量维持近年的稳步增长趋势，价格保持稳定情况下，销售收入有望稳步提升。

预计调味食品 2023-2025 年营收分别为 5.27/5.89/6.60 亿元，调味配料 2023-2025

年营收分别为 4.90/5.81/6.84 亿元。

盈利能力：

1、毛利率：影响公司毛利率的主要因素之一为采购原材料价格，22 年采购季花椒价格有明显下降，随着 23 年该部分低价原料使用和计入成本，将对 23 年毛利率形成正向带动。根据前述采购原料价格下降对毛利率提升的测算，预计 2023-25 年毛利率 41.74%、41.25%、39.98%。

2、销售费用率：公司 22 年为提高品牌知名度和影响力，加大广告投放，广告宣传费较上年增加 1638.51 万元，同比增长 59.13%，其中央视广告投入 2549.43 万元，23 年预计该部分费用投入有一定节约，预计 2023-25 年销售费用率 15.80%/14.70%/14.00%。

3、管理费用率：公司管理费用率预计保持稳定，2023-2025 年预计在 5.14%/5.12%/5.13%水平。

表13：公司业务拆分与盈利预测

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
调味食品	营收（百万元）	301.59	390.32	417.10	468.72	527.19	589.19	659.63
	增速		29.42%	6.86%	12.38%	12.48%	11.76%	11.96%
	销量（百吨）	100.14	134.01	145.34	157.13	171.59	186.00	202.37
	YOY		33.83%	8.45%	8.12%	9.20%	8.40%	8.80%
	吨价（万元/吨）	3.01	2.91	2.87	2.98	3.07	3.17	3.26
	YOY		-3.29%	-1.47%	3.94%	3.00%	3.10%	2.90%
	成本	156.08	224.90	267.19	295.23	305.61	344.68	389.18
调味配料	毛利额		165.41	149.91	173.49	221.58	244.51	270.45
	营收（百万元）	325.40	333.90	383.11	410.39	489.76	580.61	683.73
	增速		2.61%	14.74%	7.12%	19.34%	18.55%	17.76%
	销量（百吨）	24.64	28.14	32.37	35.41	41.43	48.05	55.26
	YOY		14.21%	15.02%	9.39%	17%	16%	15%
	吨价(万元/吨)	13.21	11.87	11.84	11.59	11.82	12.08	12.37
	YOY		-10.15%	-0.24%	-2.08%	2.00%	2.20%	2.40%
合计	成本	207.52	201.09	221.33	261.03	286.90	342.56	417.08
	毛利额	117.88	132.80	161.79	149.36	202.86	238.05	266.66
	营收（百万元）	628.19	726.67	806.24	881.65	1016.95	1169.81	1343.36
	营收增速		15.7%	10.9%	9.4%	15.3%	15.0%	14.8%
	成本（百万元）	363.60	426.00	488.52	556.26	592.51	687.24	806.26
	毛利额（百万元）	264.59	300.67	317.72	325.39	424.44	482.57	537.10

资料来源：wind，申港证券研究所

投资建议：预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 10.17、11.70、13.43 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.73 亿元、2.11 亿元和 2.44 亿元，每股收益分别为 1.73 元、2.11 元和 2.44 元，对应 PE 分别为 23.49X、19.29X 和 16.71X。公司所在业务为调味品细分品类，市场格局良好、长期成长空间广阔，给与 2023 年 30 倍 PE，目标价格 51.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表14：可比公司估值：低于平均水平

证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
			23E	24E	25E	23E (元/股)	24E (元/股)	25E (元/股)

敬请参阅最后一页免责声明

25 / 29

证券研究报告

	PE					EPS		
海天味业	42.49	2,362.70	34.47	29.64	25.86	1.23	1.43	1.64
日辰股份	31.23	30.80	35.75	26.40	20.64	0.87	1.18	1.51
中炬高新	33.02	259.33	36.72	30.63	26.01	0.90	1.08	1.27
涪陵榨菜	17.93	206.90	21.30	18.66	16.59	0.84	0.96	1.08
天味食品	14.41	153.55	35.10	27.57	22.54	0.41	0.52	0.64
晨光生物	15.81	84.23	15.73	12.57	10.08	1.01	1.26	1.57
平均值	25.82	516.25	29.84	24.25	20.29	0.88	1.07	1.29
仲景食品	40.71	40.71	23.49	19.29	16.71	2.15	1.94	1.73

资料来源：wind、申港证券研究所（除仲景食品外基于wind一致预期，股价数据截止2023年8月16日收盘）

5. 风险提示

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们对公司业绩的预测主要基于各类产品的营收增速。公司的实际经营成果可能不及我们的假设条件，因此盈利预测与公司未来的业绩可能出现一定偏差。对于2023年业绩：

- ◆ 如果公司调味食品营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.38%。
- ◆ 如果公司调味配料营业收入增速较假设下降 1pct，则归母净利润较假设-0.32%。

主要原材料价格变动的风险。公司产品的原材料成本占主营业务成本的比重较高，香菇、花椒等香辛料、大豆油等主要原材料的价格受气候条件、自然灾害、采收成本、市场供需关系等多种因素影响而产生波动，若原材料供应量、价格出现大幅波动，将对公司的盈利水平产生较大的影响。

市场同质化竞争加剧风险。公司属于食品行业，产品同质化情况较多，消费者口味变化大，参与的竞争主体较多、市场竞争激烈。如果公司产品不能保持持续的创新、较高的质量标准、稳定的产品品质，公司的市场份额将受到竞争对手的侵蚀。市场竞争加剧将导致公司营业收入下滑，从而影响公司盈利能力。

新产品开发的市场风险。公司不断开发新产品以满足消费者多元化的需求。目前部分新产品尚处于培育期，市场影响力有限。如果产品不能赢得消费者的青睐，产品宣传没有达到预期，在一段时间内没有形成相对稳定的客户群，导致公司对产品多元化的投入不能达到预期收益，将对公司经营业绩产生不利影响。

产品质量和食品安全风险。食品安全问题的出现可能对企业甚至整个行业造成重大影响，保障食品安全是食品生产企业的根本。公司针对原材料采购、产品生产、销售流通等环节采取了严格的管理措施，仍存在不能完全排除因处置不当而发生质量和食品安全事件的风险。

表15: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	806	882	1017	1170	1343	流动资产合计	1193	1301	1496	1568	1781
营业成本	492	556	593	687	806	货币资金	78	908	1085	1084	1222
营业税金及附加	6	7	8	9	11	应收账款	74	104	107	131	146
营业费用	130	141	161	172	173	其他应收款	1	4	4	5	6
管理费用	42	45	52	60	69	预付款项	2	3	3	3	4
研发费用	32	32	41	41	43	存货	238	271	287	334	391
财务费用	-3	-8	-5	-7	-6	其他流动资产	4	7	6	7	8
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	非流动资产合计	502	519	602	761	816
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	23	20	22	21	21	固定资产	268	367	379	476	518
营业利润	133	140	198	239	278	无形资产	20	20	19	19	18
营业外收入	6	5	5	5	5	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	4	2	2	2	2	其他非流动资产	121	12	83	96	110
利润总额	135	143	201	242	281	资产总计	1695	1820	2098	2329	2597
所得税	16	17	28	31	38	流动负债合计	138	189	181	201	226
净利润	118	126	173	211	243	短期借款	0	10	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	102	122	125	145	170
归属母公司净利润	119	126	173	211	244	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	178	186	232	286	331	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS（元）	1.19	1.26	1.73	2.11	2.44	非流动负债合计	25	26	26	26	26
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	164	215	206	226	252
营业收入增长	10.95%	9.35%	15.35%	15.03%	14.84%	少数股东权益	1	0	0	0	-1
营业利润增长	-8.44%	5.52%	41.47%	20.62%	16.34%	实收资本（或股本）	100	100	100	100	100
归属于母公司净利润增长	-7.33%	6.27%	37.54%	21.74%	15.48%	资本公积	887	886	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	493	569	742	953	1197
毛利率(%)	38.98%	36.88%	41.74%	41.25%	39.98%	归属母公司股东权益合计	1530	1605	1892	2103	2346
净利率(%)	14.69%	14.28%	17.02%	18.02%	18.12%	负债和所有者权益	1695	1820	2098	2329	2597
总资产净利润(%)	7.00%	6.92%	8.26%	9.06%	9.38%	现金流量表					
ROE(%)	7.75%	7.85%	9.16%	10.03%	10.38%	单位:百万元					
							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	120	121	168	184	225
资产负债率(%)	10%	12%	10%	10%	10%	净利润	118	126	173	211	243
流动比率	8.64	6.86	8.28	7.81	7.88	折旧摊销	28	34	39	54	59
速动比率	6.92	5.44	6.69	6.15	6.15	财务费用	-3	-8	-5	-7	-6
营运能力						应付帐款减少	-3	-30	-3	-24	-15
总资产周转率	0.49	0.50	0.52	0.53	0.55	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	11	10	10	10	10	投资活动现金流	-169	752	-100	-192	-93
应付账款周转率	9.64	7.85	8.23	8.67	8.53	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.26	1.73	2.11	2.44	投资收益	23	20	22	21	21
每股净现金流(最新摊薄)	-1.03	8.30	1.77	-0.01	1.38	筹资活动现金流	-54	-43	109	7	6
每股净资产(最新摊薄)	15.30	16.05	18.92	21.03	23.46	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	34.21	32.31	23.49	19.29	16.71	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	2.66	2.54	2.15	1.94	1.73	资本公积增加	0	-1	114	0	0
EV/EBITDA	22.86	17.50	13.21	10.69	8.83	现金净增加额	-103	830	177	-1	138

资料来源: wind, 公司 2021 及 2022 年财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上