

# 仲景食品 (300908.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 新品快速起量，渠道扩张在途

### 投资逻辑

复调及配料行业处于快速发展期，渗透率均有较大提升空间。公司是国内香菇酱首创者，具备超临界 CO2 萃取技术生产调味配料，以大单品香菇酱、花椒提取物为基本盘。目前中式复调/花椒油行业规模 16-21 年 CAGR 分别为 17%/20%，渗透率分别为 26%/20%，且赛道竞争格局分散，龙头市占率低。近年来居民生活水平改善、工作节奏加快，大众对于便捷属性的复合调味品需求增加。调味配料方面，当前粗加工农副产品形态的干花椒和保鲜花椒占比仍高达 70%，考虑到花椒提取物纯度高、性质稳定，预计未来消费占比具备较大提升空间。

**C 端大单品放量，B 端市占率提升。**1) C 端主营调味食品，大单品香菇酱 22 年收入 3.24 亿元。上海葱油于 2021 年上新，借助电商渠道快速放量，2023Q1-Q3 销售额 8939.2 万元（同比+113%）。通过对比行业龙头，香菇酱/上海葱油体量有望朝 10/5 亿元看齐。公司亦积极布局成都红油、贵州辣子等地区风味，以更丰富的 SKU、因地制宜的销售策略提升消费者接受度。2) B 端主营调味配料，核心品类为花椒、辣椒等精油和树脂提取物，公司与业内较大客户（如联合利华、康师傅等）形成了长期稳定的合作关系，有望持续受益于头部客户定制化程度加深及中小客户覆盖面提升。

**扩充经销网络，延申餐饮场景，强化线上建设。**1) 经销方面，公司立足华东、华中等重点区域，不断拓展和深化销售网络，2017-2023H1 经销商数量由 865 家增至 1862 家，但单点产出有待提升。2) 直销方面，公司今年 5 月成立独立团队运作大包装中央调味品，满足团餐、预制菜等对于复合酱汁的需求。电商方面，公司发力新媒体电商+社区团购平台，2023Q1-Q3 收入 1.2 亿元，同比+92%。

### 盈利预测、估值和评级

2021 上市后虽受宏观需求冲击，但收入仍稳健增长，20-22 年 CAGR 为 10.1%，23Q1-Q3 营收 7.3 亿元，同比+12%。随着成本压力减轻及费用端精细化管理，归母净利润企稳修复，23Q1-Q3 实现 1.4 亿元，同比+37%。公司作为香菇酱和香辛料提取物龙头，有望通过扩充产品矩阵、全面建设 BC 渠道，实现盈利稳健增长。我们预计 23-25 年公司归母净利分别为 1.8/2.1/2.4 亿元，同比+45%/16%/12%。我们给予公司行业平均 PE (24 年 24x)，目标价 50.73 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

限售股解禁风险、市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险、新品推广不及预期风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：43.16 元

目标价 (人民币)：50.73 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	806	882	999	1,131	1,270
营业收入增长率	10.95%	9.35%	13.36%	13.20%	12.22%
归母净利润(百万元)	119	126	182	211	238
归母净利润增长率	-7.33%	6.27%	44.78%	15.87%	12.39%
摊薄每股收益(元)	1.186	1.260	1.825	2.114	2.376
每股经营性现金流净额	1.20	1.21	1.90	2.47	2.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.75%	7.85%	10.81%	11.82%	12.46%
P/E	45.70	30.43	23.66	20.42	18.16
P/B	3.54	2.39	2.56	2.41	2.26

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、重视产品&渠道建设，盈利处于上升周期.....	5
1.1 加快推新节奏，发力 BC 双轮驱动.....	5
1.2 稳健扩产增营收，降本控费稳盈利.....	7
二、行业处于快速发展期，渗透率提升空间大.....	10
2.1 复调赛道格局分散，因地制宜大有可为.....	10
2.2 调味配料赛道小而美，行业渗透率有待提升.....	12
三、大包装进军餐饮渠道，上海葱油打造第二曲线.....	15
3.1 餐饮市场空间广阔，大包装复调有待放量.....	15
3.2 上海葱油表现亮眼，第二曲线逐步成型.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	18
4.1 收入和毛利率预测.....	18
4.2 三项费率预测.....	19
4.3 估值与投资建议.....	19
五、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1： 公司不断扩张版图，为全国化布局铺垫.....	5
图表 2： 2019 年后公司调味食品推新速度加快.....	5
图表 3： 公司调味食品和调味配料收入体量相近.....	6
图表 4： 公司整体收入中直销和经销占比约一半.....	6
图表 5： 公司经销商、销售人员数量持续增长.....	6
图表 6： 2022 年公司直销渠道收入超过经销收入.....	6
图表 7： 调味配料主要面向食品加工客户.....	6
图表 8： 调味配料直销毛利率水平较高.....	6
图表 9： 2017-2023H1 线上营收快速增长.....	7
图表 10： 线上销售占比不断提升.....	7
图表 11： 2017-2022 公司营业收入 CAGR 为 11.4%.....	7
图表 12： 2017-2022 公司归母净利润 CAGR 为 9.7%.....	7
图表 13： 调味食品、调味配料直接材料占比 80%+.....	8
图表 14： 调味食品及配料毛利率受原材料价格影响波动.....	8
图表 15： 红花椒、香菇柄为采购金额平均占比前两位.....	8
图表 16： 2020 年起香菇采购均价逐年提升.....	8



图表 17:	2023 年牛肉价格下行.....	8
图表 18:	2019-2023H1 花椒价格持续下跌.....	8
图表 19:	2023 年大豆油价格高位回落.....	9
图表 20:	2023H1 玻璃价格整体稳中有降.....	9
图表 21:	2019-2023 前三季度销售费用率波动最明显.....	9
图表 22:	公司销售费率处于行业偏高水平.....	9
图表 23:	公司毛利率处于行业中等偏上水平.....	9
图表 24:	公司营收增速对比行业内其他公司较为稳定.....	9
图表 25:	公司产能储备充足.....	10
图表 26:	2017-2022 年调味品规模年均复合增速 10.1%.....	10
图表 27:	调味品行业量价因素驱动各占一半.....	10
图表 28:	调味品市场竞争格局分散（单位：%）.....	11
图表 29:	2022 年我国调味品市场 CR3、人均消费量较小.....	11
图表 30:	2017-2022 年复合调味品规模年均增速为 12.6%.....	11
图表 31:	我国复合调味品渗透率低于成熟市场.....	11
图表 32:	调味酱龙头品牌市占率仅个位数.....	11
图表 33:	调味酱有较强的区域属性.....	11
图表 34:	2019-2023H1 华南地区经销商数量增长最快.....	12
图表 35:	华中、华东地区销售占比较高.....	12
图表 36:	植物提取物取代原物是香辛料使用的趋势.....	12
图表 37:	2015-2020 年花椒油市场规模保持 20%+增速.....	13
图表 38:	花椒提取物消费形态占比仅约 5%.....	13
图表 39:	调味油行业龙头公司规模偏小.....	13
图表 40:	仲景食品、幺麻子、晨光生物产品、渠道、收入及产能对比.....	14
图表 41:	公司调味配料附加值较高.....	14
图表 42:	公司存货周转率与调味配料公司近似.....	14
图表 43:	公司应付账款周转率低于同行.....	14
图表 44:	公司应收账款周转率处于行业中等水平.....	14
图表 45:	中式复合调味料属于复合调味品中增速最快的细分赛道.....	15
图表 46:	2023 年餐饮行业恢复速度较快.....	15
图表 47:	2020-2022 年预制菜规模加速扩张.....	15
图表 48:	2017-2021 年中央厨房规模维持 10%以上增速.....	15
图表 49:	团餐市场在餐饮业态中占比逐年提升.....	15
图表 50:	调味品公司在餐饮渠道的布局模式.....	16
图表 51:	公司积极推出中央厨房调味料，升级调味食品大包装.....	16



图表 52: 2022 年调味食品增速恢复双位数增长.....	17
图表 53: 上海葱油在调味食品中的销售占比提升.....	17
图表 54: 老干妈、海天味业、仲景食品产品、渠道、收入及产能对比.....	17
图表 55: 23-25 年分产品收入和毛利率预测.....	18
图表 56: 23-25E 三项费率预测.....	19
图表 57: 可比公司 PE 估值表.....	19

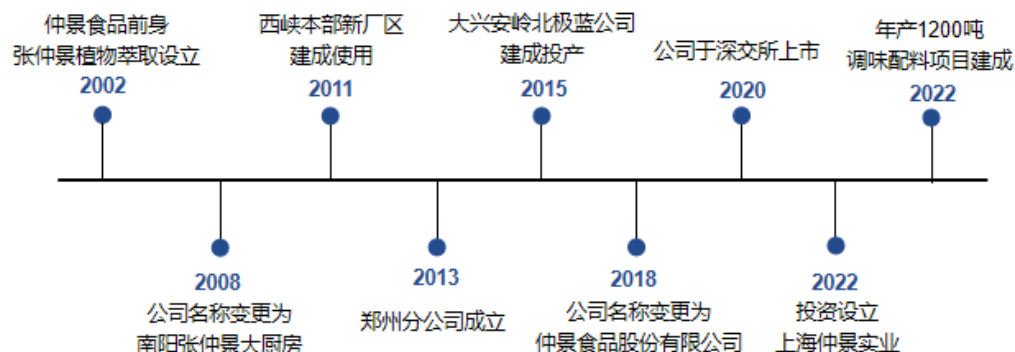


## 一、重视产品&渠道建设，盈利处于上升周期

### 1.1 加快推新节奏，发力 BC 双轮驱动

公司是国内香菇酱的首创者，并利用超临界 CO<sub>2</sub> 萃取等技术生产调味配料，主营业务为研发、生产销售调味配料和食品。公司前身张仲景植物萃取设立于 2002 年，经过两次名称变更后最终名为仲景食品股份有限公司，并于 2020 年在深交所上市。公司分别于西峡、大兴安岭等地设厂生产，并在郑州设立分公司、在上海成立仲景实业，致力于继续扩张产能和扩大销售，目前年产 1200 吨调味配料项目已建成，仲景食品产业园一期（原年产 6000 万瓶调味酱生产线）、营销网络建设项目仍在持续建设中。

图表1：公司不断扩张版图，为全国化布局铺垫



来源：公司公告，国金证券研究所

公司不断丰富调味配料及调味食品产品线，形成了以仲景香菇酱、上海葱油、调味油为代表的调味食品线，及以花椒、辣椒等香辛植物提取为代表的调味配料线，截至 2022 年公司 SKU 数量达到 120+个。在调味配料的布局上，2006 年花椒油 120 上市，至今仍为公司最畅销、最具代表性的调味配料产品；2013 年推出香菇浸膏，2020 年开发黑胡椒、奥尔良、五香去腥增味粉等新风味腌料。

在调味食品的布局上，2008 年仲景香菇酱以较强的创新性和区域性成为调味酱细分赛道中的重要分支和代表品类，目前是公司第一大单品；公司在 2014 年推出的调味油、2021 年推出的上海葱油为调味食品系列中的核心大单品；此外，北极蓝蓝莓果酱、成都红油、香菇小丁、辣辣队辣酱、快手菜系列等产品持续补充调味食品产品矩阵。

图表2：2019 年后公司调味食品推新速度加快



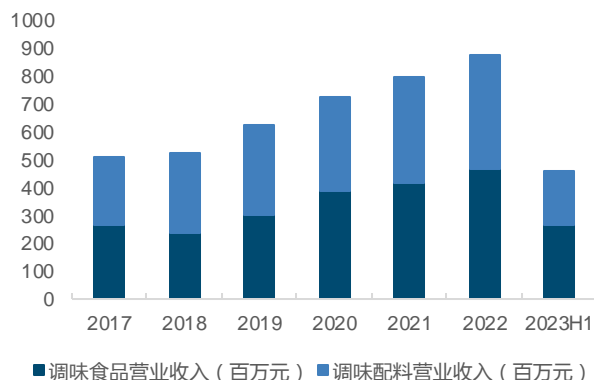
来源：公司公告，国金证券研究所

调味两大业务，BC 双轮驱动。调味食品、调味配料在销售模式上有较大区别，其中调味食品以经销模式为主，主要通过超市、便利店、蔬菜生鲜店、农贸、餐饮批发市场等终端触达 C 端消费者；调味配料以直销模式为主，直接服务食品生产、连锁餐饮等 B 端客户。2017-2020H1 年间，调味食品经销占比均值约为 91%，调味配料直销占比均值约为 88%。由于调味食品、调味配料在公司营业收入中的占比较为接近，公司 B、C 客户约各占一半。



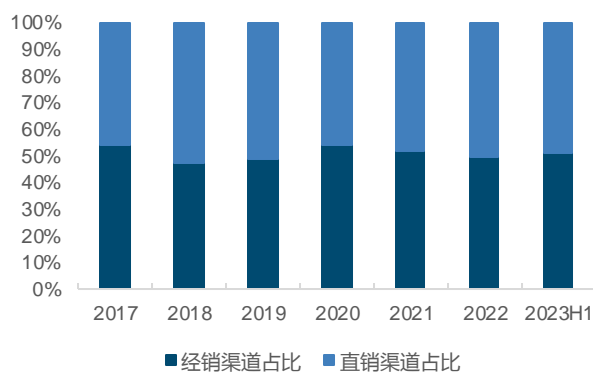


图表3：公司调味食品和调味配料收入体量相近



来源：公司公告，国金证券研究所

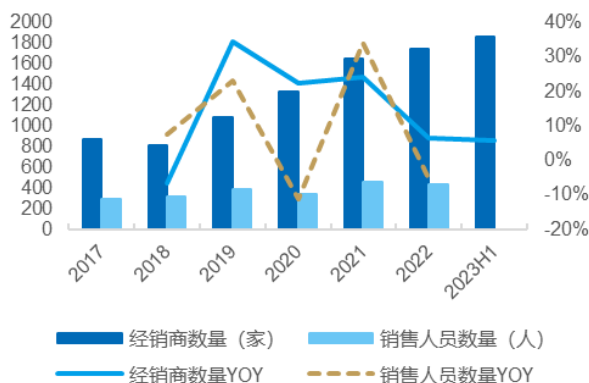
图表4：公司整体收入中直销和经销占比约一半



来源：公司公告，国金证券研究所

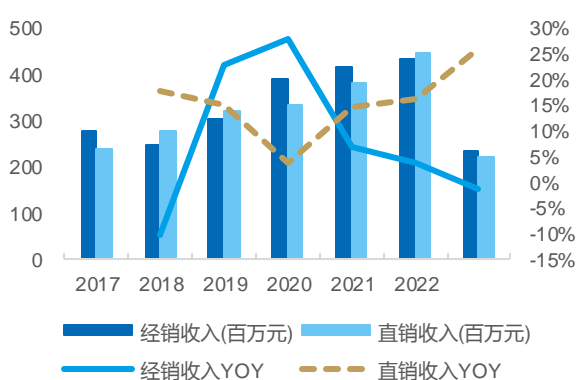
经销渠道方面，公司立足华东、华中、华北等重点区域，不断拓展和扩大销售网络，全面建设全国市场。2017-2023H1 公司经销商数量由 865 家持续增加至 1862 家，2022 年经销商扩招速度放缓，系公司主动优化经销商质量。2017-2022 年公司销售人员数量由 288 人增长至 430 人，其中 2020 年疫情冲击下公司对销售队伍进行精简，有效管控费用支出。

图表5：公司经销商、销售人员数量持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：2022 年公司直销渠道收入超过经销收入



来源：公司公告，国金证券研究所

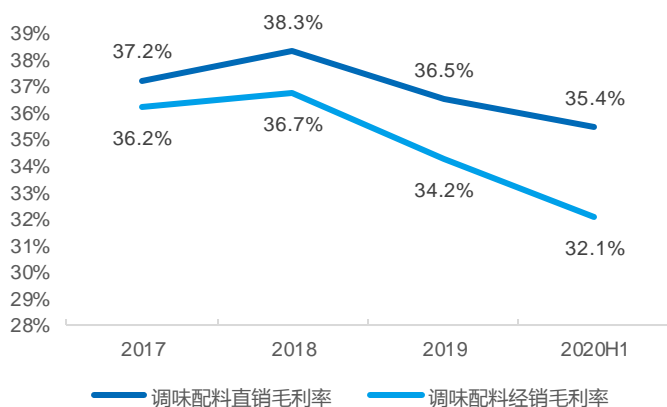
直销渠道方面，公司主要服务方便食品、休闲食品、火锅餐饮等客户，为其提供高毛利的调味配料定制化产品。近年来陆续推出香菇酱、辣椒炒肉等大包装调味食品，部分通过经销渠道销售，客户扩充至团餐、预制菜等领域。此外，公司积极布局线上渠道，上海葱油、香菇酱等产品在各大电商平台持续放量，进一步提高直销渠道营收占比。2022 年直销收入达 4.45 亿元，占比超过经销渠道。

图表7：调味配料主要面向食品加工客户



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：调味配料直销毛利率水平较高

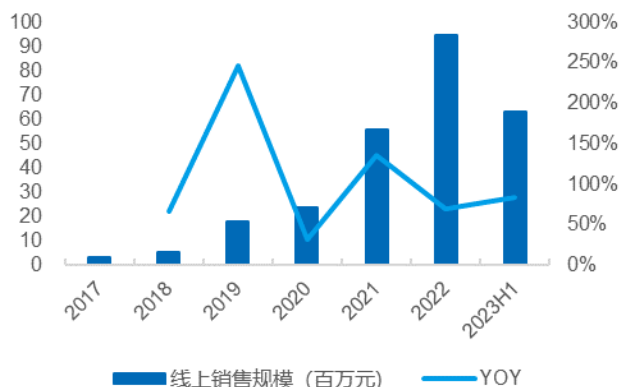


来源：公司公告，国金证券研究所

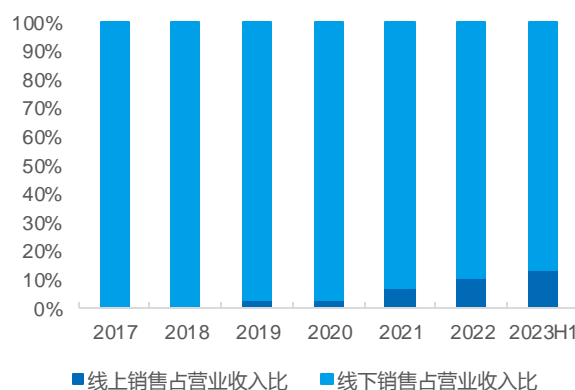


2020 年起，公司积极发展传统电商平台+社区团购平台，大力推进线上渠道建设。主流平台方面，公司全面实现平台自营，继续深耕天猫、淘宝、京东、拼多多等主流电商平台；新媒体电商方面，大力发展抖音、快手等新媒体电商，通过短视频带货、商家直播、店铺自播、场景种草等激发用户的消费需求，拓宽销售场景；社区团购平台方面，入驻美团优选、多多买菜等社区团购平台，继续开拓线上授权经销商。

图表9：2017-2023H1 线上营收快速增长



图表10：线上销售占比不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

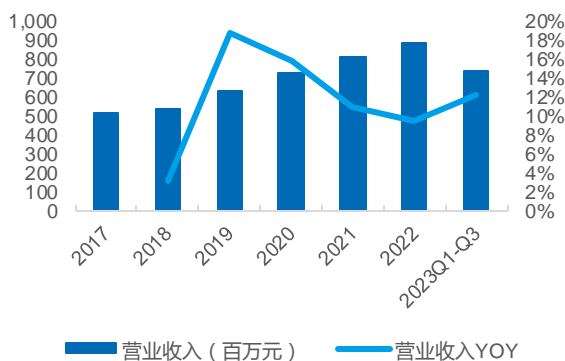
来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 稳健扩产增营收，降本控费稳盈利

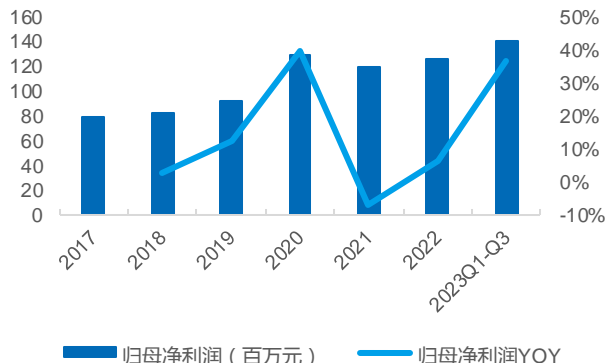
公司以大单品香菇酱和花椒油为基本盘、不断丰富产品矩阵、积极开发餐饮渠道，营收实现稳健增长。2022 年实现营业收入 8.82 亿元，17-22 年均复合增速为 11.4%。2020-2022 年疫情影响餐饮需求，整体收入增速放缓，但 2023 年环比修复，前三季度收入同比+12.2%。

公司归母净利润受原材料、销售费用扰动明显。2017-2019 年归母净利润复合增速为 7.5%，基本与营收同步增长。2020 年公司减少市场推广费投入，费用结构优化后归母净利润同比+39.6%。但 2021 年受原料花椒、大豆采购价大幅上涨及广告费用投入影响，同期归母净利润-7.3%。随着原材料压力减轻及费用端精细化管理，2022 年归母净利润企稳回升，2022 全年/2023 前三季度分别实现 1.3/1.4 亿元，同比+6.3%/36.7%。

图表11：2017-2022 公司营业收入 CAGR 为 11.4%



图表12：2017-2022 公司归母净利润 CAGR 为 9.7%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

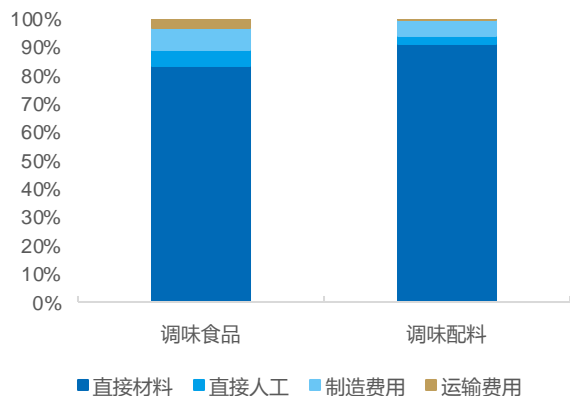
2017-2022 年期间公司毛利率下降较为明显，调味食品/调味配料分别下降 13.9pct/1.7pct，核心原因在于成本端扰动&产品结构变化。从成本构成看，2018-2022 年调味食品直接材料成本平均占比约为 83%，调味配料直接材料成本平均占比约为 91%，且公司单一原材料占比较高。根据招股说明书，2017-2020H1 红花椒/香菇柄采购金额平均占总成本比例分别为 18.1%/15.5%，青花椒、青红椒及大豆油位居其后，占比约 10%。

调味食品核心原材料为香菇、牛肉、小葱等。其中香菇类以香菇柄为主，集中在每年 12 月至次年 4 月进行采购，而牛肉、小葱则根据生产计划按月进行采购。从价格来看，2020 年起香菇采购均价逐年提升，牛肉价格 2020-2022 年一直处于上涨趋势。2023H1 调味食品毛利率为 40.7%，同比+3.8%，一方面系原料牛肉、包材玻璃价格持续高位回落；另一方面系新品上海葱油毛利率较高。

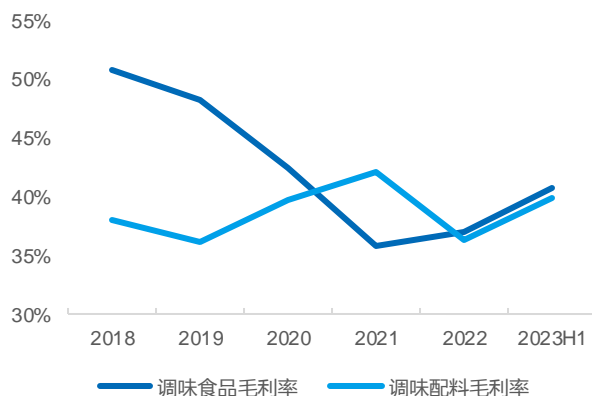


调味配料原材料以花椒为主，大豆油为辅。由于花椒的风味物质在自然条件下容易散失，公司集中在 8 月至次年 1 月采购，后续冷藏贮存，最大限度保留香辛料的风味物质。2019-2021 年其毛利率连续三年增长，系花椒价格持续下跌。但 2022 年毛利率下降至 36.4%，系大豆油价格达到历史高位。2023 年起大豆油高位回落叠加花椒价格持续下降，2023H1 调味配料毛利率回升至 40.0%。

图表13：调味食品、调味配料直接材料占比 80%+



图表14：调味食品及配料毛利率受原材料价格影响波动

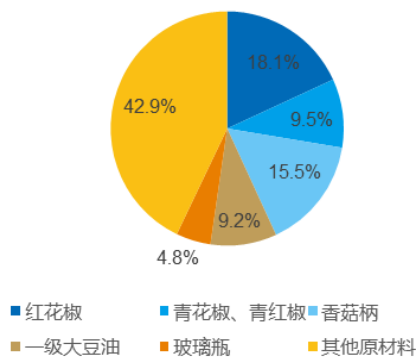


来源：公司公告，国金证券研究所（注：比例为 2018-2022 取均值计算）

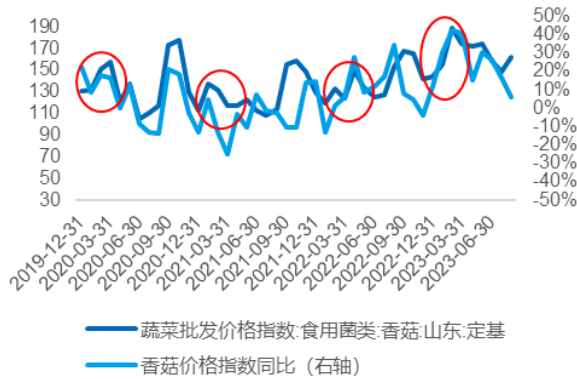
来源：公司公告，国金证券研究所

我们根据现有采购价格及囤货策略推断 24 年成本压力有望持续下行，1) 香菇采购均价 H1 高位锁定，H2 具备下行趋势，且牛肉和小葱价格整体呈下降趋势，叠加产品结构优化，预计年内调味食品毛利率环比改善。2) 23 年 8 月以来，花椒采购价延续大幅下降趋势（同比-20%），此外公司辅材和包材以大豆油、玻璃为主（23H1 同比降幅约 20%），结合公司锁价策略，我们预计公司整体毛利率持续修复。

图表15：红花椒、香菇柄为采购金额平均占比前两位



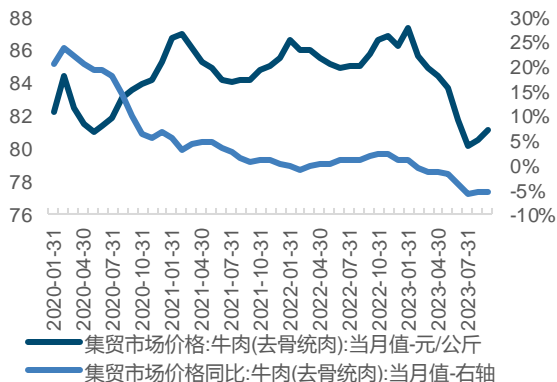
图表16：2020 年起香菇采购均价逐年提升



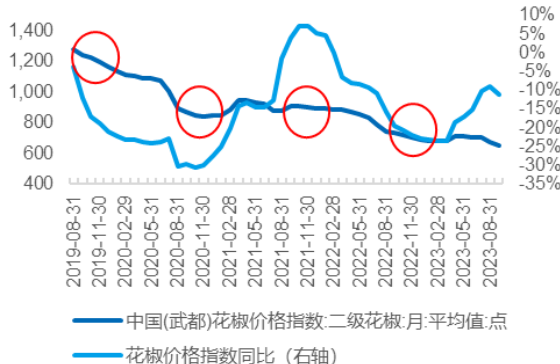
来源：公司公告，国金证券研究所（注：比例取 2017-2020H1 平均值）

来源：iFind，国金证券研究所（注：标红为采购期）

图表17：2023 年牛肉价格下行



图表18：2019-2023H1 花椒价格持续下跌



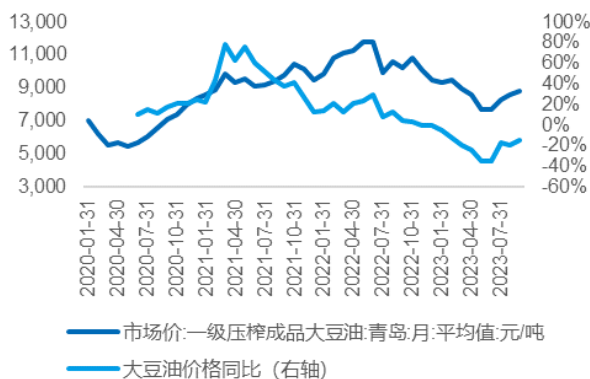
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所（注：标红为采购期）



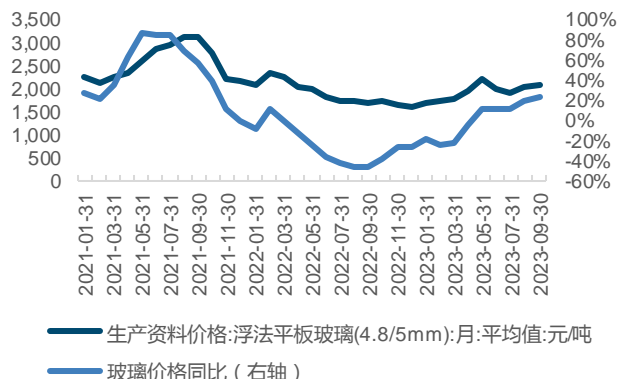


图表19: 2023 年大豆油价格高位回落



来源: iFind, 国金证券研究所

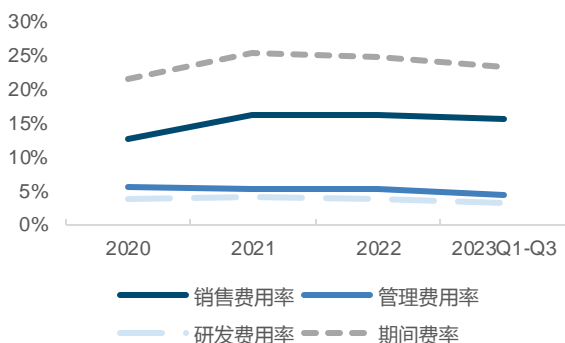
图表20: 2023H1 玻璃价格整体稳中有降



来源: iFind, 国金证券研究所

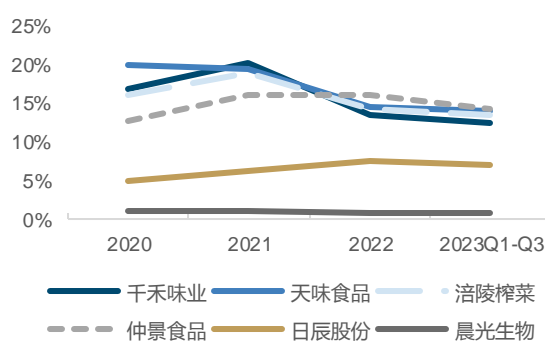
2019-2023H1 公司管理、研发费用率较为平稳,销售费率波动明显。2020 年公司通过减少广告投入、精简销售人员队伍,应对疫情冲击,销售费率下降至 12.6%。随着消费场景恢复,公司于 2021 年加大广告宣传、市场推广投入用于新产品和新渠道建设,销售费率回升至 16.0%。2023H1 公司主动优化费用结构,削减央视广告投入后销售费率降至 13.4%。

图表21: 2019-2023 前三季度销售费用率波动明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

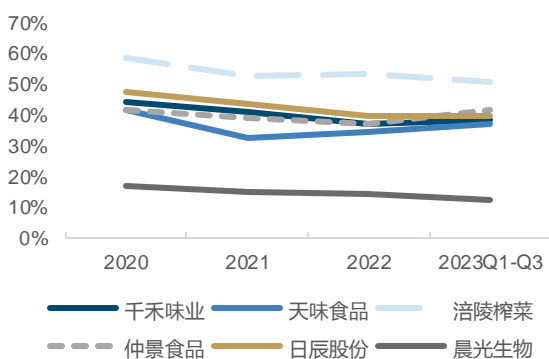
图表22: 公司销售费率处于行业偏高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

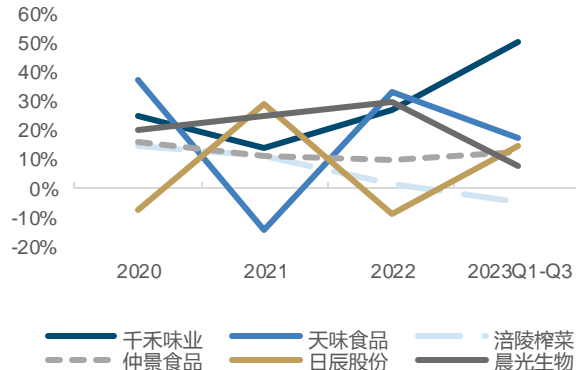
公司的毛利率与销售费率均处于行业偏高水平。我们认为毛利率较高系公司半数产品销售 C 端,且 B 端调味配料因定制化具备溢价。销售费用率较高系公司处于全国化扩张阶段。考虑到毛利率与原材料采购优势、产品附加值相关;销售费率与收入规模、渠道结构、销售策略相关;且各公司收入规模、供应链地位、渠道结构存在较大差异,我们采用毛销差指标对比来看,公司处于行业中等偏上水平,仅低于定制餐调龙头日辰股份和调味菜龙头涪陵榨菜。从历史收入增速来看,公司在行业内增长表现较为稳健。

图表23: 公司毛利率处于行业中等偏上水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 公司营收增速对比行业内其他公司较为稳定



来源: Wind, 国金证券研究所



远期产能储备充足，为全国化扩张奠定基础。2020 年 11 月公司 IPO 募集资金净额约 9.13 亿元，截至 2023 上半年，累计投入募集资金 6.08 亿元，投入于仲景食品产业园一期、年产 1200 吨调味配料生产线（已建成）、营销网络。此外，公司计划以 2.46 亿元自有资金作为仲景食品产业园一期项目的补充投入资金，预计 2025 年调味酱可新增 1.26 万吨产能，2026 年新增蚝油 2.7 万吨产能。

图表25：公司产能储备充足

产品类别	2019 年产能	新增产能	预计投产时间	结项后预计产能	计划投资	项目名称
调味食品-调味酱	4000 万瓶 (折算后 8400 吨)	6000 万瓶 (折算后 12600 吨)	2025 年 5 月 31 日	10000 万瓶 (折算后 21000 吨)	6.00 亿 元	仲景食品产业园一期（预计使用募集资金 3.54 亿元）
调味食品-蚝油	/	6000 万瓶 (折算后 27000 吨)	2026 年	27000 吨		
调味配料	1578 吨	1200 吨	2022 年 6 月 30 日 竣工投产	2778 吨	1.06 亿元	年产 1200 吨调味配料生产线

来源：公司公告，国金证券研究所

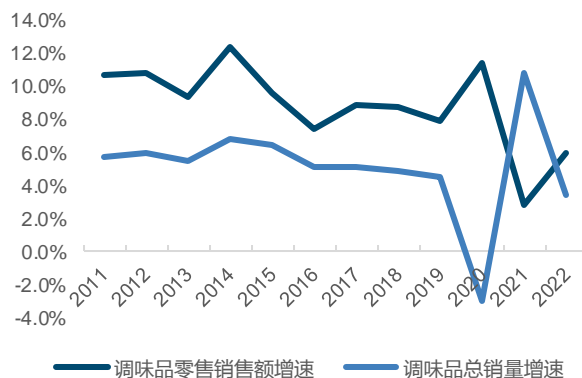
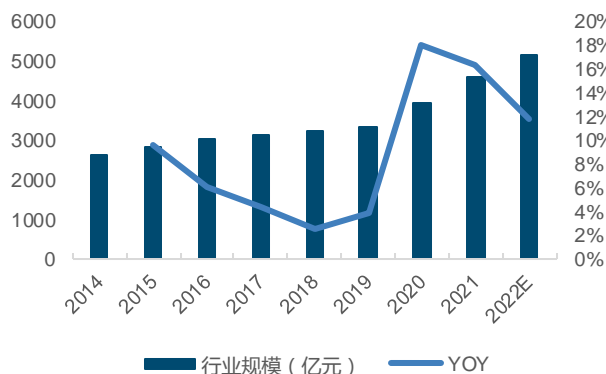
## 二、行业处于快速发展期，渗透率提升空间大

### 2.1 复调赛道格局分散，因地制宜大有可为

据艾媒数据中心，2022 年我国调味品市场规模为 5133 亿元，17-22 年均增长率为 10.1%。其中疫情期间受益于 C 端需求扩张，行业规模受单价驱动较为明显。据欧睿，2011-2020 年调味品零售额年复合增速保持在 8%以上，显著跑赢销量增速，拆解得到价格增速显著跑赢 CPI，企业端提价传导顺利，具备较强的抗通胀属性。

图表26：2017-2022 年调味品规模年均复合增速 10.1%

图表27：调味品行业量价因素驱动各占一半



来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

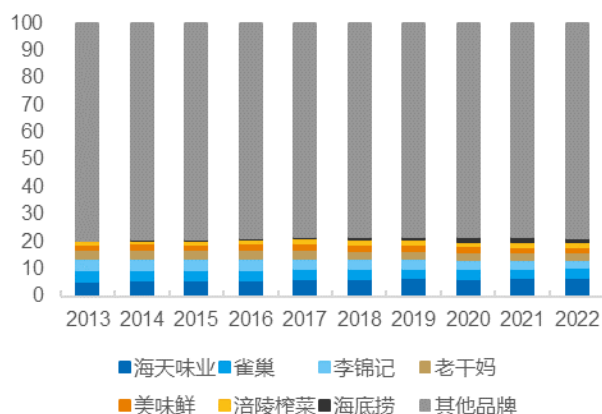
目前国内竞争格局呈现一超多强局面，但整体仍较为分散。据欧睿，我国调味品龙头企业市占率仅个位数，2022 年行业市占率前三名（以零售价计算）海天味业、雀巢、李锦记市占率分别为 7%、3.5%、2.9%。2022 年我国调味品市场 CR3 仅为 13.4%，低于日本市场（CR3 为 15.5%），远低于韩国市场（CR3 为 30.0%）。

从人均消费来看，2022 年我国人均调味品消费量仅为 11.6 千克，远低于美国（20.2 千克）、日本（24.6 千克）、韩国（20.4 千克）等成熟市场。基于我国的餐饮市场规模较大和人均消费量较低现状，我们认为调味品行业成长空间充足。

公司主营的香菇酱、牛肉酱、上海葱油等调味食品均属于快速成长的复合调味品赛道，复调行业 2014-2021 年的年均增长率为 13.5%，高于调味品整体市场增速（2014-2021 年 CAGR 为 8.5%），且其在调味品行业中的渗透率不断提升。相较于成熟国家，2021 年我国复合调味品渗透率仅为 26%，远低于美国（73%）、日本（66%）、韩国（59%）等成熟市场。预计随着大众对于餐饮便捷属性提升，我国复调行业规模仍有较大提升空间。



图表28：调味品市场竞争格局分散（单位：%）



图表29：2022年我国调味品市场CR3、人均消费量较小



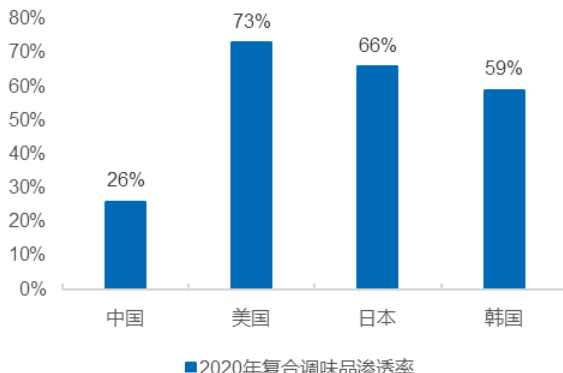
来源：欧睿，国金证券研究所（注：市占率以零售价计）

来源：欧睿，国金证券研究所

图表30：2017-2022年复合调味品规模年均增速为12.6%



图表31：我国复合调味品渗透率低于成熟市场



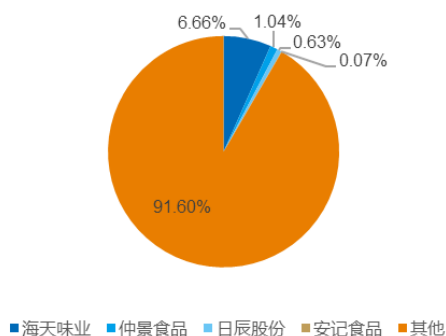
来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

单看调味酱赛道，其竞争格局非常分散，龙头市占率仅个位数。据智研咨询数据显示，在已上市企业中，2020年龙头海天味业市占率仅占6.7%，仲景食品、安记食品及日辰股份分别为1.0%、0.6%、0.1%。各地口味习惯差异使得调味酱难以推广全国，龙头多具备地域属性，如华北地区以黄豆酱、甜面酱为主，华中地区以剁椒酱、香菇酱为主，西南地区以辣椒酱、豆豉酱为主。

公司坚持差异化的竞争策略，优选地道原料，融合地方特色，不断推陈出新。早期以香菇酱大单品为主（20年占比超80%），2021年公司推出以成都红油、上海葱油、贵州辣子鸡为代表的“国潮美食”原创产品，并研制了藤椒肥牛、黄焖炒鸡等快手菜调料，标志着公司产品突破地域和场景限制，从华中地区走向全国各地，从餐桌佐餐走向厨房烹饪。

图表32：调味酱龙头品牌市占率仅个位数



图表33：调味酱有较强的区域属性



来源：智研咨询，国金证券研究所（注：数据为2021年，仅统计上市公司占比）

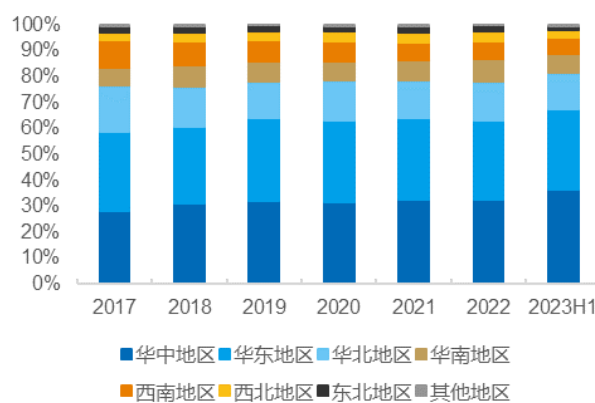
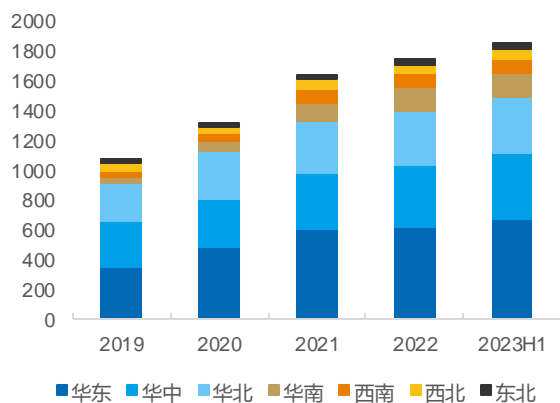
来源：自然资源部，智研咨询，国金证券研究所



受益于全国口味逐步融合和电商渠道的崛起，调味酱销售全国化趋势愈发明显。2017-2022 年公司华中/华东/华北/华南/西南/西北/东北地区销售收入 CAGR 分别为 14.7%/11.4%/6.6%/17.6%/2.7%/14.4%/11.1%，强势区域华中、华东均维持双位数增长，华南增速最快。从分地区经销商数量看，2019-2023H1 华东/华中/华北/华南/西南/西北/东北地区经销商数量分别净增加 321/135/125/120/43/24/12 家，其中华东经销商数量增长最多，华南经销商数量扩张速度最快，有效推动全国化进程。

图表34：2019-2023H1 华南地区经销商数量增长最快

图表35：华中、华东地区销售占比较高



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.2 调味配料赛道小而美，行业渗透率有待提升

公司另一大业务为调味配料，其属香辛料赛道。一般来说，香辛料植物在餐饮和食品加工中的应用主要分为三种类型：一是以花椒粒、孜然粉为代表的香辛料原料及粉末，二是以花椒油、红油为代表的低浓度调味油，三是以辣椒精、花椒树脂为代表的精油、油树脂及调配产品。公司通过超临界 CO<sub>2</sub> 萃取技术提取其中各类风味物质成分，最大限度地获得高浓度、风味纯正、无残留的精油和油树脂半成品，用于后续加工公司调味配料。

根据红餐产业研究院发布的 2021 中国花椒产业发展报告，近年来中国花椒油市场发展迅速，2020 年的出厂口径销售规模在 150 亿元左右，2015-2020 年花椒油市场规模保持约年复合 20% 的增速，预计 2025 年花椒油市场规模将达到 350 亿元以上。

图表36：植物提取物取代原物是香辛料使用的趋势



香辛料原料或粉末

特点：原香原味，符合传统习惯但品质不稳定

代表：花椒粒、孜然粉



低浓度调味油

特点：浸提或油炸得到，操作方便但原料利用率不足

代表：炸花椒油、红油



精油、油树脂及调配产品

特点：从香辛料中萃取、蒸馏得到风味物质，浓度高、利用率高。

代表：辣椒精、花椒树脂

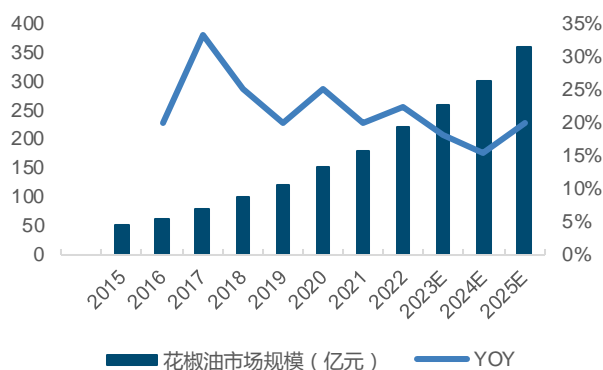
来源：公司公告，么麻子招股说明书，国金证券研究所

花椒在下游的消费形态主要分为干花椒、花椒油、保鲜花椒、花椒酱及花椒提取物。根据网聚资本 2021 年进行的调研访谈显示，花椒的各种消费形态中，干花椒占比最高（约 60%）、其次是花椒油（约 15%）、保鲜花椒（约 10%）、花椒酱（约 10%），花椒提取物占比最小，仅约 5%。植物提取物取代原物是香辛料未来的使用趋势，而当前粗加工农副产品形态的干花椒和保鲜花椒占比仍高达 70%，预计花椒提取物消费占比可进一步提升，精油、油树脂及调配产品未来空间广阔。

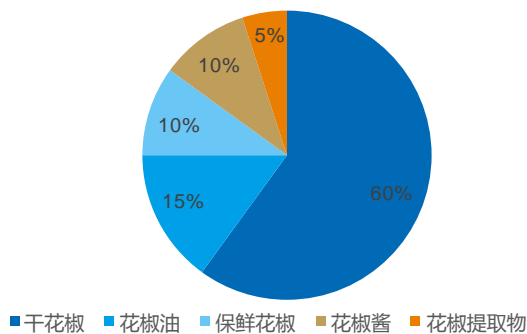




图表37：2015-2020 年花椒油市场规模保持 20%+增速



图表38：花椒提取物消费形态占比仅约 5%



来源：红餐产业研究院，国金证券研究所

来源：网聚资本，国金证券研究所

根据红餐产业研究院调研，花椒油(含藤椒油)行业存在众多中小企业，呈现产品同质化、品牌基础薄弱、兼做其他细分调味油产品的特点。虽然花椒油行业规模增速较快，但 B 端、C 端均未出现具备绝对优势的品牌。当前花椒油头部企业营收规模偏低，暂居头部的么麻子 2022 年营收规模低于 5 亿元，且集中在藤椒油细分领域。

图表39：调味油行业龙头公司规模偏小

主要企业	产品情况	收入规模
仲景食品	主要产品包括花椒、辣椒、姜提取物	2022 年调味配料收入为 4.1 亿元，其中花椒约占比一半
么麻子	主要产品包括藤椒油、花椒油、木姜子油、藤椒类复合调味料等	2022 年营收规模 4.5 亿元 主要为藤椒油产品收入
五丰黎红	主要产品为花椒油，同时生产麻椒油、辣椒油、藤椒油、复合菜油等	2020 年营收规模 2.8 亿元 主要为花椒油，藤椒油占比较低
树上鲜	主要产品包括花椒油、胡椒油、木姜子调和油、藤椒油、芝麻油、复合调味料、火锅调料等产品系列	2015 年/2019 年营收规模突破 1/3 亿元
万佛	同时生产万佛花椒油、万佛纯正芝麻油、万佛木姜油、万佛藤椒复合调料等	2020 年销售额超过 1 亿元 主要生产藤椒油
丁点儿	打造了以川味复合调味料、川味特色花椒油为主导的产品体系	2022 年营收规模 2.2 亿元 川味特色花椒油销售额 0.69 亿元（其中红花椒油 0.63 亿元，藤椒油 0.06 亿元）
宝阳味业	专注生产经营花椒油、芝麻油等油品	2020 年营收规模约 1 亿元
和鑫	主要产品为藤椒干货、保鲜藤椒、藤椒油	2020 年销售额约 2600 万元

来源：红餐产业研究院，么麻子招股说明书，公司公告，国金证券研究所

与同业细分龙头公司相比，公司调味配料业务空间有待进一步打开。从产能情况看，2022 年公司年调味配料业务产能仅 2778 吨，其产能远低于同样主营调味油的么麻子（2022 年产能 2.2 吨）以及经营香辛料业务的晨光生物（2022 年产能 1.48 万吨）。但 2022 年公司调味配料收入接近于么麻子，主要系：1）公司产能利用率较高。2022 年公司调味配料产能利用率接近 100%，么麻子调味油产能利用率仅为 53.4%。2）公司调味配料单价较高。2022 年公司调味配料单价约 7.4 万元/吨，么麻子调味油单价约 3.5 万元/吨。





图表40：仲景食品、么麻子、晨光生物产品、渠道、收入及产能对比

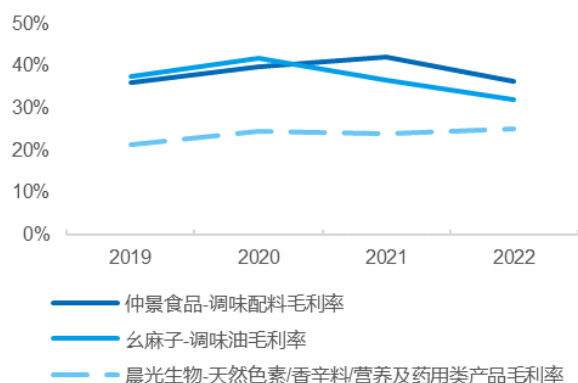
	仲景食品	么麻子	晨光生物
产品品类	调味配料、调味食品	调味油、复合调味料、蔬菜制品、休闲食品	天然色素、香辛料、营养及药用类产品、棉籽类业务
销售情况	调味食品以 To C 为主 调味配料以 To B 为主	To C 为主 主要出售成品调味油	To B 为主
产能情况 (2022)	2778 吨	调味油 2.2 万吨	主产品 1.48 万吨
调味配料收入 (2022)	调味配料 4.10 亿元	调味油 4.11 亿元	除棉籽业务外 26.55 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

公司调味配料业务毛利率行业领先，公司调味配料业务毛利率大体呈现上升趋势，2022 年高于么麻子、晨光生物 4~10pct，系公司调味配料为超临界萃取产品，且大多以定制化形式服务下游餐饮、工业客户，同行业么麻子主要以大包装标准化产品销售。

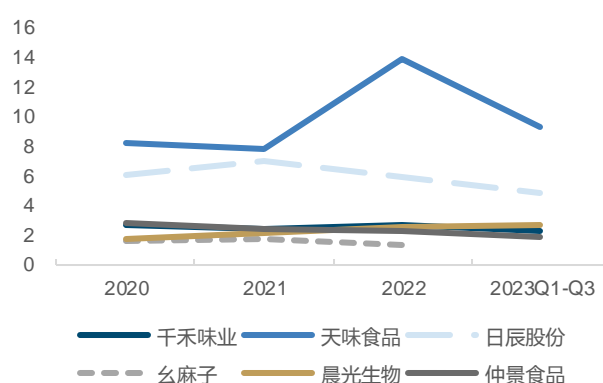
公司存货周转率与调味配料公司接近，低于复合调味品公司，系公司主要产品花椒、香菇柄等需要定期采购囤货全年。公司应付账款周转率处于行业偏低水平，系公司与上游供应商建立了长久且稳定的合作关系，单次采购集中且规模较大，具备延迟付款条件。公司应收账款周转率处于行业中等水平，仅显著低于么麻子和天味食品（系二者均以经销模式为主，占比超 90%），对经销商的回款能力较强。

图表41：公司调味配料附加值较高



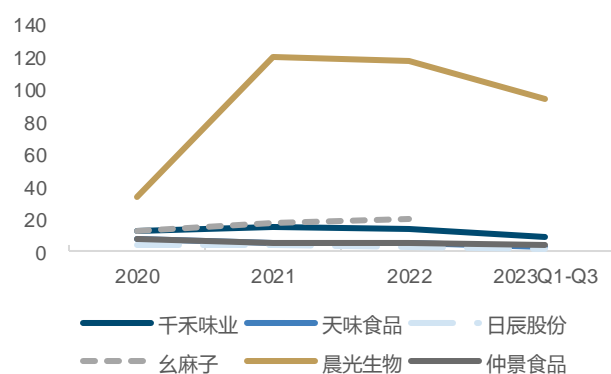
来源：Wind，国金证券研究所

图表42：公司存货周转率与调味配料公司近似



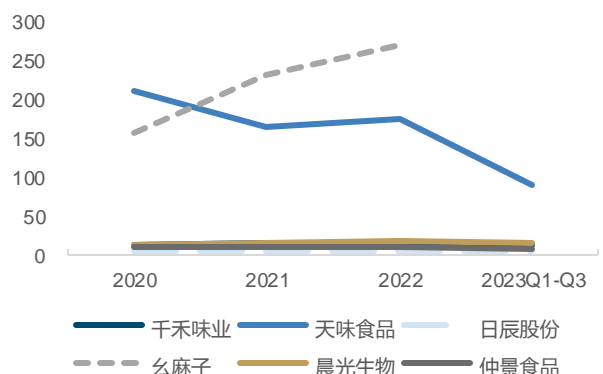
来源：Wind，国金证券研究所

图表43：公司应付账款周转率低于同行



来源：Wind，国金证券研究所

图表44：公司应收账款周转率处于行业中等水平



来源：Wind，国金证券研究所



### 三、大包装进军餐饮渠道，上海葱油打造第二曲线

#### 3.1 餐饮市场空间广阔，大包装复调有待放量

2022 年我国餐饮市场规模约 4.4 万亿元，近 10 年复合增速为 6.6%，其中 2012-2019 年复合增速为 10.5%。随着疫情过后消费场景放开，餐饮需求持续修复，2023 年 1-9 月全国社零餐饮收入约 3.7 亿元，同比+18.9%。

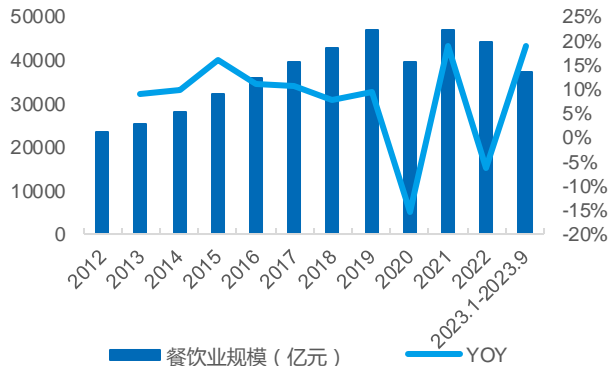
受益于连锁餐饮、团餐业态扩张，预制菜、中央厨房模式渗透率提升，驱动中式复合调味品快速放量。2022 年我国预制菜市场规模达到 4196 亿元，近 3 年复合增速约 20%。中央厨房和团餐均维持 10%+的年复合增速，以全国各地菜系风味为基础研发的中式复调行业 2016-2021 年复合增速为 16.5%，是复合调味品赛道增速最快的分支。

图表45：中式复合调味料属于复合调味品中增速最快的细分赛道

品类	2016-2021CAGR	市场规模（亿元）	市场集中度	代表产品
中式复合调味料	16.50%	255	CR3<10%	特定菜式烹饪，如酸菜鱼等
鸡精	14.10%	447	CR3>80%	代替味精，更加健康
西式复合调味料	14.00%	296	CR3>50%	西餐番茄酱、蛋黄酱等
火锅调味料	13.80%	302	CR3<30%	火锅底料和火锅蘸料
其他	12.50%	200	CR3>50%	泰式冬阴功、日式关东煮等

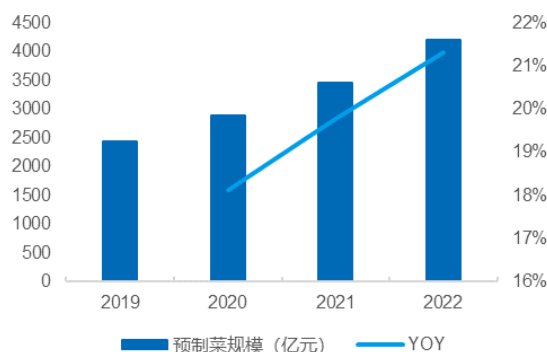
来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表46：2023 年餐饮行业恢复速度较快



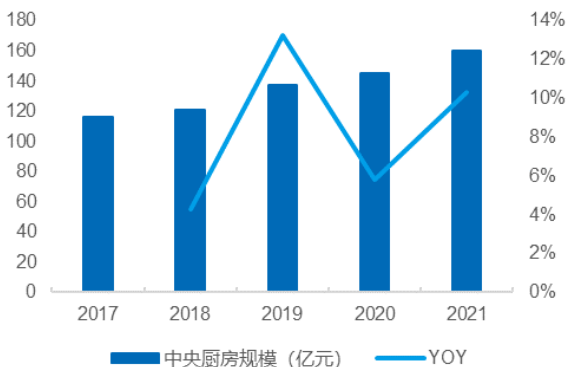
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表47：2020-2022 年预制菜规模加速扩张



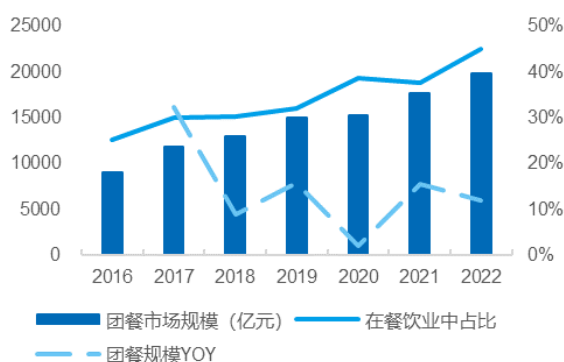
来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

图表48：2017-2021 年中央厨房规模维持 10%以上增速



来源：中研普华产业研究院，国金证券研究所

图表49：团餐市场在餐饮业态中占比逐年提升



来源：艾媒数据中心，国金证券研究所



伴随着餐饮业持续扩张及多样化需求催生，各大调味品公司均重视餐饮渠道布局。一般地供应模式分为三种，一是以海天味业、中炬高新、仲景食品为代表，以传统大单品供应模式为主；二是以天味食品、日辰股份为代表的，提供标准化定制服务和不同的菜品风味解决方案的模式；三是以颐海国际、漫味龙厨为代表的，主要服务于单一餐饮体系的模式。

图表50：调味品公司在餐饮渠道的布局模式

	供应模式	餐饮渠道拓展情况
海天味业	以传统单品做大包装供应餐饮或一些预制菜企业	酱油、蚝油为主，餐饮渠道占比约 60% (2021)
中炬高新		酱油、鸡精鸡粉为主，餐饮渠道占比约 28% (2022)
仲景食品		藤椒酱、黑椒酱为代表的餐饮系列产品，占比个位数 (2022)
天味食品	标准化定制服务，提供不同的菜品风味解决方案	定制餐调占比约 10% (2022)
日辰股份		餐饮客户占比约 36% (2022)
漫味龙厨	服务小龙坎体系下的餐饮门店	-
颐海国际	服务海底捞餐饮门店	B 端占比超 50%，主要为海底捞提供火锅底料

来源：各公司公告，国金证券研究所

与其他服务 B 端的调味品公司相比，公司在供应模式、销售品类方面都存在优化空间。一方面，公司可以向长期合作的大 B 客户提供定制化餐饮解决方案，巩固在单一客户体内份额。或者凭借标品开拓新的小 B 客户，提升餐饮、工业客户覆盖广度。另一方面，公司可持续进行产品线扩充，不局限于原有大单品优势，开发出更多具备地域特色的中式菜品。

公司今年 5 月底组建餐饮和特渠业务团队，先在周边地区团餐切入试点，在现有产品的基础上发展大包装规格，实现产品 BC 通用。早期公司以调味配料优势打造了特色调味油、川香麻辣酱、藤椒酱餐饮产品，2021 年起陆续将调味食品优势推广至大包装，公司产品从餐桌佐餐走向厨房烹饪，辣椒炒肉、黄焖炒鸡等快手菜调料上市后反响良好，2023 年 1-9 月，公司黄焖炒鸡等快手菜调料实现销售 1217 万元，同比增长 63.37%。

图表51：公司积极推出中央厨房调味料，升级调味食品大包装



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 上海葱油表现亮眼，第二曲线逐步成型

回顾调味食品业务表现，2021 年推新上海葱油后起量速度快，2022 年实现销售额 5372 万元（同比+115%），2023Q1-Q3 实现销售额 8939.2 万元（同比+113%），年初以来，同比环比持续增长。上海葱油在调味食品业务中的销售占比逐步提升，由 11.5%（2022）提升至 16.3%（2023H1），目前已成为公司调味食品业务第二大单品，全年超亿元可期。

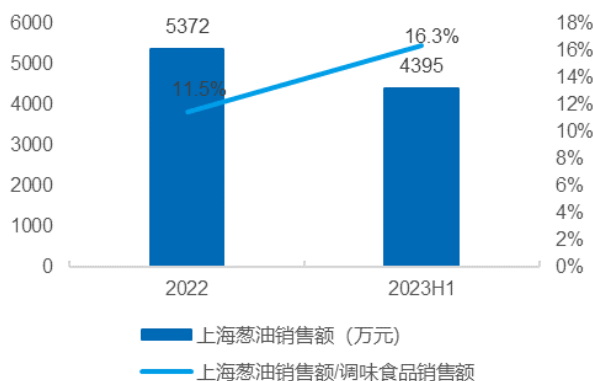


2017-至今，公司线上渠道收入保持每年翻一倍的速度增长。2023 年 1-9 月线上渠道实现销售 1.19 亿元（同比+92%），在营业收入中的占比提升至约 16%（2017 年仅占 0.6%），线上渠道拓展成效显著。其中上海葱油表现亮眼，2022 年上海葱油在线上渠道的销售额达到 3512.67 万元，占该产品总销售额的 65.9%，并成功入选京东调味品金榜、京东调味品热辣榜、抖音拌饭酱 TOP 榜。

图表52：2022 年调味食品增速恢复双位数增长



图表53：上海葱油在调味食品中的销售占比提升



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

调味酱市场表现分散，但龙头仍具备十亿元以上体量。2022 年海天味业调味酱、老干妈大单品营收体量分别为 26/42 亿元，约为公司大单品香菇酱的 7-8 倍。通过对比公司与调味酱龙头海天味业、老干妈在产品矩阵、渠道建设、品牌影响力方面的差异，我们认为公司可以从以下维度进行扩张：1) 从产品品类看，海天味业主营多类调味产品，其中大单品种类丰富，包括酱油、调味酱、蚝油等；老干妈以辣椒为核心，产品品类包括 20+ 种辣椒制品，其中油辣椒是最核心的大单品；公司目前第一大单品为香菇酱，但其具有较强的地域性，可通过进一步丰富产品矩阵打造新增长点。

2) 从品牌力看，2022 年 C-BPI 行业 TOP3 品牌榜中，海天味业上榜四种产品，老干妈上榜一种产品。公司可通过采用社交平台软推广、营销投放精准化等方式加强品牌力建设，进一步提升品牌知名度。

3) 从渠道建设看，2023H1 海天味业经销商有 6756 家，经销商数量约为公司的 3.6 倍。2023H1 海天味业经销商单点收入约 172 万元，而公司单点收入约 13 万元，经销商单点收入仍存较大提升空间。

图表54：老干妈、海天味业、仲景食品产品、渠道、收入及产能对比

	老干妈	海天味业	仲景食品
大单品营收 (亿元)	总营收-42.0 (2021)	酱料-25.8 (2022)	香菇酱-3.2 上海葱油-0.5 (2022)
定位	国内最大的辣椒调味品品牌	我国调味品龙头企业	香菇酱品类首创者，以超临界 CO <sub>2</sub> 萃取为特征的新型香辛调味料配料行业领先企业
产品品类	20+ 种辣椒制品，其中油辣椒是公司最主要产品	15+ 种产品类别，其中酱油、调味酱、蚝油、料酒和醋是公司最主要产品	调味配料（花椒油、藤椒油等）、调味食品（香菇酱、牛肉酱、上海葱油、调味油等）
2022 年 C-BPI 行业 TOP3 品牌榜	酱料-第二	酱油-第一 蚝油-第一 酱料-第一 食醋-第二	-
经销商数量	-	6756 (2023H1)	1862 (2023H1)

来源：各公司公告，C-BPI，国金证券研究所





## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 收入和毛利率预测

我们采用分产品方式预测 23-25 年收入及毛利率，预计 23-25 年公司销售收入分别为 10.0/11.3/12.7 亿元，分别同比增长 13%/13%/12%，23-25 年毛利率分别为 41.0%/41.5%/41.3%。

**调味食品：**调味酱所属复调行业渗透率低，未来成长空间广阔。公司以地域性口味为突破口，积极进行产品研发及推新，新品有望贡献增量。公司第一大单品香菇酱稳定增长，上海葱油在电商渠道表现亮眼，23H1 调味食品实现销售额 2.69 亿元（同比+12.9%），Q3 环比持续提速。预计 23-25 年调味食品销量持续提升，单价受益于结构变化略有提升，营收增长率分别为 19%/17%/15%。年初以来，香菇、牛肉价格有所回落，23H1 调味食品毛利率为 40.7%，同比+3.8%。中性情况下，假定成本企稳但规模效应持续释放，预计 23-25 年毛利率分别为 41.4%/41.6%/41.6%。

**调味配料：**受益于全国口味融合，川菜市场规模快速扩张。2021 年川菜行业规模达到 6645 亿元，同比增长 13.9%。香辛料调味配料市场规模随之扩张，花椒油、藤椒油品类发展空间广阔。公司调味配料业务以直销为主，B 端大客户订单稳定，未来有望受益于老客户体量扩张&新客户持续覆盖。23H1 调味品、方便食品客户需求承压，调味配料收入 1.89 亿元（同比+6.7%），预计后续调味配料业务恢复常态化增长，对应 23-25 营收增速分别为 7.1%/8.9%/8.5%。考虑到花椒 22 年采购均价同比大幅降低，23 年延续下降趋势（花椒采购周期为 8 月至次年 1 月），预计成本压力减轻，对应 23-25 年调味配料毛利率分别为 40.2%/40.8%/40.5%。

图表55：23-25 年分产品收入和毛利率预测

分产品拆分	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	628.19	726.67	806.24	881.65	999.48	1131.37	1269.66
营业收入 YOY	18.6%	15.7%	11.0%	9.4%	13.4%	13.2%	12.2%
毛利率	42.01%	41.27%	38.98%	36.88%	41.03%	41.45%	41.34%
△毛利率	-1.9%	-0.7%	-2.3%	-2.1%	4.1%	0.4%	-0.1%
<b>调味食品</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
收入占比	48.0%	53.7%	51.7%	53.2%	55.7%	57.4%	58.8%
收入（百万元）	301.59	390.32	417.10	468.72	556.62	648.91	746.25
收入 YOY	28.2%	29.4%	6.9%	12.4%	18.8%	16.6%	15.0%
销量（万吨）	1.00	1.34	1.45	1.57	1.84	2.13	2.45
销量 YOY		33.8%	8.5%	8.1%	17.0%	16.0%	15.0%
出厂单价（百元/吨）	301.18	291.26	286.98	298.29	302.77	304.28	304.28
单价 YOY		-3.3%	-1.5%	3.9%	1.5%	0.5%	0.0%
毛利率	48.2%	42.4%	35.9%	37.0%	41.4%	41.6%	41.6%
<b>调味配料</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
收入占比	51.8%	46.0%	47.5%	46.5%	44.0%	42.3%	40.9%
收入（百万元）	325.40	333.95	383.11	410.39	439.36	478.46	518.92
收入 YOY	11.2%	2.6%	14.7%	22.2%	7.1%	8.9%	8.5%
销量（万吨）	0.25	0.28	0.32	0.35	0.38	0.41	0.45
销量 YOY		14.2%	15.0%	9.4%	6.0%	10.0%	9.0%
出厂单价（百元/吨）	1320.70	1186.80	1183.70	1159.07	1170.67	1158.96	1153.16
单价 YOY		-10.1%	-0.3%	-2.1%	1.0%	-1.0%	-0.5%
毛利率	36.2%	39.8%	42.2%	36.4%	40.2%	40.8%	40.5%

来源：Wind，国金证券研究所





## 4.2 三项费率预测

公司目前处于大单品稳健增长、第二曲线快速起量阶段。公司加大新品推广投入，同时优化费用投放结构，2023Q1-Q3 减少央视广告投入 2336.54 万元，销售费率同比-2.4pct，我们预计 23-25 年销售费用率维持稳定在 15%。管理费用方面，历史绝对值保持每年小幅增长，考虑到费率随着收入增长被摊薄，因此我们预计 23-25 分别为 4.6%/4.5%/4.4%。研发费用方面，考虑到公司持续研发和推新补齐产品矩阵，预计 23-25 年分别为 2.8%/2.7%/2.7%，基本维持稳定。

图表56：23-25E 三项费率预测

单位：百万元/%	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	92	130	141	150	170	190
销售费用率	12.6%	16.1%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	39	42	45	46	51	56
管理费用率	5.4%	5.2%	5.1%	4.6%	4.5%	4.4%
研发费用	26	32	32	28	31	34
研发费用率	3.6%	4.0%	3.6%	2.8%	2.7%	2.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.3 估值与投资建议

我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 1.8/2.1/2.4 亿元，同比+45%/16%/12%，对应 EPS 分别为 1.83/2.11/2.38 元/股。我们选取调味食品、调味配料细分龙头作为可比公司，公司作为香菇酱和香辛料提取物龙头，有望通过扩充产品矩阵、全面建设 BC 渠道，实现收入和利润稳健增长。我们给予公司行业平均 PE（24 年 24x），目标价 50.73 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表57：可比公司 PE 估值表

股票代码	公司	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)					PE (倍)				
			21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
603317.SH	天味食品	14.90	0.25	0.45	0.41	0.52	0.64	61	33	36	29	23
603755.SH	日辰股份	30.10	0.82	0.52	0.67	0.92	1.19	37	58	45	33	25
603027.SH	千禾味业	17.79	0.28	0.36	0.52	0.65	0.79	64	50	34	27	22
002507.SZ	涪陵榨菜	15.61	0.87	1.01	0.74	0.85	0.96	18	15	21	18	16
300138.SZ	晨光生物	13.87	0.67	0.81	0.98	1.20	1.48	21	17	14	12	9
均值								40	35	30	24	19
300908.SZ	仲景食品	43.16	1.66	1.19	1.68	2.02	2.36	26	36	26	21	18

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2023 年 11 月 9 日，EPS 选自 Wind 一致预期）

## 五、风险提示

- 限售股解禁风险：**公司预计于 2023 年 11 月 IPO 解禁 5593 万股，预计上市流通的限售股份数量占公司总股本的 55.93%。首发一般股份及机构配售股份解禁可能对公司股价造成一定影响。
- 市场竞争加剧风险：**近年来我国调味品市场发展增速较快，市场集中度较低的情况下出现越来越多的新进入者，且产品竞争数量不断增加且同质化较强，线下售卖渠道货架供应有限，可能对公司扩大或保留市场销售份额的能力造成不利影响。
- 原材料价格上涨：**公司产品原材料主要包括香菇、花椒、大豆油、玻璃等，该等原材料占公司主要产品生产成本比重高达 80%~90%，未来可能面临主要原材料短缺或价格大幅上涨，从而对公司毛利率及业务营运造成不利影响。
- 新品推广不及预期：**近年来公司不断进行新产品研发及推广，2021 年上市的“上海葱油”迅速起量且广受好评，但随着未来推新数量的增加，可能面临新品销售不及预期、营业收入增长不及预期的风险。



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	727	806	882	999	1,131	1,270
增长率		11.0%	9.4%	13.4%	13.2%	12.2%
主营业务成本	-427	-492	-556	-589	-662	-745
%销售收入	58.7%	61.0%	63.1%	59.0%	58.5%	58.7%
毛利	300	314	325	410	469	525
%销售收入	41.3%	39.0%	36.9%	41.0%	41.5%	41.3%
营业税金及附加	-6	-6	-7	-9	-10	-11
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-92	-130	-141	-150	-170	-190
%销售收入	12.6%	16.1%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-39	-42	-45	-46	-51	-56
%销售收入	5.4%	5.2%	5.1%	4.6%	4.5%	4.4%
研发费用	-26	-32	-32	-28	-31	-34
%销售收入	3.5%	4.0%	3.6%	2.8%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	137	105	100	177	208	233
%销售收入	18.8%	13.0%	11.3%	17.7%	18.4%	18.3%
财务费用	0	3	8	18	19	20
%销售收入	0.1%	-0.4%	-0.9%	-1.8%	-1.6%	-1.6%
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	23	20	8	10	13
%税前利润	1.5%	16.9%	14.1%	3.6%	4.1%	4.7%
营业利润	145	133	140	211	244	275
营业利润率	20.0%	16.5%	15.9%	21.1%	21.6%	21.6%
营业外收支	2	2	3	1	1	1
税前利润	148	135	143	212	245	276
利润率	20.3%	16.7%	16.2%	21.2%	21.7%	21.7%
所得税	-20	-16	-17	-29	-34	-38
所得税率	13.3%	12.2%	11.9%	13.8%	13.8%	13.8%
净利润	128	118	126	182	211	238
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	128	119	126	182	211	238
净利率	17.6%	14.7%	14.3%	18.3%	18.7%	18.7%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	128	118	126	182	211	238
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	29	37	41	46	52
非经营收益	1	-20	-16	-17	-11	-14
营运资金变动	-48	-9	-26	-16	1	-13
经营活动现金净流	108	120	121	190	247	262
资本开支	-34	-236	-61	-83	-100	-90
投资	0	0	-1	-2	0	0
其他	-834	67	814	8	10	13
投资活动现金净流	-867	-169	752	-78	-90	-77
股权募资	926	0	0	0	0	0
债权募资	-31	0	10	-11	0	0
其他	-47	-54	-53	-100	-110	-120
筹资活动现金净流	848	-54	-43	-110	-110	-120
现金净流量	88	-103	830	2	48	65

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	180	78	908	910	957	1,023
应收款项	79	80	112	118	121	122
存货	175	238	271	275	301	339
其他流动资产	843	797	10	12	13	13
流动资产	1,277	1,193	1,301	1,315	1,393	1,497
%总资产	81.0%	70.4%	71.5%	70.0%	69.3%	69.5%
长期投资	0	0	1	1	1	1
固定资产	267	354	481	521	575	614
%总资产	16.9%	20.9%	26.4%	27.7%	28.6%	28.5%
无形资产	25	24	24	33	33	33
非流动资产	300	502	519	562	617	656
%总资产	19.0%	29.6%	28.5%	30.0%	30.7%	30.5%
资产总计	1,578	1,695	1,820	1,877	2,010	2,153
短期借款	0	0	10	0	0	0
应付款项	68	106	126	133	159	179
其他流动负债	24	32	54	40	46	51
流动负债	93	138	189	174	205	230
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	25	26	16	16	16
负债	114	164	215	190	221	246
普通股股东权益	1,462	1,530	1,605	1,688	1,789	1,907
其中：股本	100	100	100	100	100	100
未分配利润	424	493	569	651	753	870
少数股东权益	2	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,578	1,695	1,820	1,877	2,010	2,153

### 比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.280	1.186	1.260	1.825	2.114	2.376
每股净资产	14.616	15.298	16.048	16.877	17.891	19.067
每股经营现金净流	1.075	1.197	1.211	1.902	2.471	2.619
每股股利	0.500	0.500	1.000	1.000	1.100	1.200
回报率						
净资产收益率	8.76%	7.75%	7.85%	10.81%	11.82%	12.46%
总资产收益率	8.11%	7.00%	6.92%	9.72%	10.52%	11.04%
投入资本收益率	8.09%	5.99%	5.42%	9.05%	10.00%	10.53%
增长率						
主营业务收入增长率	15.68%	10.95%	9.35%	13.36%	13.20%	12.22%
EBIT 增长率	33.52%	-23.44%	-4.60%	77.26%	17.18%	12.17%
净利润增长率	39.65%	-7.33%	6.27%	44.78%	15.87%	12.39%
总资产增长率	167.85%	7.40%	7.39%	3.16%	7.05%	7.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.8	32.8	36.9	40.0	36.0	32.0
存货周转天数	128.6	153.1	166.7	170.0	166.0	166.0
应付账款周转天数	50.2	62.1	73.6	80.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	128.0	121.3	151.9	137.5	126.1	112.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.45%	-56.80%	-55.93%	-53.91%	-53.52%	-53.65%
EBIT 利息保障倍数	310.1	-35.5	-12.7	-9.9	-11.1	-11.8
资产负债率	7.23%	9.65%	11.82%	10.11%	10.98%	11.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

投资评级的说明:

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究