

产品吨价提升 葱油酱破亿元

— 仲景食品 (300908.SZ) 年报点评

食品饮料/调味发酵品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 2023 年度年报, 全年营业收入 9.94 亿元、同比+12.77%, 归母净利润 1.72 亿元、同比+36.72%, 扣非归母净利润 1.64 亿元、同比+74.69%。其中 Q4 营收 2.60 亿元、同比+14.37%, 归母净利润 0.32 亿元、同比+36.62%, 扣非归母净利润 0.33 亿元、同比+64.37%。全年收入增速略低于、归母净利润增速符合我们此前预期。

投资摘要:

调味食品营收增速高于调味配料, 大单品培育效果显著。23 年全年调味食品/调味配料实现营收 5.58/4.34 亿元, 同比增长 18.96%/5.71%。其中 H2 调味食品/调味配料同比增长 25.17%/4.95%, 调味食品 H2 增速较 H1 (+12.94%) 进一步加速、调味配料 H2 增速较 H1 (+6.71%) 放缓。调味配料下半年增速加快预计与葱油酱等大单品放量、电商及 2B 渠道贡献增量及上半年同期基数有关, 调味配料预计主要受食品工业及调味品需求放缓、行业市场竞争加大影响。前三个季度上海葱油酱及快手菜产品增长较快, 预计全年增长较为领先, 其中上海葱油酱成为公司第二个亿元大单品。

吨价提高、原料成本下降带动毛利率提升, 期间费用节约, 利润增速亮眼。

23 年调味食品/调味配料吨价分别为 3.06/12.10 万元/吨, 同比+2.67%/+4.36%。其中 H2 调味食品/调味配料吨价较 H1 提高 3.58%/5.89%, 下半年结构升级明显。23 年调味食品/调味配料毛利率分别同比提高 4.60/4.79pct, 高于吨价提升幅度, 毛利率提升预计除吨价提升贡献外、原材料成本下降亦有贡献。公司主营业务毛利率同比提升 4.70pct 至 41.43%, 全年销售费用/管理(含研发)费用/财务费用率分别同比-1.06/-0.37/-0.83pct、期间费用进一步节约, 预计与公司缩减广告费用及部分地区的组织收缩有关, 最终全年扣非归母净利润率增加 5.84pct 至 16.47%。

B 端渠道逐步完善, 基地市场贡献主要增量。全年公司直销渠道营收占比提高 6.38pct 至占主营业务收入的 57.01%, 主要系电商直销及优质食品工业用户占比提升。全年电商渠道营收 1.89 亿元, 同比增长 99.78%。23 年公司成立餐饮和特殊渠道发展部, 并推出大包装产品, 从河南开始, 开拓以团餐、宴会酒店等为代表的 B 端餐饮市场客户。华中地区营收同比增长 30.06%、占比 37.83%, 在主要销售区域中增速领先, 预计主要为年内加大渠道下沉和品相补全等营销举措所致。经销商发展方面, 公司立足重点区域, 持续优化经销商结构, 23 年末西北和华中区域经销商数量较同期增长较多, 分别为 34.43%和 18.03%, 区域招商和渠道细化力度有所加大。

研发中心等投入使用构建新发展格局, 产品和渠道延伸具备空间。23 年 11 月上海研发中心启用、南阳仲景食品产业园一期项目研发楼和车间等主体建设基本完工, 已初步形成西峡生产基地、营销研创郑州-上海的多点布局、协同发展新格局。公司香菇酱目标打造 10 亿元大单品、23 年上海葱油迈入亿元大关, 公司大单品培育和省外渠道发展节奏良好, 区域渠道下沉、电商和 B 端贡献渠道增量, 年内调味食品和调味配料产品互补带动公司稳健增长。24 年公司将继续夯实香菇酱、上海葱油、花椒调味配料三大核心品类, 扩展餐饮产品系列, 延伸空间较大、节奏稳健向好。

投资建议:预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 11.52、13.14、14.84 亿元, 归母净利润分别为 2.04 亿元、2.35 亿元和 2.70 亿元, 每股收益分别为 2.04 元、2.35 元和 2.70 元, 对应 PE 分别为 20.37X、17.66X 和 15.39X, 维持“买入”评级。

风险提示:市场同质化竞争加剧风险、主要原材料价格变动风险、新产品开发的市场预期风险

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	881.65	994.25	1,152.04	1,313.91	1,484.12
增长率(%)	9.35%	12.77%	15.87%	14.05%	12.95%
归母净利润(百万元)	126.02	172.29	203.94	235.19	269.87
增长率(%)	6.27%	36.72%	18.37%	15.32%	14.75%
净资产收益率(%)	7.85%	10.27%	10.22%	10.55%	10.80%
每股收益(元)	1.26	1.72	2.04	2.35	2.70
PE	32.97	24.15	20.37	17.66	15.39

评级

买入

2024 年 04 月 10 日

徐广福

分析师

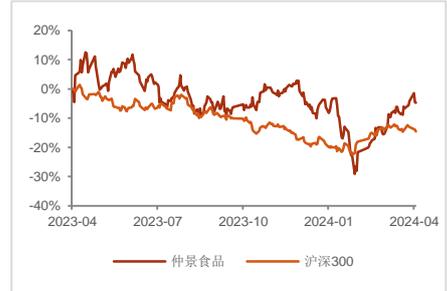
SAC 执业证书编号: S1660524030001

交易数据

时间 2024.4.10

总市值/流通市值(亿元)	41.54/35.16
总股本(万股)	10,000.0
资产负债率(%)	11.51
每股净资产(元)	16.77
收盘价(元)	41.54
一年内最低价/最高价(元)	29.02/51.84

公司股价表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《仲景食品 (300908.SZ) 季报点评: 三季度业绩加速 盈利能力提升》2023-10-18
- 2、《仲景食品首次覆盖报告: 细分赛道领先企业 具多维度成长空间》2023-08-18

PB 2.59 2.48 2.08 1.86 1.66

资料来源: 公司 2022-2023 年财报, 申港证券研究所

表1: 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				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	882	994	1152	1314	1484	流动资产合计	1301	1132	1515	1695	1925
营业成本	556	581	678	774	880	货币资金	908	732	1017	1160	1310
营业税金及附加	7	9	10	11	13	应收账款	104	102	127	140	161
营业费用	141	149	172	190	205	其他应收款	4	4	5	6	6
管理费用	45	50	58	66	75	预付款项	3	5	5	5	6
研发费用	32	33	40	39	40	存货	271	219	293	313	368
财务费用	-8	-17	-12	-15	-14	其他流动资产	7	16	14	16	18
资产减值损失	-1	-3	0	0	0	非流动资产合计	519	763	774	917	955
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	20	6	13	9	11	固定资产	367	455	464	558	597
营业利润	140	200	231	268	307	无形资产	20	105	102	99	96
营业外收入	5	0	5	3	4	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	2	1	2	其他非流动资产	12	6	11	12	14
利润总额	143	200	234	269	309	资产总计	1820	1895	2289	2611	2879
所得税	17	27	30	34	39	流动负债合计	189	190	265	353	351
净利润	126	172	204	235	270	短期借款	10	10	64	131	106
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	122	127	147	167	190
归属母公司净利润	126	172	204	235	270	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	186	323	262	312	357	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	1.26	1.72	2.04	2.35	2.70	非流动负债合计	26	29	29	29	29
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	215	218	294	381	379
营业收入增长	9.35%	12.77%	15.87%	14.05%	12.95%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	5.52%	42.60%	15.50%	16.03%	14.45%	实收资本(或股本)	100	100	100	100	100
归属于母公司净利润增长	6.27%	36.72%	18.37%	15.32%	14.75%	资本公积	886	886	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	569	641	845	1080	1350
毛利率(%)	36.88%	41.59%	41.12%	41.10%	40.70%	归属母公司股东权益合计	1605	1677	1995	2230	2500
净利率(%)	14.28%	17.33%	17.70%	17.90%	18.18%	负债和所有者权益	1820	1895	2289	2611	2879
总资产净利润(%)	6.92%	9.09%	8.91%	9.01%	9.37%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	7.85%	10.27%	10.22%	10.55%	10.80%		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
偿债能力						经营活动现金流	121	226	147	254	252
资产负债率(%)	12%	12%	13%	15%	13%	净利润	126	172	204	235	270
流动比率	6.86	5.97	5.70	4.80	5.48	折旧摊销	34	38	44	59	64
速动比率	5.44	4.82	4.60	3.92	4.44	财务费用	-8	-17	-12	-15	-14
营运能力						应付帐款减少	-30	2	-25	-13	-21
总资产周转率	0.50	0.54	0.55	0.54	0.54	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	10	10	10	10	10	投资活动现金流	752	-302	-42	-192	-90
应付账款周转率	7.85	7.98	8.42	8.37	8.31	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)	1.26	1.72	2.04	2.35	2.70	投资收益	20	6	13	9	11
每股净现金流(最新摊薄)	8.30	-1.76	2.85	1.43	1.50	筹资活动现金流	-43	-100	180	81	-11
每股净资产(最新摊薄)	16.05	16.77	19.95	22.30	25.00	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	32.97	24.15	20.37	17.66	15.39	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	2.59	2.48	2.08	1.86	1.66	资本公积增加	-1	0	114	0	0
EV/EBITDA	17.55	10.61	12.20	10.01	8.27	现金净增加额	830	-176	285	143	150

资料来源: wind, 公司 2022-2023 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。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：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

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：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

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）