

仲景食品 (300908.SZ)

稳健基因孕育长期价值， 产品、渠道破圈谱写成长新篇

投资要点：

以制药精神，提供优质调味，产品、渠道创新破圈驱动公司成长进化

仲景食品股东脱胎于医药背景，注重品质与创新；且在公司管理层高瞻远瞩与聚焦精耕调味赛道下，公司从一个濒临破产的小厂成长为调味品细分赛道龙头，并实现连续十余载稳健正增长；期间，公司围绕调味品、调味配料两大主业持续扩充品类、补能渠道，并在BC端均衡发展中不断孵化大单品，打开自身成长天花板。目前公司营收规模近10亿，内部基本盘牢固、市场竞争力不断提升。

调味酱市场容量大，把握结构增长机遇；川味配料市场稳步扩容

调味酱行业发展相对成熟，市场容量大，近年量价端均处于缓慢增长阶段；且行业区域化特征明显，其中辣酱、豆瓣酱等核心品类辐射范围大、适用人群广，品类规模大。伴随近年需求场景多元以及渠道碎片化发展，新兴品类在新代际、新家庭及新渠道中不断涌现、崛起；其中，香菇酱等品类顺应消费健康化、佐餐品类营养化，预计在全国市场仍具开发空间。其次，调味油市场当前正处于导入期，品牌集中度低，且受益于消费健康化、B端餐饮标准化、口味定制化，未来成长空间广阔。最后，调味配料市场应用场景广，其中香辛植物提取物近年随川味全国化而持续发展。

公司基本盘牢固，竞争抓手持续强化；未来在大单品引领、渠道补能以及全国扩张下行稳致远；且目前公司处于盈利上行周期，成长红利凸显

目前公司产品品质、生产技术领跑行业，同时加快品牌形象升级、完善全渠道运作的营销体系以强化自身竞争抓手。展望未来，公司践行大单品引领、多品类协同的发展战略，其中第一大单品香菇酱仍具备区域拓展、渠道填补的空间，10亿目标引领增长。同时，近年主业快速增长预期基于上海葱油持续放量以及对线上渠道红利的攫取，而调配业务则跟随大B扩张同时固老开新，未来或保持稳健增长态势。此外，补能餐饮等新渠道为公司孵化新的大单品提供土壤，有望打开中期增长天花板。盈利端，在成本改善、产品结构优化趋势下，公司目前处于盈利上行周期。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.19/2.61/3亿元，分别同增27%/19%/15%。考虑到上海葱油品类红利及线上渠道势能、调味食品或具备较高的增长中枢，同时调配业务随下游头部客户持续改善，公司业绩或延续快增。此外，公司布局餐饮等新渠道有望进一步打开公司成长空间，进而提振估值表现。因此，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：大单品销售不及预期，原材料价格波动，线上渠道增长不及预期，食品安全，B端需求不及预期

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	882	994	1,174	1,360	1,548
增长率	9%	13%	18%	16%	14%
净利润(百万元)	126	172	219	261	300
增长率	6%	37%	27%	19%	15%
EPS(元/股)	0.86	1.18	1.50	1.78	2.05
市盈率(P/E)	36.0	26.3	20.7	17.4	15.1
市净率(P/B)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

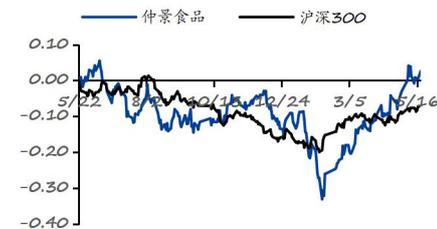
买入 (首次评级)

当前价格：31.76元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	146.00/123.58
流通A股市值(百万元)	3,924.95
每股净资产(元)	17.28
资产负债率(%)	10.73
一年内最高/最低价(元)	51.84/29.02

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人：周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

1 品质为本、创新驱动，产品、渠道持续破圈进化.....	3
1.1 传承医圣精神、打造优质调味，公司稳步成长、持续破圈.....	3
1.2 品类创新孵化战略大单品，渠道补能打造增长新曲线.....	5
2 调味酱赛道结构性增长，川味配料市场稳步扩容.....	7
2.1 消费多元、场景细分催生调味酱细分品类机遇.....	7
2.2 调味油赛道成长空间广，香辛配料市场随川味全国化持续扩容.....	9
3 品质、技术领跑行业，品牌升级、营销补能强化竞争抓手.....	11
4 稳健基因构筑规模跃迁基石，多维共振驱动盈利上行.....	14
4.1 大单品驱动稳健扩张，渠道补能、全国扩张贡献增长动能.....	14
4.2 成本改善、产品结构优化，公司成长红利释放.....	17
5 盈利预测与投资建议.....	18
5.1 盈利预测.....	18
5.2 投资建议.....	19
6 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 公司历史沿革复盘，稳健扩张、持续进化.....	4
图表 2: 调味食品与配料营收及增长（百万元/%）.....	4
图表 3: 公司主业毛利率变化趋势.....	4
图表 4: 公司产品端历史沿革，未来多品类、全渠道驱动增长.....	6
图表 5: 渠道发展历程复盘及未来规划.....	7
图表 6: 调味酱百强产量及增速.....	8
图表 7: 调味酱行业竞争梯队.....	8
图表 8: 2020 年来调味酱投融资事件（不完全统计）.....	8
图表 9: 调味酱口味区域性分布.....	8
图表 10: 香菇酱如处于品类导入期，未来市场仍有开发空间.....	9
图表 11: 调味油赛道处于市场导入期，未来成长空间广阔.....	10
图表 12: 调味配料产业链示意图.....	11
图表 13: “民国美女”卡通人物形象.....	12
图表 14: 费用结构转型、线上曝光度、品牌影响力.....	12
图表 15: 对比同业，公司研发费率处于较高水平.....	13
图表 16: 公司 23 年启用上海研创中心.....	13
图表 17: 目前公司全渠道运作、客户结构多元.....	13
图表 18: 大单品引领、多品类协同发展.....	14
图表 19: 立足河南山东，辐射临近省份，全国化发展有条不紊.....	15
图表 20: 公司华东、华中区域合计营收占比变化，及各区域经销商增量情况（家，%）.....	15
图表 21: 线上渠道规模，yoy 以及公司总营收增量贡献.....	16
图表 22: 千禾味业、宝立食品线上渠道规模、增长及营收占比.....	16
图表 23: 调配业务有望保持稳健增长.....	16
图表 24: 公司直营渠道前五大客户占比.....	16
图表 25: 2019 年香菇酱 210g 单位成本结构.....	17
图表 26: 2017 年以来香菇、花椒批发价格趋势.....	17
图表 27: 近年大豆油价格持续改善.....	18
图表 28: 公司近年毛销差、归母净利率变化趋势.....	18
图表 29: 公司业绩拆分预测表.....	19
图表 30: 可比公司估值表.....	20
图表 31: 财务预测摘要.....	21



1 品质为本、创新驱动，产品、渠道持续破圈进化

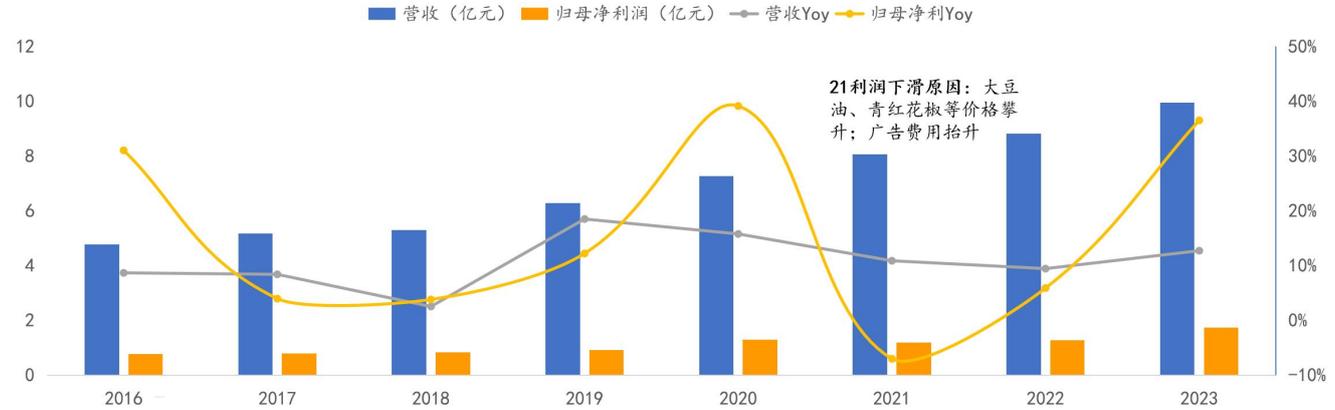
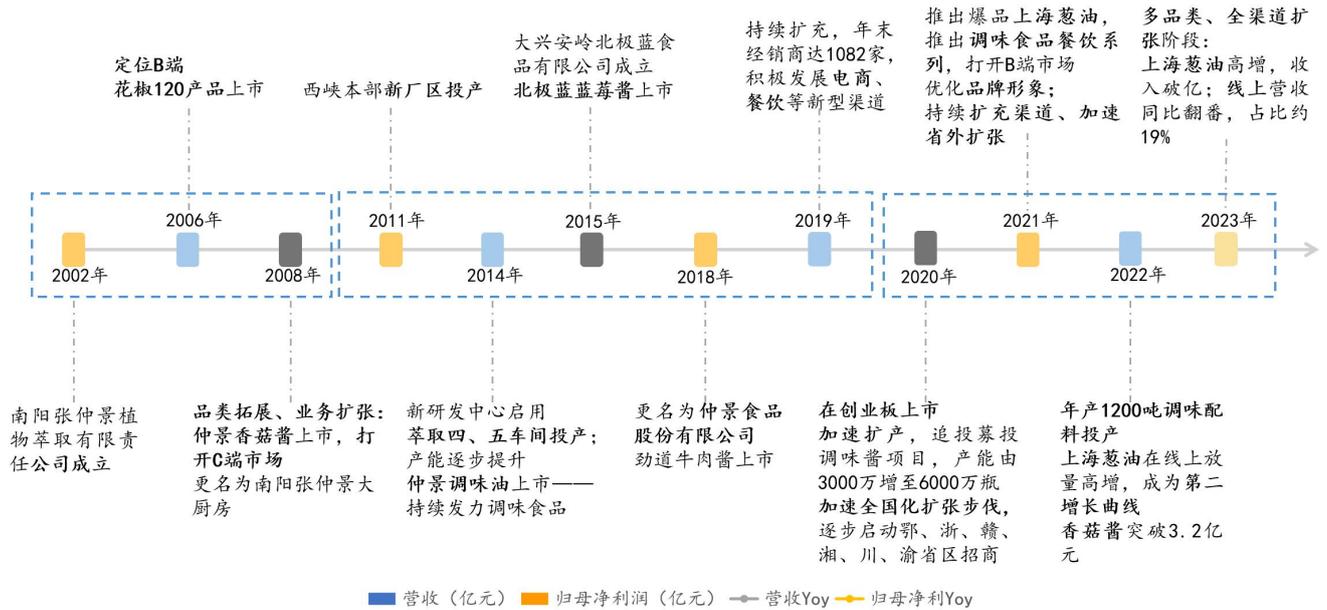
1.1 传承医圣精神、打造优质调味，公司稳步成长、持续破圈

仲景食品股东脱胎于医药背景，注重品质与创新；且在公司管理层高瞻远瞩与聚焦精耕调味赛道下，公司从一个濒临破产的小厂成长为调味品细分赛道龙头，并实现连续十余载稳健正增长；期间，公司成功打造调味配料、调味食品两大核心主业，内部基本盘牢固、市场竞争力不断提升。公司创立于2002年，持续聚焦调味赛道，同时专注于产品创新、技术升级、工艺优化，成为中国食品科学技术学会承认的香菇酱首创者和引领者，以及超临界CO₂萃取新型香辛调味配料的开创者；同时，公司不断沉淀品牌形象，“采蘑菇的小姑娘”、“民国美女”商标形象深入人心。

- **初创期（2002-2008年）：医药背景入局调味赛道，调味配料业务通过技术创新、高品质为公司赚得第一桶金；随后创造性推出香菇酱品类，成功打开调味食品新曲线。**公司出身医药背景，起初定位调味配料供应商，并利用超临界CO₂萃取技推出花椒油120产品，成功赚得第一桶金。随后，公司立足本土香菇原料优势，充分利用丰富的香菇柄原料并创造性推出香菇酱这一长线大单品；这也标志着公司正式切入调味食品赛道，进一步打开成长天花板。
- **稳健扩张期（2009-2019年）：公司持续扩产能，拓渠道、孵化大单品同时完善产品矩阵，并逐步成长为香菇酱龙头。**2011-2015年期间，随着西峡本部新厂区、萃取四和五车间以及新研发中心相继建成投产，产能压力开始得到缓解。同时，公司不断招商、拓宽销售网络，截止2019年底经销商数量扩充至1082家，同时公司开始发展电商、餐饮等渠道。大单品方面，公司香菇酱在2010年济南糖酒会备受瞩目，吸引了大批强大的经销商加盟入局，并成功将河南打造成样板市场，随后进行全国市场复制扩张，如2011年周边陕西、山东、河北、湖北市场也开始招商铺市。期间，花椒系列等核心品类顺应川味全国化持续增长。此外，公司不断丰富自身产品矩阵，如开发劲道牛肉酱等新品。在多点发力下，公司实现稳健扩张，2015-2019年营收、营业利润CAGR分别为9.4%/14.9%。
- **茁壮成长期（2020年-至今）：加速产能扩张，全渠道布局，持续孵化新大单品，打造增长新曲线。**2020年上市后，公司借助资本杠杆，进一步扩充产能布局以及完善全国营销网络建设。两年后，公司年产1200吨的调味配料项目投产，同时加码募投3000万瓶的调味酱项目至6000万瓶年产能。同时，公司完善全渠道布局，期间着重发力线上新兴渠道，并借助抖音等新兴电商红利与品类红利成功培育上海葱油新大单品。总之，2020-23疫情三年，公司营收端实现逆势稳健增长，同期CAGR约11%；期间，尽管受大豆油、青红花椒等原料价格攀升以及广告费用抬升等影响，21年业绩出现同比下滑，但近年在业务结构优化、原料价格改善以及经营质量提升下，公司业绩迎来显著修复。



图表 1: 公司历史沿革复盘, 稳健扩张、持续进化



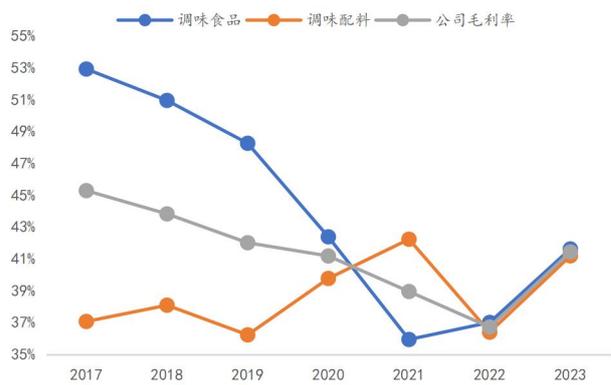
数据来源: ifind, 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

图表 2: 调味食品与配料营收及增长 (百万元/%)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 公司主业毛利率变化趋势



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



1.2 品类创新孵化战略大单品，渠道补能打造增长新曲线

公司围绕调味食品、调味配料两大主业，持续扩充品类，延伸场景定位，孵化新大单品，不断突破成长天花板。具体而言，公司坚持产品差异化策略，不断挖掘调味品细分赛道与结构性机遇，并成功打造以香菇酱、上海葱油以及花椒萃取物等核心品类，同时扩充产品矩阵以面向多元客户、适用各类场景。截止 2022 年末，公司产品线已有 120 余个 SKU。

- **调味配料发家，起初定位为食品工业配料供应商，产品破圈成为家庭佐餐拌饭酱品牌方，随后场景延伸覆盖厨房调味食品。**2002 年成立起初，公司产品定位为调味配料，处于调味品赛道中偏上游的细分行业。随后，公司凭借技术沉淀以及对川味全国化机遇的把握，成功开发出花椒油 120 等高品质调料，并成为超临界 CO₂ 萃取新型香辛调味配料的开创者；期间，公司产品主要面向 B 端食品工业以及餐饮连锁大 B。为打开 C 端家庭市场，公司 08 年依托盛产香菇的区域优势，成功推出仲景香菇酱；随后通过多年品牌推广、渠道网络布局，成功将其孵化为数亿元规模的大单品。同时，公司加紧扩充调味食品的产品矩阵，包括 14 年将调味配料深加工为调味油，成功切入增长势能更高的花椒调味油市场，以及 18 年推出劲道牛肉酱，当年销售破 1500w，次年实现营收翻番等。
- **上市后，面对疫情激发的 C 端方便食品需求以及线上渠道红利，公司强化香菇酱等成熟大单品，同时加大调味食品的开发力度、孵化新大单品上海葱油。**具体而言，公司 21 年通过抖音短视频营销，打造出上海葱油现象级新品，累计销售超 130 万瓶，隐有大单品迹象。同时，公司推出藤椒肥牛等快手菜调料，以及新型调味配料香菇提取物；此外，公司为满足餐饮连锁化、工业化趋势进一步推出了藤椒酱、黑椒酱为代表的餐饮系列产品。次年，上海葱油在线上成功放量，全年销售破 5000w，并成为食品业务第二大单品；同年，公司推出贵州辣子鸡、上海红烧肉酱汁、香菇蚝油等新品，其中黄焖炒鸡、藤椒肥牛等 8 款快手菜调料在餐饮端的突破也标志着公司产品定位从佐餐场景进一步扩张至厨房烹饪。2023 年，公司重点聚焦上海葱油，包括产品端丰富藤椒味等口味，规格方面推出小包装来匹配搭赠、试吃等推广行动，费用端进一步向线上电商倾斜，最终上海葱油全年收入成功破亿。



图表 4: 公司产品端历史沿革, 未来多品类、全渠道驱动增长



数据来源: 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

公司拓品类同时持续补充渠道, 并通过BC端均衡发展实现稳健扩张; 未来公司将进一步深化全渠道运作, 打造增长新曲线。在调味配料定位下, 公司起初以直销模式为主, 客群主要涵盖调味料、方便食品、肉制品、休闲食品的食品加工业, 同时成功推出花椒油120等高性价比拳头产品, 巩固大B客户粘性。随后, 公司推出香菇酱开始向调味食品赛道延伸, 前期通过经销模式开拓市场, 主要覆盖各大知名KA、BC超市以及流通渠道, 公司B端增长为主进入BC端双轮驱动转型; 随着上市后品牌红利凸显以及营销网络的投入完善, 公司加速区域扩张与市场下沉, 进一步提升产品在流通渠道的覆盖率; 同时疫情促进线上电商在国内快速发展, 公司积极把握上市期品牌、渠道红利, 并于21-23年配合上海葱油等爆品实现迅速增长, 20-23年期间线上收入CAGR达99.82%。最后, 面对渠道多元化、碎片化趋势, 公司开启全渠道运作, 产品端布局如调味食品餐饮系列, 规格端推出产品大包装; 23年成立餐饮与新零售事业部, 进一步打开空间大、增速快的B端复调市场。



图表 5: 渠道发展历程复盘及未来规划



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 调味酱赛道结构性增长，川味配料市场稳步扩容

调味酱是指用于烹饪、佐餐、调味等各式酱料的总称，且基于食物或蔬果发酵得到，味型复合，介于基础调味品与复合调料之间。调味酱在我国历史悠久，市场相对成熟并呈现鲜明的区域化特征，其中辣酱、豆瓣酱、黄豆酱等品类规模较大。近年伴随消费健康化、需求场景细分化，新兴品类在新代际、新家庭及新渠道中不断涌现、快速发展。而调味配料主要应用 B 端食品工业，产品同质化高、竞争相对激烈，其中川麻风味近年在全国发展较好。

2.1 消费多元、场景细分催生调味酱细分品类机遇

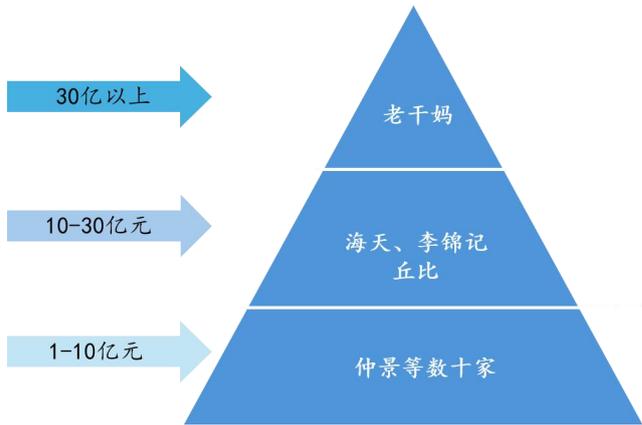
调味酱行业发展相对成熟，近年量价端均处于缓慢增长；且竞争格局相对稳定。近年来，随着人口总量见顶、消费升级放缓，调味酱市场增长平缓，22 年末市场规模约 869 亿元，预计近年呈低个位数增长。且根据中国调味品数据统计，调味品百强企业调味酱产量也呈缓慢扩张趋势，2013-2021 年 CAGR 为 3.2%；而市场均价也从 2015 年 2.72 万元/吨增至 22 年的 2.89 万元/吨，期间 CAGR 约 0.9%。竞争维度看，调味酱行业整体集中度不高但竞争格局稳定；具体而言，行业生产门槛相对不高，但产品、渠道壁垒较高，其中老干妈常年保持行业前列，23 年营收规模超 52 亿元，同时海天的调味酱规模超 24 亿，而公司在规模上接近第二梯队，近年通过香菇酱、上海葱油等大单品不断追赶。

图表 6: 调味酱百强产量及增速



数据来源: 公司公告, 调味品协会, 华经产业研究院, 华福证券研究所

图表 7: 调味酱行业竞争梯队



数据来源: 调料家, 华福证券研究所

调味酱行业区域化特征明显, 其中辣酱作为核心品类, 辐射范围最大、适用人群最广; 伴随需求多元、场景丰富化以及渠道碎片化, 调味酱投融资活跃, 品类结构性机遇凸显。我国幅员辽阔、各地饮食文化迥异, 进而塑造了调味酱口味区域化特征, 如北方地区调味酱口味偏咸居多, 华中、西南地区偏辣, 南方喜好甜、且海鲜口味较受欢迎等。但在调味酱几百亿大盘中, 仍存在覆盖范围广、适用人群多的大种类, 如辣酱、豆瓣酱及黄豆酱等。近年来, 由于需求场景多元以及消费渠道碎片化, 调味酱品类 SKU 越发细分化, 如燕麦青椒酱、海鸭蛋黄酱、上海葱油等新品类开始崛起。同时, 应运而生的新兴调味酱品牌备受资金青睐, 近年国内发生多起调味酱品牌投融资事件, 如郫县豆瓣酱代表品牌丹丹豆瓣、创意佐餐酱禧宝制研、川味佐餐酱饭扫光、火锅蘸酱代表品牌川崎等, 其中丹丹豆瓣在 2022 年 6 月公告进入 IPO 辅导流程, 目标成为“郫县豆瓣酱第一股”。

图表 8: 2020 年来调味酱投融资事件 (不完全统计)

融资品牌	融资时间	融资阶段	金额/元	投资机构	备注
新川崎食品	2022-07	股权融资	-	时代伯乐	火锅蘸酱代表
丹丹豆瓣	2022-06	IPO辅导	-	公开发行	郫县豆瓣代表
禧宝制研	2021-10	Pre-A轮	数千万	不二资本	面向年轻人群
	2021-08	战略融资	数千万	金沙江创投, 新势能基金, 洪泰基金	创意佐餐调味品
	2021-03	天使轮	近千万	梅花创投	
饭扫光	2020-12	B轮	亿元投资	前海国裕资产, 成都创投, 深创投,	川味方便佐餐品牌
	2020-01	股权融资	-	内向基金	
	2014-03	A轮	1亿	天图投资	
佐鲜生	2020-10	天使轮	-	金控资本, 中赢控股集团, 品清资本, 浪淘沙投资, 前海母基金, 复励投资, 舟山科创投	小罐装佐餐酱

数据来源: 36 氪, 调料家, 猎聘, 华福证券研究所

图表 9: 调味酱口味区域性分布

区域	各地区调味酱风味类型	
	调味酱风味	产品示例
西南地区	贵州油辣椒、风味豆豉酱、四川香辣酱、豆瓣酱、烧椒酱等	
华北地区	黄豆酱、甜面酱、芝麻酱等	
华南地区	广式叉烧酱、沙茶酱、海鲜酱等	
华中地区	河南香菇酱、湖南剁椒酱等	
东北地区	熟豆酱等	
西式调味酱	沙拉酱、番茄酱等	

数据来源: 公司公告, 调味品商界, 亿欧, 每日食品, 华福证券研究所

作为营养佐餐时代中的典型代表，香菇酱市场仍具开发空间。香菇酱是以香菇为主原料，再配以豆酱、大豆油、辣椒、花椒、芝麻、盐、香辛料等配料，利用菇类酱制技术制成的调味酱，可以用作佐餐拌饭、面或烹饪调味。相较于其他传统开胃下饭型辣酱等，香菇酱品类不仅风味独特，还具备较高的营养价值；具体而言，香菇原料含有氨基酸、微量元素、维生素及各种酶等接近 30 种营养，尤其西峡香菇具有特殊鲜香与质感，系“菇中珍品”。尽管目前香菇酱受各地口味差异较大等影响主要在华中、华东地区销售，但随着消费者健康意识觉醒、消费代际更迭以及便捷性需求的提升，香菇酱在全国仍具备渗透一定渗透空间。而且仲景食品是国内首家研发出发酵型香菇酱、并成功实现市场化的公司，先发优势显著；且根据全国连锁店超市信息网的统计，2018 年仲景香菇酱在全国酱类的市场占有率为 3.15%；未来伴随公司品牌影响力提升、渠道市场覆盖面扩大，香菇酱品类有望持续走向全国家庭餐桌，10 亿销售目标可期。

图表 10: 香菇酱如处于品类导入期，未来市场仍有开发空间



数据来源：神农岛，华福证券研究所

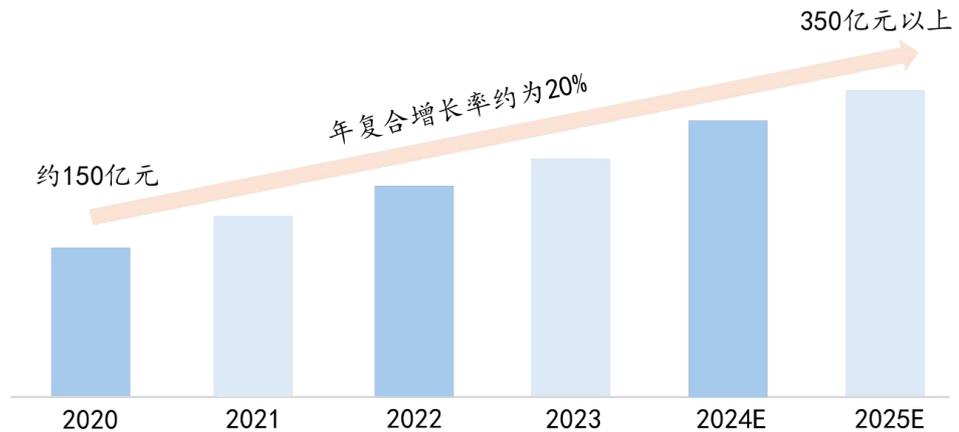
2.2 调味油赛道成长空间广，香辛配料市场随川味全国化持续扩容

调味油目前处于市场导入期，品牌集中度低，且受益于消费健康化、B 端餐饮标准化、口味定制化，未来成长空间广阔。调味油是从香辛类植物或植物籽粒中提取的油脂或萃取呈味成分于植物油中的调味品，如芝麻油、花椒油、辣椒油、藤椒油等；主要用于佐餐与烹饪食用。且相比于将香辛类植物原物直接用于餐饮及食品加工，使用制成后的调味油具有风味醇厚、高效便捷以及清洁卫生的特点，更为广大消费者所青睐。尤其近年随着消费者生活节奏的加快、餐饮下游连锁化以及供应链工业化、预制化，调味油发展较为迅速。根据中国调味品协会统计，我国调味油总体市场预估超 350 亿元，其中花椒油市场 2020 年的出厂口径销售规模约 150 亿元；且根据和君咨询预计，2025 年花椒油市场增长至 350 亿元以上，期间 CAGR 超



18.5%。

图表 11: 调味油赛道处于市场导入期, 未来成长空间广阔

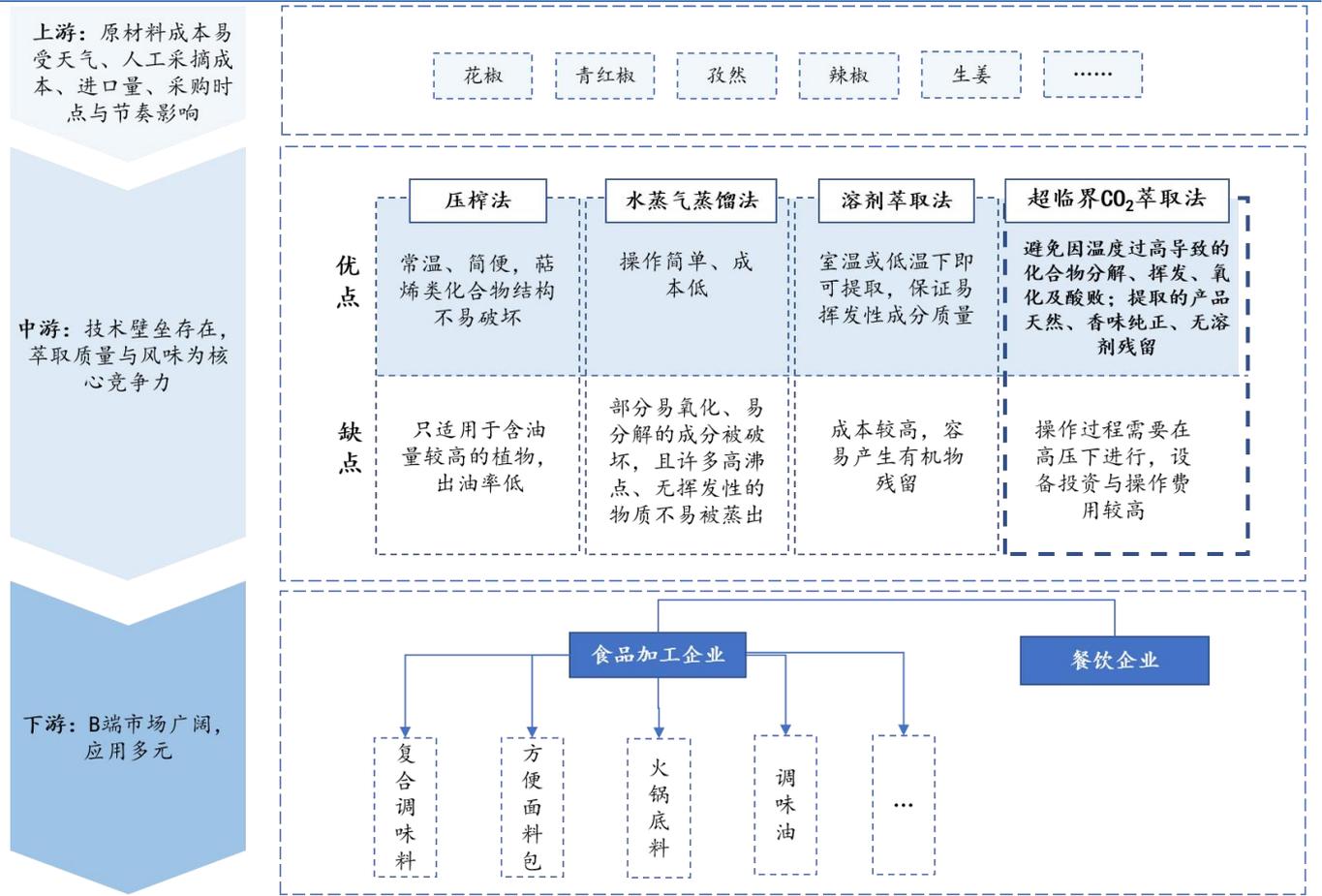


数据来源: 公司公告, 和君咨询, 华福证券研究所

调味配料市场集中度低, 下游应用场景广; 其中以花椒、藤椒为代表的香辛植物提取物近年随川味全国化而持续发展。调味配料是食品制造业解决风味的重要原料, 但由于各地饮食习惯不同, 调味配料的使用呈现出一定的地域性, 许多品牌只能覆盖各自的区域市场, 故行业集中度较低。公司调味配料以花椒、辣椒等香辛植物提取物为主, 近年随川味食品的不断推广而快速发展, 例如火锅底料、川调(川菜与川味休闲食品带动)的持续渗透花椒调味配料的应用范围不断拓宽。聚焦其产业链: 上游是花椒、青红椒、孜然、辣椒、生姜等农产品的原材料环节, 其成本易受天气、人工采摘成本、进口量、公司采购节奏影响; 中游存在一定技术壁垒, 不同萃取方法的选择会影响原材料的萃取质量和风味, 进而影响公司核心竞争力; 而下游目标客群主要为食品加工企业和餐饮企业的等B端客户。



图表 12: 调味配料产业链示意图



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

3 品质、技术领跑行业，品牌升级、营销补能强化竞争抓手

公司近年升级品牌形象、扩大曝光率，持续拔高自身在年轻家庭的品牌影响力。为融入新消费代际的潮流文化、把握新兴电商的渠道红利，公司上市后开始着手于品牌形象的改造与升级，并设计出“采蘑菇的小姑娘”、“民国美女”等卡通人物形象，有效提高公司在宝妈等年轻家庭群体中的品牌辨识度。同时，在品牌营销和宣传方面，公司积极发力抖音等线上电商，包括通过明星带货、构建新媒体矩阵等投流引流策略提高产品曝光率，如 2022 年实现总曝光量 3500 万次，23 年自媒体矩阵涵盖微博、微信、抖音、快手、视频号、小红书等平台，全年原创图文 116 篇，自主拍摄短视频 163 条，自播 1,096 场次，通过内容营销赋能品牌价值传播，提高品牌声量。相应地，公司进一步优化费用投入结构，23 年缩减低效广告投入 68.96%，转投线上推广，同期市场推广费同比增长 112.24%。最后，公司继续深化“采蘑菇的小姑娘”、“民国美女”的品牌形象，同时扩大内容营销和私域运营，注重知识产权保护，以高品牌辨识度区隔其他白牌及模仿型竞争对手，巩固自身品牌价值。

公司加强线上推广、巩固流量势能，同时完善线下营销体系，以不断提升渠道竞争力。尽管从零食行业近年的渠道发展看，线上电商渠道在费用驱动销售跑量方面是立竿见影，但竞争壁垒相对不高，且产品红利周期更低，更容易出现价格内卷。



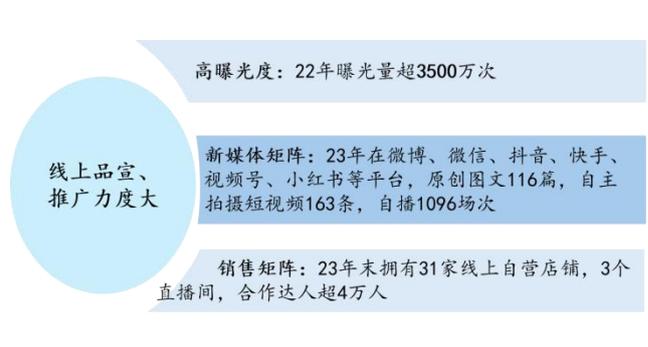
对此，公司一方面优化品牌形象、加强产权保护，区隔白牌模仿型竞争对手，另一方面通过持续的投流引流实现线上渠道的放量与霸榜，截止 23 年末公司拥有 31 家线上自营店铺，3 个直播间，合作达人超 4 万人，已形成覆盖货架电商、兴趣电商和到店到家的销售矩阵。此外，公司持续完善线下销售网络，包括提升全国覆盖率、市场深度下沉等，目前公司调味食品已覆盖了以沃尔玛、华润万家、永辉超市为代表的超过十万零售终端；其中，香菇酱等品类在华中、华东等市场基础牢固，同时经销商盈利能力较好、合作模式稳固，为线下自然动销、稳健增长提供市场保障。

图表 13: “民国美女”卡通人物形象



数据来源：仲景京东旗舰店，华福证券研究所

图表 14: 费用结构转型、线上曝光度、品牌影响力



数据来源：公司公告，华福证券研究所

核心品类先发优势显著；同时，研发创新驱动品类扩张，技术领先、综合服务保障 B 端客户粘性。公司系仲景香菇酱、仲景上海葱油、超临界萃取香辛料是行业品类开创者和引领者，三大核心品类具备较强的先发优势。另外，仲景香菇酱还具备临近优质原料的产区优势，而且市场基础牢固、客群忠诚度高，渠道运作模式成熟，经销商盈利稳定、合作良好。上海葱油网红爆品属性更强，且在公司聚焦资源投入下有望最大程度获取品类、渠道渗透红利。花椒油等调味配料则凭借技术优势完成提前卡位，且具备较强的客户粘性。

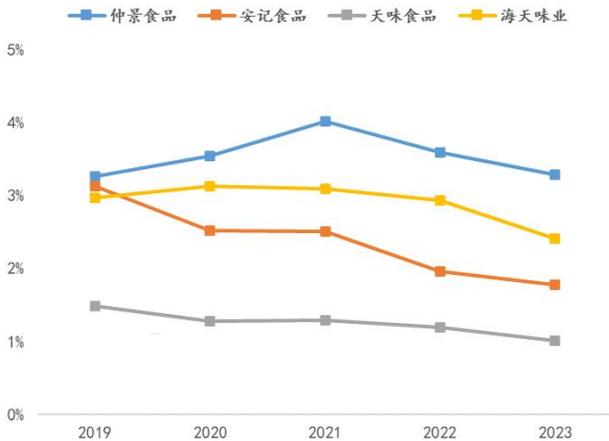
- **调味食品需要更高频高质的研发创新，来实现客群端的固老开新、打造新大单品同时延长既有产品的生命周期。**具体来看，线上产品除了需要高品质、好形象及线上高曝光度维持自身动销势能，还必须依靠高效的研发创新，包括口味品质、规格性价比等，来提振大单品的复购、粘性，拓宽覆盖的区域与客群以及适用的场景与渠道。所以，公司高度重视研发投入与产品创新，其中公司研发费率常年处于行业较高水平，23 年启用上海研创中心，来更好地研发创新、招才引智以及服务新老客户。目前，公司在调味食品业务端已掌握香菇发酵专利技术、香菇综合加工利用技术、真空浸润与生物酶解技术、线性控温炒酱技术等核心技术，可以有效提高香菇资源利用率，最大限度的保证产品的原汁原味。此外，公司背靠自身区域优势强化产品力；如，核心大单品仲景香菇酱通



过使用总部河南西峡县的优质香菇提升风味。

- 调味配料的竞争更体现在技术研发、稳定供应和高效服务；而公司目前系多家食品制造龙头的战略供应商，客户粘性强。创立伊始，公司率先采用国际先进的超临界 CO2 萃取技术来提取香辛原料中的物质，该方式在防止提取过程中产生人体有害物的基础上保证了较高的萃取率和较高的产品质量，成功切入康师傅等核心客户。同时，公司在加工过程中通过首创标注调味配料风味指标的方式，方便客户或使用或进行再研发，即从生产流程端保证了产品的标准化和稳定性；再配合快速反应的服务效率，公司目前已成为康师傅、海底捞、联合利华等各大知名食品企业的战略供应商。此外，公司持续巩固扩大技术优势，包括采用分子蒸馏、风味定量调配等技术，成功实现调味配料的风味数字化和标准化，22 年成功开发高倍辣椒汁、黑胡椒风味香精等创新技术。

图表 15: 对比同业，公司研发费率处于较高水平



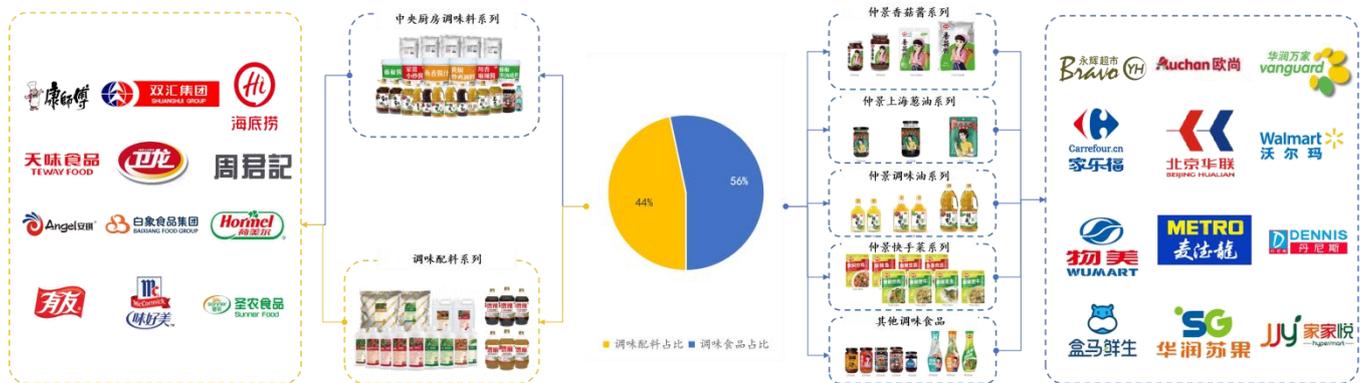
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 16: 公司 23 年启用上海研创中心



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 目前公司全渠道运作、客户结构多元



数据来源: 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

4 稳健基因构筑规模跃迁基石，多维共振驱动盈利上行

4.1 大单品驱动稳健扩张，渠道补能、全国扩张贡献增长动能

公司践行大单品引领、多品类协同发展的产品战略，其中公司第一单品香菇酱仍具备区域拓展、渠道填补的空间，目标 10 亿，而公司阶段性快增预期基于上海葱油持续放量以及对线上渠道红利的攫取，调配业务跟随大 B 扩张同时固老开新，未来保持稳健增长态势。此外，补能餐饮等新渠道为公司孵化新的大单品提供土壤，有望打开中期增长天花板。

图表 18: 大单品引领、多品类协同发展



数据来源：公司公告，华福证券研究所

区域端：立足鲁、豫基地市场、辐射周边省份，全国化扩张有条不紊。首先，公司长期深耕河南、山东区域，并成功打造两大亿元级市场。其次，自上市以来，公司加强对周边临近市场的辐射、持续打造省外新亿元级基地市场，如 2020 年底开始在湖南、湖北、江西、浙江、四川、重庆六个重点省市的全面扩张。同时，公司持续建设完善全国型营销网络，包括追加募投资金来扩充营销队伍、拓宽做深销售渠道，加大招商、市场推广力度等。2019-23 年期间，公司经销商数量净增长 869 家，增长达 80%，其中华东、华中合计新增 513 家；相应地，两大主销区合计营收占比整体呈抬升趋势，23 年末约 67%。尽管目前西南市场受口味差异、品牌竞争激烈等影响，短期难以快速突破，其他如东北、西北等市场同样面临着相似的困难，但伴



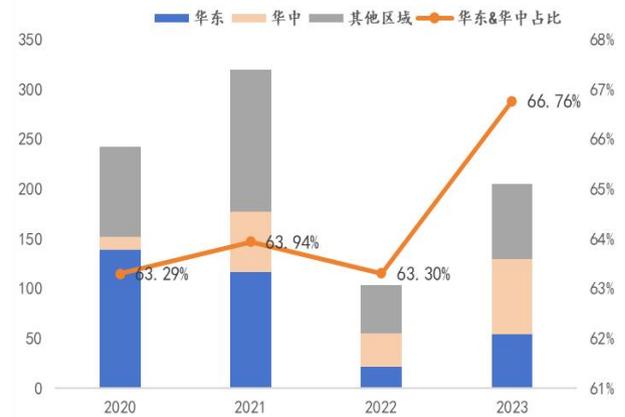
随消费代际更迭以及需求健康化、口味多元化发展，香菇酱等核心品类在全国仍具备需求开发空间，公司全国化扩张有条不紊。

图表 19: 立足河南山东，辐射临近省份，全国化发展有条不紊



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 20: 公司华东、华中区域合计营收占比变化，及各区域经销商增量情况（家，%）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

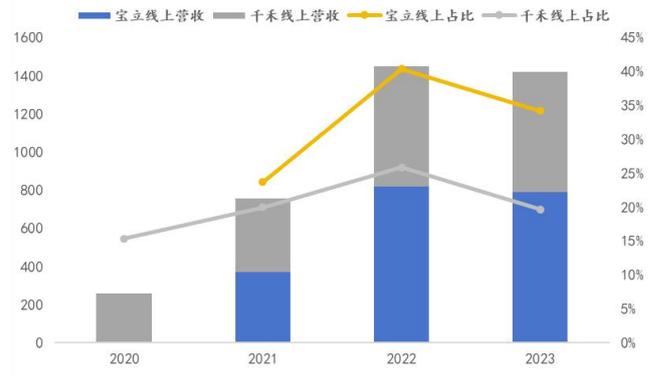
渠道视角：线上电商仍处高势能扩张期，短期有望继续引领公司增长；同时，补能餐饮等新渠道打开中长期发展天花板：公司渠道模式历经 B 端为主、BC 双轮驱动、电商补能以及当下全渠道协同发展；其中，线上电商渠道系推动公司近两年规模跃迁的关键，即每年在公司营收增量中的占比持续提升，2021-2023 年分别为 9.63%/80.49%/83.95%，23 年末营收占比突破 19%。且对比同业中做强线上渠道的优质公司，如千禾味业，充分受益于零添加品类渗透、渠道高速发展以及添加剂事件红利，其电商渠道规模持续扩张至 6-7 亿元，营收占比超 25%，还有宝立食品的空刻意面，系三年疫情期间迅速走红的爆品，并带动公司线上渠道营收突破 8 亿元，营收占比一度逾 40%；仲景线上渠道仍处于高势能扩张期，尤其伴随品牌影响力持续扩大、营销能力的大幅补强以及上海葱油等品类红利释放，预计电商渠道短期内仍有较大发展空间，从而持续引领公司稳步快增。此外，公司于 23 年 6 月针对 B 端市场成立餐饮、特渠事业部，目前重点规划河南区域的餐饮、宴会酒店、团餐等客户，未来有望进一步打开公司增长天花板。

图表 21: 线上渠道规模, yoy 以及公司总营收增量贡献



数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

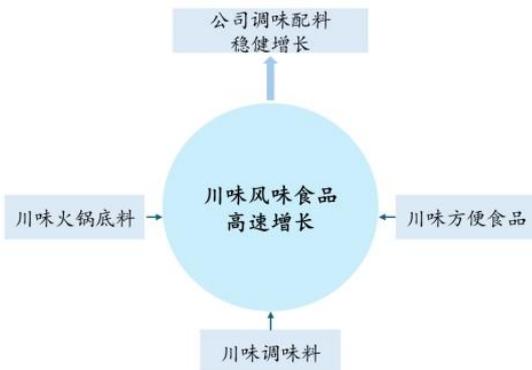
图表 22: 千禾味业、宝立食品线上渠道规模、增长及营收占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

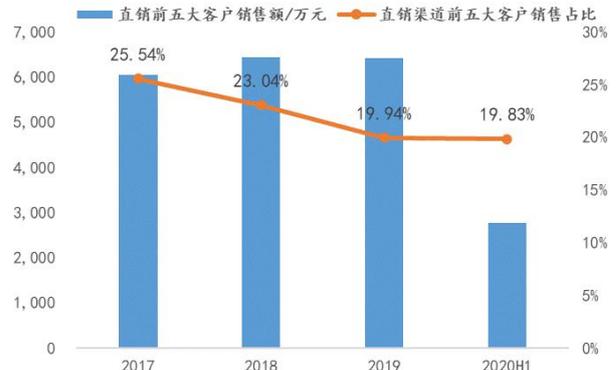
调配业务竞争壁垒高、盈利能力强, 未来跟随下游大 B 扩张同时持续固老开新, 提升市场占有率。公司调味配料业务聚焦以花椒油为代表的川味香辛料, 主要面向方便食品、调味品等下游, 前者包括康师傅、今麦郎、白象等核心客户, 后者包括郑州蜀海、天味、安琪等龙头。近年顺应下游川味全国化、方便食品产品创新的消费趋势, 调配业务实现稳健增长, 近 5 年 CAGR 为 8.2%。具体而言, 川味食品加工下游包括川味菜调、火锅底料、川味休闲方便食品等, 其中火锅底料、川菜调料市场 2017-22 年的复合增速分别达 15%/16%, 且头部品牌集中化趋势不断加强, 进一步带动公司调配业务快速扩张, 如天味食品近年在公司体量快速提升。同时, 公司积极推进客户端的固老开新, 如 23 年公司参加食品配料、良之隆、火锅食材、方便食品等展会 24 次, 并通过客户拜访、技术交流、联合开发、综合评审等方式建立和维护客户关系, 稳定存量、开拓增量, 不断提升市场占有率。此外, 鉴于公司调配业务在下游客户原料成本中占比较低, 优质的产品技术服务、长期稳定的合作在为公司带来可观的盈利, 同时提供较高的竞争壁垒。

图表 23: 调配业务有望保持稳健增长



数据来源: 华福证券研究所自制

图表 24: 公司直营渠道前五大客户占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



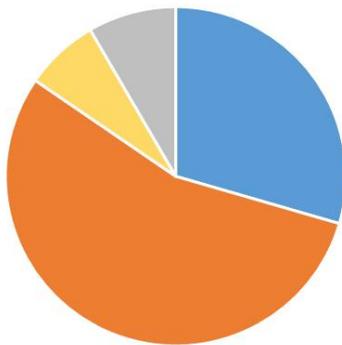
4.2 成本改善、产品结构优化，公司成长红利释放

高盈利产品放量、成本改善等共振，公司主业进入盈利上行周期。公司调味食品主要原料为香菇、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，而小葱则根据生产计划按月进行采购。而调味配料原材料以花椒等香料为主、大豆油为辅，其中花椒采购季在每8月至次年1月。且由于公司主线产品营收占比大，花椒、香菇柄等单一原料成本占比大；其中根据2020年H1香菇酱210g单位成本变动测算得，2019年香菇柄在该大单品成本占比约29.5%。从2017年以来香菇价格震荡上行趋势看，叠加销量增长放缓、规模效应减弱，香菇酱对公司近年盈利能力改善方面可能贡献不大；故预计调味食品毛利率持续改善主要靠上海葱油等放量带动，同时牛肉等原料价格下降有利于牛肉酱、调味油品类盈利改善。此外，近年花椒系列价格呈下行趋势，叠加大豆油较21年高位持续回落，调味配料成本红利充分展现，高净利率有望进一步凸显。

此外，24年Q1调味品行业实现开门红，结合23全年表现呈V字复苏，其中多家龙头公司在需求回暖、成本红利释放下展现业绩增长弹性。鉴于公司核心单品种体量相对不大，短期竞争格局恶化对价盘冲击风险相对可控，叠加公司上海葱油等新品类增长势能高，公司主业仍处于盈利上行周期。

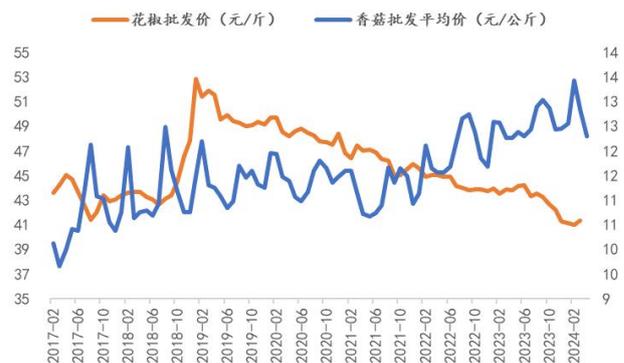
图表 25: 2019 年香菇酱 210g 单位成本结构

■ 香菇柄 ■ 其他直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用



数据来源：公司公告，华福证券研究所

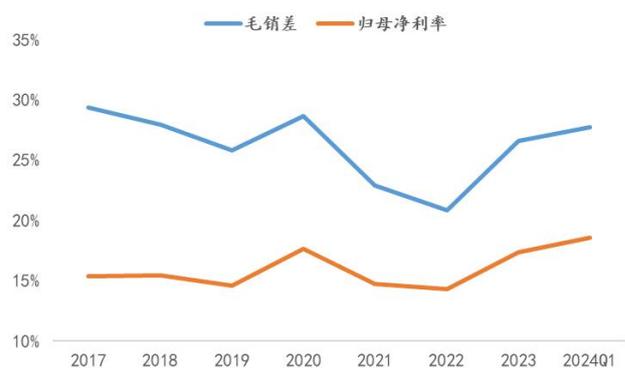
图表 26: 2017 年以来香菇、花椒批发价格趋势



数据来源：wind，华福证券研究所


图表 27: 近年大豆油价格持续改善


数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 28: 公司近年毛销差、归母净利率变化趋势


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

调味食品: 首先, 公司香菇酱品类构筑稳定增长的基本盘, 上海葱油在线上渠道持续放量, 则进一步拔高调味食品主业的增长锐度; 同时, 公司注重研发创新, 不断扩充品类, 以匹配自身全渠道运作模式, 深化全国化扩张。最后, 6000 万瓶调味酱新产能逐步落地为食品主业扩张提供支撑。此外, 公司线上渠道吨价相对更高, 近年电商渠道快速增长有望带动吨价上行。故预计 2024-26 年调味食品销量增速为 19%/17%/15%, 吨价增速分别为 1.5%/1.2%/1.0%, 营收增速分别为 20.8%/18.4%/16.2%。

调味配料: 公司调味配料业务主要定位 B 端食品工业客户, 系方便食品、调味品等业内知名的战略供应商。尽管近年受下游经营影响出现增长节奏波动, 但公司积极推动工艺技术创新和优化成本控制等, 以稳定存量客户、开拓增量新客户; 未来伴随川调持续渗透、方便食品升级创新以及大 B 客户展现头部效应、强者恒强, 公司有望跟随稳定增长。预计 2024-26 年调配销量增速为 14%/12%/10%, 吨价增速分别为 0.5%/0.5%/0.4%, 营收增速分别为 14.6%/12.4%/13.4%。

毛利率方面: 在上海葱油等高毛利大单品持续放量、原料价格下降带动成本改善的背景下, 公司业务、渠道结构不断优化, 同样毛利率或迎来持续改善。因此, 预计 2024-26 年公司毛利率分别为 44%/44.27%/44.56%。其中, 调味食品主要受益于产品、渠道结构改善的红利, 预计 2024-26 年毛利率分别为 44.5%/44.8%/45.2%。

费用率方面: 首先, 公司目前仍处于快速扩张期, 故仍需要在线上等渠道或薄弱市场区域持续投入费用, 但随着公司规模效应释放、品牌影响力提升, 预计整体费用率缓慢收窄趋势。其中, 销售费用端近年或加大对线上推广方面的投入, 以及销售团队的扩充。管理费用端, 公司优化内部流程、规模效应下或实现逐步改善。



故预计 2024-26 年公司销售费用率分别为 15.7%/15.4%/15.3%，管理费用率分别为 4.8%/4.8%/4.7%

图表 29: 公司业绩拆分预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
调味食品				
收入 (百万元)	557.57	673.45	797.40	926.18
yoy	19.0%	20.8%	18.4%	16.2%
销量 (吨)	18206	21666	25349	29151
yoy	15.9%	19%	17%	15%
吨价 (元/吨)	30625	31084	31457	31772
yoy	2.7%	1.5%	1.2%	1.0%
毛利率	41.62%	44.5%	44.8%	45.2%
业务比例	56.08%	57.38%	58.62%	59.84%
调味配料				
收入 (百万元)	433.82	497.02	559.45	617.86
yoy	5.7%	14.6%	12.6%	10.4%
销量 (吨)	3586	4088	4579	5037
yoy	1.3%	14%	12%	10%
吨价 (万元/吨)	120962	121567	122174	122663
yoy	4.4%	0.5%	0.5%	0.4%
毛利率	41.19%	43.0%	43.2%	43.3%
业务比例	43.63%	42.35%	41.13%	39.92%
其他				
收入 (百万元)	2.87	3.15	3.47	3.82
yoy	12.3%	10.0%	10.0%	10.0%
业务比例	0.29%	0.27%	0.26%	0.25%
合计				
收入 (百万元)	994.25	1173.63	1360.32	1547.85
yoy	12.77%	18.04%	15.91%	13.79%
毛利率	41.59%	44.00%	44.27%	44.56%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

5.2 投资建议

相对估值比较: 鉴于天味食品、海天味业、日辰股份与公司主业存在一定的重叠, 渠道特征具备一定共性, 故选取上述公司作为可比公司; 2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 31/26/23 倍; 预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.2/2.6/3 亿元, 三年分别同比增长 27%/19%/15%。考虑到上海葱油大单品的高增长势能, 叠加原材料价格改善, 公司业绩有望延续快增。此外, 公司布局餐饮等新渠道有望进一步打开公司成长空间, 进而提振估值表现。因此, 首次覆盖给予公司“买入”评级



图表 30: 可比公司估值表

公司	市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
海天味业	2113	38	1.01	1.13	1.26	1.39	38	34	30	27
日辰股份	23	23	0.57	0.76	0.95	1.14	41	31	25	20
天味食品	154	14	0.43	0.52	0.63	0.73	33	28	23	20
平均值							37	31	26	23
仲景食品	45	31	1.18	1.50	1.78	2.05	26	21	17	15

数据来源: wind, 华福证券研究所; 可比公司均采用 ifind 一致预期, 时间 2024.5.19

6 风险提示

大单品销售不及预期风险。食品行业产品同质化, 市场口味变化快。若公司不能持续创新, 开辟新大单品的生命周期曲线, 则可能在激烈市场竞争下丢失份额, 导致收入和利润下滑。

原材料价格变动风险。公司产品的原材料成本占主营业务成本的比重较高, 香菇原料、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、国内外市场状况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。

线上渠道增长不及预期风险:公司近年营收增量主要由线上渠道快速发展贡献, 如线上渠道增长不及预期将影响市场对公司成长性的预期。

食品安全风险。食品安全问题影响公司品牌形象造成销量下滑。

B 端需求不及预期风险。消费力、信心处在平稳恢复阶段, 但 B 端食品工业、餐饮可能受宏观经济影响, 面临整体需求不及预期的风险。



图表 31: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	732	530	374	392	营业收入	994	1,174	1,360	1,548
应收票据及账款	105	112	119	131	营业成本	581	657	758	858
预付账款	5	5	5	6	税金及附加	9	10	11	13
存货	219	260	301	356	销售费用	149	184	209	237
合同资产	0	0	0	0	管理费用	50	56	65	73
其他流动资产	72	70	73	76	研发费用	33	39	44	50
流动资产合计	1,132	976	872	961	财务费用	-17	-12	-9	-8
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	1	1	1
固定资产	455	575	845	1,101	资产减值损失	-3	-2	-2	-1
在建工程	189	339	339	189	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	105	123	149	186	投资收益	6	7	9	9
商誉	0	0	0	0	其他收益	7	8	12	13
其他非流动资产	14	14	13	13	营业利润	200	253	301	347
非流动资产合计	763	1,051	1,347	1,489	营业外收入	0	1	1	1
资产合计	1,895	2,027	2,219	2,450	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	10	0	0	0	利润总额	200	254	302	347
应付票据及账款	127	145	169	194	所得税	27	35	41	47
预收款项	0	0	0	0	净利润	172	219	261	300
合同负债	19	21	24	28	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	4	4	4	4	归属母公司净利润	172	219	261	300
其他流动负债	30	33	36	40	EPS (按最新股本摊薄)	1.18	1.50	1.78	2.05
流动负债合计	190	202	234	265					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	29	29	29	29					
非流动负债合计	29	29	29	29					
负债合计	218	231	262	294					
归属母公司所有者权益	1,677	1,796	1,956	2,156					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,677	1,796	1,956	2,156					
负债和股东权益	1,895	2,027	2,219	2,450					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	226	228	285	333
现金收益	193	257	315	381
存货影响	52	-42	-41	-56
经营性应收影响	4	-4	-7	-12
经营性应付影响	5	18	24	25
其他影响	-29	-1	-7	-7
投资活动现金流	-302	-332	-350	-222
资本支出	-285	-340	-359	-232
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-17	8	9	9
融资活动现金流	-100	-98	-91	-92
借款增加	0	-10	0	0
股利及利息支付	-100	-100	-100	-100
股东融资	0	0	0	0
其他影响	1	13	9	8

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	12.8%	18.0%	15.9%	13.8%
EBIT 增长率	35.2%	32.1%	21.3%	16.1%
归母公司净利润增长率	36.7%	27.0%	19.0%	15.1%
获利能力				
毛利率	41.6%	44.0%	44.3%	44.6%
净利率	17.3%	18.6%	19.2%	19.4%
ROE	10.3%	12.2%	13.3%	13.9%
ROIC	11.1%	13.7%	15.2%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	11.5%	11.4%	11.8%	12.0%
流动比率	6.0	4.8	3.7	3.6
速动比率	4.8	3.5	2.4	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	37	33	31	29
存货周转天数	152	131	133	138
每股指标 (元)				
每股收益	1.18	1.50	1.78	2.05
每股经营现金流	1.55	1.56	1.95	2.28
每股净资产	11.49	12.30	13.40	14.77
估值比率				
P/E	26	21	17	15
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	51	39	32	26

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

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

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

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn