

## 盈利水平波动 关注行业复苏

——仲景食品（300908.SZ）三季度点评 食品饮料/调味发酵品

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

公司发布 2024 年三季度报，前三季度实现营业收入 8.39 亿元、同比增长 14.21%，归母净利润 1.49 亿元、同比增长 6.57%，扣非归母净利润 1.45 亿元、同比增长 10.51%。其中 Q3 营收 3.01 亿元、同比增长 9.57%，归母净利润 0.49 亿元、同比下降 2.97%，扣非归母净利润 0.47 亿元、同比增长 0.14%。业绩略低于我们此前预期。

## 投资摘要：

三季度毛利率同比/环比小幅下降、销售费用率同比/环比下降，三季度归母净利润率同比/环比下降。公司 24Q3 毛利率为 40.94%，季度同比/环比分别降低 2.22/2.05 个百分点，预计主要影响因素为 3 季度部分原料生产成本同比或有所回升，上半年香菇价格上升趋势或延续，另外货折及产品结构或也对毛利率形成影响。24Q3 销售费用率同比/环比分别下降 0.75/0.38 个百分点，24Q3 管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比下降 0.19/下降 0.06/升高 0.74 个百分点，公司 24Q3 归母净利润率同比降低 2.10 个百分点，环比 24Q2 下降 2.46 个百分点。24Q3 扣非归母净利润同比增长 0.14%，公司非经常性损益同比降低主要是政府补助和委托理财收益同比减少影响所致。

酱类大单品持续推广，线上和 B 端渠道扩展空间大。公司为香菇酱的代表品牌，仲景香菇酱、仲景上海葱油是品类首创者和市场引领者，仲景蒜蓉酱是今年推出的新品。公司专注于产品创新，不断补充产品矩阵，各个产品均具备较好的成长潜力，产品培育后放量可期。公司在调味品行业整体去库存、竞争格局恶化下仍实现稳健增长，上半年调味食品营收同比增长 17.89%，公司在细分领域产品开发和持续创造需求能力较好。同时，除传统强势市场和主销渠道外，公司在区域市场和渠道渗透空间仍较大。公司已形成“零售渠道+工业渠道+电商渠道+餐饮渠道”销售矩阵，公司今年进一步强化销售基础工作，更多地走向贴近消费者生活的生鲜店、便利店、农贸市场，线下终端网点的数量和质量得到提升。公司上半年电商渠道营收同比增长 87.61%，电商渠道营收占比提高到 22.31%，电商内容传播和直播销售更利于新品推广，公司渠道管理经验逐步提高。公司已组建餐饮渠道团队，同时拓展大包装产品，向河南重点区域以外市场延伸、电商餐饮销售空间较大。

建议关注经济托底和促消费政策带动调味品需求复苏和估值修复的机会。调味品行业过往整体渠道去库存、竞争加剧下费用投入增加，企业业绩和估值预期均有下修。近期宏观政策密集推出托底经济，有望带动调味品需求复苏，公司大单品优势仍较明显，产品和渠道拓展对业绩贡献空间的弹性较大。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有望带动公司稳健增长。

投资建议：预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 11.24、12.64、14.27 亿元，归母净利润分别为 1.85 亿元、2.11 亿元和 2.44 亿元，每股收益分别为 1.85 元、2.11 元和 2.44 元，对应 PE 分别为 15.55X、13.63X 和 11.76X，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

评级

买入

2024 年 10 月 23 日

王伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1660524100001

## 交易数据

时间 2024.10.23

总市值/流通市值（亿元）	41.96/35.52
总股本（万股）	14,600.0
资产负债率（%）	9.49
每股净资产（元）	11.82
收盘价（元）	28.74
一年内最低价/最高价（元）	21.64/48.29

## 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

- 《仲景食品年报点评报告：产品吨价提升 葱油酱破亿元》2024-04-12
- 《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
- 《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

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	881.65	994.25	1,124.20	1,263.71	1,427.05
增长率 (%)	9.35%	12.77%	13.07%	12.41%	12.93%
归母净利润 (百万元)	126.02	172.29	184.85	210.79	244.33
增长率 (%)	6.27%	36.72%	7.29%	14.04%	15.91%
净资产收益率 (%)	7.85%	10.27%	9.36%	9.64%	10.05%
每股收益(元)	1.26	1.72	1.85	2.11	2.44
PE	22.81	16.71	15.55	13.63	11.76
PB	1.79	1.71	1.45	1.31	1.18

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	1124	1264	1427	流动资产合计	1301	1132	1487	1640	1861
营业成本	556	581	679	764	866	货币资金	908	732	992	1115	1260
营业税金及附加	7	9	10	11	12	应收账款	104	102	124	135	155
营业费用	141	149	168	182	197	其他应收款	4	4	5	6	6
管理费用	45	50	57	63	72	预付款项	3	5	5	5	6
研发费用	32	33	39	38	39	存货	271	219	293	308	362
财务费用	-8	-17	-12	-15	-14	其他流动资产	7	16	14	15	17
资产减值损失	-1	-3	0	0	0	非流动资产合计	519	763	774	916	954
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	209	240	278	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	10	12	13
利润总额	143	200	212	241	280	资产总计	1820	1895	2261	2556	2815
所得税	17	27	27	31	35	流动负债合计	189	190	256	341	356
净利润	126	172	185	211	244	短期借款	10	10	55	121	114
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	122	127	147	165	187
归属母公司净利润	126	172	185	211	244	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	186	323	241	284	328	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	1.26	1.72	1.85	2.11	2.44	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	285	370	384
营业收入增长	9.35%	12.77%	13.07%	12.41%	12.93%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	5.52%	42.60%	4.55%	14.82%	15.59%	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%	7.29%	14.04%	15.91%	资本公积	886	886	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	569	641	826	1037	1281
毛利率(%)	36.88%	41.59%	39.59%	39.58%	39.32%	归属母公司股东权益合计	1605	1677	1976	2186	2431
净利率(%)	14.28%	17.33%	16.44%	16.68%	17.12%	负债和所有者权益	1820	1895	2261	2556	2815
总资产净利润(%)	6.92%	9.09%	8.18%	8.25%	8.68%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	7.85%	10.27%	9.36%	9.64%	10.05%		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
偿债能力						经营活动现金流	121	226	131	234	228
资产负债率(%)	12%	12%	13%	14%	14%	净利润	126	172	185	211	244
流动比率	6.86	5.97	5.80	4.81	5.23	折旧摊销	34	38	44	59	64
速动比率	5.44	4.82	4.65	3.90	4.21	财务费用	-8	-17	-12	-15	-14
营运能力						应收账款减少	-30	2	-22	-11	-20
总资产周转率	0.50	0.54	0.54	0.52	0.53	预收账款增加	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	8.21	8.11	8.11	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	1.85	2.11	2.44	投资收益	20	6	13	9	11
每股净现金流(最新摊薄)	8.30	-1.76	2.61	1.23	1.44	筹资活动现金流	-43	-100	171	81	6
每股净资产(最新摊薄)	16.05	16.77	19.76	21.86	24.31	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	22.81	16.71	15.55	13.63	11.76	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	1.79	1.71	1.45	1.31	1.18	资本公积增加	-1	0	114	0	0
EV/EBITDA	10.65	6.65	8.05	6.62	5.28	现金净增加额	830	-176	261	123	144

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。）