

非金融公司|公司深度|仲景食品（300908）

# 香菇酱龙头，谱葱油新篇



## | 报告要点

仲景食品利用“西峡香菇”的资源优势，首创香菇酱品类，如今香菇酱已成长为公司的经典单品，2023年市占率（按销量计）为53%；而后公司积极推新，第二成长曲线上海葱油在电商渠道快速放量，2023年公司葱油产品市占率（按销量计）高达70.1%，打开未来成长空间。本文从产品及渠道两个维度剖析仲景食品的内生增长动能，香菇酱龙头，谱葱油新篇；味美传千里，业兴展宏图。

## | 分析师及联系人



刘景瑜



邓洁

SAC: S0590524030005 SAC: S0590524040002

## 仲景食品(300908)

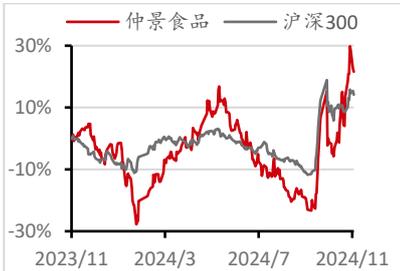
# 香菇酱龙头，谱葱油新篇

行业：食品饮料/调味发酵品 II  
 投资评级：买入（首次）  
 当前价格：34.86 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 146/124  
 流通 A 股市值(百万元) 4,308.05  
 每股净资产(元) 11.82  
 资产负债率(%) 9.49  
 一年内最高/最低(元) 48.29/21.64

### 股价相对走势



### 相关报告



扫码查看更多

### 投资要点

仲景食品首创香菇酱品类，而后积极推新，上海葱油在电商渠道迎来快速放量，成为第二个现象级产品，2023 年公司葱油产品市占率（按销量计）达 70.1%。城镇化加速、叠加竞争稳定，我们看好葱油产品发展潜力，有望打开公司成长空间。

#### ➤ 香菇酱为基，上海葱油为翼

仲景食品成立于 2002 年，主营调味配料业务。而后公司利用“西峡香菇”的资源优势，于 2008 年首创香菇酱，并于 2021 年推出上海葱油，在电商渠道迅速放量，带动调味食品发展成为公司的主营业务。截至 2022 年，公司第一、二大单品香菇酱、上海葱油分别实现销售收入 3.24 亿元、0.54 亿元。

#### ➤ 香菇酱有望延续稳健增长态势

2016-2019 年公司香菇酱销售收入由 2.05 亿元增至 2.34 亿元，CAGR 约 5%。特殊时期居家场景增加，2022 年香菇酱单品实现销售收入 3.24 亿元。据艾媒咨询，2023 年公司香菇酱市占率（按销量计）达 53%，公司作为香菇酱品类的开创者，充分利用“西峡香菇”的资源禀赋，落地多项生产核心技术，我们认为公司的香菇酱产品有望延续稳健增长态势。

#### ➤ 上海葱油势能充足，贡献增长弹性

新品上海葱油在抖音的带动下，于电商渠道放量明显，接续香菇酱成为公司的第二成长曲线：(1) 城镇化加速，产品渗透率有望迎来持续提升；(2) 葱油产品错位竞争，传统厂商入局少、竞争格局佳，我们看好上海葱油的产品实力，有望延续高双位数增长。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 11.28/12.72/14.16 亿元，同比增速分别为+13.45%/12.78%/11.29%，归母净利润为 1.89/2.19/2.52 亿元，同比增速分别为+9.52%/15.81%/15.10%，三年 CAGR 为 13.44%，EPS 分别为 1.29/1.50/1.72 元/股。鉴于公司第二成长曲线上海葱油产品有望持续放量，综合绝对估值法和相对估值法，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险、大单品增长不达预期的风险、原料价格上涨风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	882	994	1128	1272	1416
增长率(%)	9.35%	12.77%	13.45%	12.78%	11.29%
EBITDA(百万元)	169	221	277	330	380
归母净利润(百万元)	126	172	189	219	252
增长率(%)	6.27%	36.72%	9.52%	15.81%	15.10%
EPS(元/股)	0.86	1.18	1.29	1.50	1.72
市盈率(P/E)	40.4	29.5	27.0	23.3	20.2
市净率(P/B)	3.2	3.0	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	17.9	15.7	16.3	13.6	11.7

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 12 日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

仲景食品利用“西峡香菇”的资源优势，首创香菇酱品类，如今香菇酱已成长为公司的经典单品，2023 年市占率（按销量计）为 53%；而后公司积极推新，第二成长曲线上海葱油在电商渠道迎来快速放量，2023 年市占率（按销量计）高达 70.1%，打开公司未来成长空间。本文从产品及渠道两个维度剖析仲景食品的内生增长动能，香菇酱龙头，谱葱油新篇。

### 核心假设

- **收入预测：**仲景食品研发优势及产品力突出，第二成长曲线产品上海葱油于 2021 年上市，在电商渠道放量明显，2022 年即实现销售收入 0.54 亿，我们看好葱油产品的发展潜力，预计 2024-2026 年公司营收同比增速分别为 +13.45%/12.78%/11.29%，其中调味食品营收同比增速分别为 +18%/18%/15%，调味配料营收同比增速分别为 7.5%/5.5%/5.5%。
- **业绩预测：**随着高毛利的葱油产品占比提升、新品放量规模效应显现，公司毛利率有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 42.00%/42.12%/42.45%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 11.28/12.72/14.16 亿元，同比增速分别为 +13.45%/12.78%/11.29%，2024-2026 年归母净利润为 1.89/2.19/2.52 亿元，同比增速分别为 +9.52%/15.81%/15.10%，三年 CAGR 为 13.44%，EPS 分别为 1.29/1.50/1.72 元/股。鉴于公司第二成长曲线上海葱油产品有望持续放量，综合绝对估值法和相对估值法，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- 短期，葱油产品持续放量，有望接续香菇酱，带动公司营收持续增长。
- 中长期，看好公司研发及产品力，有望开创新品类、培育大单品，赋能中长期发展。

## 正文目录

1. 香菇酱为基，上海葱油为翼 .....	6
1.1 缘起调味配料，功于调味食品 .....	6
1.2 股权集中，结构稳定 .....	9
1.3 香菇酱为基，上海葱油为翼 .....	10
2. 香菇酱增长稳健，上海葱油潜力较大 .....	12
2.1 先发优势+资源优势+技术优势，香菇酱有望延续稳健增长 .....	12
2.2 城镇化率提升+错位竞争，上海葱油增长势能充足 .....	14
3. 线上+线下共振，打开成长空间 .....	16
3.1 加密渠道+开拓餐饮+优化费效+智网改造，线下渠道发展空间充足 .....	16
3.2 到店到家+货架电商+兴趣电商，线上势能有望延续 .....	18
4. 盈利预测、估值与投资建议 .....	20
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 估值与投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 仲景食品发展历史 .....	7
图表 2: 仲景食品的重点产品 .....	8
图表 3: 仲景产品销售渠道及客户类型 .....	8
图表 4: 仲景食品股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日） .....	9
图表 5: 仲景食品管理层背景（持股数截至 2024 年半年报） .....	9
图表 6: 收入稳健增长，利润企稳提速（营业收入及归母净利润见左轴，单位：亿；增长率见右轴） .....	10
图表 7: 2020 年开始调味食品收入占比持续提升 .....	11
图表 8: 2016-2023 年公司费用持续优化 .....	11
图表 9: 盈利水平企稳回升 .....	11
图表 10: 我国调味酱行业区域化特征显著 .....	12
图表 11: 仲景香菇酱与竞品相比，口味多样、价格适中 .....	13
图表 12: 仲景香菇酱具备先发优势、资源优势、技术优势 .....	14
图表 13: 仲景葱油产品 .....	15
图表 14: 我国城镇化率持续提升 .....	15
图表 15: 江浙沪城镇化率领先于全国整体 .....	15
图表 16: 葱油品类行业竞争格局较好 .....	16
图表 17: 仲景食品研发投入处行业第一梯队（%） .....	16
图表 18: 仲景食品线下渠道的几大措施 .....	17
图表 19: 公司经销商数量稳步提升（单位：家） .....	17
图表 20: 经销商数量较龙头而言存在差距（单位：家） .....	18
图表 21: 经销商单位创收提升空间大（单位：万元/家） .....	18
图表 22: 线上渠道公司坚持“到店到家特色服务+货架电商+兴趣电商”相结合的方式 .....	19

图表 23:	电商渠道收入占比迅速提升.....	19
图表 24:	电商平台收入增速领先.....	19
图表 25:	仲景电商平台收入占比领先于行业.....	20
图表 26:	仲景电商平台收入增速领先于行业.....	20
图表 27:	公司营收测算汇总（亿元）.....	20
图表 28:	可比公司估值一致预测.....	21
图表 29:	FCFF 法参数假设.....	22
图表 30:	FCFF 法估值表.....	22
图表 31:	FCFF 敏感性测试.....	23

## 1. 香菇酱为基，上海葱油为翼

### 1.1 缘起调味配料，功于调味食品

仲景食品成立于2002年，前身为南阳张仲景植物萃取有限责任公司。前期公司以花椒等调味配料业务为主，2006年花椒120产品上市，积极开拓B端市场。2008年公司利用“西峡香菇”的资源优势，率先开创了一个独具特色的调味食品品类，即香菇酱系列。2018年劲道牛肉酱上市，终端表现亮眼，2019年牛肉酱收入占比一度攀升至48.25%。2020年公司于深交所上市，2021年推出上海葱油产品，随之通过抖音短视频大火，成长为公司的第二成长曲线。截至2022年，公司大单品香菇酱、上海葱油分别实现销售收入3.24亿元、0.54亿元。

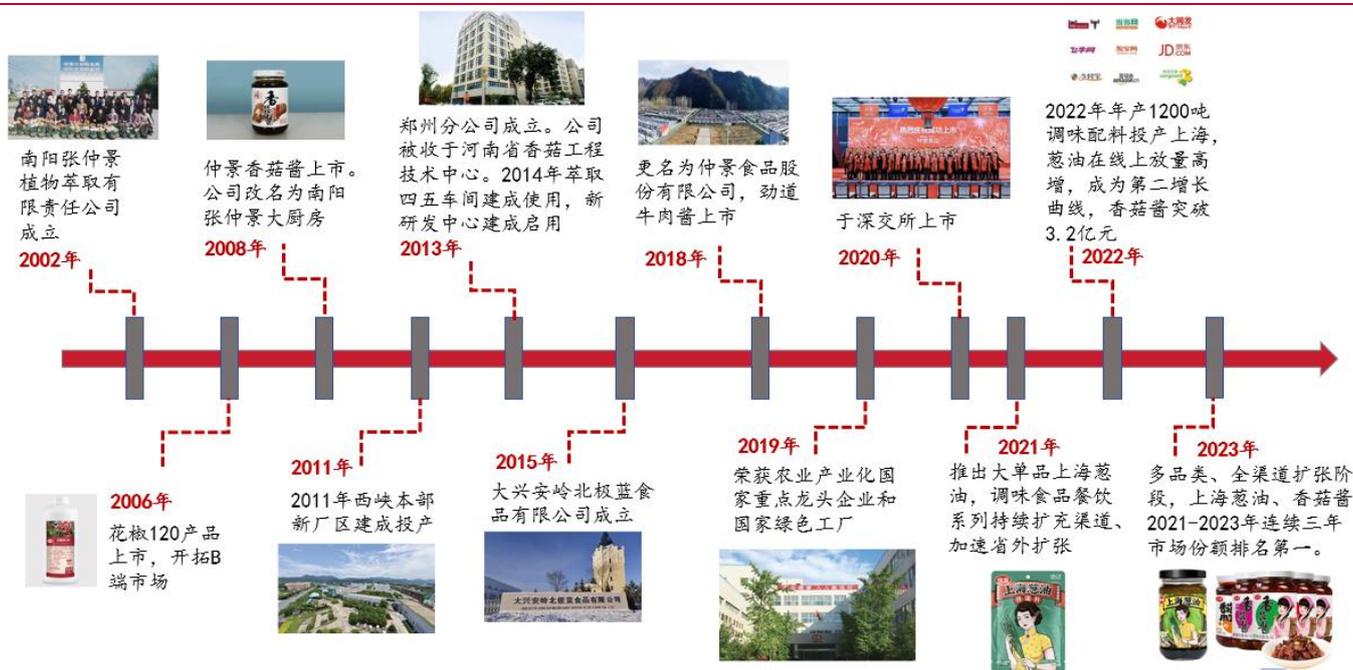
公司的发展历史大致可分为三个阶段：2002-2007年起家于调味配料、拓展B端市场；2008-2020年经典单品香菇酱面市，同期公司完成A股上市；2021年-至今上海葱油上市，积极培育第二成长曲线：

**2002-2007年：精耕配料，发力B端。**该阶段公司精耕调味配料产品，顺应川味全国化的趋势，应用超临界CO<sub>2</sub>萃取等技术，成功开发出了花椒系列产品。

**2008-2020年：经典单品面市，完成A股上市。**2008年公司的经典大单品香菇酱面市，特殊时期家庭消费的蓬勃发展带来了新的机遇，公司陆续推出劲道牛肉酱等新品，并于2020年完成深交所上市。

**2021年-至今：谱葱油新篇，打造第二成长曲线。**2021年上海葱油面市，在抖音的带动下，于电商渠道放量明显，接续香菇酱成为公司的主力大单品。该阶段公司加快线上渠道布局、重视短视频营销，虽新品推广期费用上涨致短期业绩有所承压，但随着新品迅速放量、规模效应逐步显现，公司经营端已步入上行周期。

图表1：仲景食品发展历史



资料来源：招股说明书，公司官网，公司公告，国联证券研究所

仲景食品目前主营调味食品及调味配料两大业务。调味食品包括香菇酱、上海葱油、贵州辣子鸡及劲道牛肉酱等单品，以商超渠道售卖为主，面向家庭消费以及学校、工作佐餐；调味配料则包括花椒、辣椒、姜及孜然系列，产品多以直销为主，面向工业渠道客户，即食品生产企业，性价比突出。

**图表2：仲景食品的重点产品**

品类	产品	规格 (g)	图片	配料	适用场景	零售价 (元)	单价 (元/Kg)	
调味食品 (2023年 收入占比 56%)	商超产品	仲景香菇酱	230		一级大豆油, 香菇, 豆豉, 郫县豆瓣酱等	居家常备、 学校佐餐、 工作便当	15.9	69.13
		仲景上海葱油	230		小葱 (26%), 酿连酱, 蚝油等		15.9	69.13
		仲景贵州辣子鸡	230		香菇, 带骨鸡腿肉 (24%) 等		19.9	86.52
		仲景成都红油	220		辣椒, 香辛料等		15.9	72.27
		劲道牛肉酱	230		牛肉 (18%), 香菇, 豆豉等		19.9	86.52
		仲景香菇鸡丁	230		香菇, 带骨鸡腿肉 (24%), 豆豉等		19.9	86.52
	餐饮产品	仲景香菇酱	1000		一级大豆油, 香菇, 豆豉, 郫县豆瓣酱等	餐饮、团餐	32.9	32.90
		劲道牛肉酱	1000		牛肉 (18%), 香菇, 豆豉等		49.9	49.90
		鲜椒酱	1000		鲜红辣椒 (≥40%)、黄豆酱等		29.9	29.90
	佳节礼盒	仲景香菇酱礼盒	-		香菇酱230g*6 (原味3瓶+香辣3瓶)	送礼场景	88.8	-
		好日子礼盒	-		香菇酱2瓶+上海葱油1瓶+成都红油1瓶+上海红烧汁1瓶+上海葱油白灼汁1瓶		99	-
	调味配料 (2023年 收入占比 44%)	餐饮产品	花椒、姜、辣椒、孜然系列等			食品生产企业 (直销为主)	-	-

资料来源：京东官方旗舰店，国联证券研究所

调味食品的销售采取经销+直销相结合的方式，调味配料则面向B端，以直销为主：①公司的第一大单品香菇酱自线下零售渠道起家，在华中、华东等地区市场基础较好；②第二成长曲线上海葱油由抖音视频大火，电商已逐步发展为其优势渠道，2022年电商渠道占上海葱油收入比重达65.39%。③调味配料产品则以直销为主，通过工业渠道销售至食品生产客户。

**图表3：仲景产品销售渠道及客户类型**

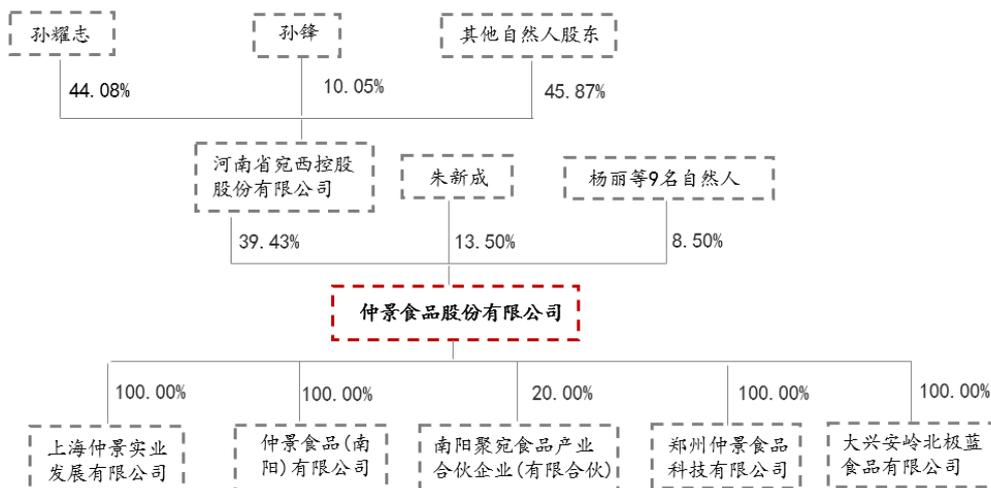
产品	图片	优势地区	优势渠道	销售方式	主要客户
调味食品	香菇酱系列	华中、华东	零售渠道为主， 电商渠道增速快	经销+直销	线上、线下 零售客户
	上海葱油系列	华东	线上销售为主	电商为优 势渠道	
调味食品	大包装中央 厨房调味食品	-	餐饮渠道为主	经销+直销	连锁餐饮 品牌
调味配料	调味配料产品	-	工业渠道	直销为主	食品生产企 业 (食品加 工)

资料来源：京东旗舰店，公司官网，招股说明书，国联证券研究所

## 1.2 股权集中，结构稳定

仲景食品股权集中，结构稳定。截至 2024 年三季报，公司前十大股东合计持有公司总股本的 62.97%。其中，第一大股东为河南宛西控股，持股 5756.78 万股，占比 39.43%；前十大股东结构基本保持长期稳定。

图表4：仲景食品股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司多位高管曾任职于中药企，行业经验丰富，技术优势突出。以董事长孙锋为代表的多位高管曾任职于中药企，在研发、管理及销售部门担任重要职位，从业多年，经验丰富，在植物萃取相关产品的研发方面技术优势突出。

图表5：仲景食品管理层背景（持股数截至 2024 年半年报）

姓名	年龄	职务	期末持股数	相关履历
孙锋	48	董事长	1,095,000	曾获南阳市“五一劳动奖章”、河南省劳动模范、河南省优秀企业家、河南省杰出民营企业家等荣誉。2006年1月至2017年9月历任宛西制药总经理助理、宛西制药董事、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2023年6月任宛西控股董事，2023年6月至今任宛西控股董事长、总经理；2021年11月至今任河南省张仲景医药控股董事长、总经理；2023年6月至今任公司董事长。
朱新成	61	副董事长、总经理	19,710,000	执业药师、主任中药师，曾被聘任为国家计委高技术产业化重大专项 2000 年度项目评选组专家、南阳理工学院兼职教授。1982 年至今历任宛西制药厂长助理、副总经理、总经理、现任公司副董事长、总经理。
李明黎	55	董事	1,095,000	2001 年 8 月至 2017 年 9 月任宛西制药董事、常务副总经理；2017 年 11 月至今任宛西制药副董事长、常务副总经理；2014 年 6 月至今任宛西控股董事。
刘红玉	52	董事	618,268	1992 年 9 月至今任宛西制药车间技术员、前处理车间主任、副总经理、董事。2021 年 11 月至今任河南省张仲景医药控股董事；2023 年 6 月至今任公司董事。

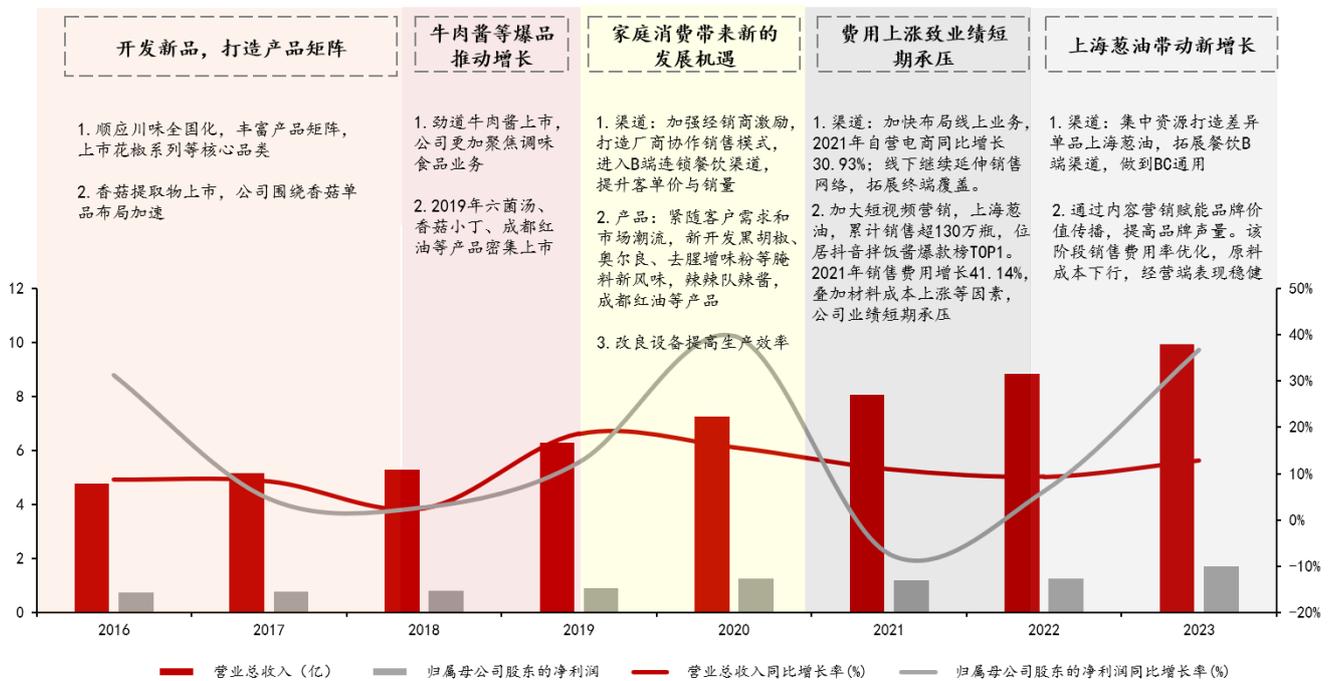
杨丽	48	董事	2,190,000	中级会计师。1996年9月至2003年5月任宛西制药财务部出纳；2002年9月至任公司财务部经理、公司董事、财务总监、董事会秘书、副总经理；2023年6月至今任公司董事。
贾雨明	48	董事	730,000	2002年至今，历任仲景食品股份有限公司研发项目经理、车间副主任、研发部副经理、车间主任、销售部副经理、食品配料事业部销售与客户服务总监、配料营销事业部总经理；2014年6月至2016年7月任公司董事；2016年8月至2020年6月任公司董事、总经理助理，2020年6月至今任公司董事、副总经理。

资料来源：公司公告（备注：2024年三季报董事持股变动未予披露，故更新至2024年半年报），国联证券研究所

### 1.3 香菇酱为基，上海葱油为翼

**收入稳健增长，利润企稳提速。**得益于新品打造及渠道拓展，2016-2023年仲景食品营业收入由4.77亿元增至9.94亿元，CAGR达11.07%。随着线上投放加大、原材料价格上涨及人员成本增加，2021年公司业绩短暂承压，但2022年开始费用优化、葱油放量带动规模效应逐步显现，叠加成本压力趋缓，公司利润提速明确，2016-2020年/2021-2023年公司归母净利润CAGR分别为13.92%/20.22%。

图表6：收入稳健增长，利润企稳提速（营业收入及归母净利润见左轴，单位：亿；增长率见右轴）



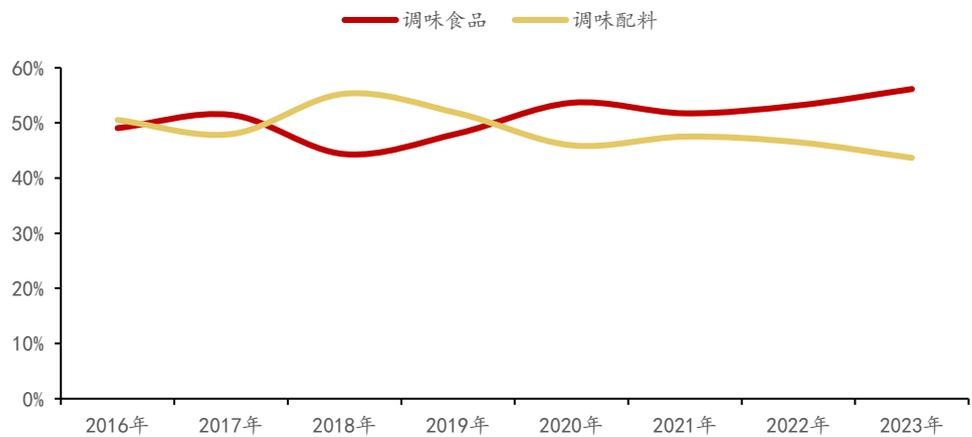
资料来源：公司年报，招股说明书，国联证券研究所

拆分收入结构，调味食品增速亮眼、收入占比持续提升，2020年开始超越调味

**配料成为公司主营业务。**受上海葱油等单品拉动，调味食品增速提升，截至 2023 年年报，调味食品、调味配料业务收入同比增速分别为 19%、6%，收入占比分别达 56%、44%。

**落地到产品，香菇酱为公司的传统大单品，上海葱油成功打造新的成长极。**2022 年香菇酱产品实现销售收入 3.24 亿；上海葱油于 2021 年上市后，在电商渠道迅速放量，2022 年实现销售收入 0.54 亿元，成长为公司的第二大单品。

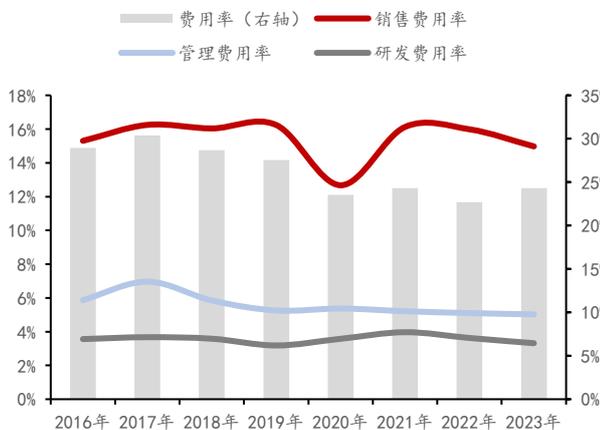
图表7：2020 年开始调味食品收入占比持续提升



资料来源：公司公告（备注：2023 年年报未披露相关数据），国联证券研究所

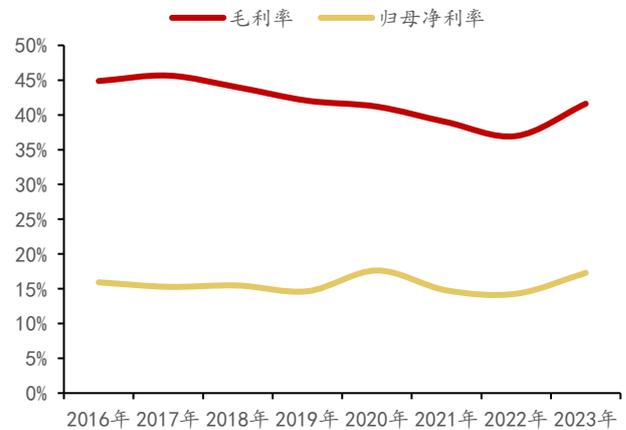
**费用进一步优化，盈利水平企稳回升。**公司重视费用优化，2023 年销售/管理/研发费用率分别为 14.97%/5.03%/3.32%，同比-1.01/-0.08/-0.31pct，同期毛利率及归母净利率分别为 41.61%/17.29%，同比+4.65/3.00pct。

图表8：2016-2023 年公司费用持续优化



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表9：盈利水平企稳回升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 2. 香菇酱增长稳健，上海葱油潜力较大

### 2.1 先发优势+资源优势+技术优势，香菇酱有望延续稳健增长

我国调味酱行业增长稳健，区域化特征显著。根据智研咨询数据，我国调味酱市场规模逐年攀升，2022年市场规模达到868.68亿元，同比增长4.96%。由于各地口味有所差异，我国调味酱区域化特征显著：华中地区以剁椒酱（湖南、湖北）、香菇酱（河南）、豆豉酱为主；华南以广式叉烧酱、海鲜酱、XO酱以及沙茶酱为主；西南较为流行贵州油辣椒、风味豆豉、四川香辣酱、豆瓣酱等；华北地区黄豆酱、甜面酱及芝麻酱较为主流。

图表10：我国调味酱行业区域化特征显著

地区	调味酱特征
东北地区	熟豆酱
华北地区	黄豆酱、甜面酱、芝麻酱
华东地区	豆瓣酱、海鲜酱、沙茶酱
华中地区	剁椒酱、香菇酱、豆豉酱等
华南地区	广式叉烧酱、海鲜酱、XO酱、沙茶酱
西南地区	贵州油辣椒、风味豆豉酱、四川香辣酱、豆瓣酱等

资料来源：智研咨询，国联证券研究所

仲景食品利用“西峡香菇”资源优势，于2008年首创香菇酱系列产品，近年来受益于消费者居家场景增加，产品渗透率明显提升。香菇酱为公司的传统大单品，2016-2019年销售收入由2.05亿元增至2.34亿元，CAGR约5%。特殊时期居家场景增加，2022年香菇酱产品实现销售收入3.24亿元。据艾媒咨询数据，2023年公司香菇酱产品销量占香菇酱行业整体的53%，龙头地位稳固。

仲景香菇酱优势地区为华东、华中及华北，产品口味多样、价格适中。仲景香菇酱较竞品而言，口味更为多样，包含原味、麻辣、香辣、奥尔良等多种风味，适用场景丰富，且不同规格产品的售价基本处10-20元区间，单价适中。

**图表11：仲景香菇酱与竞品相比，口味多样、价格适中**

	图片	口味	优势地区	单价 (元/500g)	特色
仲景香菇酱		原味/香辣/麻辣/奥尔良	华东、华中、华北	34.57	口味多样，适用场景丰富
海天招牌香菇酱		微微辣		18.28	素菜提鲜，0防腐剂，微微辣，儿童可食用
海天有机香菇酱		微微辣	全国	44.75	0防腐剂，0甜味剂，甜鲜爽口，嚼劲十足
海天香菇牛肉酱		香辣味		33.75	大颗牛肉颗粒饱满，辣椒鲜香
厨邦香菇拌面酱		香辣味	华南	31.70	香菇含量≥10%，地道广式香辣风味，鲜咸适中，酱香浓郁
六必居香菇牛肉酱		咸味	华北	41.69	中华老字号，老北京风味
吉香居香菇酱		香辣味	沿海沿江 二线城市	26.88	川式风味，性价比高
吉香居暴下饭香菇竹笋牛肉酱		甜辣味		32.25	

资料来源：京东旗舰店，京东自营店，国联证券研究所

仲景香菇酱具备先发优势、资源优势及技术优势，我们看好该产品的潜力，有望**延续稳健增长态势**。公司作为香菇酱品类的开创者，充分利用“西峡香菇”的资源禀赋，落地多项生产核心技术，包括生物酶解、控温控湿发酵以及线性精准温控炒制等，能够精准把控生产各阶段“火候”对产品风味的影响，研制确定了特定的原辅料及组合，兼具健康及美味的特点、呈现至上的产品风味及成品质量。

受口味的地域性限制，调味酱单品天花板现象明显：老干妈作为细分品类的超级大单品，2022年收入规模逾50亿；海天黄豆酱的收入规模在10-15亿区间，而仲景香菇酱作为品类开创者，2022年实现销售收入3.24亿元。香菇酱口味普适，公司具备先发优势、资源优势及技术优势，我们认为未来有望延续稳健增长。

图表12：仲景香菇酱具备先发优势、资源优势、技术优势

<b>先发优势</b>	①国内首创香菇酱品类：仲景食品是国内香菇酱品类的开创者，部分产品已出口到美国、英国等国家。仲景香菇酱不仅在国内市场上受到认可，还被视为继老干妈之后的又一现象级佐餐食品品牌新贵。
<b>资源优势</b>	②拥有“西峡香菇”的资源优势：公司所在地河南省西峡县为“中国香菇之乡”、“全国食用菌行业十大主产基地县”等称号，“西峡香菇”被国家质量监督检验检疫总局认定为“国家地理标志产品、生态原产地产品保护产品”，当地的香菇是公司优质原材料的重要保障。
<b>技术优势</b>	③拥有多项核心技术，包括生物酶解、控温控湿发酵、线性精准温控炒制等： 1. 炒制技术水平高，选用超导电磁加热炒酱设备，深入研究各阶段“火候”及其变化对产品质量风味的影响；2. 确定了调味酱最佳风味所需要的原辅料及其组合 3. 领先的香菇柄超微粉碎与生物酶解技术，能够生产出风味独特、品质优良的调味酱产品。

资料来源：招股说明书，公司年报，国联证券研究所

## 2.2 城镇化率提升+错位竞争，上海葱油增长势能充足

我国调味油市场分散，期待拥有产品实力及品牌势能的优质厂商脱颖而出。调味油类型丰富，既包括传统品类如芝麻油、橄榄油等，又涵盖辣椒油、花椒油、藤椒油、葱油等新兴复合品类。据油讯网及中国调味品协会调味油专业委员会数据，目前我国调味油市场规模预估超过 350 亿元，传统麻系花椒油市场规模较大，达 150 亿元左右，藤椒油增速较快。而今我国调味油市场主流厂商入局较少，期待拥有产品实力及品牌势能的优秀企业脱颖而出。

2021 年仲景食品推出新品上海葱油，在抖音的带动下，于电商渠道放量明显，接续香菇酱成为公司的第二成长曲线。仲景上海葱油分为罐装、袋装两种规格，定价与香菇酱接近，适用拌面等场景。我们认为上海葱油产品同样具备先发优势，且产品优质（小葱含量 22%-26%，较竞品更高）、口味丰富多元，品牌及渠道基础佳。

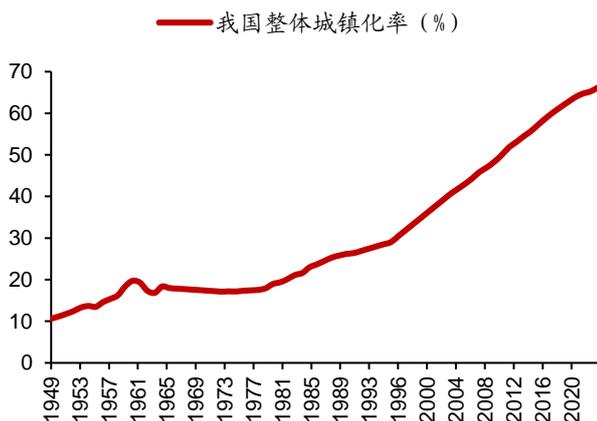
图表13: 仲景葱油产品

葱油酱品牌	图片	口味	配料	主要渠道	优势
仲景上海葱油		原味	小葱 (26%)，酿造酱油等	线上渠道销售，2022年电商渠道占上海葱油收入比重达65.39%	①小葱含量高(友商小葱含量约15%) ②口味更为丰富多元，适用地区广 ③先发优势及品牌优势明显
		麻酱味	小葱 (22%)，芝麻花生酱等		
		藤椒味	小葱 (26%)，藤椒(0.35%)等		

资料来源: 京东旗舰店, 京东自营店, 国联证券研究所整理

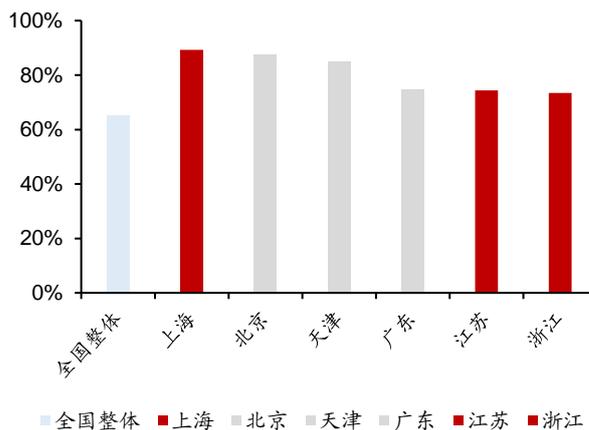
**看点一: “上海葱油”产品有望受益于华东区域城镇化, 渗透率迎来持续提升。**据国家统计局数据, 我国整体城镇化率持续攀升, 2023 年达 66.16%, 在城镇化率前六甲城市中, 江浙沪占比高达一半, 其中上海市城镇化率排名第一, 高达 89.30%。随着华东城镇化加速, 家庭端“懒人经济”的发展, 以及便利店如 7-11 等渠道的开拓, 我们认为仲景标准化、便捷化、健康化的上海葱油产品有望立足华东, 外延内拓, 进一步提升其市场渗透率。

图表14: 我国城镇化率持续提升



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表15: 江浙沪城镇化率先于全国整体



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

**看点二: 葱油产品错位竞争, 传统厂商入局少, 我们看好公司的产品实力, 有望借助电商渠道快速放量, 延续高双位数增长。**仲景的第一、第二大单品均非调味品传统大类, 与传统厂商错位竞争: 目前传统厂商中, 仅海天及欣和在国葱油市场有所布局, 竞争格局相对分散。据艾媒咨询数据, 2023 年仲景上海葱油的销量占行业整

体的 70.1%，市占率断层领先。

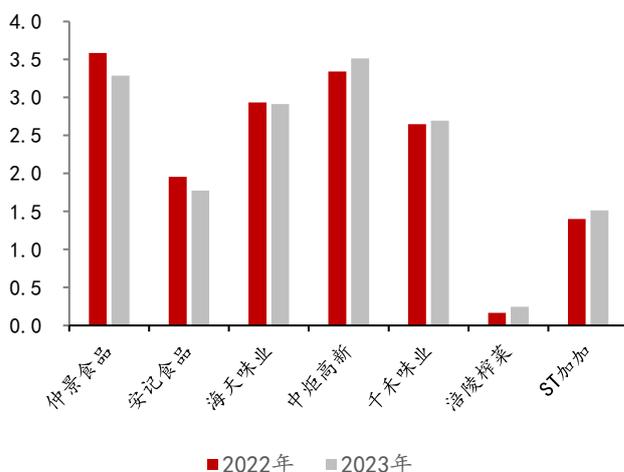
我们认为公司两大单品的成功绝非偶然，而是长期精耕研发的必然结果。2022/2023 年公司研发费用率分别为 3.59%/3.29%，研发投入处行业中上游水平。展望未来，在研发背书、渠道赋能之下，我们看好仲景上海葱油产品未来的发展空间，有望延续双位数高增态势。

图表16：葱油品类行业竞争格局较好

	海天	厨邦	千禾	李锦记	加加	欣和	仲景
酱油							×
香菇酱			×	×	×		
葱油		×	×	×	×		

资料来源：公司年报，京东自营店，京东旗舰店，国联证券研究所

图表17：仲景食品研发投入处行业第一梯队（%）



资料来源：公司年报，国联证券研究所

### 3. 线上+线下共振，打开成长空间

#### 3.1 加密渠道+开拓餐饮+优化费效+智网改造，线下渠道发展空间充足

针对线下渠道，公司采取四大措施：加密渠道、开拓餐饮、优化费效、智网改造。

- ①加密渠道：一方面，在优势市场如河南、山东等地，公司积极推进渠道的下沉，基地市场部分区域已下沉至县城、乡镇级，重视终端网点加密工作；另一方面加强鄂、浙、赣、湘、川、渝等新兴市场的招商布局，逐步建立销售办事处统筹工作。
- ②开拓餐饮：2023年6月公司成立餐饮和特殊渠道发展部，加速餐饮及团餐渠道覆盖，使用大规格或定制款产品，从河南开始开拓以学校团餐、宴会酒店等为代表的餐饮市场。
- ③优化费效：其一，从费用上给予经销商更多的支持，加强经销商激励、完善薪酬体系。其二，开发品鉴、礼赠等差异化场景，使产品和消费场景形成强关联，促进产品

自然动销。④智网改造：2023 年公司创建“仲景智网”，初步形成 500 余人使用、覆盖 5 万销售门店的纪实工具，推进线下渠道数字化管理。

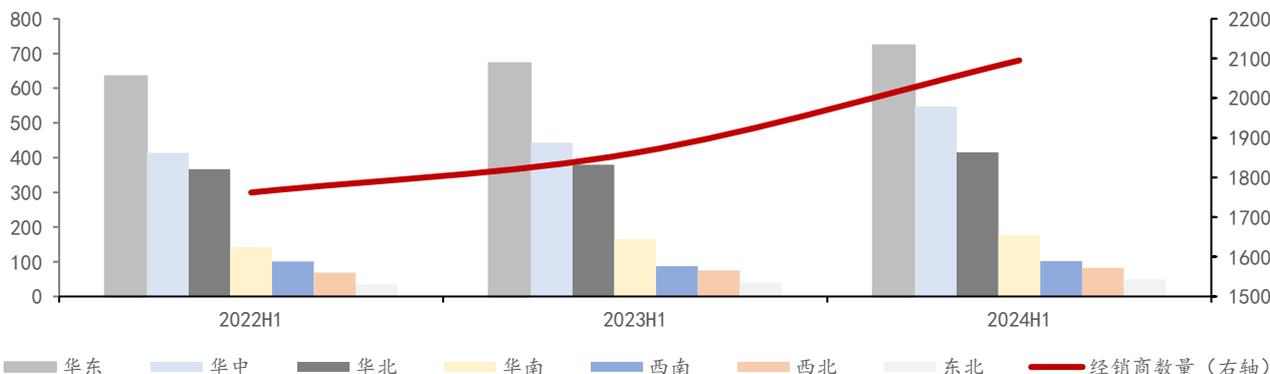
图表 18：仲景食品线下渠道的几大措施



资料来源：招股说明书，公司年报，国联证券研究所

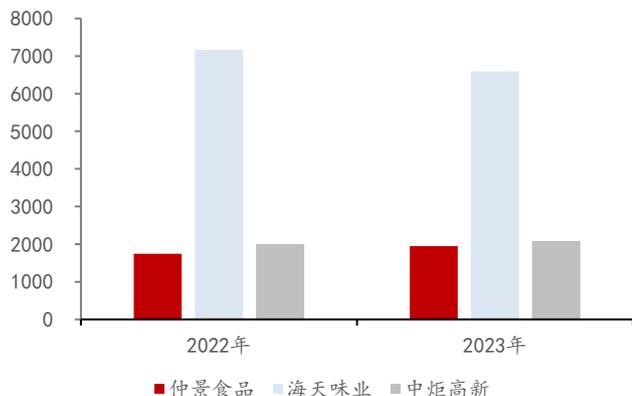
经销商加速扩张，但对比同行，数量及质量提升仍有空间。2024H1 公司经销商扩张进一步提速，同比增加 233 家至 2095 家。但对比同行，以 2023 年为例，经销商数量仅为调味品海天的三成左右；同期单位经销商创收为 50.96 万元/家，为海天的 14%、中炬的 21%。随着渠道激励加码、薪酬体系优化，我们看好公司线下渠道下沉及拓新计划，同时看好以团餐为代表的餐饮特通渠道布局，有望打开新的成长空间。

图表 19：公司经销商数量稳步提升（单位：家）



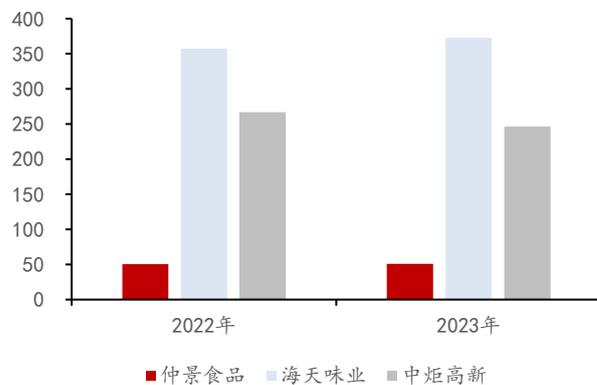
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表20：经销商数量较龙头而言存在差距（单位：家）



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表21：经销商单位创收提升空间大（单位：万元/家）



资料来源：公司年报，国联证券研究所

### 3.2 到店到家+货架电商+兴趣电商，线上势能有望延续

公司坚持“到店到家特色服务+货架电商+兴趣电商”相结合的方式，积极拓展线上渠道：①到店到家特色服务：公司于线上渠道直接对接叮咚买菜、美团优选等平台，经销商不需做营销，仅做配送。②货架电商/传统电商平台：公司采取自营店铺+授权店铺相结合的模式，将线上旗舰店打造为产品形象的标杆，天猫、京东、拼多多品牌旗舰店承担新品推广、品牌宣传的复合职能，同时公司授权线上经销商，加大铺货。③布局兴趣电商、新零售渠道：仲景以抖音小店、快手小店、微信商城为翼，利用网红直播、短视频、社交营销等手段，实现品牌宣传和产品销售。④由于仲景以调味配料起家，B端业务基础佳，公司积极布局以餐饮采买为主的美菜网、快驴、莲菜平台等，加速B端业务发展。

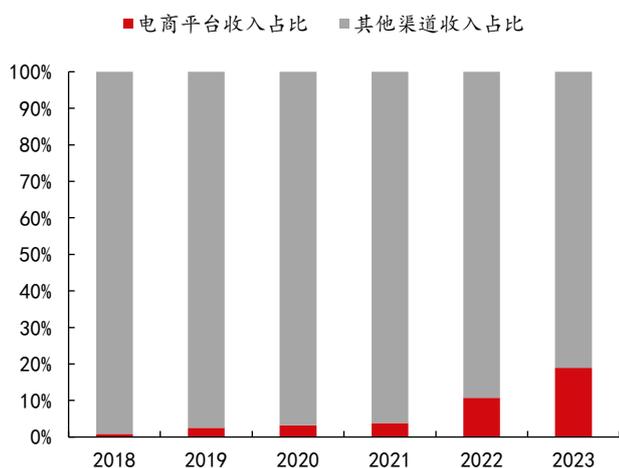
图表22：线上渠道公司坚持“到店到家特色服务+货架电商+兴趣电商”相结合的方式



资料来源：招股说明书，公司年报，国联证券研究所

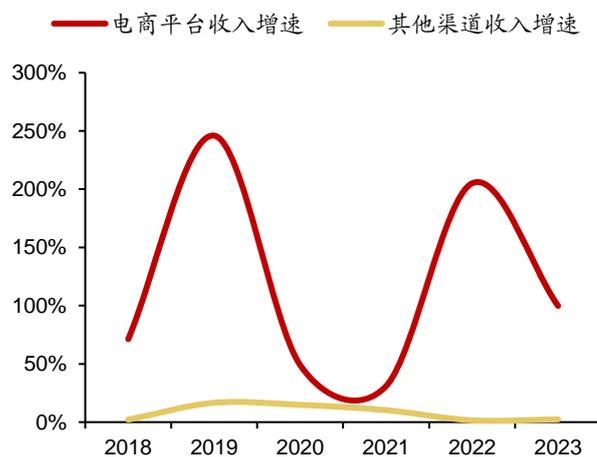
受上海葱油等新品拉动，电商平台收入占比加速提升。2021 年上海葱油产品上市，在电商渠道迅速放量，带动电商平台收入（全品类）提升至 1.89 亿，同比接近翻番；收入占比增至 18.98%，同比提升 8.27pct。

图表23：电商渠道收入占比迅速提升



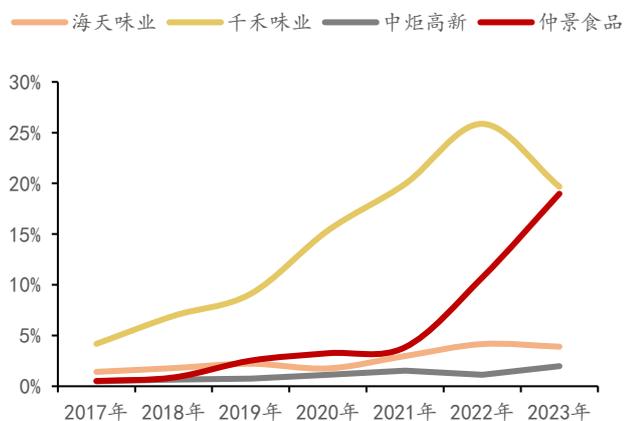
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表24：电商平台收入增速领先

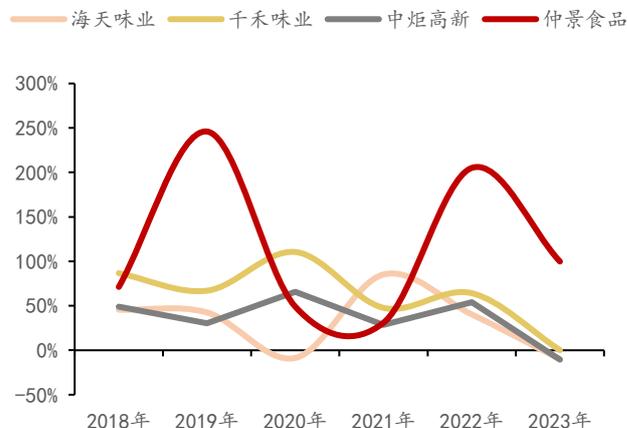


资料来源：公司年报，国联证券研究所

横向对比，仲景线上渠道增势强劲。2021-2023 年公司电商平台收入 CAGR 高达 146.85%，2023 年电商平台收入增速达 99.78%，领先于行业，同年海天、中炬、千禾线上收入增速分别为-10%、-11%、0.15%。随着“到店到家特色服务+货架电商+兴趣电商”三渠道共振，我们认为公司线上的高增势头有望延续。

**图表25：仲景电商平台收入占比领先于行业**


资料来源：公司年报，国联证券研究所

**图表26：仲景电商平台收入增速领先于行业**


资料来源：公司年报，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

**收入预测：**仲景食品研发优势及产品力突出：第一大单品香菇酱先发优势、资源优势及技术优势明确，增长空间充足；第二成长曲线产品上海葱油于 2021 年上市，在电商渠道放量明显，2022 年实现销售 0.5 亿左右，我们认为随着城镇化加速、错位竞争的葱油产品潜力较大。我们看好公司未来发展，预计 2024-2026 年公司营收同比增速分别为 +13.45%/12.78%/11.29%，其中调味食品营收同比增速分别为 +18%/18%/15%，调味配料营收同比增速分别为 7.5%/5.5%/5.5%。

**业绩预测：**随着高毛利的葱油产品占比提升、新品放量规模效应显现，公司毛利率有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 42.00%/42.12%/42.45%。2024-2026 年归母净利润为 1.89/2.19/2.52 亿元，同比增速分别为 +9.52%/15.81%/15.10%，三年 CAGR 为 13.44%。

**图表27：公司营收测算汇总（亿元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	8.82	9.94	11.28	12.72	14.16
yoy	9.35%	12.77%	13.45%	12.78%	11.29%
毛利率	36.96%	41.61%	42.00%	42.12%	42.45%
调味食品					

收入	4.69	5.58	6.58	7.77	8.94
YOY	12%	19%	18%	18%	15%
<b>调味配料</b>					
收入	4.10	4.34	4.67	4.92	5.19
YOY	7.1%	5.9%	7.5%	5.50%	5.50%
<b>其他业务</b>					
收入	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
YOY	-50%	0%	0	0	0

资料来源：iFind、公司公告、国联证券研究所

## 4.2 估值与投资建议

**相对估值：**我们预测 2024-2026 年公司营业收入分别为 11.28/12.72/14.16 亿元，同比增速分别为 +13.45%/12.78%/11.29%，2024-2026 年归母净利润为 1.89/2.19/2.52 亿元，同比增速分别为 +9.52%/15.81%/15.10%，三年 CAGR 为 13.44%。

我们选取与公司经营模式相近的海天味业、中炬高新、千禾味业及涪陵榨菜作为可比公司，2025 年平均 PE 约为 25.02 倍。鉴于公司葱油产品持续放量、香菇酱先发优势较强，我们给予公司 2025 年 PE 目标值 28 倍。

图表28：可比公司估值一致预测

可比公司	市值 (亿元)	股价	EPS			PE (X)		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026
海天味业	2,607.92	46.90	1.12	1.24	1.38	41.76	37.68	33.99
中炬高新	185.94	23.74	0.97	1.19	1.43	24.44	20.01	16.57
千禾味业	138.74	13.50	0.51	0.58	0.66	26.56	23.18	20.39
涪陵榨菜	178.74	15.49	0.74	0.81	0.87	20.80	19.23	17.81
平均值						28.39	25.02	22.19
仲景食品	50.90	34.86	1.32	1.52	1.73	26.47	22.93	20.18

资料来源：iFind、国联证券研究所。注：股价为 2024 年 11 月 12 日收盘价，EPS 为 iFind 一致预测

**绝对估值：**我们采用 FCFF 法对公司股权价值进行估算：第二成长曲线上海葱油先发优势强、行业竞争格局稳定，有望在线上渠道持续放量，因此假设第二阶段增长率为 9.50%，永续增长率为 1.50%，无风险收益率参考十年期国债利率，市场预期回报

率参考上证指数年涨幅和股息率,预计分别为 2.09%、7.00%,债务资本比重为 1.06%,得到公司每股价值 40.61 元。

**图表29: FCFF 法参数假设**

假设	数值
公司 $\beta$ 系数 (标的为上证指数)	1.08
无风险收益率 $R_f$ (十年期国债利率)	2.09%
市场预期回报率 $R_m$ (参考上证指数年涨幅和股息率)	7.00%
第二阶段年数 (年)	12
第二阶段增长率	9.50%
永续增长率 (参考近十年我国CPI)	1.50%
有效税率	12.60%
债务资本比重 $W_d$	1.06%
WACC	7.34%

资料来源: iFinD、国联证券研究所

**图表30: FCFF 法估值表**

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	285.79	4.85%
第二阶段	2,144.44	36.42%
第三阶段 (终值)	3,458.17	58.73%
<b>企业价值AEV</b>	<b>5,888.40</b>	
加: 非核心资产	51.56	0.88%
减: 带息债务(账面价值)	10.65	0.18%
减: 少数股东权益	0.00	0.00%
<b>股权价值</b>	<b>5,929.31</b>	100.69%
除: 总股本(股)	146,000,000.00	
<b>每股价值(元)</b>	<b>40.61</b>	

资料来源: iFinD、国联证券研究所

图表31: FCFF 敏感性测试

每股价值 (元)		永续增长率		
		1.36%	1.50%	1.65%
WACC	6.67%	46.20	46.99	47.91
	7.34%	40.04	40.61	41.27
	8.07%	34.74	35.16	35.63

资料来源: iFinD、国联证券研究所

**投资建议:** 绝对估值法测得公司每股价值为 40.61 元, 可比公司 2025 年平均 PE25.02 倍。鉴于公司第二成长曲线上海葱油产品有望持续放量, 综合绝对估值法和相对估值法, 我们给予公司 2025 年 28 倍 PE, 对应公司整体市值 61.32 亿元, 目标价 42.00 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**食品安全风险。**公司产品涉及采购、生产、运输等多个环节, 如若原材料采购或生产出现质量不稳定等问题, 或对公司商誉、销售造成负面影响。

**大单品增长不达预期的风险。**公司较为依赖香菇酱及上海葱油两大单品, 如若产品增长乏力, 或对经营端带来较大负面影响。

**原料价格上涨风险。**如若公司上游原材料价格上涨, 或带来成本端压力, 对公司业绩造成负面影响。

## 财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E			
货币资金	908	732	653	689	753	营业收入	882	994	1128	1272	1416	营业成本	556	581	656	736	815			
应收账款+票据	108	107	123	139	155	税金及附加	7	9	9	10	11	销售费用	141	149	180	197	212			
预付账款	3	5	4	4	5	管理费用	77	83	108	120	132	财务费用	-8	-17	-19	-18	-19			
存货	271	219	294	330	366	资产减值损失	-1	-3	-2	-2	-3	公允价值变动收益	0	0	0	0	0			
其他	11	71	65	66	68	投资净收益	20	6	16	16	16	其他	14	7	8	8	8			
<b>流动资产合计</b>	<b>1301</b>	<b>1132</b>	<b>1139</b>	<b>1230</b>	<b>1347</b>	<b>营业利润</b>	<b>140</b>	<b>200</b>	<b>214</b>	<b>249</b>	<b>286</b>	营业外净收益	3	0	1	1	1			
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>143</b>	<b>200</b>	<b>216</b>	<b>250</b>	<b>288</b>	所得税	17	27	27	31	36			
固定资产	367	455	520	553	581	<b>净利润</b>	<b>126</b>	<b>172</b>	<b>189</b>	<b>219</b>	<b>252</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0			
在建工程	114	189	158	126	95	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>126</b>	<b>172</b>	<b>189</b>	<b>219</b>	<b>252</b>									
无形资产	20	105	121	155	167															
其他非流动资产	18	14	55	40	40															
<b>非流动资产合计</b>	<b>519</b>	<b>763</b>	<b>853</b>	<b>875</b>	<b>883</b>															
<b>资产总计</b>	<b>1820</b>	<b>1895</b>	<b>1992</b>	<b>2104</b>	<b>2230</b>															
短期借款	10	10	10	10	10															
应付账款+票据	122	127	141	159	176															
其他	57	53	60	67	74															
<b>流动负债合计</b>	<b>189</b>	<b>190</b>	<b>211</b>	<b>235</b>	<b>260</b>															
长期带息负债	0	1	1	1	0															
长期应付款	0	0	0	0	0															
其他	26	28	28	28	28															
<b>非流动负债合计</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>															
<b>负债合计</b>	<b>215</b>	<b>218</b>	<b>239</b>	<b>264</b>	<b>288</b>															
少数股东权益	0	0	0	0	0															
股本	100	100	146	146	146															
资本公积	886	886	840	840	840															
留存收益	618	691	767	854	955															
<b>股东权益合计</b>	<b>1605</b>	<b>1677</b>	<b>1753</b>	<b>1841</b>	<b>1942</b>															
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1820</b>	<b>1895</b>	<b>1992</b>	<b>2104</b>	<b>2230</b>															

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	126	172	189	219	252	成长能力					
折旧摊销	34	38	80	98	112	营业收入	9.35%	12.77%	13.45%	12.78%	11.29%
财务费用	-8	-17	-19	-18	-19	EBIT	2.32%	35.25%	8.05%	17.59%	15.68%
存货减少(增加为“-”)	-33	52	-76	-36	-35	EBITDA	5.38%	30.56%	25.73%	18.96%	15.29%
营运资金变动	-26	19	-64	-29	-29	归属于母公司净利润	6.27%	36.72%	9.52%	15.81%	15.10%
其它	28	-38	63	23	22	获利能力					
<b>经营活动现金流</b>	<b>121</b>	<b>226</b>	<b>173</b>	<b>256</b>	<b>302</b>	毛利率	36.88%	41.59%	41.81%	42.12%	42.45%
资本支出	-61	-255	-170	-120	-120	净利率	14.28%	17.33%	16.73%	17.18%	17.76%
长期投资	-1	-1	0	0	0	ROE	7.85%	10.27%	10.77%	11.87%	12.95%
其他	814	-46	13	13	13	ROIC	16.10%	19.82%	17.08%	17.22%	18.87%
<b>投资活动现金流</b>	<b>752</b>	<b>-302</b>	<b>-157</b>	<b>-107</b>	<b>-107</b>	偿债能力					
债权融资	10	1	0	0	0	资产负债率	11.82%	11.51%	12.02%	12.54%	12.92%
股权融资	0	0	46	0	0	流动比率	6.9	6.0	5.4	5.2	5.2
其他	-53	-100	-140	-113	-131	速动比率	5.4	4.7	3.9	3.7	3.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-43</b>	<b>-100</b>	<b>-94</b>	<b>-113</b>	<b>-131</b>	营运能力					
<b>现金净增加额</b>	<b>830</b>	<b>-176</b>	<b>-79</b>	<b>36</b>	<b>64</b>	应收账款周转率	8.4	9.6	9.4	9.4	9.4
						存货周转率	2.1	2.7	2.2	2.2	2.2
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.9	1.2	1.3	1.5	1.7
						每股经营现金流	0.8	1.5	1.2	1.8	2.1
						每股净资产	11.0	11.5	12.0	12.6	13.3
						估值比率					
						市盈率	40.4	29.5	27.0	23.3	20.2
						市净率	3.2	3.0	2.9	2.8	2.6
						EV/EBITDA	17.9	15.7	16.3	13.6	11.7
						EV/EBIT	22.4	18.9	22.9	19.3	16.5

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 11 月 12 日收盘价

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼