

2025 年 03 月 31 日

葱油酱线下拓展，持续重视股东回报

仲景食品(300908)

评级:	买入	股票代码:	300908
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	48.29/21.64
目标价格:		总市值(亿)	41.42
最新收盘价:	28.37	自由流通市值(亿)	35.06
		自由流通股数(百万)	123.58

事件概述

公司 24FY 实现营业收入 10.98 亿元，同比增长+10.40%；实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长+1.81%；实现扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长+1.83%。；其中 24Q4 实现营业收入 2.59 亿元，同比增长-0.36%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比增长-18.77%；实现扣非归母净利润 0.22 亿元，同比增长-33.2%。公司计划派发年度股息 0.8 元/股，结合 24Q3 派发的 0.2 元/股，24FY 累计派发股息 1 元/股，分红比率达 83%。

分析判断:

► 调味食品板块稳健增长，经销渠道发力扩张

分产品来看，24FY 公司调味食品/调味配料/其他业务分别实现营收 6.25/4.62/0.10 亿元，分别同比+12.12%/+6.60%/+250%；其中 24H2 公司调味食品/调味配料/其他业务分别实现营收 3.08/2.47/0.10 亿元，分别同比+6.75%/+1.18%/+250%。调味食品板块稳健增长，我们预计高势能单品葱油酱延续较好增长势头，传统优势产品香菇酱维持稳健增长。

分渠道来看，24FY 公司经销/直销/其他业务收入分别实现营收 4.28/6.60/0.10 亿元，分别同比+0.37%/+16.75%/+250%；其中 24H2 公司经销/直销/其他业务收入分别实现营收 2.03/3.52/0.10 亿元，分别同比+6.06%/+3.15%/+250%。公司 24H2 经销渠道增速环比提升，我们认为得益于开拓经销商力度加大。从经销商数量来看，24 年底公司共有经销商 2207 个，环比 24H1 增加 112 家。

► 成本端有所承压，费用投放加大

成本端来看，公司 24FY/24Q4 毛利率分别为 41.7%/38.4%，分别同比+0.14/-3.21pct。24Q4 成本端有所承压，根据 3 月 28 日投资者关系活动记录表披露，主因小香葱和香菇原料价格上涨影响所致。费用端来看，公司 24FY 销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.4%/4.6%/3.4%/-1.2%，分别同比+1.44/-0.42/+0.16/+0.49pct，其中 24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.0%/5.5%/4.7%/-1.2%，分别同比+1.93/-0.88/-0.22/+0.54pct。公司销售费用率提升较多，主因加大电商渠道投入导致市场推广费增加所致。利润端来看，公司 24FY/24Q4 归母净利润率分别为 16.0%/10.2%，分别同比-1.35/-2.30pct；24FY/24Q4 扣非净利率分别为 15.19%/8.4%，分别同比-1.28/-4.12pct。受制于成本与费用双重压力，公司盈利水平有所承压。

► 目标延续正增，持续重视股东回报

根据公司年报披露，公司 25FY 目标实现主营业务收入连续十三年正增长。从经营节奏来看，公司葱油酱产品处在高势能发展期，根据公司投资者关系活动记录表披露，25 年公司将在线下加强葱油酱产品体验，侧重体验转化，线上优化投放策略，强化精准营销，线上线下协同发展。我们认为葱油酱作为公司优势细分单品，仍有较大发展空间。此外，公司持续提升股东回报水平，24FY 累计派发股息 1 元/股，分红比率达 83%，维持较高水平。

投资建议

参考公司最新财报，我们将公司 25-26 年营收分别为 12.73/14.00 亿元的预测下调至 12.13/13.35 亿元，新增 27 年营收为 14.62 亿元的预测；将公司 25-26 年 EPS 分别为 1.48/1.69 元的预测下调至 1.34/1.48 元，新增 27 年 EPS 为 1.63 元的预测。对应 3 月 28 日收盘价 28.37 元/股，PE 分别为 21/19/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新品推广不及预期、渠道扩张不及预期、原材料成本波动

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	994	1,098	1,213	1,335	1,462
YoY (%)	12.8%	10.4%	10.5%	10.0%	9.5%
归母净利润(百万元)	172	175	195	217	238
YoY (%)	36.7%	1.8%	11.3%	10.9%	9.7%
毛利率 (%)	41.6%	41.7%	41.8%	42.2%	42.3%
每股收益 (元)	1.18	1.20	1.34	1.48	1.63
ROE	10.3%	10.2%	10.9%	11.5%	11.9%
市盈率	24.04	23.64	21.21	19.13	17.43

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,098	1,213	1,335	1,462	净利润	175	195	217	238
YoY (%)	10.4%	10.5%	10.0%	9.5%	折旧和摊销	42	42	45	48
营业成本	640	706	771	843	营运资金变动	15	32	-29	-15
营业税金及附加	11	11	12	13	经营活动现金流	228	260	222	260
销售费用	180	194	214	234	资本开支	-198	-98	-98	-98
管理费用	51	61	67	73	投资	0	-30	0	0
财务费用	-13	-8	-9	-9	投资活动现金流	-406	-121	-90	-89
研发费用	38	41	45	50	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	2	7	8	9	筹资活动现金流	-129	-120	-128	-130
营业利润	202	224	249	273	现金净流量	-306	19	4	40
营业外收支	0	2	2	2	主要财务指标				
利润总额	202	226	251	275	成长能力				
所得税	27	31	34	38	营业收入增长率	10.4%	10.5%	10.0%	9.5%
净利润	175	195	217	238	净利润增长率	1.8%	11.3%	10.9%	9.7%
归属于母公司净利润	175	195	217	238	盈利能力				
YoY (%)	1.8%	11.3%	10.9%	9.7%	毛利率	41.7%	41.8%	42.2%	42.3%
每股收益	1.20	1.34	1.48	1.63	净利率	16.0%	16.1%	16.2%	16.3%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	8.8%	9.1%	9.5%	9.8%
货币资金	425	445	449	489	净资产收益率 ROE	10.2%	10.9%	11.5%	11.9%
预付款项	1	4	5	5	偿债能力				
存货	211	235	279	305	流动比率	4.23	3.58	3.43	3.35
其他流动资产	430	471	490	515	速动比率	2.67	2.25	2.08	2.04
流动资产合计	1,068	1,156	1,222	1,313	现金比率	1.69	1.38	1.26	1.25
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	13.9%	16.3%	16.8%	17.3%
固定资产	442	521	578	621	经营效率				
无形资产	102	131	160	189	总资产周转率	0.56	0.58	0.60	0.62
非流动资产合计	934	992	1,048	1,100	每股指标 (元)				
资产合计	2,002	2,148	2,269	2,413	每股收益	1.20	1.34	1.48	1.63
短期借款	10	10	10	10	每股净资产	11.80	12.32	12.93	13.66
应付账款及票据	178	245	268	293	每股经营现金流	1.56	1.78	1.52	1.78
其他流动负债	64	68	78	89	每股股利	1.00	0.80	0.89	0.98
流动负债合计	252	323	356	392	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	23.64	21.21	19.13	17.43
其他长期负债	26	26	26	26	PB	2.60	2.30	2.19	2.08
非流动负债合计	26	26	26	26					
负债合计	279	349	382	418					
股本	146	146	146	146					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,723	1,799	1,887	1,995					
负债和股东权益合计	2,002	2,148	2,269	2,413					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。