

仲景食品 (300908.SZ)

收入平稳过渡，费用拖累盈利

公司 Q1 收入/归母净利润同比+1.06%/-4.81%，结合 Q4 和 Q1 看收入表现平稳，利润受费用率提升影响下滑。25 年公司收入端加大线下渠道铺货，成本端平稳，部分原材料价格有向下趋势，同时线上投入更高效，预计利润端增速快于收入。中期看公司发展思路符合产业逻辑，葱油酱已验证单品能力，未来有机会发掘新的大单品。我们建议重视公司对产品需求的洞察和创新能力，关注第二第三成长曲线带来的高质量增长，以及未来现金流改善带来的股东回报提升能力。

□ **Q1 收入/归母净利润同比+1.06%/-4.81%**。公司发布一季报，25Q1 公司实现营收 2.77 亿元，同比+1.06%；归母净利润 4841.85 万元，同比-4.81%；扣非归母净利润 4730.72 万元，同比-4.99%。合并 24Q4 与 25Q1 看，收入同比基本持平，主要系高基数下葱油酱增速放缓所影响。Q1 公司现金回款 3.06 亿，同比-1.36%，慢于收入增速，经营性现金流净额 0.66 亿，同比+7.9%，合同负债 0.29 亿，同比+14.2%。

□ **毛利率同比改善，费用率提升拖累盈利**。25Q1 公司毛利率 45.9%，同比+1.4pcts，主要系成本改善，以及产品结构继续优化所致；财务费用率-0.9%，同比+1.0pct，主要系利息收入减少所致；销售费率为 18.6%，同比+1.8pcts，主要系加强市场推广和电商平台费用投入；管理费用率 4.6%，同比+0.2pct，公司 Q1 归母净利率 17.5%，毛利率提升的情况下，受销售和财务费用率提升拖累，同比-1.0pct。

□ **25 年展望：线下渠道有望增长提速，期待新品贡献增量**。25 年公司对调味品核心单品采取价格策略，降低窜货稳定价盘，同时重点拓展渠道，葱油酱线上线下渠道融合，提高铺货，线下渠道有望企稳复苏。调味配料业务受益于与方便食品、调味品等行业知名企业建立了战略合作，长期看增长稳健。利润端看，25 年看整体原材料价格平稳，智能化产线投产提升生产效率，叠加结构优化，预计整毛利率有所提升，带动净利率改善。此外，随着葱油酱体量逐步扩大，公司预计大力发展新品，寻求新的增长点，建议关注蒜蓉酱、0 脂辣酱、香菇贡菜等新品的培育与增长潜力。

□ **投资建议：收入平稳过渡，费用拖累盈利，维持“增持”评级**。公司 Q1 收入/归母净利润同比+1.06%/-4.81%，结合 Q4 和 Q1 看收入表现平稳，利润受费用率提升影响下滑。25 年公司收入端加大线下渠道铺货，成本端平稳，部分原材料价格有向下趋势，同时线上投入更高效，预计利润端增速快于收入。中期看公司发展思路符合产业逻辑，葱油酱已验证单品能力，未来有机会发掘新的大单品。我们建议重视公司对产品需求的洞察和创新能力，关注第二第三成长曲线带来的高质量增长，以及未来现金流改善带来的股东回报提升能力，预计公司 25-26 年 EPS 分别为 1.36、1.53 元，对应 25 年估值 22X，维持“增持”评级。

□ **风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨影响盈利、新品及新渠道拓展不及预期**

增持（维持）

消费品/食品饮料

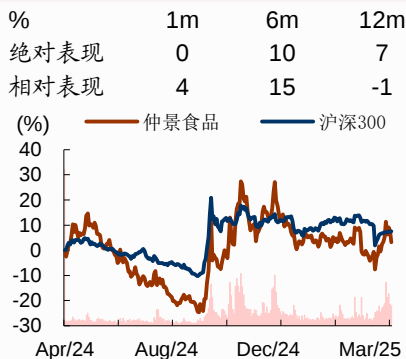
目标估值：NA

当前股价：29.95 元

基础数据

总股本（百万股）	146
已上市流通股（百万股）	124
总市值（十亿元）	4.4
流通市值（十亿元）	3.7
每股净资产（MRQ）	12.1
ROE（TTM）	9.8
资产负债率	13.0%
主要股东 河南省宛西控股股份有限公司	
主要股东持股比例	39.43%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《仲景食品（300908）—葱油酱向线下拓展，成本上涨拖累利润》2025-03-27
- 2、《仲景食品（300908）—香菇酱动销改善，成本上涨利润承压》2024-10-21
- 3、《仲景食品（300908）—葱油酱延续高增，线上加大投入》2024-08-03

任龙

S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	994	1098	1199	1295	1399
同比增长	13%	10%	9%	8%	8%
营业利润(百万元)	200	202	229	258	267
同比增长	43%	1%	13%	13%	4%
归母净利润(百万元)	172	175	198	224	232
同比增长	37%	2%	13%	13%	4%
每股收益(元)	1.72	1.20	1.36	1.53	1.59
PE	17.4	24.9	22.0	19.5	18.9
PB	1.8	2.5	2.4	2.2	2.0

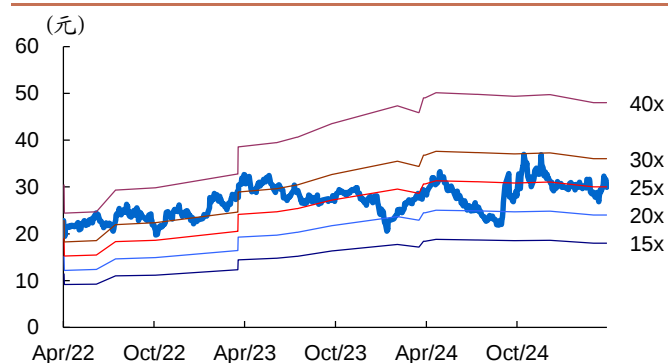
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	237	274	260	274	264	301	259	277	994	1098
二、营业总成本	186	220	225	217	210	246	236	224	807	924
其中: 营业成本	139	156	152	152	150	178	160	150	581	649
营业税金及附加	2	3	2	3	2	3	3	3	9	11
营业费用	35	43	44	46	40	45	49	51	149	185
管理费用	11	12	17	12	12	13	14	13	50	52
研发费用	6	9	13	8	9	9	12	10	33	38
财务费用	-4	-4	-4	-5	-3	-2	-3	-2	-17	-13
资产减值损失	0	0	3	1	0	0	1	0	3	1
三、其他经营收益	6	4	2	2	2	3	6	2	13	13
公允价值变动收益	4	1	2	2	1	2	2	2	7	7
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	3	2	1	0	1	1	0	0	6	2
四、营业利润	57	58	38	59	56	57	30	55	200	201
加: 营业外收入	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
五、利润总额	57	58	38	59	56.5	57.3	29.3	54.8	200	201
减: 所得税	7	8	5	8	7.2	8.4	3.0	6.4	27	27
六、净利润	50	50	32	51	49	49	26	48	172	175
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	50	50	32	51	49	49	26	48	172	175
EPS	0.50	0.50	0.32	0.51	0.34	0.33	0.18	0.33	1.26	1.20
主要比率										
毛利率	41.1%	43.2%	41.6%	44.5%	43.0%	40.9%	38.4%	45.9%	41.6%	40.9%
主营税金率	1.0%	1.0%	0.7%	1.1%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%
营业费率	14.7%	15.6%	17.1%	16.8%	15.3%	14.9%	19.0%	18.6%	15.0%	16.9%
管理费	4.6%	4.4%	6.4%	4.4%	4.5%	4.2%	5.5%	4.6%	5.0%	4.7%
营业利润率	24.2%	21.2%	14.5%	21.5%	21.3%	19.1%	11.4%	19.7%	20.1%	18.3%
实际税率	11.7%	13.4%	14.0%	13.7%	12.7%	14.7%	10.2%	11.7%	13.7%	13.2%
净利率	21.3%	18.3%	12.5%	18.6%	18.7%	16.2%	10.2%	17.5%	17.3%	15.9%
YoY										
收入增长率	8.6%	15.4%	14.4%	22.8%	11.5%	9.6%	-0.4%	1.1%	12.8%	10.4%
营业利润增长率	14.0%	27.6%	41.1%	25.5%	-1.7%	-1.4%	-21.7%	-7.3%	42.6%	-5.1%
净利润增长率	8.9%	28.5%	36.6%	30.1%	-2.2%	-3.0%	-18.8%	-4.8%	36.7%	-5.1%

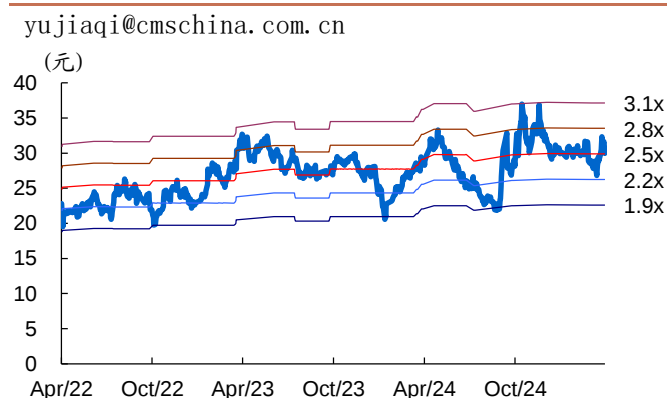
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 仲景食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 仲景食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《仲景食品(300908)一葱油酱向线下拓展,成本上涨拖累利润》2025-03-27
- 2、《仲景食品(300908)一香菇酱动销改善,成本上涨利润承压》2024-10-21
- 3、《仲景食品(300908)一葱油酱延续高增,线上加大投入》2024-08-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1132	1068	1177	1378	1580
现金	732	425	516	676	830
交易性投资	50	110	110	110	110
应收票据	3	2	2	2	3
应收款项	102	118	110	119	128
其它应收款	4	15	16	17	19
存货	219	211	218	233	252
其他	23	186	204	220	237
非流动资产	763	934	912	891	873
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	455	442	431	420	411
无形资产商誉	105	102	92	83	75
其他	204	389	389	388	388
资产总计	1895	2002	2088	2270	2453
流动负债	190	252	257	274	293
短期借款	10	10	0	1	0
应付账款	127	178	191	204	221
预收账款	19	29	31	34	36
其他	34	35	35	35	36
长期负债	29	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他	29	26	26	26	26
负债合计	218	279	283	301	319
股本	100	146	146	146	146
资本公积金	886	840	840	840	840
留存收益	691	737	819	983	1147
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1677	1723	1805	1969	2134
负债及权益合计	1895	2002	2088	2270	2453

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	226	228	216	216	229
净利润	172	175	198	224	232
折旧摊销	38	42	49	47	45
财务费用	(0)	(1)	(16)	(17)	(7)
投资收益	(6)	(2)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	21	14	(2)	(28)	(30)
其它	1	(0)	(1)	2	2
投资活动现金流	(302)	(406)	(14)	(14)	(14)
资本支出	(257)	(201)	(27)	(27)	(27)
其他投资	(45)	(205)	12	12	12
筹资活动现金流	(100)	(129)	(111)	(42)	(61)
借款变动	(19)	(23)	(10)	1	(1)
普通股增加	0	46	0	0	0
资本公积增加	0	(46)	0	0	0
股利分配	(100)	(117)	(117)	(60)	(67)
其他	19	11	16	17	7
现金净增加额	(176)	(306)	91	160	154

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	994	1098	1199	1295	1399
营业成本	581	640	685	734	792
营业税金及附加	9	11	12	13	14
营业费用	149	180	206	218	235
管理费用	50	51	54	57	62
研发费用	33	38	40	42	45
财务费用	(17)	(13)	(16)	(17)	(7)
资产减值损失	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	7	7	7	7
投资收益	6	6	5	5	5
营业利润	200	202	229	258	267
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	200	202	229	258	267
所得税	27	27	30	34	36
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	172	175	198	224	232

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	10%	9%	8%	8%
营业利润	43%	1%	13%	13%	4%
归母净利润	37%	2%	13%	13%	4%
获利能力					
毛利率	41.6%	41.7%	42.9%	43.4%	43.4%
净利率	17.3%	16.0%	16.5%	17.3%	16.6%
ROE	10.5%	10.3%	11.2%	11.9%	11.3%
ROIC	9.3%	9.4%	10.2%	10.6%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	11.5%	13.9%	13.6%	13.2%	13.0%
净负债比率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.0	4.2	4.6	5.0	5.4
速动比率	4.8	3.4	3.7	4.2	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.4	3.0	3.2	3.3	3.3
应收账款周转率	9.3	9.8	10.3	11.1	11.1
应付账款周转率	4.7	4.2	3.7	3.7	3.7
每股资料(元)					
EPS	1.72	1.20	1.36	1.53	1.59
每股经营净现金	2.26	1.56	1.48	1.48	1.57
每股净资产	16.77	11.80	12.36	13.49	14.61
每股股利	1.00	0.80	0.41	0.46	0.48
估值比率					
PE	17.4	24.9	22.0	19.5	18.9
PB	1.8	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	12.9	12.4	10.8	9.8	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。