

仲景食品 (300908.SZ)

收入环比改善，成本下降盈利提升

公司 Q3 收入/归母净利润分别同比+0.11%/+9.10%，收入环比改善，净利率受益于原材料成本下降继续提升。公司今年香菇酱表现稳健，当前葱油酱遇到增长阻力，公司积极应对竞争问题并发展新渠道，我们认为葱油酱还未到天花板，期待线上线下渠道结合带动品类恢复增长，同时也期待公司其他新品继续培育推广贡献增量。我们预计公司 25-26 年 EPS 分别为 1.25、1.27 元，对应 25 年估值 23X，维持“增持”评级。

□ Q3 收入/归母净利润分别同比+0.11%/+9.10%，环比 Q2 有所改善。仲景食品发布 2025 三季报，公司 25 年 1-9 月实现收入 8.26 亿，同比-1.56%，归母净利润 1.54 亿，同比+3.18%，扣非归母净利润 1.51 亿，同比+4.36%。其中单 Q3 公司实现营业收入 3.0 亿，同比增长 0.11%；归母净利润 0.53 亿，同比增长 9.10%，归母扣非净利润 0.53 亿，同比增长 12.02%。Q3 公司现金回款 3.0 亿，同比+0.94%，略快于收入增速，合同负债 0.33 亿，同比+45.8%。

□ 成本下降带动毛利率提升，盈利能力改善。25Q3 公司毛利率 43.76%，同比+2.8pcts，毛利率上升主要受益于花椒小香葱八角等原料价格下降；销售费用率 14.40%，同比-0.5pct；管理费用率 5.93%，同比+1.7pct，主要在于管理费用里计提折旧增加，归母净利率 17.71%，同比+1.5pcts。

□ Q4 及明年展望：香菇酱平稳增长，期待新品贡献增量。公司 Q3 营收环比二季度增长有所改善，其中基本盘香菇酱保持稳健增长，葱油酱受竞争加剧影响，线下渠道增长承压。在消费环境弱复苏背景下，公司收缩推广费用，叠加成本下降红利，使得盈利能力同比改善。展望全年，预计成本红利有望延续，智能化产线投产提升生产效率，叠加结构优化，整体毛利率持续提升，带动净利率改善。同时期待蒜蓉酱、0 脂辣酱、香菇贡菜等新品的推广，为明年增长贡献增量。

□ 投资建议：收入环比改善，成本下降盈利提升，维持“增持”评级。公司 Q3 收入/归母净利润分别同比+0.11%/+9.10%，收入环比改善，净利率受益于原材料成本下降继续提升。公司今年香菇酱表现稳健，当前葱油酱遇到增长阻力，公司积极应对竞争问题并发展新渠道，我们认为葱油酱还未到天花板，期待线上线下渠道结合带动品类恢复增长，同时也期待公司其他新品继续培育推广贡献增量。我们预计公司 25-26 年 EPS 分别为 1.25、1.27 元，对应 25 年估值 23X，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：28.8 元

基础数据

总股本（百万股）	146
已上市流通股（百万股）	123
总市值（十亿元）	4.2
流通市值（十亿元）	3.5
每股净资产（MRQ）	12.1
ROE（TTM）	10.2
资产负债率	11.1%
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	37.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-4	7
相对表现	-7	-25	-9

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《仲景食品（300908）—Q2 线上收入承压，成本下降盈利改善》2025-08-19
- 2、《仲景食品（300908）—收入平稳过渡，费用拖累盈利》2025-04-24
- 3、《仲景食品（300908）—葱油酱向线下拓展，成本上涨拖累利润》2025-03-27

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

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	1100	1151	1205
同比增长	13%	10%	0%	5%	5%
营业利润(百万元)	200	202	210	213	213

同比增长	43%	1%	4%	1%	-0%
归母净利润(百万元)	172	175	182	185	184
同比增长	37%	2%	4%	1%	-0%
每股收益(元)	1.72	1.20	1.25	1.27	1.26
PE	16.7	24.0	23.0	22.7	22.8
PB	1.7	2.4	2.4	2.3	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

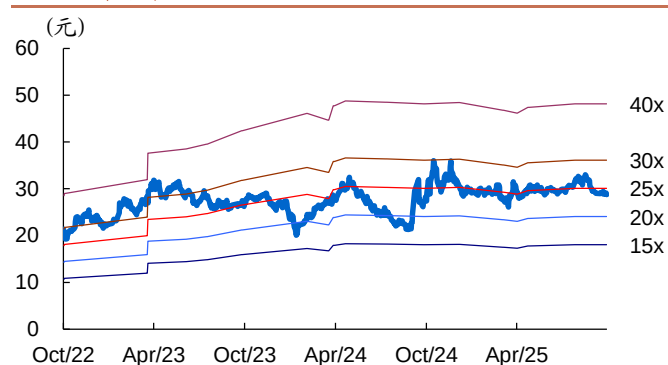
单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	23FY	24FY
一、营业总收入	260	274	264	301	259	277	248	301	994	1098
二、营业总成本	225	217	210	246	236	224	190	242	807	924
其中: 营业成本	152	152	150	178	160	150	138	169	581	649
营业税金及附加	2	3	2	3	3	3	4	4	9	11
营业费用	44	46	40	45	49	51	28	43	149	185
管理费用	17	12	12	13	14	13	11	18	50	52
研发费用	13	8	9	9	12	10	10	9	33	38
财务费用	-4	-5	-3	-2	-3	-2	-2	-3	-17	-13
资产减值损失	3	1	0	0	1	0	0	0	3	1
三、其他经营收益	2	2	2	3	6	2	2	2	13	13
公允价值变动收益	2	2	1	2	2	2	2	2	7	7
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	1	0	1	1	0	0	1	0	6	2
四、营业利润	38	59	56	57	30	55	60	61	200	201
加: 营业外收入	0	0	1	0	0	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	38	59	56.5	57.3	29.3	54.8	60.1	60.5	200	201
减: 所得税	5	8	7.2	8.4	3.0	6.4	8.0	7.2	27	27
六、净利润	32	51	49	49	26	48	52	53	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	32	51	49	49	26	48	52	53	172	175
EPS	0.32	0.51	0.34	0.33	0.18	0.33	0.36	0.37	1.26	1.20
主要比率										
毛利率	41.6%	44.5%	43.0%	40.9%	38.4%	45.9%	44.1%	43.8%	41.6%	40.9%
主营税金率	0.7%	1.1%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.5%	1.4%	0.9%	1.0%
营业费率	17.1%	16.8%	15.3%	14.9%	19.0%	18.6%	11.4%	14.4%	15.0%	16.9%
管理费率	6.4%	4.4%	4.5%	4.2%	5.5%	4.6%	4.6%	5.9%	5.0%	4.7%
营业利润率	14.5%	21.5%	21.3%	19.1%	11.4%	19.7%	24.3%	20.2%	20.1%	18.3%
实际税率	14.0%	13.7%	12.7%	14.7%	10.2%	11.7%	13.2%	11.9%	13.7%	13.2%
净利率	12.5%	18.6%	18.7%	16.2%	10.2%	17.5%	21.1%	17.7%	17.3%	15.9%
YoY										
收入增长率	14.4%	22.8%	11.5%	9.6%	-0.4%	1.1%	-6.2%	0.1%	12.8%	10.4%
营业利润增长率	41.1%	25.5%	-1.7%	-1.4%	-21.7%	-7.3%	6.9%	6.0%	42.6%	-5.1%
净利润增长率	36.6%	30.1%	-2.2%	-3.0%	-18.8%	-4.8%	5.6%	9.1%	36.7%	-5.1%

资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

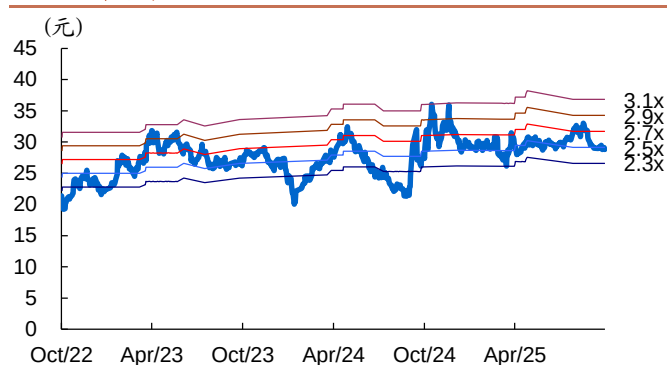
- 1、《仲景食品（300908）—Q2 线上收入承压，成本下降盈利改善》2025-08-19
- 2、《仲景食品（300908）—收入平稳过渡，费用拖累盈利》2025-04-24
- 3、《仲景食品（300908）—葱油酱向线下拓展，成本上涨拖累利润》2025-03-27

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

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	1146	1218	1282
现金	732	425	527	574	613
交易性投资	50	110	110	110	110
应收票据	3	2	2	2	2
应收款项	102	118	101	106	111
其它应收款	4	15	15	15	16
存货	219	211	204	215	225
其他	23	186	187	195	205
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	2057	2109	2155
流动负债	190	252	242	255	264
短期借款	10	10	0	1	0
应付账款	127	178	178	188	197
预收账款	19	29	29	31	32
其他	34	35	35	35	35
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	268	281	291
股本	100	146	146	146	146
资本公积金	886	840	840	840	840
留存收益	691	737	803	842	878
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1677	1723	1789	1828	1864
负债及权益合计	1895	2002	2057	2109	2155

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	226	228	227	189	195
净利润	172	175	182	185	184
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	27	(15)	(16)
其它	1	(0)	(4)	1	1
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)	(128)	(142)
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)	(146)	(148)
其他	19	11	16	17	7
现金净增加额	(176)	(306)	102	47	39

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	994	1098	1100	1151	1205
营业成本	581	640	640	675	707
营业税金及附加	9	11	11	12	12
营业费用	149	180	178	188	197
管理费用	50	51	49	50	52
研发费用	33	38	38	40	42
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	210	213	213
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	210	213	213
所得税	27	27	28	28	28
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	172	175	182	185	184

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	10%	0%	5%	5%
营业利润	43%	1%	4%	1%	-0%
归母净利润	37%	2%	4%	1%	-0%
获利能力					
毛利率	41.6%	41.7%	41.9%	41.3%	41.3%
净利率	17.3%	16.0%	16.6%	16.1%	15.3%
ROE	10.5%	10.3%	10.4%	10.2%	10.0%
ROIC	9.3%	9.4%	9.4%	9.3%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	11.5%	13.9%	13.0%	13.3%	13.5%
净负债比率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.0	4.2	4.7	4.8	4.8
速动比率	4.8	3.4	3.9	3.9	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.4	3.0	3.1	3.2	3.2
应收账款周转率	9.3	9.8	9.9	10.9	10.9
应付账款周转率	4.7	4.2	3.6	3.7	3.7
每股资料(元)					
EPS	1.72	1.20	1.25	1.27	1.26
每股经营净现金	2.26	1.56	1.56	1.30	1.34
每股净资产	16.77	11.80	12.25	12.52	12.77
每股股利	1.00	0.80	1.00	1.01	1.01
估值比率					
PE	16.7	24.0	23.0	22.7	22.8
PB	1.7	2.4	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	13.6	13.0	12.2	12.2	11.9

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。