

仲景食品 (300908.SZ)

线上收入承压，毛利率提升盈利改善

公司 Q4 收入/归母净利润同比-0.96%/+44.32%，收入承压盈利显著改善。25 年公司大单品香菇酱动销复苏，葱油酱第二曲线受线上渠道影响承压，调味配料业务稳健增长，此外公司积极推进仲景西洋参新品线上线下布局。公司核心竞争力是产品力强、新品有爆发力，当前香菇酱业务稳健，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，建议关注公司葱油酱重新成长+其他新品继续培育推广贡献增量，预计公司 26-27 年 EPS 分别为 1.32、1.40 元，对应 26 年估值 21X，维持“增持”评级。

□ Q4 收入/归母净利润同比-0.96%/+44.32%，盈利显著改善。仲景食品公布 2025 年年度报告，公司实现营业收入 10.82 亿元，同比-1.42%，实现归母净利润 1.92 亿元，同比+9.35%，实现归母扣非净利润 1.85 亿元，同比+11.07%。Q4 看，公司实现收入/归母净利润分别 2.57 亿/0.38 亿，同比-0.96%/+44.32%，业绩高于预期。公司 Q4 经营性现金流 0.35 亿元，同比-13.5%，现金回款 3.2 亿，同比-3.7%，慢于收入。2025 年期末公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元，现金分红 1.46 亿，分红率 76.1%。

□ 线上渠道承压，新品带动线下渠道增长。1) 分业务看，25 年调味食品收入同比-3.9% (量-8.0%，价+4.4%)，毛利率同比+0.65pct，其中 H2 收入同比-5.5%；调味配料收入同比+2.8% (量+8.6%，价-5.3%)，毛利率同比+4.76pcts，主要系原材料成本价格下降，其中 H2 收入同比+6.4%。2) 分渠道看，25 年线下渠道同比+2.2% (H2 同比+3.7%)，公司推出香菇贡菜酱等新品带动线下渠道有所改善；线上渠道同比-12.1% (H2 同比-13.4%)，线上主要受竞争加剧影响下滑。3) 分区域看，核心市场华中/华东/华北收入分别 3.93 亿/3.49 亿/1.35 亿，同比-9.90%/+13.5%/+4.9%，华南/西南/西北/东北收入分别 0.84 亿/0.68 亿/0.28 亿/0.18 亿，同比-15.1%/+2.0%/-6.0%/-8.7%，境外销售收入突破百万，实现 132 万元收入额，出口同比+196.5%，实现大幅增长。4) 分销售模式看，25 年公司直销/经销分别实现收入 6.01 亿/4.75 亿，分别同比-3.90%/+2.82%。截至 2025 年末，公司经销商数量较 24 年年底增加 113 家，同比+5.1%。

□ Q4 毛利率提升，盈利显著改善。利润端看，25 年公司毛利率 44.2%，同比+2.5pcts，主要受益于成本下降，调味配料业务毛利率显著改善；销售费用率 15.4%，同比-1.0pct，主要系线上投入显著下降所致；管理费用率 5.5%，同比+0.9pct，主要受折旧增加和收入下滑杠杆效应影响；归母净利率 17.7%，同比+1.7pcts。单 Q4 看，公司毛利率 43.1%，同比+4.7pcts 提升明显，销售费用率同比-1.9pcts，管理费用率同比+1.4pcts，受益于毛利率改善，Q4 净利率 14.79%，同比+4.6pcts。

□ 投资建议：线上收入承压，毛利率提升盈利改善，维持“增持”评级。公司 Q4 收入/归母净利润同比-0.96%/+44.32%，收入承压盈利显著改善。25 年公司大单品香菇酱动销复苏，葱油酱第二曲线受线上渠道影响承压，调味配料业务稳健增长，此外公司积极推进仲景西洋参新品线上线下布局。公司核心竞争力是产品力强、新品有爆发力，当前香菇酱业务稳健，葱油酱遇到增

增持 (维持)

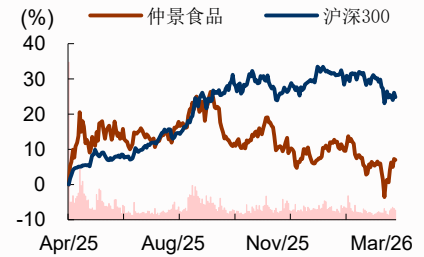
消费品/食品饮料
目标估值：
当前股价：27.96 元

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) | 4.1 |
| 流通市值 (十亿元) | 3.5 |
| 每股净资产 (MRQ) | 12.3 |
| ROE (TTM) | 10.7 |
| 资产负债率 | 11.8% |
| 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 | -1 | -4 | 5 |
| 相对表现 | 5 | -1 | -11 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《仲景食品 (300908) —收入环比改善，成本下降盈利提升》2025-10-23
- 《仲景食品 (300908) —Q2 线上收入承压，成本下降盈利改善》2025-08-19
- 《仲景食品 (300908) —收入平稳过渡，费用拖累盈利》2025-04-24

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
✉ renlong1@cmschina.com.cn

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，建议关注公司葱油酱重新成长+其他新品继续培育推广贡献增量，预计公司 26-27 年 EPS 分别为 1.32、1.40 元，对应 26 年估值 21X，维持“增持”评级。

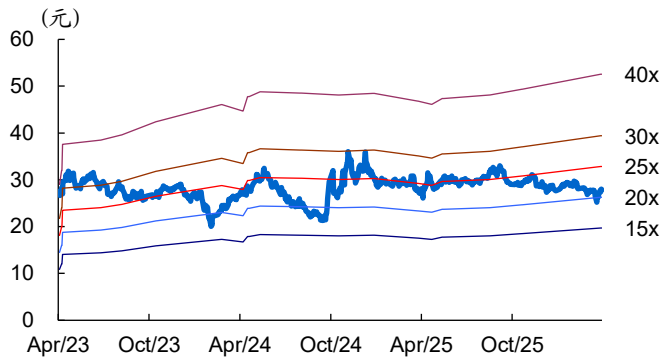
□风险提示：行业竞争加剧、原材料价格上涨超预期、海外增速不及预期、产能利用率偏低等

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1098 | 1082 | 1113 | 1163 | 1207 |
| 同比增长 | 10% | -1% | 3% | 4% | 4% |
| 营业利润(百万元) | 202 | 219 | 220 | 233 | 245 |
| 同比增长 | 1% | 9% | 0% | 6% | 5% |
| 归母净利润(百万元) | 175 | 192 | 193 | 204 | 214 |
| 同比增长 | 2% | 9% | 0% | 6% | 5% |
| 每股收益(元) | 1.20 | 1.31 | 1.32 | 1.40 | 1.47 |
| PE | 23.3 | 21.3 | 21.2 | 20.0 | 19.0 |
| PB | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.1 |

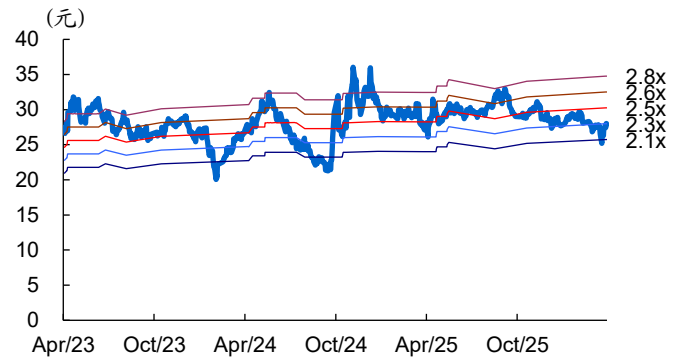
资料来源：公司数据、招商证券

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）—收入环比改善，成本下降盈利提升》2025-10-23
- 2、《仲景食品（300908）—Q2 线上收入承压，成本下降盈利改善》2025-08-19
- 3、《仲景食品（300908）—收入平稳过渡，费用拖累盈利》2025-04-24

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1068 | 584 | 632 | 654 | 675 |
| 现金 | 425 | 62 | 90 | 94 | 97 |
| 交易性投资 | 110 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 应收票据 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应收款项 | 118 | 114 | 117 | 123 | 127 |
| 其它应收款 | 15 | 13 | 14 | 14 | 15 |
| 存货 | 211 | 272 | 287 | 297 | 308 |
| 其他 | 186 | 40 | 42 | 44 | 45 |
| 非流动资产 | 934 | 1455 | 1719 | 1962 | 2186 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 442 | 730 | 1006 | 1259 | 1493 |
| 无形资产商誉 | 102 | 100 | 90 | 81 | 73 |
| 其他 | 389 | 626 | 623 | 622 | 620 |
| 资产总计 | 2002 | 2039 | 2351 | 2616 | 2861 |
| 流动负债 | 252 | 200 | 466 | 673 | 859 |
| 短期借款 | 10 | 0 | 256 | 458 | 637 |
| 应付账款 | 178 | 123 | 130 | 134 | 139 |
| 预收账款 | 29 | 33 | 35 | 36 | 37 |
| 其他 | 35 | 44 | 45 | 45 | 45 |
| 长期负债 | 26 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 26 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 负债合计 | 279 | 241 | 506 | 714 | 900 |
| 股本 | 146 | 146 | 146 | 146 | 146 |
| 资本公积金 | 840 | 840 | 840 | 840 | 840 |
| 留存收益 | 737 | 812 | 859 | 916 | 975 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1723 | 1798 | 1845 | 1902 | 1961 |
| 负债及权益合计 | 2002 | 2039 | 2351 | 2616 | 2861 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|-----------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | 228 | 229 | 227 | 265 | 294 |
| 净利润 | 175 | 192 | 193 | 204 | 214 |
| 折旧摊销 | 42 | 51 | 71 | 92 | 111 |
| 财务费用 | (1) | 0 | (17) | (7) | (8) |
| 投资收益 | (2) | (1) | (9) | (12) | (12) |
| 营运资金变动 | 14 | (11) | (11) | (12) | (11) |
| 其它 | (0) | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (406) | (470) | (326) | (323) | (323) |
| 资本支出 | (201) | (101) | (335) | (335) | (335) |
| 其他投资 | (205) | (369) | 9 | 12 | 12 |
| 筹资活动现金流 | (129) | (127) | 127 | 62 | 32 |
| 借款变动 | (23) | (36) | 256 | 201 | 180 |
| 普通股增加 | 46 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (46) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (117) | (117) | (146) | (147) | (155) |
| 其他 | 11 | 26 | 17 | 7 | 8 |
| 现金净增加额 | (306) | (368) | 28 | 4 | 3 |

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1098 | 1082 | 1113 | 1163 | 1207 |
| 营业成本 | 640 | 604 | 637 | 659 | 685 |
| 营业税金及附加 | 11 | 14 | 15 | 15 | 16 |
| 营业费用 | 180 | 167 | 164 | 169 | 174 |
| 管理费用 | 51 | 60 | 60 | 62 | 63 |
| 研发费用 | 38 | 38 | 40 | 41 | 43 |
| 财务费用 | (13) | (11) | (17) | (7) | (8) |
| 资产减值损失 | (3) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 7 | 10 | 7 | 10 | 10 |
| 投资收益 | 6 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 202 | 219 | 220 | 233 | 245 |
| 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 202 | 219 | 220 | 233 | 245 |
| 所得税 | 27 | 27 | 27 | 29 | 30 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 175 | 192 | 193 | 204 | 214 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 10% | -1% | 3% | 4% | 4% |
| 营业利润 | 1% | 9% | 0% | 6% | 5% |
| 归母净利润 | 2% | 9% | 0% | 6% | 5% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 41.7% | 44.2% | 42.7% | 43.3% | 43.3% |
| 净利率 | 16.0% | 17.7% | 17.3% | 17.5% | 17.8% |
| ROE | 10.3% | 10.9% | 10.6% | 10.9% | 11.1% |
| ROIC | 9.4% | 10.2% | 8.5% | 8.4% | 8.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 13.9% | 11.8% | 21.5% | 27.3% | 31.4% |
| 净负债比率 | 0.5% | 0.0% | 10.9% | 17.5% | 22.3% |
| 流动比率 | 4.2 | 2.9 | 1.4 | 1.0 | 0.8 |
| 速动比率 | 3.4 | 1.6 | 0.7 | 0.5 | 0.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 存货周转率 | 3.0 | 2.5 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 应收账款周转率 | 9.8 | 9.2 | 9.5 | 9.5 | 9.5 |
| 应付账款周转率 | 4.2 | 4.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.20 | 1.31 | 1.32 | 1.40 | 1.47 |
| 每股经营净现金 | 1.56 | 1.57 | 1.55 | 1.81 | 2.01 |
| 每股净资产 | 11.80 | 12.32 | 12.64 | 13.03 | 13.43 |
| 每股股利 | 0.80 | 1.00 | 1.00 | 1.06 | 1.12 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 23.3 | 21.3 | 21.2 | 20.0 | 19.0 |
| PB | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 12.0 | 10.7 | 10.0 | 8.6 | 7.9 |

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。