

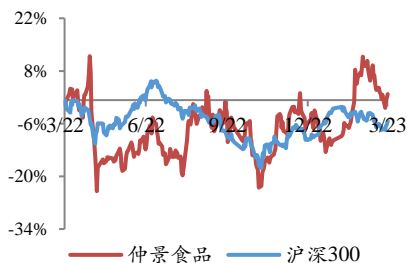
# 葱油产品有望延续增长势能，成本改善逻辑清晰

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-24

收盘价(元)	40.07
近12个月最高/最低(元)	44.02/30.34
总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	39
流通股比例(%)	38.69
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	16

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

## 相关报告

1. 品牌力优势凸出，葱油产品快速发展  
2023-02-28

## 主要观点：

### ● 收入端：葱油产品 22 年实现高增长，后续有望延续增长势能

葱油产品线上快速放量，目前葱油产品线上部分占比超过半数，未来预计随着线上增长态势的延续，线下渠道的补充，葱油产品高增长态势有望延续，为收入端贡献增量。

一、京东平台：葱油系列产品因 22Q2 疫情居家囤货，Q2 整体销量居于全年前列，葱油 230g 大单品趋势与葱油系列销量走势基本一致，疫情期间动销表现较好，同时 Q4 销售额企稳回升。从平台整体数据来看，22M5 和 22M6 京东其他调味品实现单月销售额破 150 万元，22M3-M7 及 M10 均实现超过 200% 的增长，22 年全年实现 93.19% 增长。

二、抖音平台：根据抖音平台数据，公司整体销售额呈现较好增长趋势。1) 酱类（注：酱类为抖音分类第一大品类）：其中 22M8 抖音酱类单月实现 184 万元，22Q4 销售额同比 21Q4，实现 35.99% 的增长。2) 其他调味品（注：其他调味品为抖音分类第二大品类）：22M8 抖音其他调味品单月实现销售额 4.6 万元，22Q4 销售额同比 21Q4，实现 16.26% 的增长。

三、天猫平台：根据天猫平台数据，2021 年-2022 年仲景其他酱料业务表现有所波动，其中 21M5、21M10 相对同比增速较好，疫情期间 22M3、22M4 同比增长较快，后续 22Q4 同比增长较为乏力。

四、线下趋势：根据社零数据，23 年 1-2 月餐饮当月同比值为 9.2%，限额以上餐饮当月同比值 10.2%，均环比有所抬升，随着消费复苏的不断进行，渠道端经销商备货信心指数有望提升，消费端商超及其他生鲜超市的客流量有望恢复，收入端预计稳定增长。

### ● 成本改善逻辑清晰，具备业绩弹性

公司的主要原材料为香菇柄、花椒等，受市场供需关系、种植采收成本、国家政策等多种因素的影响，可能带来原材料价格的变动。按照公司披露的数据，2019 年红花椒、青花椒&青红椒、香菇柄、一级大豆油、玻璃瓶占比当年营业成本比例为 6.27%、9.57%、8.50%、5.45%、2.90%。近期相关原材料均有所下滑，根据相关假设条件，中性假设下成本下降比例为 3.86%，乐观假设下，成本下降比例为 4.51%。

### ● 投资建议

22 年成本压力较大，花椒与大豆油同比增长较多，预计成本端 23 年承压改善，毛利率有所提升；公司预计较少空中投放力度，实现费效比优化，预计整体销售费用率稳中有降。结合以上，我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 8.88、10.22、11.33 亿元，同比增长分别为 10.1%、15.1%、10.9%，22-24 年归母净利润为 1.21、1.55、1.85 亿元，同比增长分别为 1.7%、28.5%、19.5%，EPS 分别为 1.21、1.55、1.85 元/股，对应 PE 为 33、26、22 倍，维持“买入”评级。

**● 风险提示**

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，食品安全事件。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	806	888	1022	1133
收入同比 (%)	11.0%	10.1%	15.1%	10.9%
归属母公司净利润	119	121	155	185
净利润同比 (%)	-7.3%	1.7%	28.5%	19.5%
毛利率 (%)	39.0%	38.7%	39.2%	39.6%
ROE (%)	7.8%	7.5%	8.8%	9.5%
每股收益 (元)	1.19	1.21	1.55	1.85
P/E	45.55	33.22	25.84	21.63
P/B	3.54	2.50	2.28	2.06
EV/EBITDA	39.21	29.48	23.11	19.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 收入端：葱油产品 22 年实现高增长，后续有望延续增长势能.....	5
2 成本改善逻辑清晰，具备业绩弹性.....	8
3 盈利预测与估值建议.....	10
4 风险提示.....	11
财务报表与盈利预测.....	12

## 图表目录

图表 1 京东仲景葱油系列产品销售额 .....	5
图表 2 京东仲景葱油 230G 产品销售额 .....	6
图表 3 京东平台-其他调味品销售额 .....	6
图表 4 京东平台-其他调味品同比增速变动图 .....	6
图表 5 抖音平台-酱类销售额 .....	6
图表 6 抖音平台-酱类销售额 22Q4 同比变动情况 .....	6
图表 7 抖音平台-其他调味品销售额 .....	7
图表 8 抖音平台-其他调味品销售额 22Q4 同比变动情况 .....	7
图表 9 天猫平台-其他酱料销售额 .....	7
图表 10 天猫平台-其他酱料同比增速 .....	7
图表 11 餐饮当月同比 (%) .....	8
图表 12 限额以上餐饮当月同比 (%) .....	8
图表 13 主要原材料成本拆分情况 .....	9
图表 14 花椒价格走势 .....	9
图表 15 豆油价格走势 .....	9
图表 16 玻璃价格走势 .....	9
图表 17 中性假设下 .....	10
图表 18 乐观假设下 .....	10

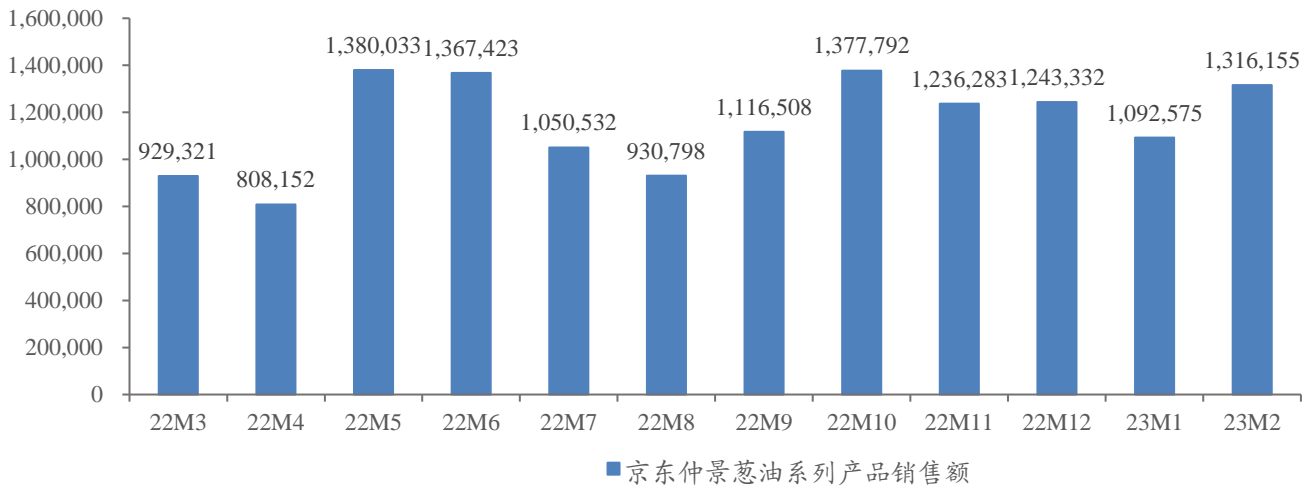
## 1 收入端：葱油产品 22 年实现高增长，后续有望延续增长势能

葱油产品线上快速放量，目前葱油产品线上部分占比超过半数，未来线上增长态势有望延续，同时随着线下渠道的补充，葱油产品高增长态势持续可期。其他产品预期延续过往良性发展轨道，公司整体收入端实现稳健增长。

### ➤ 京东平台：

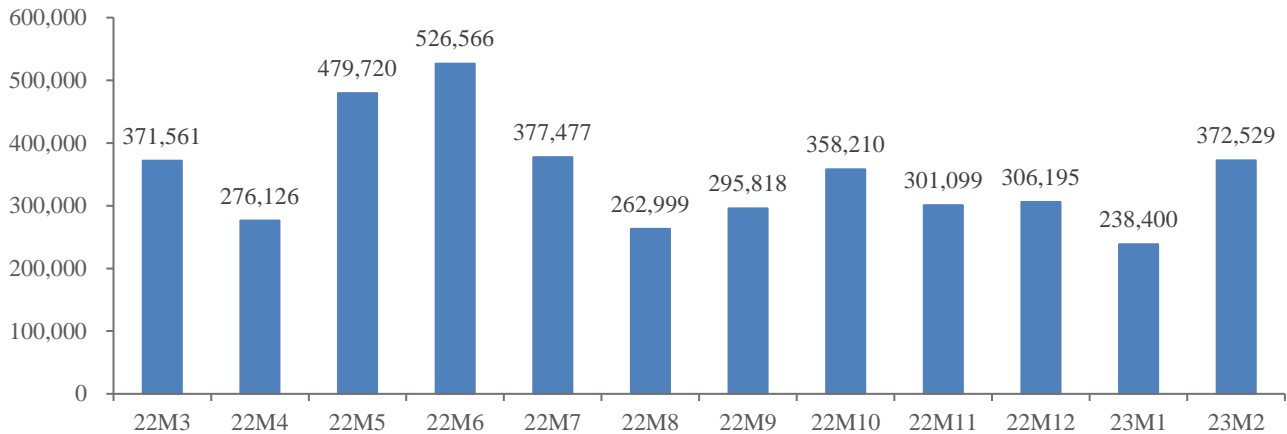
**葱油系列：**产品因 22Q2 疫情居家囤货，Q2 整体销量居于全年前列，葱油 230g 大单品趋势与葱油系列销量走势基本一致，疫情期间动销表现较好，同时 Q4 销售额企稳回升。

图表 1 京东仲景葱油系列产品销售额（元）



资料来源：久谦咨询，华安证券研究所

图表 2 京东仲景葱油 230g 产品销售额 (元)

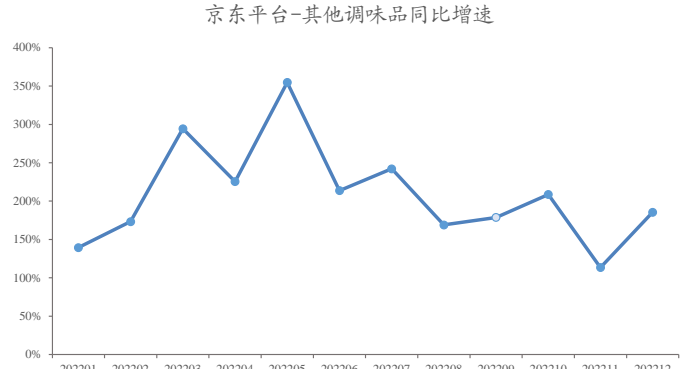
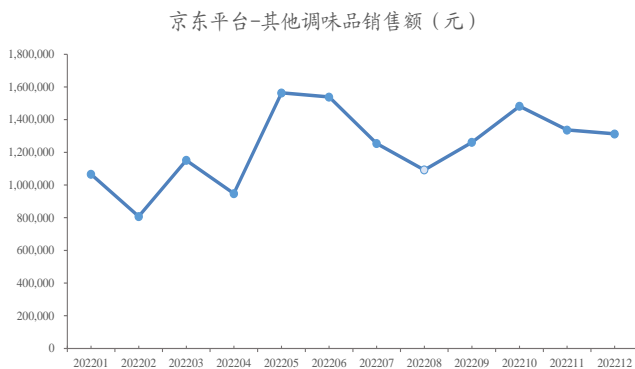


资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

京东平台其他数据: 22M5 和 22M6 京东平台其他调味品实现单月销售额破 150 万元, 22M3-M7 及 M10 均实现超过 200% 的增长, 22 年全年实现 93.19% 增长。

图表 3 京东平台-其他调味品销售额

图表 4 京东平台-其他调味品同比增速变动图



资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

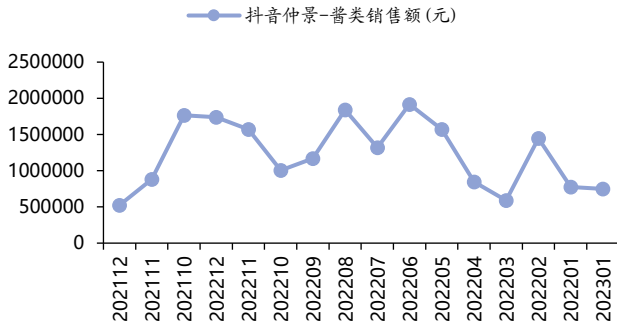
(注: 其他调味品为京东分类中第一大品类)

➤ 抖音平台:

根据抖音平台数据, 公司整体销售额呈现较好增长趋势。1) 酱类 (注: 酱类为抖音分类第一大品类): 其中 22M8 抖音酱类单月实现 184 万元, 22Q4 销售额同比 21Q4, 实现 35.99% 的增长。2) 其他调味品 (注: 其他调味品为抖音分类第二大品类): 22M8 抖音其他调味品单月实现销售额 4.6 万元, 22Q4 销售额同比 21Q4, 实现 16.26% 的增长。

图表 5 抖音平台-酱类销售额

图表 6 抖音平台-酱类销售额 22Q4 同比变动情况



2022Q4	1741153
2022Q3	1570093
2022Q2	1006929
2022Q1	
2021Q4	524612
2021Q3	883521
2021Q2	1767165
2021Q1	

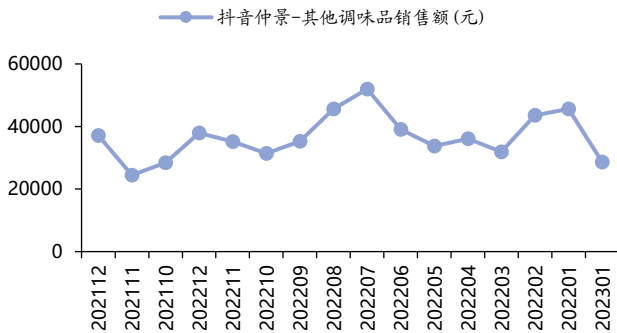
22Q4抖音平台  
酱类销售额  
实现同比增长  
35.99%。

(单位: 元)

资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所  
(注: 酱类为抖音分类第一大品类)

资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

图表 7 抖音平台-其他调味品销售额



图表 8 抖音平台-其他调味品销售额 22Q4 同比变动情况

2022Q4	37967
2022Q3	35205
2022Q2	31430
2022Q1	
2021Q4	37124
2021Q3	24445
2021Q2	28403
2021Q1	

22Q4抖音平台  
其他调味品  
销售额  
实现同比增长  
16.26%。

(单位: 元)

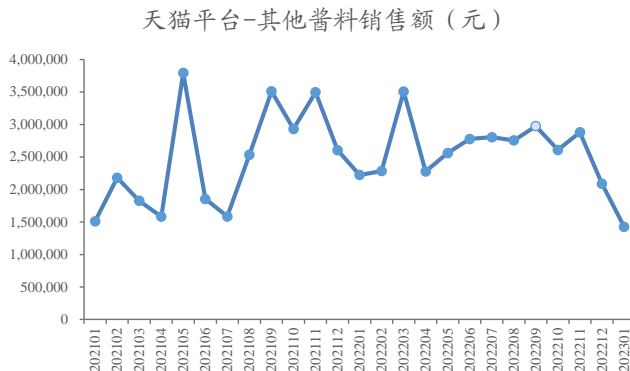
资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

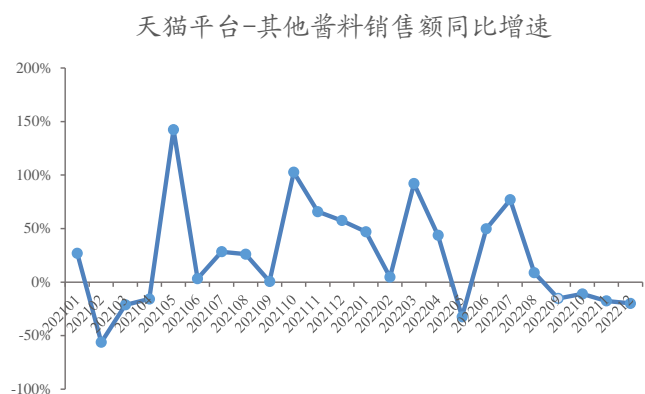
➤ 天猫平台:

根据天猫平台数据, 2021年-2022年仲景其他酱料业务表现有所波动, 其中 21M5、21M10 相对同比增速较好, 疫情期间 22M3、22M4 同比增长较快, 后续 22Q4 同比增长较为乏力。

图表 9 天猫平台-其他酱料销售额



图表 10 天猫平台-其他酱料同比增速



资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

资料来源: 久谦咨询, 华安证券研究所

(注: 其他酱料为天猫分类中第一大品类)

➤ 天猫平台:

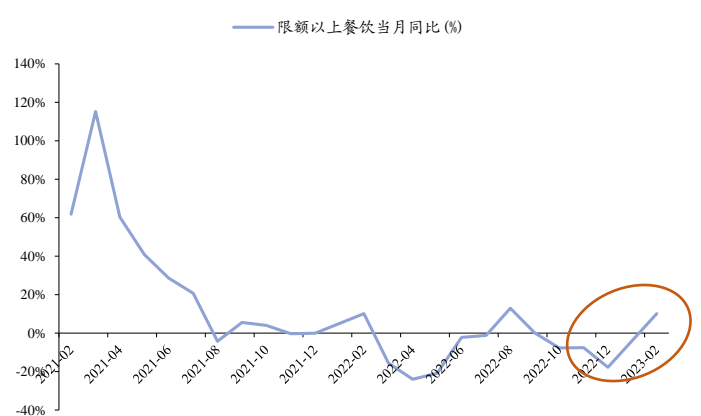
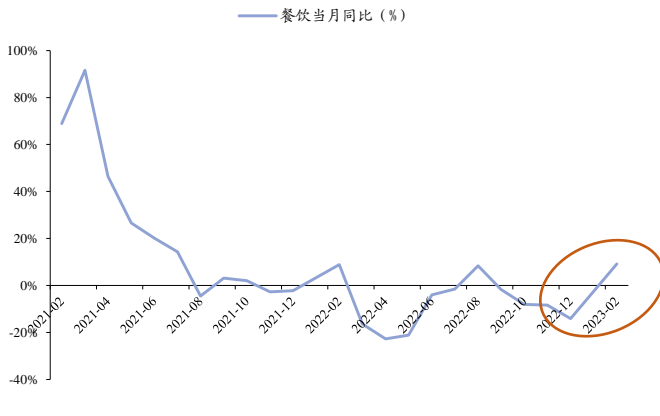
根据天猫平台数据,2021年-2022年仲景其他酱料业务表现有所波动,其中21M5、21M10相对同比增速较好,疫情期间22M3、22M4同比增长较快,后续22Q4同比增长较为乏力。

➤ 线下趋势:

根据社零数据,23年1-2月餐饮当月同比值为9.2%,限额以上餐饮当月同比值10.2%,均环比有所抬升,随着消费复苏的不断进行,渠道端经销商备货信心指数有望提升,消费端商超及其他生鲜超市的客流量有望恢复,收入端预计稳定增长。

图表 11 餐饮当月同比 (%)

图表 12 限额以上餐饮当月同比 (%)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

资料来源: WIND, 华安证券研究所

## 2 成本改善逻辑清晰, 具备业绩弹性

公司的主要原材料为香菇柄、花椒等,受市场供需关系、种植采收成本、国家政策等多种因素的影响,可能带来原材料价格的变动。

按照公司披露最近一期数据,2019年红花椒、青花椒&青红椒、香菇柄、一级大豆油、玻璃瓶占比当年营业成本比例为6.27%、9.57%、8.50%、5.45%、2.90%。

香辛料部分: 公司主要在收获季节应季采购(8月至次年1月),并冷藏贮存,以最大限度保留香辛料的风味物质,同时根据公司年度销售计划,结合对花椒市场行情的预判,适当调整采购量;对于其他香辛料原料,公司根据客户需求以及生产计划按需采购。



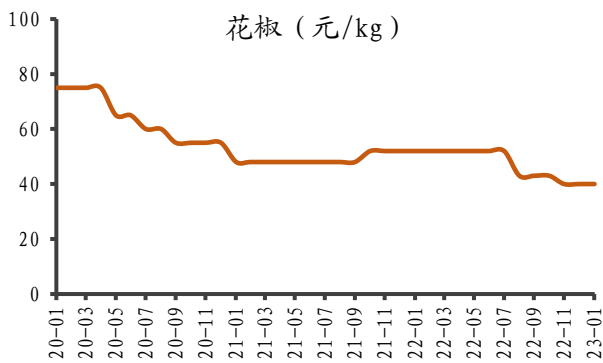
图表 13 主要原材料成本拆分情况

名称	2019 采购金额 (万元)	占营业成本比例
红花椒	3,312.13	6.27%
青花椒 青红椒	5,054.70	9.57%
香菇柄	4,489.17	8.50%
一级大豆油	2,875.72	5.45%
玻璃瓶	1,532.41	2.90%

资料来源：公司公告，华安证券研究所（根据招股说明书，2019 年营业总成本 5.28 亿元）

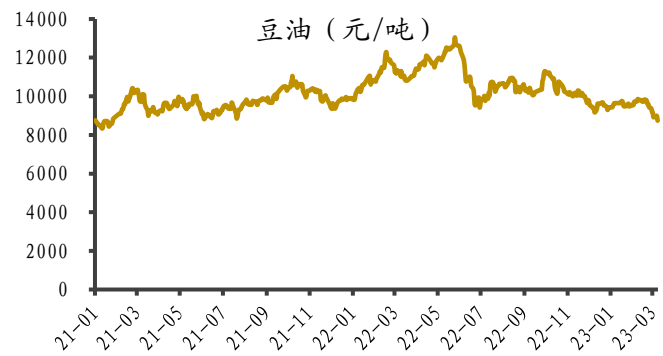
近期花椒、豆油、玻璃价格走势同比均有所回落，其中玻璃同比回落明显。

图表 14 花椒价格走势



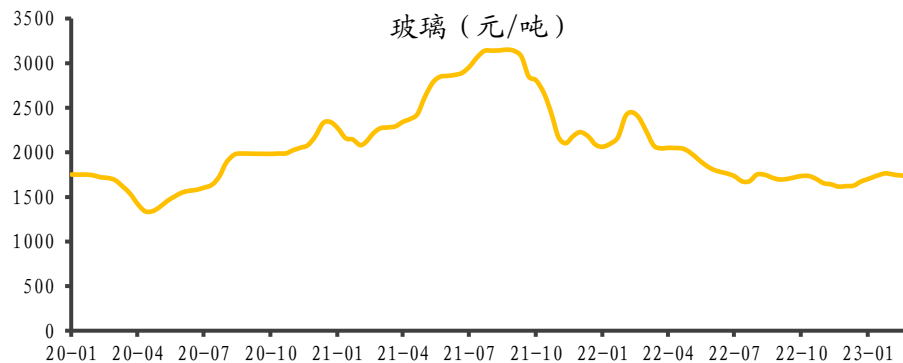
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 15 豆油价格走势



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 16 玻璃价格走势



资料来源：WIND，华安证券研究所

当季的原材料涨价或者降价期间，客户具备一定敏感性，此处仅考虑单边影响。

核心假设：

1) 香菇柄：预期全年实现平稳或微增，假设全年实现增长幅度为 0-2%。

2) 花椒: 2022 年 8-12 月花椒价格同比变动为-17.06%，若采购的花椒量足够 23 年全年，那么则 2023 年花椒部分采购价格同比变动为-17.06%。若该量不足支持 23 年全年，目前 23 年 1-2 月同比下滑幅度为-23.08%，则本次取平均值-20.07% 作为全年下滑假设值。

3) 大豆油: 23 年 1-2 月同比下滑幅度为 11.76%，以此为全年下滑假设。

4) 玻璃瓶: 23 年 1-2 月同比下滑幅度为 23.63%，以此为全年下滑假设。

结论:

中性假设: 成本下降比例为 3.86%。

乐观假设: 成本下降比例为 4.51%。

图表 17 中性假设下

名称	2019 采购金额 (万元)	占营业成本比例	预测下滑程度	加权下滑比例
红花椒	3,312.13	6.27%	-17.06%	-1.07%
青花椒、青 红椒	5,054.70	9.57%	-17.06%	-1.63%
香菇柄	4,489.17	8.50%	2%	0.17%
一级大豆 油	2,875.72	5.45%	-11.76%	-0.64%
玻璃瓶	1,532.41	2.90%	-23.63%	-0.69%
最终成本下降比例				-3.86%

资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 18 乐观假设下

名称	2019 采购金额 (万元)	占营业成本比例	预测下滑程度	加权下滑比例
红花椒	3,312.13	6.27%	-20.07%	-1.26%
青花椒、 青红椒	5,054.70	9.57%	-20.07%	-1.92%
香菇柄	4,489.17	8.50%	0%	0.00%
一级大豆油	2,875.72	5.45%	-11.76%	-0.64%
玻璃瓶	1,532.41	2.90%	-23.63%	-0.69%
最终成本下降比例				-4.51%

资料来源: WIND, 华安证券研究所

### 3 盈利预测与估值建议

我们预计公司营业收入保持稳健增长，调味酱和调味料业务均实现稳健增长，大单品保持产品生命力，新品葱油等产品快速放量，实现良好的均衡发展。22 年成本压力较大，花椒与大豆油同比增长较多，预计成本端 23 年承压改善，毛利率有所提升；公司预计较少空中投放力度，实现费效比优化，预计整体销售费用率稳中有降。结合以上，我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 8.88、10.22、11.33 亿元，同比增长分别为 10.1%、

15.1%、10.9%，22-24 年归母净利润为 1.21、1.55、1.85 亿元，同比增长分别为 1.7%、28.5%、19.5%，EPS 分别为 1.21、1.55、1.85 元/股，对应 PE 为 33、26、22 倍，维持“买入”评级。

## 4 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，食品安全事件。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	1193	1163	1308	1475	
现金	78	80	243	404	
应收账款	74	91	82	116	
其他应收款	1	2	2	2	
预付账款	2	8	9	10	
存货	238	176	174	134	
其他流动资产	800	806	799	808	
<b>非流动资产</b>	502	557	571	586	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	268	335	359	383	
无形资产	20	20	20	20	
其他非流动资产	214	202	192	183	
<b>资产总计</b>	1695	1720	1880	2061	
<b>流动负债</b>	138	93	98	94	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	102	66	67	60	
其他流动负债	36	27	31	34	
<b>非流动负债</b>	25	25	25	25	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	25	25	25	25	
<b>负债合计</b>	164	119	123	119	
少数股东权益	1	1	1	1	
股本	100	100	100	100	
资本公积	887	887	887	887	
留存收益	542	613	768	953	
归属母公司股东权益	1530	1600	1756	1941	
<b>负债和股东权益</b>	1695	1720	1880	2061	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	120	107	166	163	
净利润	118	120	155	185	
折旧摊销	28	12	8	9	
财务费用	0	0	0	0	
投资损失	-23	-22	-25	-26	
营运资金变动	-9	-13	22	-9	
其他经营现金流	131	141	139	199	
<b>投资活动现金流</b>	-169	-54	-4	-1	
资本支出	-236	-75	-29	-28	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	67	22	25	26	
<b>筹资活动现金流</b>	-54	-50	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-53	-50	0	0	
<b>现金净增加额</b>	-103	3	162	162	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	806	888	1022	1133	
营业成本	492	551	630	693	
营业税金及附加	6	7	7	7	
销售费用	130	151	168	185	
管理费用	42	45	51	56	
财务费用	-3	-4	-4	-12	
资产减值损失	-1	-12	-10	-9	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	23	22	25	26	
<b>营业利润</b>	133	134	173	208	
营业外收入	6	5	5	5	
营业外支出	4	1	1	1	
<b>利润总额</b>	135	138	177	212	
所得税	16	18	23	27	
<b>净利润</b>	118	120	155	185	
少数股东损益	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	119	121	155	185	
EBITDA	136	133	163	188	
EPS (元)	1.19	1.21	1.55	1.85	

**主要财务比率**

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.0%	10.1%	15.1%	10.9%
营业利润	-8.4%	1.1%	28.8%	20.1%
归属于母公司净利	-7.3%	1.7%	28.5%	19.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	39.0%	38.7%	39.2%	39.6%
净利率 (%)	14.7%	13.4%	15.0%	16.1%
ROE (%)	7.8%	7.5%	8.8%	9.5%
ROIC (%)	6.2%	6.6%	7.7%	8.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	9.6%	6.9%	6.6%	5.8%
净负债比率 (%)	10.7%	7.4%	7.0%	6.1%
流动比率	8.64	12.47	13.36	15.71
速动比率	6.88	10.46	11.45	14.12
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.53	0.58	0.58
应收账款周转率	11.11	10.91	12.00	11.61
应付账款周转率	5.88	6.55	9.47	10.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.19	1.21	1.55	1.85
每股经营现金流薄)	1.20	1.07	1.66	1.63
每股净资产	15.30	16.00	17.56	19.41
<b>估值比率</b>				
P/E	45.55	33.22	25.84	21.63
P/B	3.54	2.50	2.28	2.06
EV/EBITDA	39.21	29.48	23.11	19.20

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。