

2024年04月01日  
中炬高新(600872.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

调味品

## 发布三年规划及股权激励，锚定高速增长

### 事件：

中炬高新发布 2023 年年报，2023 年营收 51.39 亿元，同比-3.78%；归母净利 16.97 亿元，扭亏为盈；扣非归母净利 5.24 亿元，同比-5.79%。美味鲜实现营收 49.32 亿元，同比-0.45%。其中 23Q4 营收 11.86 亿元，同比-14.37%，归母净利 29.69 亿元，同比扭亏；扣非归母净利 0.61 亿元，同比-60.02%。

### 23Q4 改革期顺利过渡，2024 年轻装上阵

分产品看，2023 年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现营收 30.3/6.8/4.5/7.2 亿元，同比+0.1%/13.4%/-10.6%/-5.8%，23Q4 分别实现营收 6.7/1.9/1.1/1.5 亿元，同比-17.3%/+18.1%/-18.7%/-21.1%，23Q4 出现下滑主要系公司处于变革期，组织架构、营销人员调整、全员竞聘上岗等稳步推进，造成营收短期波动。目前新品减盐 30%特级生抽、酸菜鱼调料、厨邦拌馅鲜蚝油、厨邦精选料酒新品等逐步上市，产品矩阵持续丰富。分区域看，2023 年东/南/中西/北部分别实现营收 11.2/20.3/10.8/6.4 亿元，同比-1.5%/-0.3%/+7.4%/-10.3%，中西部表现亮眼，非主销区开拓成效渐显，2023 年公司新增 81 个达 2084 个经销商，以中西部和北部为主，落实“一户一策”，重新划分经销商资源属性进行针对性投放，2023 年末区县/地级市开发率达到 72.24%/94.36%。

### 原材料成本下行+产品结构优化促进毛利率同比+1pct

2023 年公司实现毛利率 32.7%，同比+1.0pct，其中美味鲜实现毛利率 32.7%，同比+1.9pct，主要系原材料成本下行及产品结构优化，高毛利鸡精鸡粉占比提升（2022 年占比 11.4%至 2023 年占比 13.3%，毛利率为 42.0%），实现销售/管理费用率 8.9%/6.6%，同比持平/+0.5pct，管理费用率增长主要系是解除劳动关系补偿、咨询费等支出增长。由于未决诉讼解决，公司转回已计提的 29.25 亿元预计负债，其中冲回 23H1 计提的预计负债 17.47 亿元，冲回 2022 年计提的预计负债 11.78 亿元，计入 2023 年营业外收入。综合实现归母净利率 29.3%，同比+40.4pct，扣非归母净利率 9.1%，同比-1.3pct。23Q4 实现毛利率 33.1%，同比+1.5pct，实现销售/管理费用率 10.7%/11.2%，同比+0.7/5.8pct，综合实现扣非归母净利率 5.2%，同比-5.9pct。

### 发布限制性股票激励计划，蓄势 3 年高速增长

公司发布 2024 年限制性股票激励计划，授予不超过 1438.80 万股限制性股票，占股本总额的 1.83%，授予价格为 14.19 元/股（3 月 29 日收盘价为 26.39 元/股），共授予 329 人（包括董事、高管、中层管理人员及核心骨干），2024-2026 年解限比例为 30%/35%/35%。考核条件为 2024 年营收同比 2023 年增长不低于 12%、营业利润率不低于

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	33.43 元
股价 (2024-03-29)	26.39 元

总市值(百万元)	20,726.07
流通市值(百万元)	20,726.07
总股本(百万股)	785.38
流通股本(百万股)	785.38
12 个月价格区间	21.3/39.26 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.7	-9.2	-15.0
绝对收益	4.3	-6.1	-26.7

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

侯雅楠 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070028

houyn2@essence.com.cn

### 相关报告

23Q4 改革稳步推进，2024 年轻装上阵	2024-01-31
重大诉讼有望和解，回购彰显长期信心	2023-12-28
高管人选靴子落地，赋能美味鲜长期增长	2023-10-19
餐饮市场稳步修复，渠道开发继续推进	2023-08-31
美味鲜增长亮眼，势能向上	2023-04-26

15%、净资产收益率不低于 14%；2025 年营收同比 2023 年增长不低于 32%（同比 2024 年增长 18%）、营业利润率不低于 16.5%、净资产收益率不低于 15.5%；2026 年营收同比 2023 年增长不低于 95%（同比 2025 年增长 48%）、营业利润率不低于 18%、净资产收益率不低于 20%。绑定核心员工利益，推动公司长远发展，考核目标设定积极，逐年提速，兼顾增长与资产质量，蓄势 3 年高速增长。

### 目 发布 3 年战略规划，再造新厨邦

公司发布美味鲜公司未来三年战略规划方案，战略目标为“再造一个新厨邦，实现发展高质量”，通过构建“精细营销、持续创新、精益运营”三大能力，以内涵+外延双轮驱动业绩高速增长，成为行业一流企业，深耕存量市场，稳定发展，快速打造全国性布局，并拓展海外市场。目标到 2026 年美味鲜公司营业收入目标 100 亿元、营业利润目标 15 亿元。公司从多个方面详细拆解支撑高速增长的动能，同时推出对应激励机制，我们认为公司改革成果有望不断释放，长期势能向上。

### 目 投资建议：

展望 2024 年，公司改革稳步推进，事业部架构及人员调整基本落地，推出激励绑定核心利益，叠加土地剥离及外延并购等预期，共同推动公司 3 年高速增长。我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 57.6/67.9/80.5 亿元，净利润分别为 7.5/9.6/12.4 亿元（已考虑股权激励费用影响，仅考虑内涵增长），维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 33.43 元，相当于 2024 年 35xPE。

### 目 风险提示：改革进展不及预期，原材料成本波动超预期，餐饮恢复不及预期等

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,341.0	5,139.1	5,760.4	6,788.5	8,048.1
净利润	-592.2	1,697.0	750.1	964.2	1,244.4
每股收益(元)	-0.75	2.16	0.96	1.23	1.58
每股净资产(元)	3.83	5.99	7.40	8.26	9.37

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-35.0	12.2	27.6	21.5	16.7
市净率(倍)	6.9	4.4	3.6	3.2	2.8
净利润率	-11.1%	33.0%	13.0%	14.2%	15.5%
净资产收益率	-19.7%	36.1%	12.9%	14.9%	16.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%
ROIC	27.4%	28.1%	18.7%	27.6%	34.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	5,341.0	5,139.1	5,760.4	6,788.5	8,048.1	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	3,647.9	3,458.2	3,825.9	4,466.6	5,229.1	营业收入增长率	4.4%	-3.8%	12.1%	17.8%	18.6%
营业税费	88.4	61.0	68.3	80.5	95.5	营业利润增长率	-19.6%	-10.3%	37.8%	30.1%	29.1%
销售费用	472.9	457.3	477.1	532.6	603.3	净利润增长率	-179.8%	-386.5%	-55.8%	28.5%	29.1%
管理费用	323.5	377.3	420.0	491.4	548.5	EBITDA 增长率	-18.8%	2.7%	19.1%	23.8%	27.6%
研发费用	178.6	180.6	186.1	191.6	197.4	EBIT 增长率	-24.0%	2.1%	26.3%	28.4%	31.8%
财务费用	-4.2	-6.0	-18.1	-37.5	-18.5	NOPLAT 增长率	2.1%	-26.3%	21.6%	26.9%	31.8%
资产减值损失	-	-33.2	-33.2	-33.2	-33.2	投资资本增长率	-28.1%	82.6%	-13.9%	5.2%	0.8%
加: 公允价值变动收益	-	0.5	-	-	-	净资产增长率	-18.5%	50.1%	21.3%	10.7%	12.5%
投资和汇兑收益	32.3	37.9	37.9	37.9	37.9						
<b>营业利润</b>	705.7	632.8	872.2	1,134.3	1,464.0	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-1,180.1	1,168.8	-	-	-	毛利率	31.7%	32.7%	33.6%	34.2%	35.0%
<b>利润总额</b>	-474.4	1,801.6	872.2	1,134.3	1,464.0	营业利润率	13.2%	12.3%	15.1%	16.7%	18.2%
减: 所得税	80.2	64.6	122.1	170.2	219.6	净利润率	-11.1%	33.0%	13.0%	14.2%	15.5%
<b>净利润</b>	-592.2	1,697.0	750.1	964.2	1,244.4	EBITDA/营业收入	15.6%	16.6%	17.7%	18.6%	20.0%
						EBIT/营业收入	12.4%	13.2%	14.8%	16.2%	18.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	108	123	114	89	68
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	75	104	99	83	82
货币资金	628.4	500.4	2,064.9	2,568.7	3,419.3	流动资产周转天数	214	244	285	306	309
交易性金融资产	0.1	220.5	220.5	220.5	220.5	应收帐款周转天数	4	6	5	5	5
应收帐款	70.3	91.8	61.2	124.5	104.7	存货周转天数	113	115	115	112	111
应收票据	1.1	-	1.7	0.3	1.9	总资产周转天数	409	453	467	451	423
预付帐款	17.6	14.6	12.8	23.1	19.7	投资资本周转天数	173	213	229	184	160
存货	1,669.7	1,618.0	2,050.5	2,158.7	2,812.3						
其他流动资产	850.1	1,287.5	988.6	1,042.1	1,106.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-19.7%	36.1%	12.9%	14.9%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-8.9%	25.9%	9.1%	11.0%	12.3%
长期股权投资	4.1	3.7	3.7	3.7	3.7	ROIC	27.4%	28.1%	18.7%	27.6%	34.5%
投资性房地产	513.3	487.1	487.1	487.1	487.1	<b>费用率</b>					
固定资产	1,608.5	1,906.2	1,748.5	1,590.8	1,433.2	销售费用率	8.9%	8.9%	8.3%	7.8%	7.5%
在建工程	497.0	242.2	242.2	242.2	242.2	管理费用率	6.1%	7.3%	7.3%	7.2%	6.8%
无形资产	188.5	181.5	174.6	167.7	160.8	研发费用率	3.3%	3.5%	3.2%	2.8%	2.5%
其他非流动资产	174.6	165.3	157.2	150.7	142.7	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.6%	-0.2%
<b>资产总额</b>	6,223.4	6,718.9	8,213.5	8,780.1	10,154.2	四费/营业收入	18.2%	19.6%	18.5%	17.4%	16.5%
短期债务	-	100.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	939.8	867.5	1,043.7	1,223.0	1,443.2	资产负债率	44.3%	22.6%	23.2%	20.4%	22.6%
应付票据	100.0	-	307.0	14.7	301.1	负债权益比	79.6%	29.2%	30.2%	25.7%	29.3%
其他流动负债	387.4	369.6	371.5	376.2	372.4	流动比率	2.27	2.79	3.14	3.80	3.63
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.10	1.58	1.95	2.47	2.30
其他非流动负债	1,331.3	181.2	181.2	181.2	181.2	利息保障倍数	-157.98	-111.98	-47.30	-29.25	-78.34
<b>负债总额</b>	2,758.5	1,518.4	1,903.4	1,795.0	2,298.0	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	455.7	495.8	495.8	495.8	495.8	DPS(元)	-	-	0.29	0.37	0.48
股本	785.4	785.4	785.4	785.4	785.4	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	2,807.0	4,503.9	5,029.0	5,703.9	6,575.0	股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%
<b>股东权益</b>	3,464.8	5,200.5	6,310.2	6,985.1	7,856.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	-0.75	2.16	0.96	1.23	1.58
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	3.83	5.99	7.40	8.26	9.37
净利润	-554.6	1,737.0	750.1	964.2	1,244.4	PE(X)	-35.0	12.2	27.6	21.5	16.7
加: 折旧和摊销	178.0	188.0	164.6	164.6	164.6	PB(X)	6.9	4.4	3.6	3.2	2.8
资产减值准备	-	33.2	-	-	-	P/FCF	82.8	1,134.7	17.3	26.3	17.0
公允价值变动损失	-	-0.5	-	-	-	P/S	3.9	4.0	3.6	3.1	2.6
财务费用	1.0	2.7	-18.1	-37.5	-18.5	EV/EBITDA	33.7	24.9	18.0	14.1	10.5
投资收益	-32.3	-37.9	-37.9	-37.9	-37.9	CAGR(%)	-220.2%	-10.5%	-1.5%	-220.2%	-10.5%
少数股东损益	37.7	40.1	-	-	-	PEG	0.2	-1.2	-18.8	-0.1	-1.6
营运资金的变动	2,259.7	-2,692.4	403.9	-345.1	-183.3	ROIC/WACC	3.5	3.6	2.4	3.5	4.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	677.7	841.9	1,262.6	708.3	1,169.3	REP	3.7	1.5	2.3	1.4	1.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-352.8	-877.1	37.9	37.9	37.9						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-173.1	-4.9	264.0	-242.4	-356.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034