

## 主营业务稳健增长, 23年经营改善可期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 全年实现收入53.4亿元, 同比+4.4%, 归母净利润为-5.9亿元, 同比-179.8%, 实现扣非归母净利润5.6亿元, 同比-22.6%; 其中22Q4实现收入13.8亿元, 同比-18.7%, 归母净利润为-10.1亿元, 同比-369.4%, 实现扣非归母净利润1.5亿元, 同比-57.9%。
- **主营业务平稳增长, 弱势市场表现良好。** 22年全年美味鲜子公司实现营收49.5亿元, 同比+7.3%; 分产品看, 全年公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入30.2/5.9/5.0/7.7亿元, 同比分别+7%/+9.2%/+1.9%/+9.3%, 整体来看, 除食用油受涨价因素影响全年增速较低外, 其他主营产品类均维持稳定增速。分区域看, 22年公司东部/南部/中西部/北部/地区收入分别同比+0.7%/+7%/+11.2%/+12.6%, 其中东部区域增速较低主要系疫情冲击餐饮渠道; 中西部及北部区域得益于公司加大薄弱市场开拓力度, 全年均实现双位数以上增长。渠道方面, 公司加大空白市场招商力度, 报告期内经销商数量净增长301家至2003家, 全国地级市开发率93.5%, 区县市场累计开发率68.1%; 此外公司持续发力新零售及电商平台, 22年线上直营收入同比增长53.8%至1.1亿元。
- **成本端压力明显, 诉讼计提减值致使亏损。** 2022年公司整体毛利率为31.7%, 同比下降3.2pp, 其中美味鲜毛利率为30.7%, 同比下降2.7pp。全年毛利率承压主要受制于1) 大豆、PET瓶片等原材料价格上涨; 2) 低毛利大容量产品占比增长, 部分稀释毛利水平。费用方面, 全年销售费用率同比增加1.1pp至6.1%, 主要系销售人员薪酬支出增加及业务费增加影响; 全年管理费用率同比增长0.1pp至6.8%, 主要由于本年发放稳岗补贴及计提绩效奖金增加(上年未完成考核目标)、管理人员薪酬支出同比增加影响。22年公司因与工业联合的未决诉讼计提预计负债约11.8亿元致使利润端显著承压, 若剔除该因素影响, 公司全年实现归母净利润5.9亿元, 同比-21%。成本端压力显著, 致使公司全年归母净利率在剔除诉讼影响后, 仍同比下降3.5pp至11%。
- **多管齐下做深酱油, 23年业绩值得期待。** 1) 产品端方面, 公司将持续推进中档减盐系列酱油开发, 拥抱消费者健康需求爆发下的零添加风潮, 打造全系减盐产品矩阵。2) 渠道端方面, 公司在坚持“稳定KA、发展BC、提振二批、攻坚餐饮”的思想基础上, 通过提升经销商密度与终端直控率等手段, 持续发力市场精细化开发, 23年预计经销商数量有望突破2200家。3) 品牌端方面, 公司发挥厨邦现有品牌特点的基础上, 通过空中+地面以及自媒体渠道等多维度发力, 逐步提升全国品牌知名度。2023年在餐饮渠道以及消费复苏的大趋势下, 公司产品渠道品牌三面发力巩固核心酱油品类优势, 业绩高增值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.96元、1.16元、1.35元, 对应动态PE分别为39倍、32倍、28倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 餐饮端回暖不及预期风险, 市场竞争加剧风险。

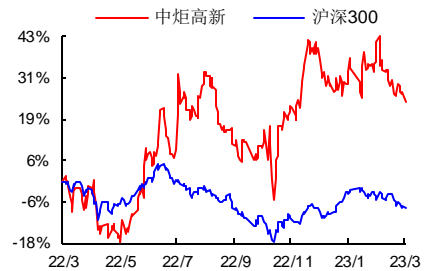
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5341.04	5836.68	6461.89	7094.02
增长率	4.41%	9.28%	10.71%	9.78%
归属母公司净利润(百万元)	-592.25	753.13	911.10	1056.84
增长率	-179.82%	227.17%	20.97%	16.00%
每股收益EPS(元)	-0.75	0.96	1.16	1.35
净资产收益率ROE	-16.01%	18.49%	8.83%	18.57%
PE	-50	39	32	28
PB	8.50	6.59	5.64	4.84

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn  
联系人: 舒尚立  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.85
流通A股(亿股)	7.85
52周内股价区间(元)	23.56-40.92
总市值(亿元)	277.55
总资产(亿元)	59.18
每股净资产(元)	4.81

### 相关研究

1. 中炬高新(600872): 经营进展顺利, 估值修复可期 (2022-10-30)
2. 中炬高新(600872): 员工持股计划落地, 彰显未来发展信心 (2022-09-01)
3. 中炬高新(600872): 主业整体回暖, 经营改善可期 (2022-08-19)
4. 中炬高新(600872): 调味品主业收入承压, 基本面持续改善可期 (2022-04-26)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：量方面，得益于疫后餐饮场景持续恢复以及居民消费力回升，同时公司积极发力以复调为代表的其他调味品业务，2023-2025 年调味品销量增速为 7.9%、10.0%、10.5%。

假设 2：价方面，随着公司积极拥抱零添加叠加消费者健康意识觉醒，整体产品结构升级趋势持续，调味品毛利率 2023-2025 年分别为 32.7%、33.6%、34.6%。

假设 3：随着公司持续聚焦调味品主业，有序推进房地产业务剥离，其他业务合计 2023-2025 年毛利率分别为 48.0%、48.4%、48.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
调味品合计	收入	4,888.0	5,340.8	5,940.3	6,546.4
	增速	7.1%	9.3%	11.2%	10.2%
	毛利率	30.2%	32.7%	33.6%	34.6%
其中：酱油	收入	3025.0	3238.6	3468.5	3590.4
	增速	7.0%	14.6%	7.1%	3.5%
	毛利率	35.1%	39.0%	41.00%	44.00%
其中：鸡精鸡粉	收入	595.9	662.0	705.5	726.8
	增速	9.2%	21.3%	6.6%	3.0%
	毛利率	39.4%	41.0%	42.00%	43.00%
其中：食用油	收入	499.1	539.3	571.7	600.3
	增速	1.9%	10.1%	6.0%	5.0%
	毛利率	6.5%	7.0%	7.25%	7.50%
其中：其他调味品	收入	768.0	900.9	1194.6	1628.8
	增速	9.3%	28.2%	32.6%	36.4%
	毛利率	19.2%	19.5%	19.8%	20.0%
其他业务合计	收入	453.1	495.9	521.6	547.6
	增速	-17.7%	9.4%	5.2%	5.0%
	毛利率	47.7%	48.0%	48.4%	48.9%
合计	收入	5,341.0	5,836.7	6,461.9	7,094.0
	增速	4.4%	9.3%	10.7%	9.8%
	毛利率	31.7%	34.0%	34.8%	35.7%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5341.04	5836.68	6461.89	7094.02	净利润	-554.56	826.13	984.10	1129.84
营业成本	3647.88	3850.96	4213.75	4563.29	折旧与摊销	178.01	236.36	258.53	275.56
营业税金及附加	88.37	96.57	106.92	117.37	财务费用	-4.19	2.87	2.11	-0.29
销售费用	472.90	589.50	678.50	780.34	资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	323.54	321.02	348.94	390.17	经营营运资本变动	-165.43	-285.91	-125.28	-160.62
财务费用	-4.19	2.87	2.11	-0.29	其他	1223.87	-93.85	-88.21	-87.26
资产减值损失	-0.04	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>677.65</b>	<b>685.60</b>	<b>1031.25</b>	<b>1157.23</b>
投资收益	32.28	90.00	90.00	90.00	资本支出	-220.76	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.17	0.08	0.10	其他	-132.03	88.17	88.08	88.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-352.79</b>	<b>-61.83</b>	<b>-61.92</b>	<b>-61.90</b>
<b>营业利润</b>	<b>705.69</b>	<b>1065.92</b>	<b>1201.76</b>	<b>1333.23</b>	短期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1180.10	-94.00	-44.00	-4.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-474.41</b>	<b>971.92</b>	<b>1157.76</b>	<b>1329.23</b>	股权融资	-99.50	0.00	0.00	0.00
所得税	80.15	145.79	173.66	199.38	支付股利	-231.30	177.67	-225.94	-273.33
净利润	-554.56	826.13	984.10	1129.84	其他	157.66	-5.20	-2.11	0.29
少数股东损益	37.69	73.00	73.00	73.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-173.13</b>	<b>272.47</b>	<b>-228.05</b>	<b>-273.04</b>
归属母公司股东净利润	-592.25	753.13	911.10	1056.84	<b>现金流量净额</b>	<b>151.87</b>	<b>896.24</b>	<b>741.28</b>	<b>822.29</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	628.36	1524.60	2265.88	3088.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	89.04	90.78	101.18	111.17	销售收入增长率	4.41%	9.28%	10.71%	9.78%
存货	1669.71	1868.96	2019.09	2179.72	营业利润增长率	-19.58%	51.05%	12.74%	10.94%
其他流动资产	850.22	929.11	1028.62	1129.23	净利润增长率	-170.72%	248.97%	19.12%	14.81%
长期股权投资	4.15	4.15	4.15	4.15	EBITDA 增长率	-16.62%	48.39%	12.05%	9.99%
投资性房地产	513.32	513.32	513.32	513.32	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2105.52	2029.99	1932.28	1817.55	毛利率	31.70%	34.02%	34.79%	35.67%
无形资产和开发支出	189.98	182.15	174.32	166.50	三费率	14.83%	15.65%	15.93%	16.50%
其他非流动资产	173.09	172.09	171.09	170.09	净利率	-10.38%	14.15%	15.23%	15.93%
<b>资产总计</b>	<b>6223.38</b>	<b>7315.14</b>	<b>8209.93</b>	<b>9179.88</b>	ROE	-16.01%	18.49%	18.83%	18.57%
短期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	ROA	-8.91%	11.29%	11.99%	12.31%
应付和预收款项	917.17	1044.95	1146.64	1226.40	ROIC	26.32%	32.00%	34.02%	36.58%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.47%	22.36%	22.63%	22.67%
其他负债	1841.37	1702.23	1737.18	1770.85	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2758.54</b>	<b>2847.18</b>	<b>2983.82</b>	<b>3097.25</b>	总资产周转率	0.88	0.86	0.83	0.82
股本	785.38	785.38	785.38	785.38	固定资产周转率	3.33	3.52	3.80	4.27
资本公积	3.23	3.23	3.23	3.23	应收账款周转率	116.20	108.22	117.40	114.21
留存收益	2803.74	3734.55	4419.71	5203.22	存货周转率	2.18	2.18	2.17	2.17
归属母公司股东权益	3009.13	3939.25	4624.41	5407.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.89%	—	—	—
少数股东权益	455.71	528.71	601.71	674.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3464.84</b>	<b>4467.96</b>	<b>5226.12</b>	<b>6082.63</b>	资产负债率	44.33%	38.92%	36.34%	33.74%
负债和股东权益合计	6223.38	7315.14	8209.93	9179.88	带息债务/总负债	0.00%	3.51%	3.35%	3.23%
					流动比率	2.27	2.91	3.28	3.69
					速动比率	1.10	1.68	2.05	2.45
					股利支付率	-39.05%	-23.59%	24.80%	25.86%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	879.51	1305.15	1462.40	1608.49	每股收益	-0.75	0.96	1.16	1.35
PE	-49.73	39.11	32.33	27.87	每股净资产	4.41	5.69	6.65	7.74
PB	8.50	6.59	5.64	4.84	每股经营现金	0.86	0.87	1.31	1.47
PS	5.51	5.05	4.56	4.15	每股股利	0.29	-0.23	0.29	0.35
EV/EBITDA	30.86	20.18	17.50	15.40					
股息率	0.79%	—	0.77%	0.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn