

中炬高新(600872)

报告日期: 2023年07月06日

治理改善, 涅槃在即

——中炬高新更新报告

投资要点

- **23H2 实控人变更有望落地, 经营改善与估值修复可期**
当前中山政府与宝能持股比例差距为 10.39%, 中山政府/宝能持股比例分别为 19.81%/9.42%, 具体来看:
 - 1) 23H1 已有 4.33% 宝能股权被拍卖, 中山政府持股比例上升至 19.81%: ①3月21日 1.53% 的股权(债权人为浦发银行)已被拍卖, 中山政府以 33.8 元/股价格拍下; ②4月13日 1.06% 的股权(债权人为交银金租)已被拍卖, 中山政府以 34.1 元/股价格拍下; ③5月25日 1.52% 的股权(债权人为渤海信托)通过大宗减持, 中山政府以 32.87 元/股增持; ④6月7日, 0.22% 的股权(债权人为渤海信托)通过大宗减持, 由中山政府增持。
 - 2) 23H2 仍有约 5% 宝能股权将被拍卖: 债权人分别为中航信托(股权占比 2.66%)、浦发银行等。
 - 3) 当前董事会席位构成: 董事会共 6 席, 其中宝能 4 席、中山政府 2 席; 独立董事共 3 席, 其中宝能举荐席位占 2 席, 目前宝能与中山政府董事会席位比例为 6:3, 中山政府需拿下 2 席即可成为实控人。监事会共 3 席, 宝能、中山政府各 1 席, 职工监事 1 席。
- **23 年基本面持续改善, 全年目标完成无虞**
 - 1) 收入端: 我们预计公司 23 年有望实现稳健增长, 完成全年任务目标无虞。
 - ①分区域: 23Q2 主销区增长稳健, 非主销区受益于空白市场开发红利, 渠道持续拓展, 我们预计增速将高于主销区;
 - ②分产品: 核心品类高鲜酱油稳健增长, 23H1 顺势推出零添加酱油产品, 同时储备减盐酱油产品, 公司产品矩阵愈发完善;
 - ③分渠道: C 端打磨经销商体系, 不断提高平均经销商销售体量以运营质量, 持续做好渠道下沉与深耕; 餐饮渠道继续推进厨师俱乐部活动、开拓餐饮经销商、推广餐饮组合装等, 拓展餐饮渠道增长空间。
 - 2) 盈利端: 若成本下行逻辑兑现, 盈利能力有望加速修复。
- **如何看中炬长期空间? ——解答市场担忧的三大问题**
 - 1) 担忧一: 餐饮渠道易守难攻, 公司能否在餐饮渠道实现突破?
我们认为: ①餐饮长期景气度高且集中度仍有提升空间, 公司进攻餐饮渠道势在必行: 人口增长以及外卖兴起将带动餐饮行业持续扩容和消费升级, 且餐饮渠道集中度有待提升, 中炬未来在餐饮渠道拓展空间大, 且消费升级使得中炬的高品质产品在餐饮渠道具有突围的基础; ②中炬组合拳打法有望于餐饮渠道突围: 中炬产品品质&产品矩阵具备突围基础, 通过差异化措施(切入凉菜餐饮+推进餐批旗舰店建设)和常规化措施(匹配大包装产品+加大经销商扶持力度+开展厨师训练营)发力餐饮渠道, 目前已有成效。对标龙头海天味业餐饮渠道占比水平, 长期看公司餐饮渠道占比仍有较大提升空间。
 - 2) 担忧二: 公司区域发展不均且存在一定空白市场, 全国化进程能否加速完成?
我们认为: ①全国渠道扩张与渠道下沉空间较大: 公司根据市场成熟度将全国划分为五级市场, 在成熟区域进行通过品类延伸进行渠道下沉, 在非成熟区域对空白市场进行渠道扩张。②若后续治理改善后, 释放管理效率与销售团队执行力, 全国化扩张有望加速。
 - 3) 担忧三: 行业格局竞争加剧, 公司盈利能力能否持续提升?
我们认为: 长期来看盈利能力将稳步提升: ①产能释放&智能化有望提升毛利率: 公司酱油毛利率低于海天味业, 未来公司通过产能扩张实现多品类发展, 并通过厨邦智造和自动化生产线提高效率降低成本, 毛利率提升空间大; ②管理提效有望提振净利率: 公司与海天扣非归母净利润率相差 10% 以上, 核心差异在管理费用率, 2012-2022 年平均管理费用率中炬约为海天的 2.5 倍, 近年来中炬管理

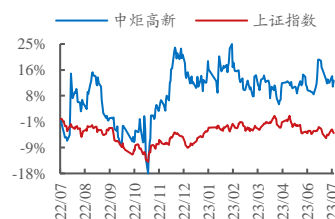
投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 37.00
总市值(百万元)	29,058.91
总股本(百万股)	785.38

股票走势图



相关报告

- 1 《复苏表现亮眼, 全年弹性可期》 2023.04.28
- 2 《价值闪耀, 静待涅槃》 2023.03.26
- 3 《中炬高新 22 年三季报点评: 稳健增长, 势能犹存》 2022.10.28

费用率呈现持续下降的趋势，随着实控人变更后管理改善+剥离房地产业务+股权激励预期落地，未来公司管理费用有望进一步降低，公司的净利率将稳步提升。

□ 盈利预测及估值

预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 5.2%/13.2%/13.9%；归母净利润增速分别为 214.6%/32.0%/20.4%；PE 为 43/32/27 倍。

□ 风险提示

需求恢复不及预期，成本上行超预期。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5341	5620	6359	7246
(+/-) (%)	4.4%	5.2%	13.2%	13.9%
归母净利润	-592	679	896	1079
(+/-) (%)	-179.8%	214.6%	32.0%	20.4%
每股收益(元)	-0.8	0.9	1.1	1.4
P/E	-	42.8	32.4	26.9

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3237	4276	4537	5464
现金	628	1283	1488	2121
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	51	42	49	60
其它应收款	21	30	31	34
预付账款	18	12	16	19
存货	1670	1909	2060	2316
其他	850	1001	893	915
非流动资产	2986	2979	3023	3041
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4	5	5	4
固定资产	1609	1672	1734	1765
无形资产	188	173	158	144
在建工程	497	433	430	439
其他	688	697	697	689
资产总计	6223	7255	7561	8505
流动负债	1427	1520	1714	1857
短期借款	0	0	0	0
应付款项	751	840	990	1058
预收账款	0	0	0	0
其他	676	680	724	799
非流动负债	1331	1313	926	1124
长期借款	0	0	0	0
其他	1331	1313	926	1124
负债合计	2759	2832	2640	2981
少数股东权益	456	488	522	556
归属母公司股东权益	3009	3934	4398	4967
负债和股东权益	6223	7255	7561	8505

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	678	504	748	1233
净利润	(555)	711	930	1114
折旧摊销	178	120	131	141
财务费用	(4)	(10)	(16)	(22)
投资损失	(32)	(52)	(40)	(41)
营运资金变动	985	(17)	(111)	295
其它	106	(249)	(145)	(252)
投资活动现金流	(353)	(76)	(132)	(119)
资本支出	(219)	(105)	(175)	(166)
长期投资	41	(25)	3	6
其他	(175)	54	40	41
筹资活动现金流	(173)	227	(411)	(482)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(173)	227	(411)	(482)
现金净增加额	152	655	205	633

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5341	5620	6359	7246
营业成本	3648	3835	4237	4819
营业税金及附加	88	93	117	125
营业费用	473	449	470	521
管理费用	324	298	305	312
研发费用	179	169	191	217
财务费用	(4)	(10)	(16)	(22)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	32	52	40	41
其他经营收益	40	24	25	25
营业利润	706	860	1120	1340
营业外收支	(1180)	(14)	(13)	(14)
利润总额	(474)	847	1107	1326
所得税	80	135	177	212
净利润	(555)	711	930	1114
少数股东损益	38	33	34	35
归属母公司净利润	(592)	679	896	1079
EBITDA	(306)	952	1217	1440
EPS (最新摊薄)	(0.75)	0.86	1.14	1.37

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	4.41%	5.22%	13.15%	13.95%
营业利润	-19.58%	21.93%	30.13%	19.66%
归属母公司净利润	-179.82%	214.59%	32.03%	20.45%
获利能力				
毛利率	31.70%	31.75%	33.37%	33.49%
净利率	-10.38%	12.66%	14.62%	15.37%
ROE	-15.35%	17.21%	19.18%	20.67%
ROIC	-18.78%	17.77%	20.73%	21.96%
偿债能力				
资产负债率	44.33%	39.04%	34.92%	35.05%
净负债比率	0.06%	0.04%	0.05%	0.05%
流动比率	2.27	2.81	2.65	2.94
速动比率	1.10	1.56	1.45	1.70
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.83	0.86	0.90
应收账款周转率	134.48	124.99	145.44	138.13
应付账款周转率	5.69	5.81	5.90	5.94
每股指标(元)				
每股收益	-0.75	0.86	1.14	1.37
每股经营现金	0.86	0.64	0.95	1.57
每股净资产	3.83	5.01	5.60	6.32
估值比率				
P/E	-49.07	42.82	32.43	26.92
P/B	9.66	7.39	6.61	5.85
EV/EBITDA	-94.13	29.69	23.09	19.09

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>