

2023年07月09日

治理结构改善可期，重申买入评级

中炬高新(600872)

评级:	买入	股票代码:	600872
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	42.54/26.47
目标价格:		总市值(亿)	290.90
最新收盘价:	37.04	自由流通市值(亿)	290.90
		自由流通股数(百万)	785.38

事件概述

公司监事会收到火炬集团、鼎晖隽禹及鼎晖按邨《关于提请召开2023年第一次临时股东大会的函》，监事会于7月6日召开第十届监事会第八次（临时）会议，审议通过了《关于召开中炬高新2023年第一次临时股东大会的议案》，监事会作为召集人将召开公司2023年第一次临时股东大会，审议相关股东提请的议案。

分析判断:

▶ 此次议案主要为调整董事人选

此次股东大会审议议案主要为罢免何华女士、黄炜先生、曹建军先生、周艳梅女士四位董事，选举梁大衡先生、林颖女士、刘戈锐先生、刘锺辉先生为公司非独立董事。公司现有非独立董事6名，如若此次罢免议案通过，宝能系非独立董事将全部从公司董事会中退出。根据公告介绍，新提名的4位董事有三位隶属于国资委体系，1位隶属于鼎晖投资，加上此次未被提议罢免的2位董事，如若此次议案股东大会投票通过，公司新的董事会将发生重大变化。

▶ 治理结构有望改善，管理效率提升可期

此次提请召开股东大会的三位股东合计持股比例达到16.42%，根据公司公告，火炬集团及一致行动人实际持股比例超过19%，远超中山润田的持股比例。如若此次议案股东大会投票通过，后续董事会将改组，公司人员稳定性和积极性将进一步提升，治理结构有望改善，有利于公司稳健经营，内部管理效率提升可期。

▶ 调味品主业平稳恢复，逐步走出盈利低谷

2023年外部环境明显改善，调味品行业有望随着餐饮消费恢复+家庭零售产品升级实现恢复性增长，同时核心原材料黄豆和包材等价格下行预计也将提升行业利润弹性。

我们认为公司Q2调味品主业收入端有望延续Q1平稳增长态势，餐饮端恢复快于家庭零售端，库存维持良性；成本端受益于黄豆等原材料价格下行，带动毛利率改善，看好主业紧抓行业恢复机遇，经营稳中有升。展望全年来看，公司渠道营销端将继续贯彻稳步发展东南沿海，重点提升中北部和东北市场，加速开拓西南区域，逐步推进西北市场的发展策略，推动经销商数量稳步增加；产品端加快中档减盐酱油产品的开发，加快零添加减盐酱油和其他品类减盐新品的开发筹备；品牌端继续稳步提升并夯实品牌知名度，有望推动23年公司调味品主业持续回暖，走出盈利低谷。

投资建议

根据行业最新变化，我们下调公司23-25年营收59.34/67.83/75.85亿元的预测到56.34/63.83/71.85亿元；下调23-25年EPS 0.92/1.10/1.28元的预测到0.88/1.03/1.21元；对应2023年7月7日收盘价37.04元/股，PE分别为42/36/31倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

实控人变更、行业竞争加剧、餐饮渠道扩张不达预期

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,634	6,383	7,185
YoY (%)	-0.2%	4.4%	5.5%	13.3%	12.6%
归母净利润(百万元)	742	-592	688	811	951
YoY (%)	-16.6%	-179.8%	216.2%	17.8%	17.3%
毛利率 (%)	34.9%	31.7%	32.9%	33.3%	33.6%
每股收益(元)	0.94	-0.77	0.88	1.03	1.21
ROE	19.4%	-19.7%	18.6%	18.0%	17.4%

市盈率	39.27	-48.22	42.26	35.89	30.59
-----	-------	--------	-------	-------	-------

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,341	5,634	6,383	7,185	净利润	-555	732	862	1,012
YoY (%)	4.4%	5.5%	13.3%	12.6%	折旧和摊销	180	122	128	134
营业成本	3,648	3,778	4,258	4,769	营运资金变动	1,104	70	-62	198
营业税金及附加	88	96	109	122	经营活动现金流	678	873	870	1,277
销售费用	473	490	549	604	资本开支	-341	-236	-236	-236
管理费用	324	310	345	381	投资	-45	0	0	0
财务费用	-4	-9	-12	-16	投资活动现金流	-353	-180	-172	-164
研发费用	179	186	211	237	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	32	56	64	72	筹资活动现金流	-173	0	0	0
营业利润	706	867	1,020	1,196	现金净流量	152	694	698	1,113
营业外收支	-1,180	-6	-6	-6					
利润总额	-474	861	1,014	1,190	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	80	129	152	179	成长能力 (%)				
净利润	-555	732	862	1,012	营业收入增长率	4.4%	5.5%	13.3%	12.6%
归属于母公司净利润	-592	688	811	951	净利润增长率	-179.8%	216.2%	17.8%	17.3%
YoY (%)	-179.8%	216.2%	17.8%	17.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	-0.77	0.88	1.03	1.21	毛利率	31.7%	32.9%	33.3%	33.6%
					净利率	-11.1%	12.2%	12.7%	13.2%
					总资产收益率 ROA	-9.5%	9.7%	10.1%	10.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	-19.7%	18.6%	18.0%	17.4%
货币资金	628	1,322	2,020	3,133	偿债能力 (%)				
预付款项	18	15	13	15	流动比率	2.27	2.59	2.91	3.09
存货	1,670	1,689	1,859	1,929	速动比率	0.49	0.91	1.26	1.64
其他流动资产	922	941	977	999	现金比率	0.44	0.86	1.21	1.59
流动资产合计	3,237	3,967	4,869	6,076	资产负债率	44.3%	40.6%	37.3%	35.2%
长期股权投资	4	4	4	4	经营效率 (%)				
固定资产	1,609	1,637	1,659	1,675	总资产周转率	0.88	0.85	0.84	0.82
无形资产	188	188	188	188	每股指标 (元)				
非流动资产合计	2,986	3,094	3,196	3,293	每股收益	-0.77	0.88	1.03	1.21
资产合计	6,223	7,062	8,065	9,369	每股净资产	3.83	4.71	5.74	6.95
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.86	1.11	1.11	1.63
应付账款及票据	751	928	995	1,207	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	676	605	680	759	估值分析				
流动负债合计	1,427	1,533	1,675	1,966	PE	-48.22	42.26	35.89	30.59
长期借款	0	0	0	0	PB	9.62	7.51	6.16	5.08
其他长期负债	1,331	1,331	1,331	1,331					
非流动负债合计	1,331	1,331	1,331	1,331					
负债合计	2,759	2,865	3,006	3,298					
股本	785	785	785	785					
少数股东权益	456	500	551	612					
股东权益合计	3,465	4,197	5,059	6,071					
负债和股东权益合计	6,223	7,062	8,065	9,369					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。