



中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

如何看待当下中炬预期差？

投资逻辑：

预期差 1 (行业层面)：C 端仍具备较强的升级潜力。公司 C 端占比 70%+，在行业向功能化、细分化、健康化升级过程中，均价有较大提升空间。据欧睿，19-22 年我国调味品行业零售额 CAGR 为 6.3%，其中量/价分别-1.0%/+7.3%。尽管宏观环境变化致 B 端受损，调味品仍具备韧性增长，销量驱动因素转向家庭消费，且伴随着 C 端产品结构升级，价增贡献更为显著。

龙头集中度有望进一步提升。公司所处酱油行业龙二地位，预计通过省外空白市场开发及产品矩阵补齐，市占率持续提升。据调味品协会数据显示，百强企业中生产酱油企业数量自 20-22 年从 35 家减少至 31 家，且百强酱油产量占比全国产量自 17 年 51%提升至 21 年 76%。在行业需求和成本多方承压背景下，小企业逐步出清，而龙头通过渠道、产品、库存策略调整，市场地位依旧稳固。

预期差 2 (公司层面)：股权和人事变革落地，经营效率有望提升。22 年起中山润田因债务问题连续被动减持，23 年初火炬集团引入一致行动人鼎晖联合在二级市场逐步增持，重回大股东地位。23 年 10 月聘任新管理层，大多数具备华润工作背景，在品牌运作、渠道运营、终端管理方面经验丰富。参考近年来华润管理层赋能案例，公司亦有望在战略执行、渠道资源、经营效率等方面受益。

预期差 3 (投资层面)：利润率挖潜空间大，中性假设看涨 25%+。23Q1-Q3 公司净利率较海天/千禾分别低 11.4pct/4.8pct，差异体现在生产、采购、人员薪酬等环节，新管理层上任后积极推进业务流程再造、供应链优化、绩效市场化改革等动作，业绩弹性有望释放。据不同收入增速、利润率假设的情景分析，结合可比公司 25 年 PE 均值约 23x，至 25 年中性条件下市值空间看涨 28%~45%。

盈利预测、估值和评级

据公司近期披露《关于重大诉讼进展公告》显示，随着诉讼完结，预提负债冲回，23 年业绩将扭亏为盈。预计 23-25 年公司归母净利润分别为 16.84/7.68/9.81 亿元，同比扭亏为盈/-54%/+28%。预计 23-25 年公司主业（美味鲜子公司）归母净利润分别为 5.3/7.4/9.6 亿元，分别同比-3.2%/+40%/+30%，给予其行业平均 PE (24 年 28x)，并给予 1600 亩土地约 56 亿元估值，合理市值为 263 亿元，目标价 33.51 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险、市场声誉风险、渠道扩张不及预期风险、治理改善不及预期风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

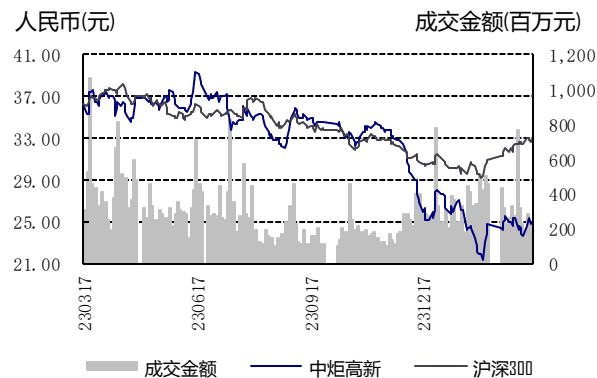
chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.85 元

目标价 (人民币)：33.51 元

相关报告：

1. 《中炬高新公司点评：主业表现稳健，利润弹性释放》，2023.10.19
2. 《中炬高新公司点评：主业稳健增长，期待治理改善》，2023.8.31
3. 《中炬高新公司点评：主业经营回暖，盈利修复》，2023.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,318	6,004	6,968
营业收入增长率	-0.15%	4.41%	-0.44%	12.90%	16.06%
归母净利润(百万元)	742	-592	1,684	768	981
归母净利润增长率	-16.63%	-179.82%	NA	-54.42%	27.78%
摊薄每股收益(元)	0.931	-0.754	2.144	0.977	1.249
每股经营性现金流净额	1.27	0.86	-0.53	1.46	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.36%	-19.68%	39.16%	16.15%	18.36%
P/E	40.77	NA	11.59	25.43	19.90
P/B	7.89	9.62	4.54	4.11	3.65

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、行业层面具备哪些变化？	4
1.1 餐饮需求复苏，居民结构升级	4
1.2 行业竞争加剧，龙头提升市占率	6
1.3 成本压力减轻，利润弹性释放	7
二、公司层面具备哪些变化？	9
2.1 股权问题逐步理顺，新管理层激发活力	9
2.2 产品差异化竞争，渠道有望填补空白	11
2.3 市场化机制改革，期间费率有望优化	14
三、如何看待当下投资回报率？	15
3.1 土地部分估值	15
3.2 主营业务盈利预测	15
3.3 估值与投资建议	17
四、风险提示	18

图表目录

图表 1：调味品行业餐饮渠道占比约 50%	4
图表 2：20-23 年期间调味品行业增速明显放缓	4
图表 3：20 年后调味品行业受价增驱动明显	4
图表 4：19-23 年 B 端销量略有下滑	4
图表 5：23 年全国社会零售餐饮收入逐步恢复	5
图表 6：餐饮零售收入 19-23 年复合增速仅 3%	5
图表 7：餐饮恢复存在分化，大 B 表现好于小 B	5
图表 8：2019-2022 年期间餐饮连锁化率逐步提升	5
图表 9：线下商超数据显示零添加酱油销售占比稳步提升	6
图表 10：日本酱油 90 年代后仍呈明显升级态势	6
图表 11：酱油品类中减盐及功能性单品溢价率更高	6
图表 12：调味品行业竞争格局仍较为分散（单位：%）	6
图表 13：调味品保持“一超多强”局势	6
图表 14：百强企业酱油产量增长放缓，部分企业出清	7
图表 15：百强企业酱油销售单价逐步提升	7
图表 16：22 年起海天酱油品类收入下滑（单位：亿元）	7
图表 17：千禾 22 年借助零添加风潮酱油收入加速扩张	7
图表 18：酱油生产成本中大豆、包材占比较高	8



图表 19:	大豆、豆粕价格自 23 年起具备双位数降幅.....	8
图表 20:	19-23 年各公司毛利率均呈现下滑趋势.....	8
图表 21:	20-22 年各公司酱油吨直接材料涨幅超 10%.....	8
图表 22:	酱油原料配方、包装不同造成生产成本差异.....	9
图表 23:	公司酱油吨直接材料成本显著高于同行 (单位: 元/吨)	9
图表 24:	公司酱油吨制造费用成本显著高于同行 (单位: 元/吨)	9
图表 25:	2023 年股权问题逐步理顺, 火炬集团及其一致行动人重回第一大股东地位.....	10
图表 26:	华润为收购企业不断赋能, 利润端有所改善.....	11
图表 27:	公司于 2022/2024 年分别推出零添加/减盐产品.....	12
图表 28:	“1+N”战略下其他产品占比逐步提升.....	12
图表 29:	渠道仍以 C 端为主, B 端逐步提升.....	12
图表 30:	公司 C 端以流通渠道和商超渠道为主.....	12
图表 31:	公司销售人员接近 1v1 服务经销商.....	13
图表 32:	公司经销商数量稳步增长 (单位: 个)	13
图表 33:	2022 年中炬/千禾/海天经销商平均单点产出分别为 244/109/332 万元.....	13
图表 34:	公司美味鲜子公司净利率处于行业偏低水平.....	14
图表 35:	公司期间费率较龙头海天有优化空间.....	14
图表 36:	公司销售费率处于行业中等水平.....	14
图表 37:	公司管理费率处于行业偏高水平.....	14
图表 38:	管理人员平均薪酬处于行业偏高水平 (单位: 万元)	15
图表 39:	公司管理费用-职工薪酬/营业收入比重较高.....	15
图表 40:	结合 23 年中山市土地成交价, 预估公司地产部分保守估值约 56 亿元.....	15
图表 41:	23-25 年主营业务收入及毛利率拆分预测.....	16
图表 42:	23-25 年三项费用率预测.....	17
图表 43:	可比公司 PE 估值表.....	17
图表 44:	中性假设下至 25 年市值空间看涨 25%+.....	17

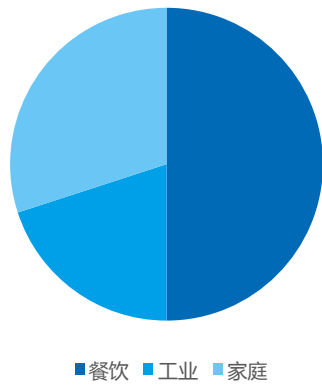


一、行业层面具备哪些变化？

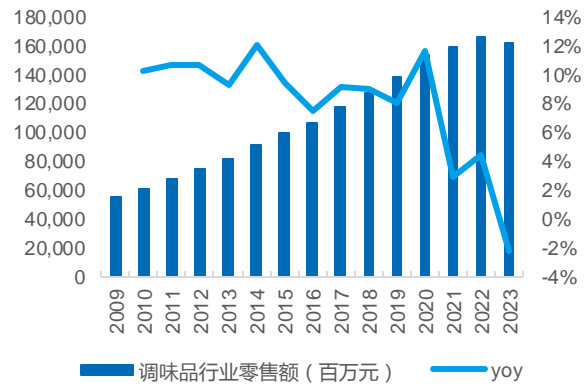
1.1 餐饮需求复苏，居民结构升级

据调味品协会数据显示，调味品行业下游可划分为3大渠道，其中餐饮渠道占比最高（约50%），其次是工业和家庭端占比分别为20%、30%。受制于消费场景对餐饮业的约束，20-22年期间调味品消费需求逐步向家庭、工业端转移。家庭烹饪习惯逐步养成、囤货需求增加、健康意识提升，有效支撑调味品行业规模保持韧性增长。据欧睿数据显示，2023年我国调味品零售规模约1620亿元，19-23年复合增速为4.1%；较15-19年复合增速8.4%显著放缓。

图表1：调味品行业餐饮渠道占比约50%



图表2：20-23年期间调味品行业增速明显放缓

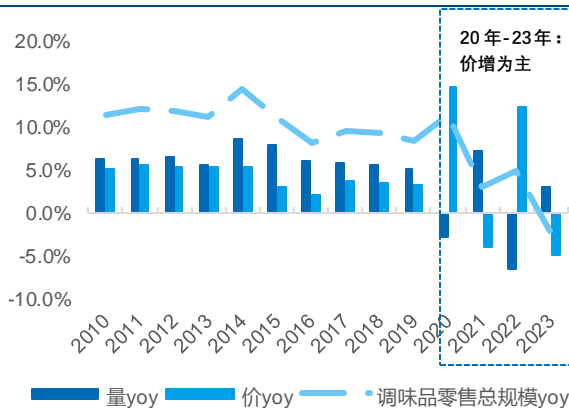


来源：中国调味品协会（2022年），国金证券研究所

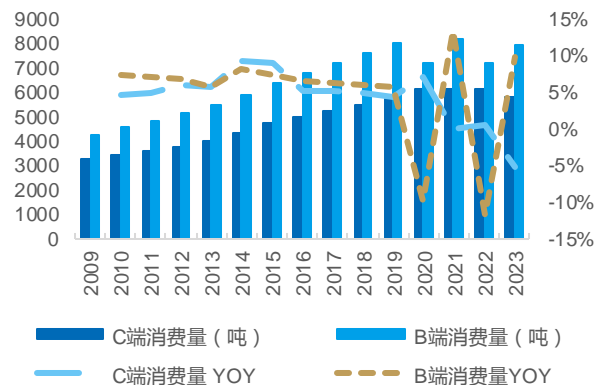
来源：欧睿，国金证券研究所（注：欧睿仅统计零售额，仅统计酱油、蚝油、菜谱调料类别）

拆分量价来看，行业2020年起从量增驱动转变为价增驱动。一方面是产品和渠道结构变化所致，产品方面零添加、减盐等概念产品兴起，渠道方面家用小包装占比提升；另一方面是行业普遍遭受成本压力后，21年底开启提价周期，龙头海天提价幅度在3%~7%不等。据欧睿，10-19年期间调味品行业呈现量价齐升态势，且量增快于价增，分别保持6.3%/4.0%的年复合增速，而19-23年量/价增速分别为-0%/4%，量主要受餐饮端拖累，家庭端小幅增长。

图表3：20年后调味品行业受价增驱动明显



图表4：19-23年B端销量略有下滑



来源：欧睿，国金证券研究所

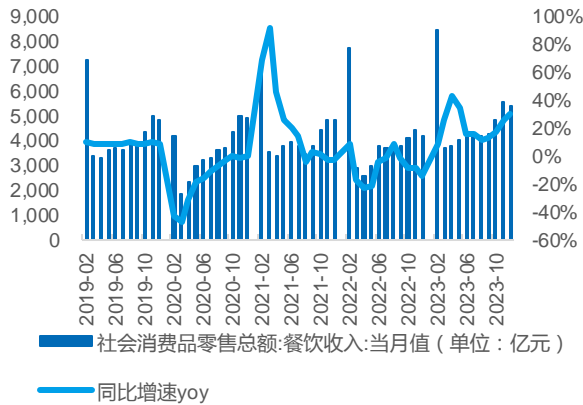
来源：欧睿，国金证券研究所（注：欧睿为零售数据，仅划分Retail和Foodservice两类，图中分别以C/B端代表）

随着餐饮场景放开及人口流动性恢复，商务、宴席、外卖等需求回补，23年起我国社零餐饮收入恢复增长，但增长斜率较19年及前期仍然存在修复空间。剔除基数影响，参考21-23年及19-23年复合增速来看分别实现增速6%/3%，较19年同期10%的增速水平仍然存在差距。我们预计随着懒人经济、单身经济及家庭小型化等趋势延续，24年餐饮端仍然具

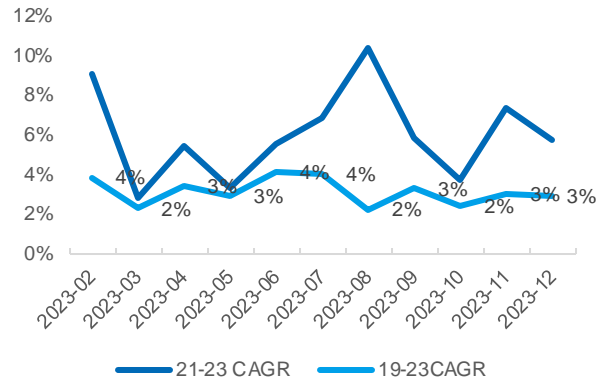


备结构性增长机会，整体延续复苏态势。

图表5: 23年全国社会零售餐饮收入逐步恢复



图表6: 餐饮零售收入 19-23 年复合增速仅 3%

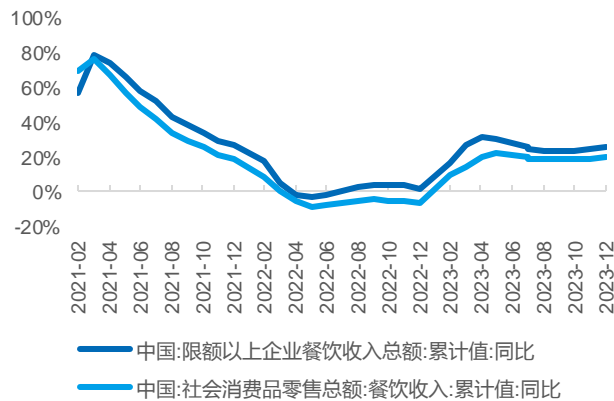


来源：国家统计局，国金证券研究所

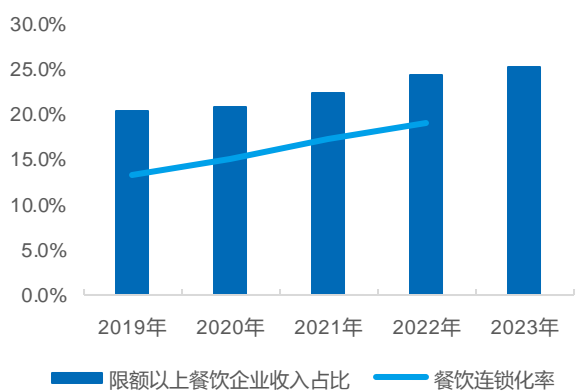
来源：国家统计局，国金证券研究所

拆分结构来看，23 年餐饮内部恢复存在分化，具体表现为大 B 好于小 B，数量增长快于单价增长。据国家统计局，23 年规模以上餐饮企业收入增速快于社会总餐饮社零增速，且 22 年受损幅度较小（仅 4-6 月小幅下滑）。从集中度指标来看，19-22 年期间中国餐饮企业连锁化率加速提升，从 13.3% 提升至 19%，亦表明规模实力雄厚的餐饮企业借助危机逆势扩张，以门店数量增长助推整体收入恢复，但从单店模型来看，仍较 19 年同期有缺口。

图表7: 餐饮恢复存在分化，大 B 表现好于小 B



图表8: 2019-2022 年期间餐饮连锁化率逐步提升



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局、CCFA&华兴资本《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，国金证券研究所

我们认为尽管行业增速已过供给驱动的高速发展期，同时也面临着餐饮行业增速放缓的担忧，但调味品内部仍有结构性亮点。

1) 随着大众对于健康意识提升，叠加添加剂事件催化，C 端产品结构升级有望加速。同时调味品具备刚需属性，单次用量小而调味作用大，消费者对于价格不敏感，提价逻辑较为顺畅，复盘以往的调味品企业提价经验来看，一般为转移成本所致，传导至终端较为顺利。

短期看，现存产品升级空间非常可观。以酱油为例，我们对比了马上赢（监测线下零售销售价中位数）同一品牌和规格的不同概念产品，具备提升鲜度、零添加、减盐概念产品价格比普通单品价格提升至少 15%，其中李锦记功能性单品蒸鱼豉油的溢价率更高。

长期看，对比日本亦有较大提价空间。据日本酱油信息网数据显示，1990 年-2020 年期间，日本消费者酱油采购均价从 250 日元/L 提升至 390 日元/L，年复合增速约 1.5%。其中丸大豆/鲜榨酱油升级期间均价增速最为显著，即 1988-1992/2006-2009 年均价年均复合增速分别为 5.2%/5.1%，大幅跑赢同期 CPI。

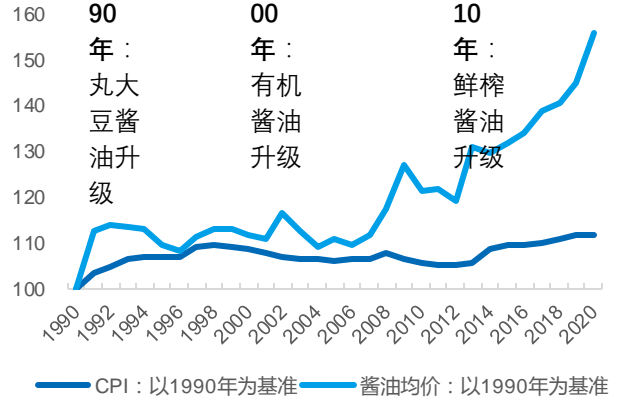
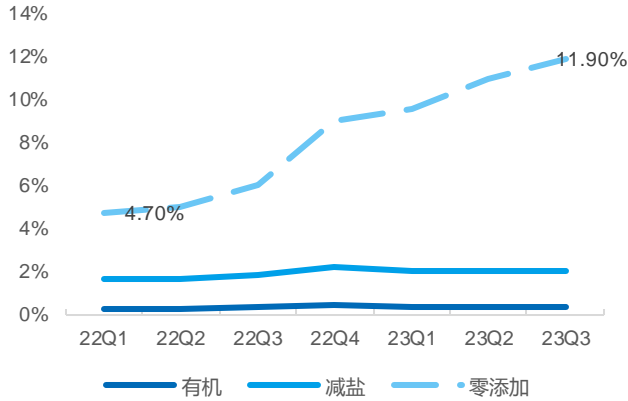
2) 餐饮内部大 B 占比提升，对调味品质量要求更加严格，亦有助于行业结构性升级。同时口味标准化程度和出餐效率要求更高，预制菜占比预计大幅提升，企业逐步由标准化的



基础调味品向定制化的复合调味品转型，同时获取更高的产品溢价。

图表9：线下商超数据显示零添加酱油销售占比稳步提升

图表10：日本酱油 90 年代后仍呈明显升级态势



来源：马上赢线下零售监测平台，国金证券研究所

来源：日本酱油信息网，Wind，国金证券研究所

图表11：酱油品类中减盐及功能性单品溢价率更高

产品名称	规格 (L)	单价 (元/瓶)	单价 (元/L)	溢价率
海天金标生抽 500ml	0.5	8	16.0	25%
海天零添加金标生抽 500ml	0.5	10	20.0	
千禾味极鲜特级生抽酱油 1L	1	12	12.0	15%
千禾零添加生抽酱油 180 天 1L	1	13.8	13.8	
李锦记薄盐生抽 500ml	0.5	9.9	19.8	59%
李锦记蒸鱼豉油 410ml	0.41	12.9	31.5	
厨邦金标生抽 1.25L	1.25	15.8	12.6	14%
厨邦特级味极鲜酱油 1.25L	1.25	18	14.4	

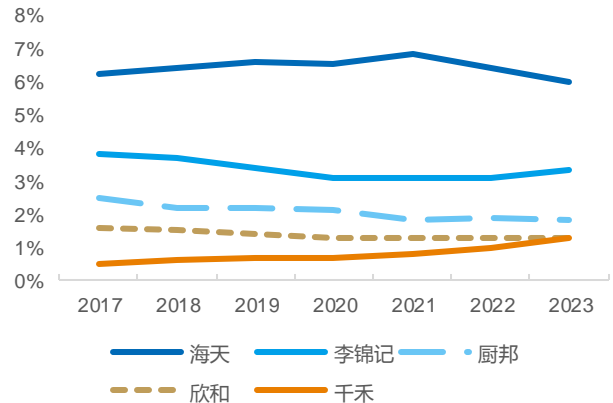
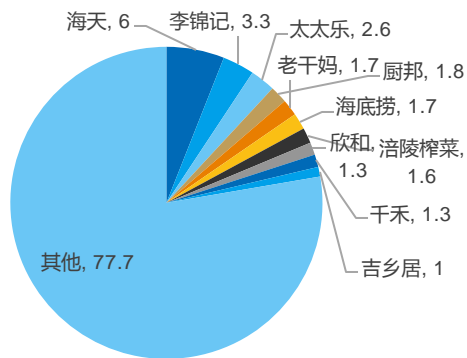
来源：马上赢，国金证券研究所

1.2 行业竞争加剧，龙头提升市占率

近年来行业呈现“头部份额稳固，中部洗牌分化，尾部逐步出清”态势，海天味业仍稳居行业第一位，并与第二第三名拉开显著差距。尽管近年来海天处于内部变革期，集中精力治理库存、价盘等问题，收入增速放缓甚至下滑，但 23 年仍以 6% 的市占率领先，龙头地位依旧稳固。第二梯队品牌表现分化，其中千禾凭借差异化零添加产品逆势突围，厨邦（中炬）因经营管理不善份额略有下行，李锦记和欣和市占率相对稳定。

图表12：调味品行业竞争格局仍较为分散（单位：%）

图表13：调味品保持“一超多强”局势



来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据为 2023 年）

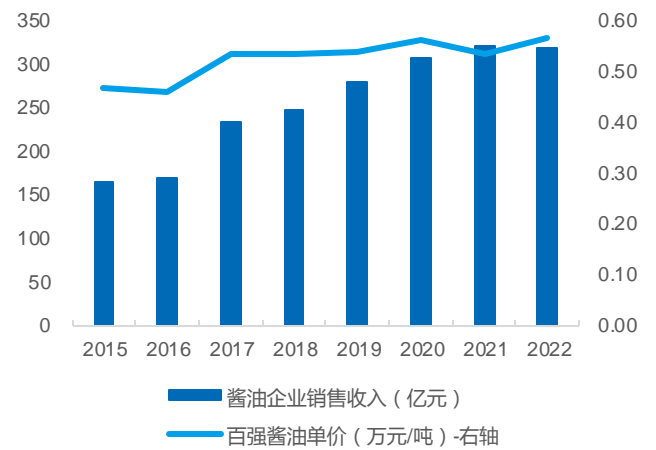
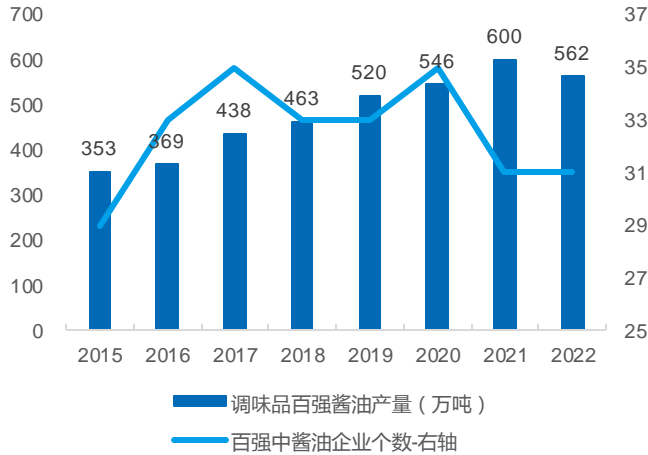
来源：欧睿，国金证券研究所



以酱油为代表的核心品类逐渐步入存量竞争市场，行业集中度逐步提升。据调味品协会百强企业数据显示，调味品百强酱油产量在22年首次出现下滑，同比-6%；且生产酱油企业个数自20年开始逐步减少，从35家缩减至31家。表明头部企业在面临需求收缩、成本压力上行期间依旧采取保守策略，砍掉盈利能力较差的品类，优先帮助经销商去库存、减轻经销商资金周转压力。从量价维度来看，百强企业酱油单价亦呈现逐步提升趋势，22年销售单价同比增长6.3%，表明直接提价或产品升级趋势较为顺畅。

图表14: 百强企业酱油产量增长放缓，部分企业出清

图表15: 百强企业酱油销售单价逐步提升



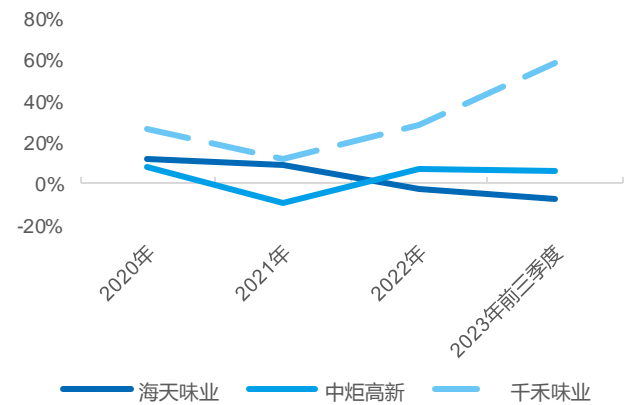
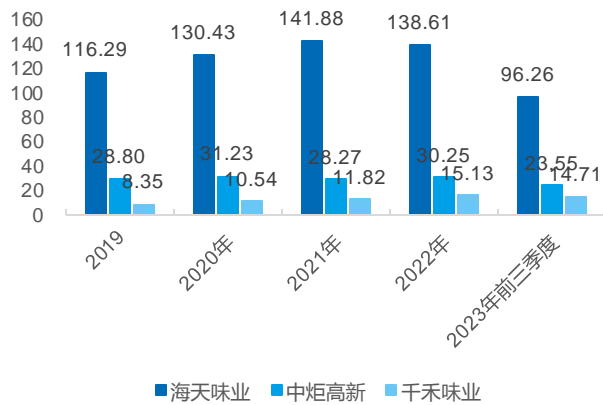
来源: 中国调味品协会, 国金证券研究所

来源: 中国调味品协会, 国金证券研究所

我们认为龙头经历修整后有望重启增长，区域性品牌与全国化品牌之间的竞争必将加剧。行业存量竞争、业绩分化从上市公司报表端亦有反馈，海天已连续2年酱油品类收入下滑；中炬21年受损明显，22年小幅恢复；千禾则把握住行业零添加风向，21年起酱油品类销售额加速扩张。展望24年，我们认为行业龙头海天基本完成渠道库存清理、经销商优化、数字化改革等调整，有望轻装上阵。中炬通过内部变革，全国化思路清晰，人效大幅提升，有望加速提升市场份额。

图表16: 22年起海天酱油品类收入下滑 (单位: 亿元)

图表17: 千禾22年借助零添加风潮酱油收入加速扩张



来源: Wind, 国金证券研究所

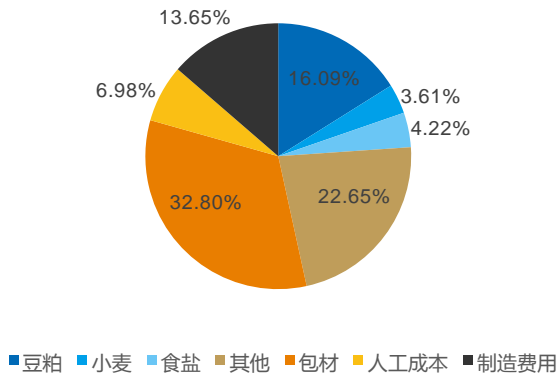
来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 成本压力减轻，利润弹性释放

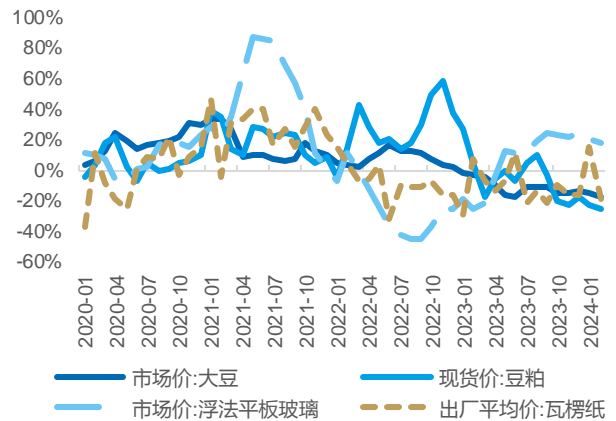
受大宗成本上涨叠加地域冲突影响，上一轮大众品行业普遍承受成本上涨压力，且持续时间较长，自20年1月开启一直延续至22年10月。据千禾味业报表披露，酱油原材料成本主要是豆粕、小麦及包材等。结合Wind数据，上一轮(2020.1-2022.10)成本上涨期间黄豆/纸箱单价涨幅超50%/35%，叠加各项运费、能源等成本亦大幅上涨，对企业利润端形成较大冲击。20-22年中炬/海天/千禾酱油吨直接材料涨幅分别为14%/20%/12%，期间毛利率均下滑大个数。



图表18: 酱油生产成本中大豆、包材占比较高



图表19: 大豆、豆粕价格自23年起具备双位数降幅

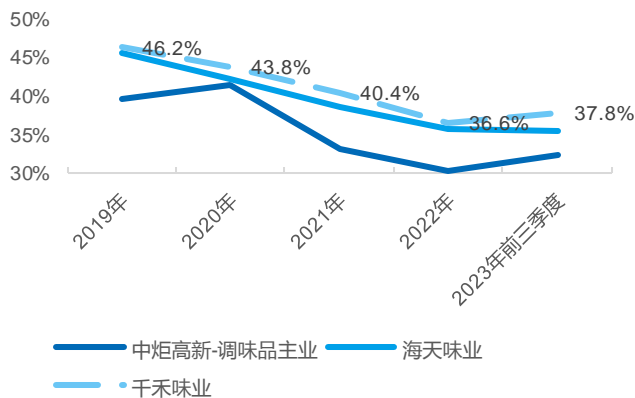


来源: 千禾味业招股说明书, 国金证券研究所

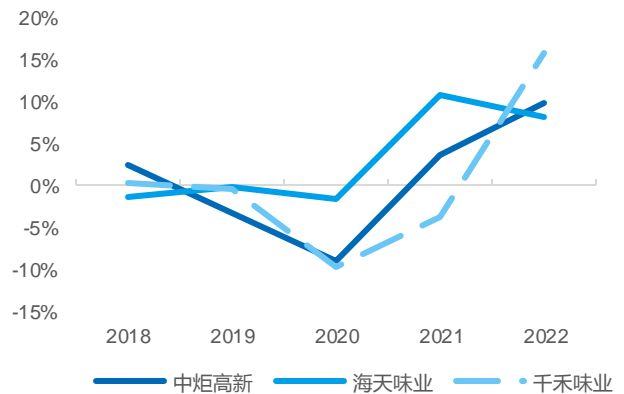
来源: Wind, 国金证券研究所

由于多数调味品企业具备一定酿造周期, 报表端毛利率一般滞后于实际反馈。受益于 23 年开启的成本下行周期, 2023 年前三季度行业毛利率较 22 年具备小幅改善, 但并未修复至 20 年最初水平 (即使剔除约 3~5 个点运费影响)。结合企业端采购锁价策略及 24 年初原料成本走势, 我们预计 24 年行业仍将持续享受成本下行红利, 利润端持续修复。

图表20: 19-23 年各公司毛利率均呈现下滑趋势



图表21: 20-22 年各公司酱油吨直接材料涨幅超 10%



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

但与同行业对比可知, 公司毛利率处于行业偏低水平, 主要系吨成本中占比最高的两项, 即吨直接材料、吨制造费用显著高于同行, 后续有望持续优化。

我们推测吨直接材料主要体现在产品原材料配比差异, 如 1) 大豆和豆粕使用比例: 豆粕单价较低, 如千禾原材料中较多使用豆粕 (又称为脱脂大豆), 其蛋白质含量较黄豆大幅提高, 且经压榨处理后, 大豆的细胞壁结构被破坏, 可缩短润水和蒸煮时间, 加快酶解速度, 从而能缩短发酵周期, 提高原料的全氮利用率。而公司产品配料中使用大豆比例更高, 直接材料成本较千禾显著提升 (22 年吨直接材料约为千禾 1.5 倍)。2) 玻璃瓶和塑料瓶使用占比: 玻璃瓶单价更高, 且价格波动较大。海天渠道餐饮占比较高, 大包装产品包材耗费较少, 且多为塑料瓶。公司产品销售以居民渠道为主, 小规格占比较高, 其多为玻璃瓶装产品 (22 年吨直接材料约为海天 1.1 倍)。

公司吨制造费用近年来呈现提升趋势, 2021 年超过千禾。我们推测主要系 1) 固定资产折旧费用增加。公司目前主要推进 3 个技改扩产项目 (中山厂区技改升级扩产项目、厨邦扩产项目、阳西美味鲜项目), 随着项目建设完成转固致使折旧费用增加, 同时公司酱油产销量增速放缓, 规模效应难以体现。2) 能源耗费成本较高。公司产品鲜度 (氨基酸含氮量) 较高, 预计酿造周期较长, 期间能耗费用增加。另外工厂智能化程度也将影响投入产出比及生产效率, 公司近年来处于老厂技改期, 而新厂产能利用率较低, 整体效率有待提升。



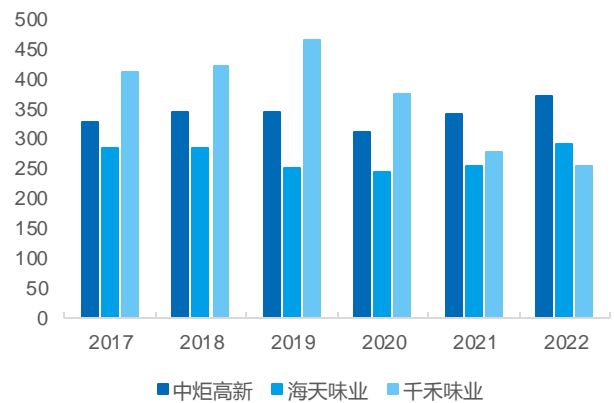
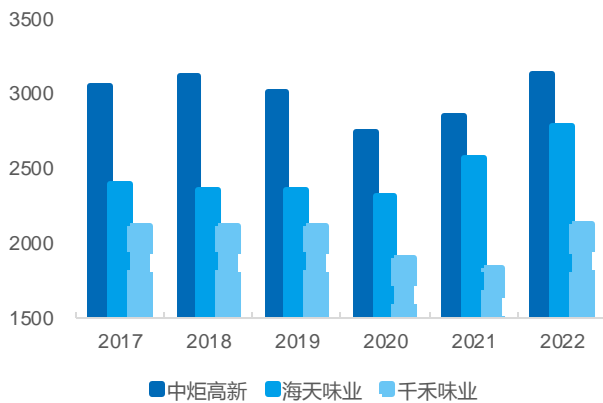
图表22: 酱油原料配方、包装不同造成生产成本差异

品牌	产品	配料表	瓶身	氨基酸含氮量 (100ml)
千禾	味极鲜特级生抽	水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐、白砂糖	塑料瓶	>0.9g
千禾	零添加 180	水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐、白砂糖	塑料瓶	>1g
海天	金标生抽	水、非转基因黄豆、食用盐、小麦粉、白砂糖、酵母抽提物、食品添加剂	塑料瓶	>1.0g
海天	味极鲜酱油	水、非转基因黄豆、食用盐、小麦粉、白砂糖、酵母抽提物、食品添加剂	塑料瓶	>1.2g
厨邦	味极鲜酱油	水、非转基因黄豆、食用盐、小麦、果葡糖浆、白砂糖、酵母抽提物、食品添加剂	玻璃瓶	>1.2g
厨邦	厨邦酱油	水、非转基因黄豆、食用盐、小麦、白砂糖、酵母抽提物、食品添加剂	玻璃瓶	>1.3g

来源: 剂查查小程序, 各公司天猫官方旗舰店, 国金证券研究所

图表23: 公司酱油吨直接材料成本显著高于同行(单位: 元/吨)

图表24: 公司酱油吨制造费用成本显著高于同行(单位: 元/吨)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

二、 公司层面具备哪些变化?

2.1 股权问题逐步理顺, 新管理层激发活力

公司于 2023 年 7 月召开第一次临时股东大会, 会议审议通过了公司董事会改选的相关议案。公司原控股股东中山润田投资有限公司相关推荐董事均被罢免。中山润田投资有限公司不再为公司控股股东, 姚振华先生亦不再为公司实际控制人。截至 2023 年底, 火炬集团及其一致行动人合计持股比例为 21.43%, 中山润田持股比例为 7.82%, 且均处于累计质押状态。国资委大股东地位确立, 重新获得经营治理主导权, 未来将进一步聚焦调味品主业思路, 园区开发、汽车配件等非主营业务将逐步优化。

2023 年 10 月公司召开第十届董事会第十七次会议, 宣布组建新的管理层团队, 其中大多具备华润体系工作背景。本次会议聘任余向阳先生为公司总经理, 其在快消品行业深耕 30 年, 华润背景 20 年, 入职公司前曾任华润雪花广东区域公司党委书记、总经理, 曾主导过华润雪花啤酒与喜力中国业务整合工作。另聘任林颖女士为常务副总经理兼财务负责人, 聘任刘虹女士、陈代坚先生、郭毅航先生(兼董事会秘书)为公司副总经理, 为公司开展战略投资、收并购等工作进行准备。



图表25：2023年股权问题逐步理顺，火炬集团及其一致行动人重回第一大股东地位

2015年	<ul style="list-style-type: none"> 前海人寿保险通过二级市场买入方式举牌买入公司股票，前后增持公司股份，持股比例分别达到10.11%、15.11%及20.11%。
2018年	<ul style="list-style-type: none"> 9月7日前海人寿与和中山润田投资有限公司签署《股份转让协议》，前海人寿将其持有的本公司198,520,905股A股股份转让给中山润田。
2019年	<ul style="list-style-type: none"> 3月22日公司披露了《关于变更实际控制人的公告》（公告号：2019-021），公司实际控制人变更为姚振华先生。
2022年	<ul style="list-style-type: none"> 公司原第一大股东中山润田股份陆续被动减持至14.73%，因涉及西藏银行、粤财信托、中航信托、重庆国际信托等多项债权纠纷，
2023年	<ul style="list-style-type: none"> 中山火炬集团及其一致行动人陆续增持，1月18日合计增持至15.48%，成为公司第一大股东。7月召开2023年第一次临时股东大会，原控股股东相关推荐董事均被罢免，姚振华先生亦不再为公司实际控制人。
截至最新（2023年底）	<ul style="list-style-type: none"> 火炬集团及其一致行动人合计持股比例为21.43%，中山润田持股比例为7.82%（均处于累计质押状态）。

来源：公司公告，国金证券研究所

新董事会上台后，就未来三年公司发展的行动纲领和工作任务重新制定计划，拟制定高于行业平均发展速度的、具有前瞻性和挑战性的目标。同时新管理层于23Q4开展战略检讨和反思、业务流程再造梳理、供应链及绩效优化等工作，重点在营销管理改革上进行突破。预计将有效提升公司经营效率，优化采购、生产、销售、管理各项成本，向行业龙头看齐。

公司于2021年7月回购公司股份1438.8万股，占公司总股本的1.81%，拟用于股权激励和员工持股计划，2022年8月公司发布员工持股计划草案，但同期受股权问题影响，持股计划并未通过股东大会决议。回购股份将于2024年8月到期（48个月存续期），为了强化新管理层积极性，预计在三年战略规划落地后，股权激励有望顺利推进。

姓名	职位	职业经历
余向阳	总经理	2003年入职华润啤酒，2021年11月至2023年9月分别任华润雪花啤酒广东区域公司、华润雪花广东区域公司党委书记、总经理。快消品行业深耕30年，华润背景20年，从业经验丰富，经历了从基层业务经理—多地区域公司一把手—主导华润雪花啤酒与喜力中国（Heineken）业务整合。
林颖	副总经理，财务负责人	2011年4月至2016年9月任华润（集团）有限公司财务部专业副总监，2016年10月至2018年9月任华夏健康产业集团有限公司财务总监，2019年5月至2023年7月任鼎晖投资执行董事。兼具企业财务管理、产业/财务投资和上市公司资本运作等丰富实践经验，熟悉华润管理体系和工具。
刘虹	副总经理	1999年6月至2023年8月，历任华润雪花啤酒华南区域公司党委委员、副总经理、深圳营销中心总经理，华润雪花啤酒辽宁区域公司副总经理、辽宁营销中心总经理，大连工厂市场部经理等职务。快消品从业超30年，且在目前公司最为薄弱的东北区域深耕20年，对渠道和终端管理的理解非常深刻。
陈代坚	副总经理	2004年8月至2015年9月，任华润金融控股有限公司财务董事，华润资本首席财务官；2015年9月至2023年8月期间，曾任吉安资本管理有限公司董事总经理等职位。境内外的央企、市场化金融企业深耕多年，兼具企业管理、并购和资本运作的实践经验。
郭毅航	副总经理，董事会秘书	1998年至今，在中炬高新技术实业（集团）股份有限公司工作，历任投资管理部职员，投资者服务部主管、副经理、经理、公司证券事务代表。在公司任职25年，主持证券事务工作20年，期间完成了股权分置改革、资产重组等多项重大资本运作。

来源：公司公告，国金证券研究所



参考近两年华润入主案例，主要在资金支持、经营管理、业务资源方面赋能企业，进而实现收入稳健增长，内部经营效率提升。例如 2021 年正式控股博雅生物后，对其剥离低效化药业务，专注于血制品领域的发展，显著提升其生产效率。同时在华润强势背书以及有央企支持的资源优势赋能下，博雅生物的浆站扩展能力得到加强，目标是在“十四五”末期达到 30 个以上浆站和 1000 吨以上的采浆量，预计单采血浆站的采浆量每年保持两位数的增长。博雅生物 2021 年/2023Q1-Q3 营业收入分别为 26.5/21.9 亿元，扣非归母净利润分别为 2.9/3.6 亿元，扣非净利率明显改善 5pct（11%提升至 16%）。

同样，华润入主金种子酒后，在管理、渠道、品牌等方面完成变革，帮助金种子实现收入增长同时利润减亏。具体表现为 1) 引入更加适应市场变化的年轻化高管与一线营销团队；2) 借助华润全国 1 万+经销商与 200 万+家餐饮终端拓宽销售渠道和市场。3) 采用先进的营销理念，树立品牌形象，升级产品结构。2023 年前三季度，金种子酒营收 10.73 亿元，同比+31.73%；扣非归母净利润亏损明显收窄，约-0.5 亿元（22 年同期-2.1 亿元）。

综合来看，华润集团介入不仅为被收购企业带来了资本和管理的优势，还显著提高了其市场竞争力和盈利能力，在资本市场具备一定影响力。尽管目前华润并未实质入主公司，但新管理层多具备华润体系工作背景，我们认为改革后有望借助华润先进的管理经验、优质的渠道资源，为公司餐饮渠道拓展、品牌效果提升、全国化扩张打下坚实基础；同时对于聚焦主业、最大化利用资源、提升经营效率产生积极效果。

图表26：华润为收购企业不断赋能，利润端有所改善

收购的公司	收购时间	华润赋能点	业绩表现
博雅生物	2021.7	资源优势赋能(央企的支持、华润强势背书，助力浆站拓展)、战略优势赋能(剥离化药业务聚焦血制品发展、丰富产品结构)	2021 年/2023Q1-Q3 扣非归母净利率从 11%提升至 16%。
金种子酒	2022.2	渠道优势赋能(华润拥有全国 1 万多家经销商与 200 多万家餐饮终端)、管理优势赋能(更换管理层，引入年轻化高管团队)、战略优势赋能(树立品牌形象，升级产品结构)	2022 年/2023Q1-Q3 营业收入分别为 11.6/10.7 亿元，同比-2%/+32%；利润端逐步减亏。
昆药集团	2022.12	战略优势赋能(聚焦“老龄化”、“精品国药”赛道)、管理赋能(昆药董事会、监事会顺利改组，核心管理层变更)、战略赋能(强大的资金实力，对商业部分优化、减少对外援助业务)	2022 年/2023Q1-Q3 扣非归母净利润分别为 2.5/3.1 亿元，同比-10%/+20%。

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

2.2 产品差异化竞争，渠道有望填补空白

公司产品以酱油为主，逐步巩固鸡精鸡粉优势，陆续发展食用油、蚝油、料酒、米醋、酱类等多个品类，基本形成“1+N”的多品类发展格局。从其他品类对比来看，公司与友商差异化竞争，如海天集中在蚝油和酱类，千禾集中在醋、料酒等品类，而公司在鸡精鸡粉、食用油等偏成熟赛道错位竞争，并持续提升在细分赛道的市占率，17-22 年期间鸡精鸡粉/食用油/其他产品年复合增速分别为 8.3%/12.5%/12.9%，显著超过酱油（CAGR=5.2%）。

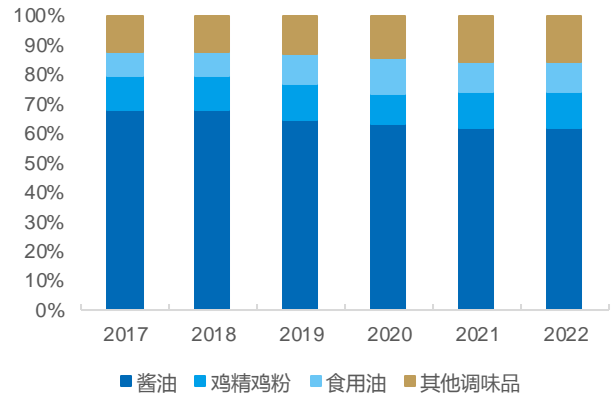
在新品研发方面，公司紧跟消费趋势，推出健康化产品。21 年成立厨邦食品研究院，22 年推出高端零添加酱油，并在 23 年取得亮眼的增长。24 年公司减盐 30%产品上新，含盐量 ≤12.0g/100ml，相比传统生抽盐量减少幅度约 1/3，同时氨基酸态氮量 ≥0.9g/100ml，属于“特级”酱油范畴。



图表27: 公司于 2022/2024 年分别推出零添加/减盐产品



图表28: “1+N” 战略下其他产品占比逐步提升

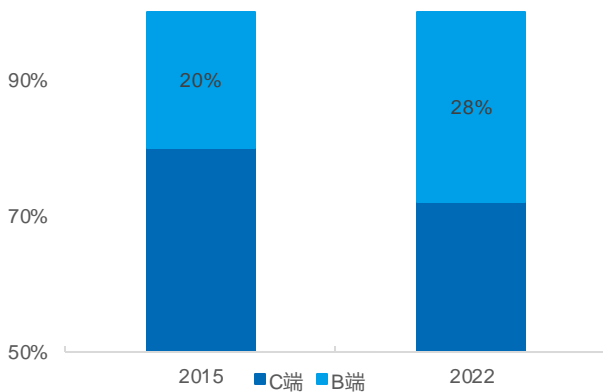


来源: 公司官网, 国金证券研究所

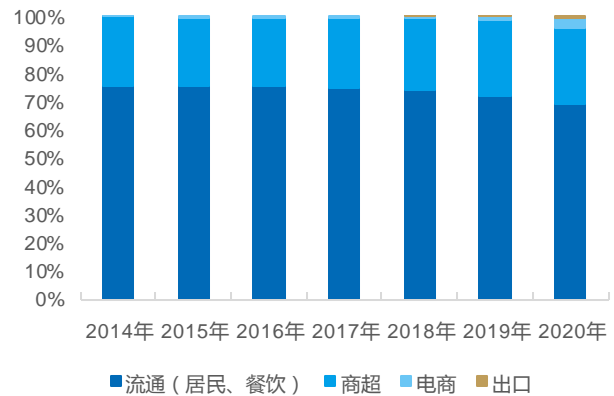
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司渠道以 C 端为主, 常年占比在 70% 以上, 但 B 端占比呈逐步提升态势。划分 C 端各渠道来看, 商超和流通仍占比较高 (20 年合计超 50%)。为迎合 C 端渠道碎片化趋势, 公司积极拥抱电商、社区团购、到家业务, 目前线上渠道占比提升至 5% 左右。餐饮渠道方面, 公司一方面针对重点地区餐饮渠道发展需求, 聚焦团餐连锁餐饮企业开发。另一方面, 加大餐饮推广基金投放, 定期举办厨师活动、加快餐饮终端店渗透。2022 年公司餐饮渠道占比约 28%, 未来计划进一步提升至 40%。

图表29: 渠道仍以 C 端为主, B 端逐步提升



图表30: 公司 C 端以流通渠道和商超渠道为主



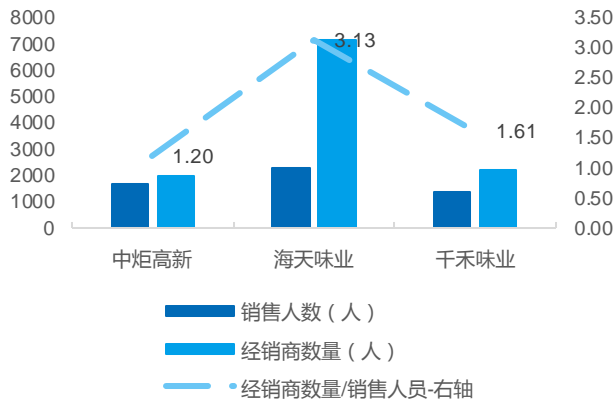
来源: 2015 年公司年报, 2022 年投资者问答, 国金证券研究所

来源: 2021 年非公开发行相关事项问询函的回复公告, 国金证券研究所

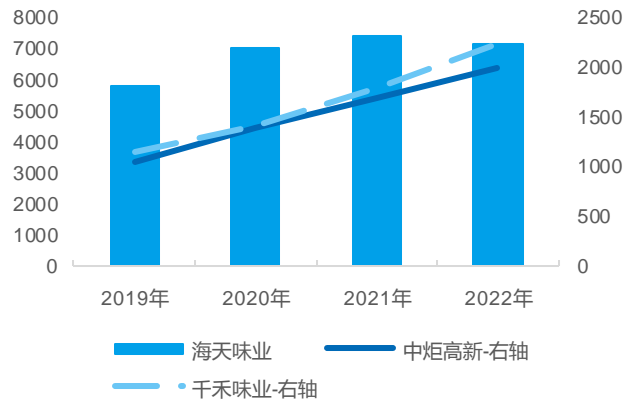
公司销售人员数量相对友商较多, 对经销商接近于 1v1 服务。横向对比友商来看, 2022 年公司单个销售人员服务约 1.2 个经销商, 单位人效远低于海天味业。Q4 新管理层上任后进行针对性改革, 目前总部集团倾向于垂直化管理, 简化组织架构、缩减合并职能部门, 权力下放至事业部层面, 同时事业部下设大区、城市经理、客户经理, 每个层级均需通过内部 PK、外部引入等方式对销售人员进行优胜劣汰, 组织效率提升有望于 24 年得到体现。



图表31: 公司销售人员接近 1v1 服务经销商



图表32: 公司经销商数量稳步增长 (单位: 个)



来源: 各公司年报, 国金证券研究所 (注: 数据为 2022 年)

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

对比经销商数量来看, 公司经销商数量呈稳步增长态势, 招商工作进展顺利, 自 19 年 1050 家增长至 22 年 2003 家, 平均每年增长约 300 家左右。千禾作为零添加赛道细分龙头, 省外扩张步伐较快, 19-22 年经销商数量几乎同比翻倍从 1140 增至 2230 家。海天经销商体系较为庞大, 21 年受社区团购、直播带货等冲击后, 部分小商库存周转速度下降, 资金压力较大, 自 22 年起公司经销商数量略有下滑。

从经销商单点产出来看, 公司经销商实力较为雄厚, 但区域分布表现不均, 未来有望通过填补市场空白, 进一步下沉至县级城市, 提升在北部和中西部区域市场份额。22 年公司单个经销商产出约 244 万元, 约为千禾/海天的 2.2/0.73 倍。从区域分布来看, 南部呈现明显的区域优势, 单点产出可达 642 万元, 甚至超过海天南部 (506 万元), 远超千禾西部 (136 万元)。对比最低值, 公司北部区域较为薄弱, 单点产出仅 95 万元, 仍高于千禾南部 (95 万元) 和中部区域 (51 万元)。

图表33: 2022 年中炬/千禾/海天经销商平均单点产出分别为 244/109/332 万元

区域划分	22 年经销商人数	22 年销售额 (亿元)	单点产出 (万元)	
中炬高新-美味鲜	东部	397	11	285
	南部	318	20	642
	中西部	539	10	187
	北部	749	7	95
	合计	2003	49	244
千禾味业	东部区域	471	544	116
	南部区域	173	165	95
	中部区域	491	248	51
	北部区域	363	446	123
	西部区域	732	993	136
	合计	2230	2436	109
海天味业	东部	938	47	501
	南部	909	46	506
	中部	1587	53	332
	北部	2131	62	292
	西部	1607	30	187
	合计	7172	238	332

来源: 各公司 2022 年年报, 国金证券研究所

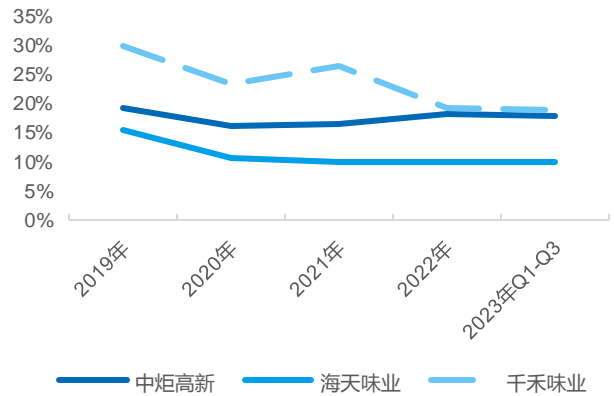
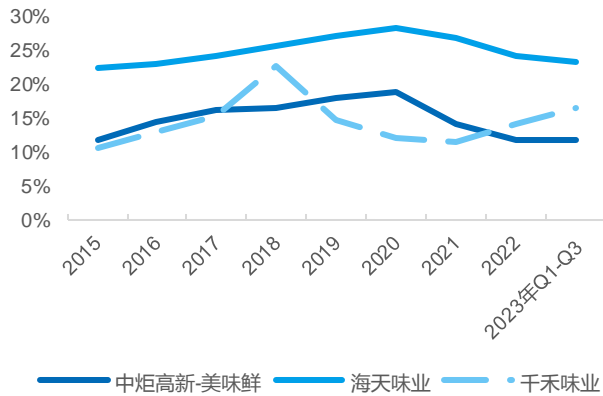


2.3 市场化机制改革，期间费率有望优化

公司调味品业务净利率自 20 年起逐年下滑，且目前处于行业和历史偏低水平，22 年前三季度仅 11.8%，较海天/千禾同期水平分别低 11.4pct/4.8pct。一方面，系公司综合吨成本较高，而吨价仅具备小幅优势，22 年前三季度毛利率与海天/千禾分别低 3.2pct/5.5pct，对标龙头来看，未来提升空间更应关注期间费用的优化。

图表34：公司美味鲜子公司净利率处于行业偏低水平

图表35：公司期间费率较龙头海天有优化空间



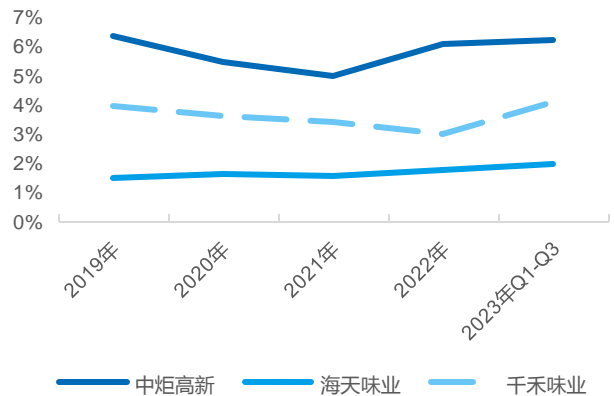
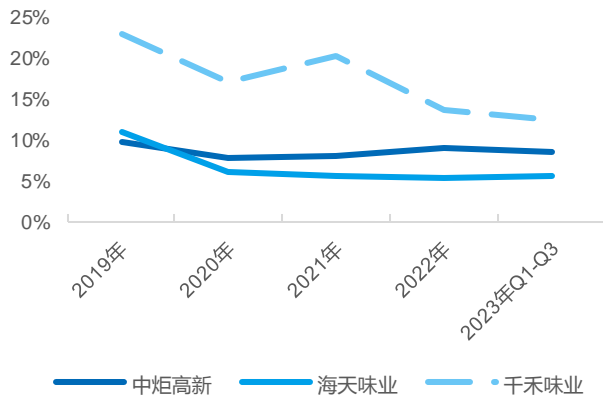
来源：Wind, 国金证券研究所（注：美味鲜为销售调味品业务的全资子公司）

来源：Wind, 国金证券研究所

期间费率拆解可知，公司销售费率处于行业中等水平，而管理费率显著高于行业均值。拆解结构来看，管理费用主要由职工薪酬和折旧摊销两部分构成，职工薪酬偏浮动性质，短期内具备调节优化空间；而折旧摊销偏固定性质，更多看规模效应。我们对比管理人员人均薪酬可见，以 22 年为例，公司管理人员人均薪酬 29 万元，而海天仅 22.8 万元，千禾仅 14 万元，绝对值相差较大。从管理人员薪酬占比总营业收入来看，公司 22 年单项高达 3.9%，而海天/千禾仅 1.0%/2.7%。

图表36：公司销售费率处于行业中等水平

图表37：公司管理费率处于行业偏高水平



来源：Wind, 国金证券研究所

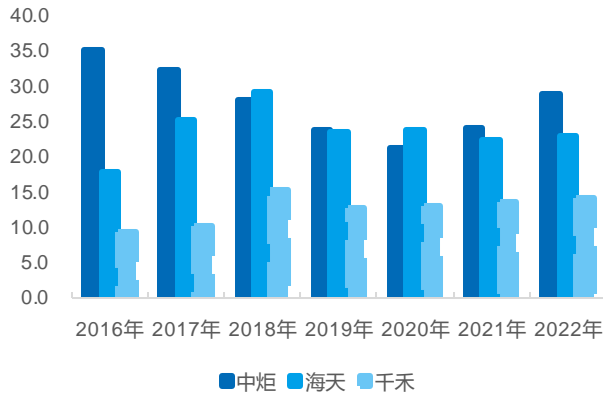
来源：Wind, 国金证券研究所

参考过去几年海天、千禾管理人均薪酬走势基本与业绩水平挂钩。如在需求和成本承压背景下，20-22 年海天管理人员人均薪酬略有下行。而千禾把握零添加发展机遇，在全国区域内加速扩张，收入和利润实现逆势增长，20-22 年管理人员人均薪酬逐步提升。过去两年公司管理人员薪酬则与业绩产生偏离，我们推测系前任管理层较为粗放的管理方式所致。

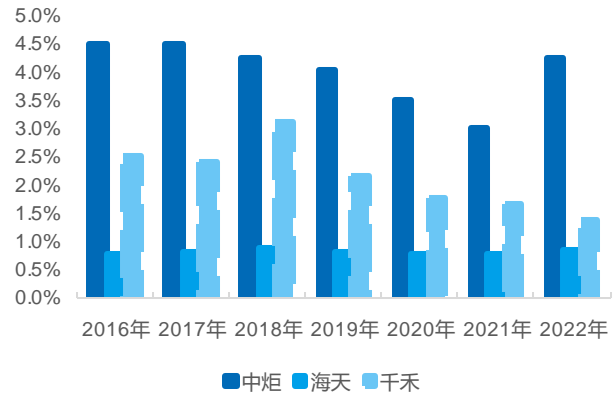
23Q4 新管理层到位后，1) 先对总部组织架构进行简化，对个别部门按业务属性合并整合或取消，将 14 个部门调整为 10 个部门。其中总经办、综合管理部合并，并更名为办公室。资金管理部、成本部合并到财务部。取消采购部，相关人员调动至美味鲜公司物资部。2) 明确绩效优化为重点改革方向，未来有望执行市场化定价策略，即薪酬与业绩考核挂钩，有助激发员工积极性，合理优化管理费用。



图表38: 管理人员平均薪酬处于行业偏高水平(单位: 万元)



图表39: 公司管理费用-职工薪酬/营业收入比重较高



来源: Wind, 国金证券研究所(注: 管理人均薪酬=管理人员薪酬/财务+行政人数)

来源: Wind, 国金证券研究所

三、如何看待当下投资回报率?

3.1 土地部分估值

考虑到公司及其子公司中汇合创拥有中山城轨站北侧约 1600 亩未开发商住地, 属中山市拟重点发展地岐江新城范围内), 我们采用分部估值法给予市值定价。据官网投资者问答, 该块土地在 2001-2007 年期间通过资产置换方式取得, 取得成本较低, 当期最低置换成本价为 55 万元/亩。我们参考了 23 年中山市所有土地成交价, 其中商业/办公用地类型中成交价范围在 351.9~848.5 万元/亩之间, 保守估计该块土地成交市值至少 56 亿元。

图表40: 结合 23 年中山市土地成交价, 预估公司地产部分保守估值约 56 亿元

地块名称	成交时间	地块编号	成交每亩价(万元/亩)	对标市值(亿元)
中山市民众街道浪网行政村	2023/12/21	G08-2023-0140	403.52	64.6
中山市东区中山五路 76 号	2023/11/15	G21-2023-0117	848.54	135.8
中山市东区街道孙文东路北侧	2023/10/24	G21-2023-0151	628.85	100.6
中山市东区博爱七路南侧	2023/7/25	G21-2023-0115	642.03	102.7
中山市西区街道隆平社区	2023/4/7	G20-2023-0001	351.9	56.3
中山市翠亨新区东片区西三围	2023/1/20	G28-2021-0046	621.64	99.5

来源: 中指研究院, 国金证券研究所

3.2 主营业务盈利预测

■ 收入及毛利率预测

我们采取分行业方式预测 23-25 年主营业务收入及毛利率: 1) 调味品行业: 考虑到公司经营治理逐步改善, 国资委重握控股权, 明确未来将集中资源聚焦主业, 新管理层则聚焦营销端改革, 注重经销商质量, 填补空白市场, 公司有望在西部、北部实现较快增长。产品端, 仍以酱油、鸡精鸡粉产品为主导, 快速补齐其他品类。因此我们预计 24-25 年调味品三大品类均实现年复合 15%左右增长, 其他调味品(醋、蚝油、料酒等)低基数预计实现 15%~20%左右增长。其中 24 年处于变革初期, 新的管理体系下内部处于磨合阶段, 且受 3 月初蚝油事件影响, 预计增速略低于 25 年。结合原材料成本改善及产品结构优化, 预计 23-25 年调味品主业毛利率分别为 32.2%/33.1%/33.6%。

2) 园区及房地产行业: 公司 22 年底库存商品房面积约 5.7 万平方米, 受制于房地产行业整体需求下行, 近年来销售面积和销售单价持续走弱。我们预计 23-25 年延续此趋势, 但在各地出台稳增长政策下, 预计降幅逐步收窄, 23-25 年销售收入分别-35%/-22%/-9%, 毛利率下降至 40%左右(历史低位)。



图表41：23-25年主营业务收入及毛利率拆分预测

调味品行业	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	4436.91	4930.19	4565.01	4887.97	4951.97	5657.98	6621.04
营业收入YOY	16.23%	11.12%	-7.41%	7.07%	1.31%	14.26%	17.02%
毛利率	39.47%	41.51%	33.08%	30.22%	32.32%	33.06%	33.55%
酱油	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	2880.22	3122.92	2826.79	3025.01	3055.26	3486.97	4085.34
收入YOY	11.23%	8.43%	-9.48%	7.01%	1.00%	14.13%	17.16%
销量(万吨)	44.54	50.11	47.81	50.28	50.78	57.38	66.57
销量YOY	10.83%	12.51%	-4.59%	5.16%	1.0%	13.0%	16.0%
出厂单价(元/吨)	6466.32	6231.51	5912.03	6016.36	6016.36	6076.52	6137.29
单价YOY	0.36%	-3.63%	-5.13%	1.76%	0.0%	1.0%	1.0%
毛利率	45.82%	48.69%	39.20%	35.14%	37.9%	38.6%	39.3%
鸡精鸡粉	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	526.74	494.09	545.77	595.85	649.96	737.25	843.59
收入YOY	18.99%	-6.20%	10.46%	9.18%	9.08%	13.43%	14.43%
销量(万吨)	2.91	2.71	3.01	3.18	3.43	3.91	4.50
销量YOY	19.20%	-6.88%	11.39%	5.44%	8.0%	14.0%	15.0%
出厂单价(元/吨)	18131.71	18263.42	18111.44	18753.70	18941.24	18846.53	18752.30
单价YOY	-0.18%	0.73%	-0.83%	3.55%	1.0%	-0.5%	-0.5%
毛利率	39.46%	43.12%	41.69%	39.36%	40.9%	40.4%	40.0%
食用油	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	446.60	602.87	489.90	499.07	494.08	568.19	653.42
收入YOY	39.02%	34.99%	-18.74%	1.87%	-1.00%	15.00%	15.00%
销量(万吨)	3.87	4.51	3.48	3.19	2.87	3.30	3.80
销量YOY	38.67%	16.73%	-23.01%	-8.25%	-10.0%	15.0%	15.0%
出厂单价(元/吨)	11546.56	13353.33	14093.87	15649.27	17214.19	17214.19	17214.19
单价YOY	0.25%	15.65%	5.55%	11.04%	10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.06%	14.85%	7.44%	6.48%	5.5%	9.9%	11.7%
其他调味品	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	583.35	710.31	702.56	768.04	752.67	865.58	1038.69
收入YOY	25.75%	21.76%	-1.09%	9.32%	-2.0%	15.0%	20.0%
毛利率	28.32%	31.45%	19.62%	19.16%	20.0%	19.8%	19.5%
园区及房地产开发运营	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	125.64	87.36	409.78	234.03	152.07	119.21	108.99
收入YOY	-0.68%	-30.47%	369.08%	-42.89%	-35.0%	-21.6%	-8.6%
毛利率	39.98%	37.17%	54.74%	50.48%	45.0%	40.0%	40.0%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 标红为预测值)

■ 三项费率预测

在2.3章节中,我们拆解了公司与友商在三项费率方面的差异,其中管理费率和研发费率偏高,销售费率处于正常水平。考虑到23Q4人事调整期,部门合并、人员优化后产生一次性费用,预计对23年销售费率产生一次性影响,后续各项广告、市场建设费用有望摊薄,预计23-25年分别为9.1%/8.4%/7.9%。管理费用方面,随着市场化薪酬体系改革推进,有望向行业平均水平看齐,预计23-25年分别为6.0%/5.4%/4.8%。研发费用方面,考虑到公司注重研发团队建设,加快补齐产品矩阵,推出健康化新品,预计23-25年分别为3.4%/3.3%/3.3%,基本维持稳定。



图表42: 23-25年三项费用率预测

单位: 百万元/%	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	397	412	473	483	507	549
销售费用率	7.7%	8.1%	8.9%	9.1%	8.4%	7.9%
管理费用	281	254	324	320	325	332
管理费用率	5.5%	5.0%	6.1%	6.0%	5.4%	4.8%
研发费用	154	170	179	-181	-198	-230
研发费用率	3.0%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

3.3 估值与投资建议

据公司24年2月披露的《关于重大诉讼进展公告》显示,法院已就三起工业联合案件均出具准许撤诉的终审裁定,三起诉讼案件已完结。且此前公司披露《2023年年度业绩预盈公告》显示,2022年计提的预计负债11.78亿元将计入营业外收入,2023年上半年计提的预计负债17.47亿元将冲回,公司业绩将扭亏为盈。因此我们预计23-25年公司归母净利润分别为16.84/7.68/9.81亿元,同比扭亏为盈/-54%/+28%。其中23-25年调味品业务(美味鲜子公司)归母净利润分别为5.3/7.4/9.6亿元,分别同比-3.2%/+40%/+30%,对应EPS分别为0.67/0.94/1.22元/股。

我们选取调味品赛道3家细分龙头作为可比公司,公司作为酱油和鸡精鸡粉行业龙二,有望通过内部改革激发活力,省外扩张步伐加快、费率优化释放利润。我们给予调味品业务行业平均PE(24年28x),则主业部分估值为207亿元,叠加地产估值56亿元,合理市值约263亿元,目标价33.51元/股,维持“买入”评级。

图表43: 可比公司PE估值表

股票代码	公司	收盘价 (元/股)	EPS(元)					PE(倍)				
			21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
603288.SH	海天味业	41.00	1.58	1.34	1.08	1.24	1.40	26	31	38	33	29
603027.SH	千禾味业	16.31	0.28	0.36	0.52	0.66	0.80	59	45	31	25	20
603317.SH	天味食品	12.77	0.25	0.45	0.42	0.52	0.63	52	28	30	25	20
均值								45	35	33	28	23
600872.SH	中炬高新	24.85	1.12	0.94	1.04	0.99	1.19	22	26	24	25	21

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价截至2024年3月15日, EPS选自Wind一致预期)

为了探讨公司投资回报率如何,我们对25年美味鲜子公司利润进行敏感性分析,假定美味鲜子公司23年收入基本与22年持平,分别给予公司23-25年收入年复合0%~20%增速假定,其中10%~15%左右为中性水平。另外,假定25年美味鲜子公司净利率可提升至12%~16%,其中13%~15%为中性水平,由此测算出25年美味鲜子公司净利润,并根据图表42给予公司25年可比PE23x,综合前文土地部分的保守估值,加总得到公司合理市值范围,再结合当下市值水平计算回报率。

我们认为即便在悲观假设情境下,即公司23~25年收入年复合增长0%~5%,净利率12%,投资安全边际依旧充足。若中性假设条件下,即公司收入年复合增长10~15%,净利率修复至14%~15%,市场空间看28%~45%。

图表44: 中性假设下至25年市值空间看涨25%+

①23年收入基本与22年持平	25E 美味鲜 净利率	23~25年美味鲜收入 CAGR				
		0%	5%	10%	15%	20%
持平	12%	-1%	6%	14%	21%	30%
②地产估值约56亿元	13%	5%	12%	21%	29%	38%
③取25年美味鲜可比PE估值为23x	14%	10%	19%	28%	37%	46%
	15%	16%	25%	35%	45%	55%
	16%	22%	32%	42%	52%	63%

来源: 公司公告, 国金证券研究所(注: 市值空间=分部估值法下合计市值/现有市值, 现有市值选取2024年3月15日)



四、 风险提示

- 1、食品安全风险：公司所处调味品行业为民生日常所需，若发生食品安全事件则将显著破坏公司声誉，对销量造成不利影响。
- 2、市场声誉风险：公司处于行业领先地位，品牌力较强，市场关注度高。若遭受媒体不实宣传和误导，将对公司销量造成不利影响。
- 3、渠道扩张不及预期：近年来我国调味品市场增速放缓，尤其酱油行业逐渐步入存量竞争市场。若在公司开拓省外空白市场过程中，面临恶性竞争如价格战等事件，将阻碍公司扩大销售收入。
- 4、治理改善不及预期：随着公司控制权变更落地、新管理层入驻，组织架构和经营战略方面均有调整，若改革效果不及预期，将影响业绩兑现，进而影响市场信心。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,123	5,116	5,341	5,318	6,004	6,968
增长率		-0.2%	4.4%	-0.4%	12.9%	16.1%
主营业务成本	-3,163	-3,332	-3,648	-3,614	-3,988	-4,601
%销售收入	61.7%	65.1%	68.3%	68.0%	66.4%	66.0%
毛利	1,960	1,784	1,693	1,703	2,016	2,367
%销售收入	38.3%	34.9%	31.7%	32.0%	33.6%	34.0%
营业税金及附加	-58	-113	-88	-88	-99	-115
%销售收入	1.1%	2.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-397	-412	-473	-483	-507	-549
%销售收入	7.7%	8.1%	8.9%	9.1%	8.4%	7.9%
管理费用	-281	-254	-324	-320	-325	-332
%销售收入	5.5%	5.0%	6.1%	6.0%	5.4%	4.8%
研发费用	-154	-170	-179	-181	-198	-230
%销售收入	3.0%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	1,070	834	630	632	886	1,141
%销售收入	20.9%	16.3%	11.8%	11.9%	14.8%	16.4%
财务费用	-13	-20	4	13	17	25
%销售收入	0.3%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-2	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	85	37	32	40	40	40
%税前利润	7.6%	4.3%	-6.8%	2.1%	4.1%	3.2%
营业利润	1,169	877	706	705	973	1,236
营业利润率	22.8%	17.2%	13.2%	13.3%	16.2%	17.7%
营业外收支	-39	-1	-1,180	1,180	-5	-5
税前利润	1,130	877	-474	1,885	968	1,231
利润率	22.1%	17.1%	n.a	35.4%	16.1%	17.7%
所得税	-159	-92	-80	-151	-140	-179
所得税率	14.0%	10.5%	n.a	8.0%	14.5%	14.5%
净利润	971	784	-555	1,734	828	1,053
少数股东损益	81	42	38	50	60	72
归属于母公司的净利润	890	742	-592	1,684	768	981
净利率	17.4%	14.5%	n.a	31.7%	12.8%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	0	784	-555	1,734	828	1,053
少数股东损益	81	42	38	50	60	72
非现金支出	0	169	180	169	191	218
非经营收益	0	-14	-51	-1,236	-40	-40
营运资金变动	0	282	1,104	-1,087	165	151
经营活动现金净流	0	1,222	678	-420	1,143	1,382
资本开支	-327	-366	-341	856	-403	-483
投资	-857	1,272	-45	-78	-85	-95
其他	59	39	33	40	40	40
投资活动现金净流	-1,125	944	-353	818	-448	-538
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-150	-360	0	-11	-8	0
其他	-257	-1,564	-173	-393	-314	-392
筹资活动现金净流	-407	-1,924	-173	-404	-322	-392
现金净流量	-1,532	31	152	-6	373	451

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	242	549	628	622	995	1,446
应收款项	67	58	71	65	70	78
存货	1,682	1,678	1,670	1,733	1,748	1,891
其他流动资产	2,108	838	868	860	861	862
流动资产	4,099	3,123	3,237	3,280	3,674	4,277
%总资产	61.6%	52.8%	52.0%	50.5%	51.2%	52.5%
长期投资	589	593	549	624	709	804
固定资产	1,685	1,887	2,106	2,226	2,416	2,660
%总资产	25.3%	31.9%	33.8%	34.3%	33.6%	32.7%
无形资产	209	212	220	234	246	257
非流动资产	2,560	2,795	2,986	3,211	3,508	3,869
%总资产	38.4%	47.2%	48.0%	49.5%	48.8%	47.5%
资产总计	6,659	5,918	6,223	6,491	7,183	8,146
短期借款	360	2	2	1	1	1
应付款项	762	1,177	1,084	1,059	1,196	1,385
其他流动负债	435	354	341	507	556	669
流动负债	1,557	1,532	1,427	1,566	1,753	2,055
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	110	135	1,331	119	110	110
负债	1,667	1,667	2,759	1,685	1,863	2,165
普通股股东权益	4,616	3,832	3,009	4,301	4,754	5,342
其中：股本	797	797	785	785	785	785
未分配利润	3,339	3,527	2,703	3,995	4,448	5,037
少数股东权益	376	418	456	506	566	638
负债股东权益合计	6,659	5,918	6,223	6,491	7,183	8,146

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.117	0.931	-0.754	2.144	0.977	1.249
每股净资产	5.794	4.811	3.831	5.476	6.053	6.802
每股经营现金净流	0.000	1.269	0.863	-0.534	1.455	1.759
每股股利	0.280	0.680	0.300	0.500	0.400	0.500
回报率						
净资产收益率	19.28%	19.36%	-19.68%	39.16%	16.15%	18.36%
总资产收益率	13.36%	12.54%	-9.52%	25.94%	10.69%	12.04%
投入资本收益率	17.10%	17.32%	20.75%	11.95%	14.08%	16.15%
增长率						
主营业务收入增长率	9.59%	-0.15%	4.41%	-0.44%	12.90%	16.06%
EBIT 增长率	20.36%	-22.05%	-24.51%	0.38%	40.20%	28.75%
净利润增长率	23.96%	-16.63%	-179.82%	N/A	-54.42%	27.78%
总资产增长率	11.84%	-11.13%	5.17%	4.30%	10.65%	13.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	2.2	2.7	2.2	2.1	2.0
存货周转天数	187.5	184.0	167.5	175.0	160.0	150.0
应付账款周转天数	50.6	61.6	64.1	60.0	62.0	62.0
固定资产周转天数	103.9	114.2	109.9	111.8	103.3	93.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.23%	-12.87%	-18.09%	-12.99%	-18.74%	-24.22%
EBIT 利息保障倍数	80.4	41.9	-150.3	-49.0	-53.0	-45.2
资产负债率	25.04%	28.17%	44.33%	25.96%	25.94%	26.58%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	11	29	48	102
增持	0	4	8	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.22	1.19	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-27	买入	33.22	N/A
2	2022-10-28	买入	31.85	N/A
3	2023-01-19	买入	37.91	N/A
4	2023-02-01	买入	36.18	N/A
5	2023-03-22	买入	35.34	N/A
6	2023-04-26	买入	34.85	N/A
7	2023-08-31	买入	32.91	N/A
8	2023-10-19	买入	32.80	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

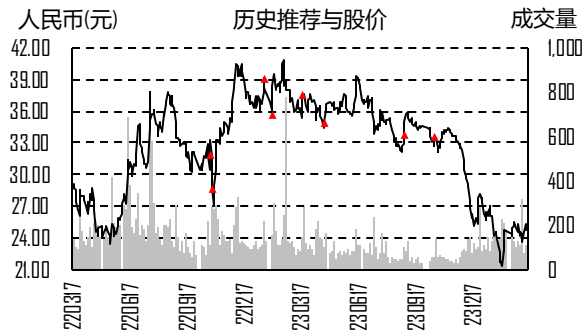
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究