



中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 业绩集中承压, 股权激励提振信心

业绩简评

3月30日公司发布年报, 2023年实现营收51.39亿元, 同比-3.78%; 实现归母净利润16.97亿元, 同比+386.53%; 实现扣非归母净利润5.24亿元, 同比-5.79%。23Q4年实现营收11.86亿元, 同比-14.37%; 实现归母净利润29.69亿元, 同比+393.72%; 实现扣非归母净利润0.61亿元, 同比-60.02%, 业绩超此前预告中枢。

同期公告2024年限制性股票激励草案, 拟以每股14.19元授予中高层管理人员、核心业务(技术)骨干一共329人, 不超过1438.80万股。24/25/26年解锁份额为30%/35%/35%。考核条件包含利润、收入两方面。23年为基准, 24-26年营收增速不低于12%/32%/95%; 营业利润率不低于15%/16.5%/18%; 净资产收益率不低于14%/15.5%/20%。

经营分析

Q4 阵痛调整期, 主业明显承压。1) 全年调味品/房地产/其他分别实现收入48.66/1.55/0.44亿元, 同比-0.5%/-33.9%/-48.0%。调味品表现稳健, 其他行业受需求疲软冲击较大。2) 23Q4 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别-17.3%/+18.1%/-18.7%/-21.1%。下滑系春节备货错位, 叠加内部组织架构处于调整阶段, 短期影响销售人员和经销商积极性。3) 分区域, 23Q4 东部/南部/中西部/北部同比-15.5%/-6.1%/-6.2%/-43.9%。东部、北部下滑幅度较大系市场竞争格局激烈, 叠加经销商数量减少。期末公司经销商数量共2084家, 较22年新增81家。

全年利润率企稳修复, Q4 费用计提略有扰动。23年/23Q4 美味鲜净利率为11.4%/9.9%, 同比+0.4pct/-2.6pct。Q4 利润率偏低系人员补偿、诉讼费、咨询费等一次性计提, 期间内销售/管理费率分别同比+0.7/+5.8pct。23年调味品主业毛利率为32.2% (同比+2.0pct), 主要受益于各项原材料、运费等成本下行。

业绩压力集中释放, 24 年轻装上阵。公司将聚焦调味品主业, 叠加空白市场扩张, 收入有望恢复双位数增长。利润端, 新管理层到位后, 积极推进供应链优化和绩效改革, 前期组织效率偏低, 后续净利率有望追赶同行。

盈利预测、估值与评级

预计24-26年公司归母净利分别为7.6/9.9/12.8亿元, 同比-56%/+30%/+30%, 对应PE分别为27x/21x/16x, 维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险; 市场竞争加剧风险; 内部改革不及预期风险

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

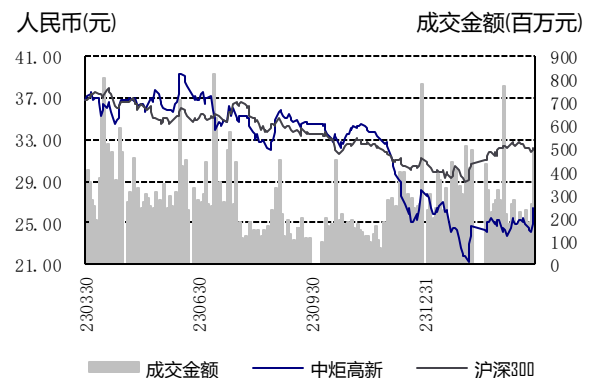
联系人: 陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 26.39 元

相关报告:

- 《中炬高新公司深度研究: 如何看待当下中炬预期差? 》, 2024.3.18
- 《中炬高新公司点评: 主业表现稳健, 利润弹性释放》, 2023.10.19
- 《中炬高新公司点评: 主业稳健增长, 期待治理改善》, 2023.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,819	6,803	8,041
营业收入增长率	4.41%	-3.78%	13.23%	16.90%	18.21%
归母净利润(百万元)	-592	1,697	757	986	1,279
归母净利润增长率	-179.82%	扭亏	-55.38%	30.23%	29.74%
摊薄每股收益(元)	-0.754	2.161	0.964	1.255	1.629
每股经营性现金流净额	1.29	1.07	1.93	1.51	1.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	-19.68%	36.07%	14.57%	16.92%	19.16%
P/E	NA	13.01	27.37	21.02	16.20
P/B	9.62	4.69	3.99	3.56	3.11

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,116	5,341	5,139	5,819	6,803	8,041
增长率		4.4%	-3.8%	13.2%	16.9%	18.2%
主营业务成本	-3,332	-3,648	-3,458	-3,886	-4,512	-5,308
%销售收入	65.1%	68.3%	67.3%	66.8%	66.3%	66.0%
毛利	1,784	1,693	1,681	1,933	2,291	2,734
%销售收入	34.9%	31.7%	32.7%	33.2%	33.7%	34.0%
营业税金及附加	-113	-88	-61	-70	-82	-96
%销售收入	2.2%	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-412	-473	-457	-470	-490	-515
%销售收入	8.1%	8.9%	8.9%	8.1%	7.2%	6.4%
管理费用	-254	-324	-377	-332	-352	-371
%销售收入	5.0%	6.1%	7.3%	5.7%	5.2%	4.6%
研发费用	-170	-179	-181	-192	-224	-265
%销售收入	3.3%	3.3%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	834	630	605	870	1,142	1,485
%销售收入	16.3%	11.8%	11.8%	15.0%	16.8%	18.5%
财务费用	-20	4	6	15	30	40
%销售收入	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-1	0	-46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	37	32	38	38	38	38
%税前利润	4.3%	-6.8%	2.1%	4.0%	3.1%	2.4%
营业利润	877	706	633	958	1,240	1,583
营业利润率	17.2%	13.2%	12.3%	16.5%	18.2%	19.7%
营业外收支	-1	-1,180	1,169	0	0	0
税前利润	877	-474	1,802	958	1,240	1,583
利润率	17.1%	n.a	35.1%	16.5%	18.2%	19.7%
所得税	-92	-80	-65	-153	-198	-237
所得税率	10.5%	n.a	3.6%	16.0%	16.0%	15.0%
净利润	784	-555	1,737	804	1,041	1,345
少数股东损益	42	38	40	47	55	66
归属于母公司的净利润	742	-592	1,697	757	986	1,279
净利率	14.5%	n.a	33.0%	13.0%	14.5%	15.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	784	-555	1,737	804	1,041	1,345
少数股东损益	42	38	40	47	55	66
非现金支出	160	189	235	196	217	244
非经营收益	-14	-51	-40	-17	-53	-53
营运资金变动	282	1,104	-1,090	530	-20	7
经营活动现金净流	1,212	687	842	1,513	1,186	1,544
资本开支	-366	-341	-271	-338	-390	-470
投资	1,272	-45	-642	-78	-85	-95
其他	39	33	36	38	38	38
投资活动现金净流	944	-353	-877	-378	-437	-527
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-360	0	-2	-128	-8	0
其他	-1,564	-173	-3	-270	-353	-432
筹资活动现金净流	-1,924	-173	-5	-398	-361	-432
现金净流量	233	485	-40	737	388	585

资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	549	628	500	1,237	1,625	2,210
应收款项	58	71	92	87	102	121
存货	1,678	1,670	1,618	1,810	2,040	2,327
其他流动资产	838	868	1,523	1,081	1,083	1,084
流动资产	3,123	3,237	3,733	4,215	4,849	5,741
%总资产	52.8%	52.0%	55.6%	57.1%	58.5%	60.4%
长期投资	593	549	511	586	671	766
固定资产	1,887	2,106	2,148	2,241	2,403	2,619
%总资产	31.9%	33.8%	32.0%	30.3%	29.0%	27.6%
无形资产	212	220	206	219	224	228
非流动资产	2,795	2,986	2,986	3,171	3,434	3,759
%总资产	47.2%	48.0%	44.4%	42.9%	41.5%	39.6%
资产总计	5,918	6,223	6,719	7,386	8,283	9,500
短期借款	2	2	101	1	1	1
应付款项	1,177	1,084	912	1,087	1,280	1,498
其他流动负债	354	341	324	422	456	552
流动负债	1,532	1,427	1,337	1,510	1,737	2,051
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	135	1,331	181	138	120	110
负债	1,667	2,759	1,518	1,648	1,857	2,161
普通股股东权益	3,832	3,009	4,705	5,195	5,827	6,675
其中：股本	797	785	785	785	785	785
未分配利润	3,527	2,703	4,213	4,703	5,336	6,183
少数股东权益	418	456	496	543	598	665
负债股东权益合计	5,918	6,223	6,719	7,386	8,283	9,500

比率分析						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.931	-0.754	2.161	0.964	1.255	1.629
每股净资产	4.811	3.831	5.990	6.614	7.420	8.499
每股经营现金净流	1.522	1.287	1.072	1.926	1.510	1.966
每股股利	0.280	0.680	0.300	0.340	0.450	0.550
回报率						
净资产收益率	19.36%	-19.68%	36.07%	14.57%	16.92%	19.16%
总资产收益率	12.54%	-9.52%	25.26%	10.25%	11.90%	13.46%
投入资本收益率	17.32%	20.75%	10.80%	12.56%	14.77%	17.06%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.15%	4.41%	-3.78%	13.23%	16.90%	18.21%
EBIT增长率	-22.05%	-24.51%	-3.98%	43.89%	31.28%	30.02%
净利润增长率	-16.63%	-179.82%	-386.53%	-55.38%	30.23%	29.74%
总资产增长率	-11.13%	5.17%	7.96%	9.93%	12.14%	14.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	2.7	4.4	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	184.0	167.5	173.5	170.0	165.0	160.0
应付账款周转天数	61.6	64.1	63.0	60.0	62.0	62.0
固定资产周转天数	114.2	109.9	135.4	119.1	104.1	91.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.87%	-18.09%	-11.93%	-25.44%	-28.75%	-33.14%
EBIT利息保障倍数	41.9	-150.3	-100.1	-59.2	-38.6	-37.4
资产负债率	28.17%	44.33%	22.60%	22.32%	22.42%	22.75%

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	3	10	31	43	105
增持	2	5	10	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.33	1.24	1.20	1.00

来源：聚源数据

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

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。



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