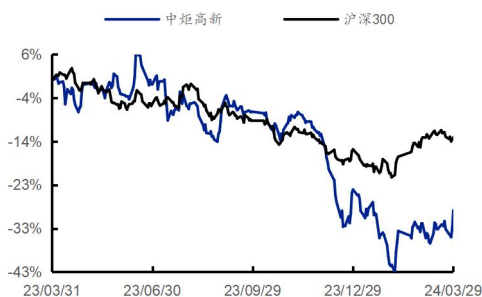


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

Q4 改革蓄力，三年规划彰显壮志 ——中炬高新（600872）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	4.3%	-6.1%	-26.7%
沪深 300	0.6%	3.1%	-11.7%

市场数据

市场数据	2024/03/29
当前价格(元)	26.39
52 周价格区间(元)	20.50-40.39
总市值(百万)	20,726.07
流通市值(百万)	20,726.07
总股本(万股)	78,537.60
流通股本(万股)	78,537.60
日均成交额(百万)	495.75
近一月换手(%)	1.30

相关报告

《中炬高新（600872）2023 年三季报点评：主业表现稳健，期待后续改革进展（增持）*调味发酵品 II *薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-20
 《中炬高新（600872）2023 年一季报点评：Q1 调味品主业实现稳增，业绩迎来改善（增持）*调味发酵品 II *薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-27
 《中炬高新（600872）2022 年年报点评：盈利短期承压，期待 2023 年改善（增持）*调味发酵品 II *薛玉虎，刘洁铭》——2023-03-22
 《中炬高新（600872）三季报：经营继续改善，

事件：

2024 年 3 月 29 日，公司发布 2023 年年报。2023 年实现营业收入 51.39 亿元，同比-3.78%；归母净利润 16.97 亿元，实现同比扭亏为盈；扣非归母净利润 5.24 亿元，同比-5.79%。2023Q4 实现营业收入 11.86 亿元，同比-14.37%；归母净利润 29.69 亿元，同比+393.72%；扣非归母净利润 0.61 亿元，同比-60.02%。

投资要点：

- **Q4 改革适应期收入受到短期扰动，市场拓展成效渐显。**2023 年美味鲜公司实现营收 49.32 亿元，同比-0.45%；净利润 5.99 亿元，同比+3.04%。我们认为营收小幅下滑主要两方面原因：1) 春节错期导致备货集中于 2024Q1；2) 2023Q3 新管理团队落地后在组织架构及业务经营方面推行一系列改革，Q4 需要时间适应。分品类看，全年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现营收 30.27/6.76/4.46/7.16 亿元，分别同比+0.09%/13.44%/-10.62%/-6.79%，2023Q4 仍处改革适应期，收入占比最大的酱油单季度同比-17%致全年增幅较低；鸡精鸡粉延续 Q3 同比高增趋势。分区域看，东部及南部基地市场受四季度扰动全年分别同比-1.47%/-0.32%；中西部区域保持增长，全年同比+7.35%。公司 2023 年净增经销商 81 个，其中中西部/北部分别净增 42/29 个，2023 年底全国经销商数达 2084 个。目前地级市开发率提升至 94.36%，区县开发率提升至 72.24%，市场覆盖的深度及广度均有提升。
- **成本下行+结构优化，美味鲜盈利能力持续改善。**2023 年美味鲜毛利率为 32.19%，同比+1.97pct，主要系年内原材料成本下降及产品结构优化。公司全年及四季度归母净利润大幅提升主要系诉讼案件达成和解，2022 年计提的 11.78 亿元预计负债计入营业外收入，同时 2023H1 计提的 17.47 亿元预计负债顺利冲回。剔除该影响后全年扣非归母小幅下滑，Q4 承压显著，主要系公司管理架构及营销改革，销售费用率及管理费用率分别环比+2.54/5.26pct 达 10.66%/11.16%，与部分销售人员解除劳动关系造成的补偿金及咨询费增加致管理费用率大幅提升。全年销售/管理/研发费用率分别为 8.9%/7.34%/3.52%，管理费用率同比+1.28pct，销售及研发费用率

期待股权理顺进展提速（增持）*调味发酵品II*
薛玉虎，刘洁铭》——2022-11-02

表现平稳。2023年美味鲜净利率同比+0.4pct达12.1%。

- **股权激励绑定核心团队利益，三年规划剑指百亿收入。**美味鲜公司发布2024年限制性股票激励计划草案，拟授予包括公司董事、中高层管理人员及核心骨干在内的329人共计1438.8万股，占股本总额的1.83%。解锁业绩目标为2024-2026年营收同比增速12%/17.86%/47.73%；营业利润率为15%/16.5%/18%，对应营业利润增速为36%/30%/61%；净资产收益率为14%/15.5%/20%。公司同步发布美味鲜未来三年战略规划，未来将通过构建“精细营销、持续创新、精益运营”三大能力，以内涵+外延双轮驱动业绩高速增长，实现到2026年100亿营收，15亿营业利润的目标，成为行业一流企业。当前公司不利因素渐消，产品端“1+N”战略清晰，在健康化趋势下适时推出30%减盐系列，市场反馈良好，产品矩阵持续完善；渠道端，C端聚焦经销商赋能及质量提升，加速弱势市场开拓；B端需求有望伴随餐饮行业复苏持续改善，叠加新管理团队的赋能，公司经营提速可期。
- **盈利预测与估值：**考虑到公司处于经营改革期，同时下游需求复苏进程具有不确定性，我们略微下调公司盈利预测，预计公司2024-2026年EPS分别为0.89元，1.16元和1.40元，对应PE分别为30X/23X/19X，但公司发布股权激励计划，绑定管理层及核心员工利益，有助于激发内部经营活力，同时发布三年规划彰显改革的决心及信心，因此仍维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 内部改革进程具有不确定性；2) 原材料价格上涨拉低盈利；3) 竞争加剧导致销售不及预期；4) 产能投放进度不及预期；5) 房地产业务剥离进度不及预期；6) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5139	5798	6836	7861
增长率(%)	-4	13	18	15
归母净利润（百万元）	1697	701	908	1099
增长率(%)	387	-59	29	21
摊薄每股收益（元）	2.16	0.89	1.16	1.40
ROE(%)	36	13	15	15
P/E	12.77	29.56	22.82	18.86
P/B	4.69	3.91	3.34	2.83
P/S	4.29	3.57	3.03	2.64
EV/EBITDA	27.27	19.52	14.96	11.88

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中炬高新盈利预测表

证券代码：	600872				股价：	26.39		投资评级：	增持		日期：	2024/03/29	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	36%	13%	15%	15%	EPS	2.20	0.89	1.16	1.40				
毛利率	33%	33%	34%	34%	BVPS	5.99	6.76	7.91	9.31				
期间费率	16%	16%	15%	14%	估值								
销售净利率	33%	12%	13%	14%	P/E	12.77	29.56	22.82	18.86				
成长能力					P/B	4.69	3.91	3.34	2.83				
收入增长率	-4%	13%	18%	15%	P/S	4.29	3.57	3.03	2.64				
利润增长率	387%	-59%	29%	21%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.79	0.82	0.85	0.84	营业收入	5139	5798	6836	7861				
应收账款周转率	82.25	73.67	78.33	77.90	营业成本	3458	3861	4525	5188				
存货周转率	2.10	2.25	2.30	2.28	营业税金及附加	61	66	75	88				
偿债能力					销售费用	457	499	567	617				
资产负债率	23%	23%	22%	22%	管理费用	377	410	465	511				
流动比	2.79	2.95	3.20	3.46	财务费用	-6	0	0	0				
速动比	0.61	0.89	1.24	1.61	其他费用/（-收入）	181	203	226	252				
					营业利润	633	829	1069	1305				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	1169	-6	-2	-8				
现金及现金等价物	721	1248	2055	3095	利润总额	1802	823	1067	1296				
应收款项	75	83	94	111	所得税费用	65	123	163	196				
存货净额	1618	1816	2115	2431	净利润	1737	700	904	1100				
其他流动资产	1319	1326	1332	1338	少数股东损益	40	-1	-4	1				
流动资产合计	3733	4473	5596	6975	归属于母公司净利润	1697	701	908	1099				
固定资产	1906	2035	2160	2278									
在建工程	242	185	106	11	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	834	803	768	734	经营活动现金流	842	838	951	1179				
长期股权投资	4	3	3	2	净利润	1697	701	908	1099				
资产总计	6719	7500	8632	10000	少数股东损益	40	-1	-4	1				
短期借款	100	90	118	146	折旧摊销	190	190	204	218				
应付款项	544	746	830	946	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1090	-22	-115	-99				
其他流动负债	694	682	799	923	投资活动现金流	-877	-201	-172	-166				
流动负债合计	1337	1519	1747	2015	资本支出	-271	-265	-248	-247				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-642	22	25	22				
其他长期负债	181	181	181	181	其他	36	42	51	58				
长期负债合计	181	181	181	181	筹资活动现金流	-5	-111	28	27				
负债合计	1518	1700	1929	2196	债务融资	-2	-10	28	27				
股本	785	785	785	785	权益融资	0	-101	0	0				
股东权益	5201	5800	6704	7804	其它	-3	0	0	0				
负债和股东权益总计	6719	7500	8632	10000	现金净增加额	-40	527	807	1040				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。