

## 股权激励落地，或迎三年新周期

### --2023 年报与股权激励计划点评

#### 核心观点：

- 事件：**3月29日，公司发布公告，2023年实现收入51.4亿元，同比-3.8%，归母净利润17.0亿元，同比+386.5%，扣非归母净利润5.2亿元，同比-5.8%；23Q4实现收入11.9亿元，同比-14.3%，归母净利润29.7亿元，同比+393.7%，扣非归母净利润0.6亿元，同比-60.0%。此外，公司发布股票激励计划（草案）与美味鲜公司未来三年战略规划。
- 短期处于变革过渡期，23Q4 主业略有承压。**23Q4 调味品主业收入同比-13.6%，主要归因于：1) 2024 年春节较晚导致下游渠道备货期延后；2) 调味品渠道结构变革的影响仍存；3) 终端家庭需求面临较高基数压力；4) 新一届高管团队需要时间熟悉公司情况，变革存在阶段性的过渡期。分品类，23Q4 酱油/鸡精鸡粉/食用油收入同比-17.3%/+18.1%/-18.7%，鸡精鸡粉表现较好预计主要得益于渠道扩张。分渠道，23Q4 末经销商 2084 家，较 23Q3 末减少 1.2%，仍处于渠道调整过渡期。
- 23Q4 毛利率小幅改善，费用投入致扣非利润承压。**23Q4 毛利率为 33.1%，同比+1.5pcts，预计主要得益于：1) 大豆、包材类成本价格下降；2) 产品结构优化，毛利率较高的鸡精鸡粉收入占比提升。23Q4 销售费用率为 10.7%，同比+0.7pcts，其中销售人员薪酬支出有所减少。23Q4 管理费用率 11.2%，同比+5.8pcts，主要系开启新一轮内部变革，解除劳动关系补偿、咨询费等支出增加。土地诉讼问题解决推动 23 全年利润扭亏为盈，但剔除预提负债等因素影响之后，23Q4 扣非归母净利率为 5.1%，同比-5.9pcts，主要系短期管理费用增幅较大所致。
- 股权激励落地有望助力战略新目标实现。**本计划拟授予限制性股票 1439 万股，占公司总股本 1.83%，授予价格为 14.19 元/股，主要覆盖 7 名董事、高管与 322 名中高层管理人员、核心骨干等。按照本计划考核目标，2024-2026 年营收较 2023 年增速分别不低于 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%。总体来看，公司股权激励覆盖面较广，激励力度较大，考核目标积极，有望开启新一轮成长。
- 发布三年战略规划方案，有望再造一个新厨邦。**2026 年美味鲜公司营业收入目标 100 亿元，营业利润目标 15 亿元，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，致力成为中国最好的调味品公司，力争进入世界调味品领先行列。短期来看，考虑到 2024 年春节备货期后置叠加前期渠道库存水平偏低，以及终端家庭动销基数压力走低，预计 24Q1 收入端有望实现较快增长。
- 投资建议：**引入 2026 年盈利预测，仅考虑内生增长的情况下，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 7.4/9.2/11.0 亿元，对应 PE 分别为 28/23/19X，考虑到公司股权激励落地，并且通过多维度变革有望推动业绩在未来 3 年实现较快增长，调整至“推荐”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧的风险，行业需求下滑的风险，食品安全风险。

中炬高新(600872)

推荐 (上调)

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

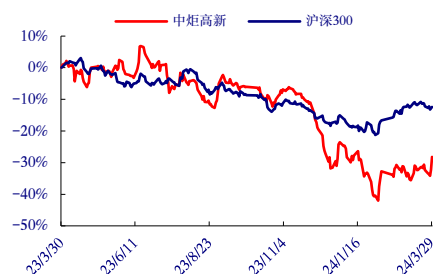
分析师登记编码：S0130522070002

市场数据

2024-03-29

股票代码	600872
A 股收盘价(元)	26.39
上证指数	3,041.17
总股本万股	78,538
实际流通 A 股万股	78,538
流通 A 股市值(亿元)	207

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】中炬高新 2023 年业绩预告点评：23Q4 调整过渡，改革蓄势来年

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5139.09	5812.31	6870.15	7924.72
收入增长率%	-3.78	13.10	18.20	15.35
净利润(百万元)	1696.95	736.11	918.46	1101.28
利润增速%	386.53	-56.62	24.77	19.91
毛利率%	32.71	33.50	33.90	34.20
摊薄 EPS(元)	2.16	0.94	1.17	1.40
PE	12.21	28.16	22.57	18.82

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 附录：公司财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3732.81	4463.71	5575.36	6888.36	营业收入	5139.09	5812.31	6870.15	7924.72
现金	500.45	1010.05	1780.80	2754.24	营业成本	3458.22	3865.19	4541.17	5214.47
应收账款	75.27	64.58	76.34	88.05	营业税金及附加	60.96	75.56	89.31	103.02
其它应收款	16.49	24.26	28.68	33.08	营业费用	457.26	517.30	604.57	689.45
预付账款	14.62	15.59	18.32	21.04	管理费用	377.34	377.80	432.82	491.33
存货	1617.96	1841.20	2163.21	2483.94	财务费用	-6.04	2.50	2.50	2.50
其他	1508.02	1508.02	1508.02	1508.02	资产减值损失	-33.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2986.07	3079.75	3159.62	3225.70	公允价值变动收益	0.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.74	3.74	3.74	3.74	投资净收益	37.90	37.78	44.66	51.51
固定资产	1906.16	2000.21	2080.45	2146.90	营业利润	632.83	843.19	1052.07	1261.49
无形资产	181.54	176.19	170.84	165.48	营业外收入	1181.27	0.00	0.00	0.00
其他	894.63	899.61	904.59	909.57	营业外支出	12.51	0.00	0.00	0.00
资产总计	6718.88	7543.45	8734.98	10114.06	利润总额	1801.59	843.19	1052.07	1261.49
流动负债	1337.15	1503.29	1747.96	1991.69	所得税	64.55	84.32	105.21	126.15
短期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	净利润	1737.03	758.87	946.86	1135.34
应付账款	543.62	676.52	794.84	912.68	少数股东损益	40.08	22.77	28.41	34.06
其他	693.53	726.77	853.12	979.01	归属母公司净利润	1696.95	736.11	918.46	1101.28
非流动负债	181.20	181.20	181.20	181.20	EBITDA	794.70	1035.09	1257.77	1480.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	2.16	0.94	1.17	1.40
其他	181.20	181.20	181.20	181.20					
负债合计	1518.35	1684.49	1929.16	2172.90	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	495.78	518.55	546.96	581.02	营业收入	-3.78%	13.10%	18.20%	15.35%
归属母公司股东权益	4704.74	5340.41	6258.86	7360.15	营业利润	-10.33%	33.24%	24.77%	19.91%
负债和股东权益	6718.88	7543.45	8734.98	10114.06	归属母公司净利润	386.53%	-56.62%	24.77%	19.91%
					毛利率	32.71%	33.50%	33.90%	34.20%
					净利率	33.02%	12.66%	13.37%	13.90%
					ROE	36.07%	13.78%	14.67%	14.96%
					ROIC	11.01%	12.77%	13.74%	14.15%
					资产负债率	22.60%	22.33%	22.09%	21.48%
					净负债比率	-7.69%	-15.52%	-24.69%	-33.41%
					流动比率	2.79	2.97	3.19	3.46
					速动比率	0.61	0.88	1.21	1.55
					总资产周转率	0.79	0.82	0.84	0.84
					应收帐款周转率	82.25	83.12	97.51	96.42
					应付帐款周转率	5.79	6.34	6.17	6.11
					每股收益	2.16	0.94	1.17	1.40
					每股经营现金	1.07	1.09	1.29	1.54
					每股净资产	5.99	6.80	7.97	9.37
					P/E	12.21	28.16	22.57	18.82
					P/B	4.41	3.88	3.31	2.82
					EV/EBITDA	27.27	19.14	15.14	12.20
					PS	4.03	3.57	3.02	2.62

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意**，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn