

# 中炬高新 (600872.SH)

## Q4 经营略有承压，宏伟目标提振发展信心

买入 (维持评级)

当前价格: 26.39 元  
目标价格: 34.25 元

**事件:** 23 年公司实现营收 51.4 亿元, 同降 3.78%; 归母净利润在预计负债冲回下实现扭亏为盈, 达 17 亿元; 实现扣非归母净利润 5.2 亿元, 同降 5.79%。其中公司 Q4 实现营收 11.9 亿元, 同降 14.37%。子公司方面, 美味鲜同年实现营收 49.32 亿元, 同降 0.45%, 其中 Q4 营收为 11.42 亿元, 同降 13.35%。

➤ **主业 Q4 销售短期承压, 鸡精鸡粉表现较好。**分产品看, 23Q4 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品收入同比-17.3%/+18.1%/-18.7%/-21.1%; 其中主业 Q4 销售出现大幅下滑主要系 Q4 整体需求疲软、内部团队及外部经销商调整造成销售进度滞后以及同期高基数等综合影响; 新品方面, 公司 23 年完成减盐 30% 特级生抽、酸菜鱼调料、厨邦拌馅鲜蚝油、厨邦精选料酒等 9 款新品研发上市。分渠道看, 23 年公司分销、直销模式营收分别同比+0.12%/-16.8%, 其中线上渠道销售接近 1 亿元, 同比-10.5%。同时, 公司持续深化全国覆盖, 全年净增经销商 81 个, 总量达 2,084 家, 地级市/区县开发率分别达 94.36%/72.24%, 同时落实“一户一策”推广策略, 对经销商资源属性重新划分, 落实费用预算分配, 提升市场投入费效比。最后, 从各区域看, 23 年公司东部、南部、中西部、北部营收分别同比-1.47%/-0.32%/+7.35%/-10.29%。

➤ **业务结构升级、原料价格改善等共同驱动毛利率持续改善。**盈利端, 23 年度公司毛利率为 32.71%, 同比+1.01pcts, 其中 Q4 毛利率为 33.14%, 同比+1.49pcts, 主要系原料价格明显回落、叠加产品业务结构改善所致, 如减少房地产销售。费用端, 公司四项费用率有所提升, 全年合计同比+1.46pcts, 其中销售、管理、研发、财务费率同比+0.04/+1.28/+0.17/-0.04pcts; Q4 销售、管理、研发、财务费率分别同增 0.73/5.83/0.14/0.04pcts, 其中管理费用大幅增加主要系解除劳动关系补偿、咨询费等支出增加影响。最后, 公司 23 年扣非销售净利率为 10.2%, 同比-0.21pcts。

➤ **三年百亿规划引领增长, 股权激励、注重股东回报凝聚发展势能。**公司发布美味鲜未来三年战略规划, 即 26 年美味鲜营收、营业利润目标分别为 100/15 亿元。同时, 公司推出股权激励草案; 拟授予激励对象限制性股票 1438.8 万股, 占目前总股本的 1.83%, 其中激励对象包括董事、高管、中高层管理人员及核心业务(技术)骨干等共计 329 人, 其中高管拟认购份额约占总激励份额的 21%。此外, 限制性股票的授予价格为每股 14.19 元。最后, 关于公司层面的考核, 24-26 年营收分别要求同比增长 12%/18%/48%, 营业利润率不低于 15%/16.5%/18%, ROE 不低于 14%/15.5%/20%。此外, 公司股东回报规划 24-26 年以现金方式累计分配的利润不少于未来三年实现的年均可分配利润的 30%。

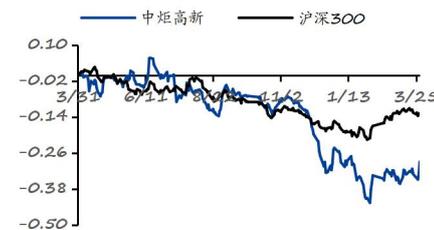
➤ **盈利预测与投资建议:**鉴于治理改善红利有望强化增长动能, 盈利能力持续改善, 故上调 24-25 年归母净利润(24、25 年前值为 7.5/8.5 亿元), 24-26 年分别为 7.7/9.5/12.2 亿元, 同比-55%/23%/29%。且考虑到基调市场容量大, 公司改革红利逐步释放, 未来业绩增长动力强。故给予公司 24 年 35 倍 PE, 对应目标价 34.25 元/股, 并维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 食品质量安全、质量结构改善不及预期、原料价格波动等

### 基本数据

总股本/流通股(百万股)	785.38/785.38
流通 A 股市值(百万元)	20,726.07
每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	22.60
一年内最高/最低价(元)	40.39/20.50

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

**分析师:** 刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
**分析师:** 童杰(S0210523050002)  
tj30105@hfzq.com.cn  
**联系人:** 周翔(S0210123070087)  
zx30222@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、中炬高新: 共振行业发展, 治理结构持续优化提升未来预期——2024.01.18

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,952	6,836	7,827
增长率	4%	-4%	16%	15%	15%
净利润(百万元)	-592	1,697	769	947	1,223
增长率	-180%	387%	-55%	23%	29%
EPS(元/股)	-0.75	2.16	0.98	1.21	1.56
市盈率(P/E)	-35.0	12.2	27.0	21.9	17.0
市净率(P/B)	6.9	4.4	4.0	3.5	3.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	500	1,170	1,742	2,891	营业收入	5,139	5,952	6,836	7,827
应收票据及账款	75	4	4	4	营业成本	3,458	3,935	4,446	5,006
预付账款	15	16	18	20	税金及附加	61	71	81	93
存货	1,618	1,929	2,223	2,158	销售费用	457	515	589	658
合同资产	0	0	0	0	管理费用	377	381	451	490
其他流动资产	1,525	1,203	1,348	1,512	研发费用	181	196	219	243
流动资产合计	3,733	4,321	5,335	6,585	财务费用	-6	-11	-26	-43
长期股权投资	4	4	4	4	信用减值损失	-12	0	0	0
固定资产	1,906	2,059	2,103	2,143	资产减值损失	-33	-20	-20	-10
在建工程	242	61	-47	-203	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	182	167	153	140	投资收益	38	30	30	40
商誉	2	2	2	2	其他收益	29	30	30	30
其他非流动资产	651	700	675	658	<b>营业利润</b>	<b>633</b>	<b>905</b>	<b>1,116</b>	<b>1,441</b>
非流动资产合计	2,986	2,992	2,889	2,743	营业外收入	1,182	5	5	5
<b>资产合计</b>	<b>6,719</b>	<b>7,313</b>	<b>8,224</b>	<b>9,328</b>	营业外支出	13	3	3	3
短期借款	100	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,802</b>	<b>907</b>	<b>1,118</b>	<b>1,443</b>
应付票据及账款	544	761	889	953	所得税	65	127	157	202
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,737</b>	<b>780</b>	<b>961</b>	<b>1,241</b>
合同负债	108	179	205	235	少数股东损益	40	12	14	19
其他应付款	324	324	324	324	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,697</b>	<b>769</b>	<b>947</b>	<b>1,223</b>
其他流动负债	261	234	264	282	EPS (按最新股本摊薄)	2.16	0.98	1.21	1.56
流动负债合计	1,337	1,497	1,682	1,794					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	181	165	165	165					
非流动负债合计	181	165	165	165					
<b>负债合计</b>	<b>1,518</b>	<b>1,662</b>	<b>1,847</b>	<b>1,958</b>					
归属母公司所有者权益	4,705	5,144	5,855	6,829					
少数股东权益	496	507	522	541					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,201</b>	<b>5,651</b>	<b>6,377</b>	<b>7,370</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,719</b>	<b>7,313</b>	<b>8,224</b>	<b>9,328</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>842</b>	<b>1,319</b>	<b>874</b>	<b>1,398</b>
现金收益	1,919	979	1,160	1,427
存货影响	52	-311	-294	65
经营性应收影响	12	91	18	8
经营性应付影响	-172	217	128	64
其他影响	-968	343	-139	-166
<b>投资活动现金流</b>	<b>-877</b>	<b>-187</b>	<b>-92</b>	<b>-43</b>
资本支出	-224	-167	-147	-99
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-653	-20	55	56
<b>融资活动现金流</b>	<b>-5</b>	<b>-462</b>	<b>-210</b>	<b>-206</b>
借款增加	99	-100	0	0
股利及利息支付	-1	-241	-253	-309
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-103	-121	43	103

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-3.8%	15.8%	14.9%	14.5%
EBIT 增长率	-475.2%	-50.1%	21.9%	28.2%
归母公司净利润增长率	-386.5%	-54.7%	23.2%	29.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.7%	33.9%	35.0%	36.0%
净利率	33.8%	13.1%	14.1%	15.9%
ROE	32.6%	13.6%	14.9%	16.6%
ROIC	13.5%	18.2%	19.3%	21.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.6%	22.7%	22.5%	21.0%
流动比率	2.8	2.9	3.2	3.7
速动比率	1.6	1.6	1.9	2.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	4	2	0	0
存货周转天数	171	162	168	158
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.16	0.98	1.21	1.56
每股经营现金流	1.07	1.68	1.11	1.78
每股净资产	5.99	6.55	7.46	8.70
<b>估值比率</b>				
P/E	12	27	22	17
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	20	36	30	24

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn