

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	26.39
总股本/流通股本(亿股)	7.85 / 7.85
总市值/流通市值(亿元)	207 / 207
52周内最高/最低价	39.26 / 21.30
资产负债率(%)	22.6%
市盈率	11.99
第一大股东	中山火炬集团有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

中炬高新(600872)

新三年战略规划积极，股权激励同步跟进

● 投资要点

公司发布 2023 年报，全年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 51.39/16.97/5.24 亿元，同比-3.78%/扭亏/-5.79%；单 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 11.86/29.69/0.61 亿元，同比-14.37%/扭亏/-60.02%，整体表现符合此前预告。公司同时发布未来三年战略规划，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。此外公司发布股权激励计划、助力业绩规划达成，计划拟授予不超过 1438.80 万股限制性股票，占公司股本总额的 1.83%，拟授予激励对象 329 人。整体看，公司管理层改组后未来规划积极。

● 核心观点

公司核心的美味鲜业务，在去年调味品下游餐饮行业复苏偏弱以及 C 端需求回落，叠加公司管理层改组、内部经营调整等多重因素影响下，2023 年平稳度过。公司美味鲜全年实现营收/归母净利润 49.32/5.99 亿元，同比-0.45%/+3.04%。单 Q4 实现营收/归母净利润 11.42/0.86 亿元，同比-13.39%/-47.76%，公司年中董事会改组后，内部管理整合调整导致营收短期波动，此外 2024 年春节较晚，备货节奏错期下 Q4 营收同比下滑；公司组织变革导致的辞退福利等增加短期影响公司利润表现。

鸡粉受益餐饮复苏增长稳健，C 端需求复苏偏弱背景下食用油、酱油、其他产品均有回落。分品类看，2023 年美味鲜酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别实现收入 30.28/6.76/4.46/7.16 亿元，同比+0.09%/+13.44%/-10.62%/-6.79%；单 Q4 分别实现营收 6.73/1.89/1.07/1.54 亿元，同比-17.25%/+18.13%/-18.69%/-21.13%。分渠道看，全年分销/直销实现收入 47.27/1.39 亿元，同比+0.12%/-16.8%。分地区，全年东部/南部/中西部/北部实现收入 11.16/20.34/10.8/6.4 亿元，同比-1.47%/-0.32%/+7.35%/-10.29%。公司北部地区表现仍然偏弱，但中西部地区增长稳定。

核心原材料大豆价格回落叠加产品结构改善，公司毛利率同比回升。公司管理层改组以及内部组织变革下，劳务补偿、辞退福利、以及咨询费用等支出增加导致管理费用率提升，净利率短期承压。2023 年，公司毛利率/归母净利率/扣非归母净利率为 32.71%/33.80%/10.20%，分别同比+1.01%/+44.11%/-0.22pct；其中美味鲜主营业务毛利率/归母净利率分别为 32.19%/12.15%，同比+1.97%/+0.1pct；公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.9%/7.34%/3.52%/-0.12%，分别同比+0.04%/+1.29%/+0.17%/-0.04pct。单 Q4 公司毛利率/归母净利率/扣非归母净利率为 33.14%/250.34%/5.16%，分别同比+1.49%/+323.33%/-5.89pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.66%/11.16%/3.74% /-0.15%，分别同比+0.73%/+5.83%/+0.14/

+0.04pct。

公司新团队定新目标迎新发展，目标三年营收破百亿。公司最新战略规划中提出，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，到2026年美味鲜目标实100亿营收，15亿营业利润。我们认为，公司新管理层过往履历契合公司未来发展目标，在对公司相对薄弱的北方市场开拓、并购外延整合等方面均有丰富经验。

公司股权激励同步跟进，为未来三年战略目标保驾护航。公司此次股权激励草案，激励覆盖核心管理层至骨干员工，考核目标相对行业整体看具有挑战性：考核目标以2023年为基准，（1）2024-2026年营收增长率分别不低于12%/32%/95%，换算后2024-2026年收入同比增速不低于12%/17.9%/47.7%；（2）2024-2026年营业利润率分别不低于15%/16.5%/18%；（3）2024-2026年净资产收益率不低于14%/15.5%/20%。整体看，2024、25年激励目标依靠公司改革后的内生增长动能即可满足，而2026年目标预计需通过外延并购达成。

● 盈利预测与投资建议

根据公司最新战略规划，我们更新公司盈利预测，剔除公司可能发生的外延并购因素，预计公司2024-2026年实现营收57.78/68.20/84.13亿元，同比增长12.43%/18.03%/23.36%；实现归母净利润为7.85/10/12.94亿元，同比-53.75%/+27.39%/+29.45%，对应EPS为1.00/1.27/1.65元，对应当前股价PE为26/21/16倍。公司治理层面焕新带来新增长动能，未来三年规划目标积极，同时配合股权激励保驾护航，看好公司未来营收增速回升，维持“买入”评级。

● 风险提示：

大豆等原料成本上行，行业竞争加剧，餐饮复苏不及预期，食品安全等风险，公司组织变革效果不及预期，公司外延扩张不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5139	5778	6820	8413
增长率(%)	-3.78	12.43	18.03	23.36
EBITDA(百万元)	1983.58	1060.93	1300.45	1614.95
归属母公司净利润(百万元)	1696.95	784.90	999.90	1294.35
增长率(%)	386.53	-53.75	27.39	29.45
EPS(元/股)	2.16	1.00	1.27	1.65
市盈率(P/E)	12.21	26.41	20.73	16.01
市净率(P/B)	4.41	3.94	3.48	3.02
EV/EBITDA	11.30	18.97	15.07	11.80

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	5139	5778	6820	8413	营业收入	-3.8%	12.4%	18.0%	23.4%
营业成本	3458	3823	4430	5416	营业利润	-10.3%	38.2%	27.4%	29.4%
税金及附加	61	97	115	141	归属于母公司净利润	386.5%	-53.7%	27.4%	29.4%
销售费用	457	503	614	757	获利能力				
管理费用	377	335	375	437	毛利率	32.7%	33.8%	35.0%	35.6%
研发费用	181	196	225	269	净利率	33.8%	13.6%	14.7%	15.4%
财务费用	-6	-1	-6	-8	ROE	36.1%	14.9%	16.8%	18.9%
资产减值损失	-33	-12	-15	-18	ROIC	18.1%	15.5%	21.4%	26.8%
营业利润	633	875	1114	1442	偿债能力				
营业外收入	1181	5	5	5	资产负债率	22.6%	23.1%	23.4%	24.4%
营业外支出	13	5	5	5	流动比率	2.79	3.03	3.25	3.34
利润总额	1802	875	1114	1442	营运能力				
所得税	65	87	111	144	应收账款周转率	68.28	100.79	100.79	100.79
净利润	1737	787	1003	1298	存货周转率	2.14	2.10	2.10	2.10
归母净利润	1697	785	1000	1294	总资产周转率	0.76	0.77	0.81	0.86
每股收益(元)	2.16	1.00	1.27	1.65	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.16	1.00	1.27	1.65
货币资金	500	1437	2076	2768	每股净资产	5.99	6.69	7.58	8.73
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	75	58	68	84	PE	12.21	26.41	20.73	16.01
预付款项	15	16	18	23	PB	4.41	3.94	3.48	3.02
存货	1618	1821	2110	2580	现金流量表				
流动资产合计	3733	4677	5821	7313	净利润	1737	726	942	1237
固定资产	1907	1947	1982	1896	折旧和摊销	188	187	192	181
在建工程	242	121	0	0	营运资本变动	-1090	297	-257	-399
无形资产	182	151	121	91	其他	5	31	26	24
非流动资产合计	2986	2798	2606	2424	经营活动现金流净额	840	1241	903	1042
资产总计	6719	7475	8427	9737	资本开支	-1421	0	0	0
短期借款	100	0	0	0	其他	544	29	29	29
应付票据及应付账款	544	815	944	1155	投资活动现金流净额	-877	29	29	29
其他流动负债	694	727	846	1037	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1337	1542	1791	2191	债务融资	99	-100	0	0
其他	181	181	181	181	其他	-104	-234	-294	-380
非流动负债合计	181	181	181	181	筹资活动现金流净额	-5	-334	-294	-380
负债合计	1518	1723	1972	2372	现金及现金等价物净增加额	-42	936	639	692
股本	785	785	785	785					
资本公积金	3	3	3	3					
未分配利润	3916	4466	5166	6072					
少数股东权益	496	498	501	505					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	5201	5752	6455	7365					
负债和所有者权益总计	6719	7475	8427	9737					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048