

中炬高新 (600872.SH) / 食品加工

证券研究报告/公司点评

2024年3月31日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 26.39

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师: 晏诗雨

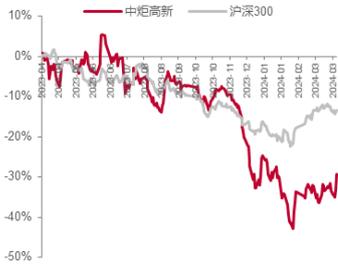
执业证书编号: S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	785
流通股本(百万股)	785
市价(元)	26.39
市值(百万元)	20,726
流通市值(百万元)	20,726

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 中炬高新(600872.SH)_点评报告: 2023Q4 深蹲蓄势, 2024 年期待改善
- 2 中炬高新(600872.SH)_点评报告: 利好逐步兑现, 改革成效可期
- 3 中炬高新(600872.SH)_点评报告: Q3 业绩超预期, 改革势能加速释放

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,800	6,806	7,812
增长率 yoy%	4%	-4%	13%	17%	15%
净利润(百万元)	-592	1,697	764	939	1,133
增长率 yoy%	-180%	387%	-55%	23%	21%
每股收益(元)	-0.75	2.16	0.97	1.20	1.44
每股现金流量	0.86	1.07	0.90	0.91	1.17
净资产收益率	-17%	33%	13%	15%	16%
P/E	-35.0	12.2	27.1	22.1	18.3
P/B	6.9	4.4	4.0	3.6	3.1

备注: 股价选取自 2024 年 3 月 29 日收盘价

投资要点

- 公司发布 2024 年限制性股票激励计划和美味鲜子公司三年战略规划。股权激励考核以 2023 年为基准, 要求上市公司 2024-2026 年营收分别不低于 57.56、67.84、100.21 亿元, 同比增长分别为 12%、18%、48%, 2026 年对比 2023 年接近翻倍。内涵+外延双轮驱动, 彰显公司释放改革成果的信心。2024-2026 年要求营业利润率不低于 15%、16.5%、18%, 营业利润为 8.63、11.19、18.04 亿元, 同比增长分别为 36%、30%、61%。本次限制性股票激励计划拟授予不超过 1438.8 万股, 占总股本的 1.83%, 覆盖 7 位董事会及高管成员以及 322 位中层管理人员, 授予价格为 14.19 元/股。同时公司发布美味鲜子公司三年战略规划, 经营目标为到 2026 年, 美味鲜营收达成 100 亿, 营业利润目标 15 亿。公司改革利好持续兑现, 继去年底诉讼和解后, 股权激励和美味鲜三年战略规划落地, 期待后续阳西厨邦少数股权收回、加速聚焦调味品主业。
- 公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现收入 51.39 亿元, 同比增长-3.78%; 实现归母净利润 16.97 亿元, 去年亏损 5.92 亿元; 实现扣非后归母净利润 5.24 亿元, 同比增长-5.79%。其中 2023Q4 实现收入 11.86 亿元, 同比增长-14.37%; 实现归母净利润 29.69 亿元, 去年同期亏损 10.11 亿元; 实现扣非后归母净利润 0.61 亿元, 同比增长-60.02%。
- 短期调整致调味品 Q4 收入承压, 管理费用率上升。2023 年公司调味品收入为 48.66 亿元, 同比增长-0.45%。酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他调味品收入为 30.28、6.76、4.46、7.16 亿元, 同比分别增长 0.09%、13.44%、-10.62%、-6.79%。受益于原材料成本回落, 2023 年公司毛利率提升 1.01 个 pct 至 32.71%。2023Q4 调味品收入为 11.24 亿元, 同比增长-13.62%, 主要系公司董事会重组后, 内部管理整合调整影响短期收入。其中酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他调味品收入为 6.73、1.89、1.07、1.54 亿元, 同比分别增长-17.25%、18.13%、-18.69%、-21.13%。2023Q4 公司毛利率同比提升 1.49 个 pct 至 33.14%, 持续受益成本下降。2023 年公司销售、管理费用率同比分别+0.05、+1.28 个 pct 至 8.90%、7.34%, 管理费用率上升主要系解除劳动关系补偿、咨询费等支出增加。2023Q4 公司销售、管理费用率同比分别+0.73、+5.83 个 pct 至 10.66%、11.16%, 改革费用集中在 Q4 体现。
- 盈利预测: 公司改革思路清晰, 动力充足, 稳扎稳打。期待后续更多的改革措施落地, 推动收入和利润加速增长。根据公司年报及股权激励目标规划, 我们上调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年收入分别为 58.00、68.06、78.12 亿元(原 24-25

年为 58.43、66.93 亿元)，归母净利润分别为 7.64、9.39、11.33 亿元（原 24-25 年为 6.95、8.10 亿元），EPS 分别为 0.97、1.20、1.44 元。我们预计子公司美味鲜 2024-2026 年收入分别为 55.35、65.25、75.12 亿元，归母净利润分别为 7.25、8.85、10.54 亿元，剔除地产业务约 20 亿价值，现在股价对应调味品业务 PE 为 26 倍、21 倍、18 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期；房地产剥离事项失败或进展不及预期风险；研报信息更新不及时的风险

图表 1：中炬高新三大财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	500	686	978	1,475	营业收入	5,139	5,800	6,806	7,812
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,458	3,841	4,492	5,125
应收账款	75	62	82	97	税金及附加	61	69	81	93
预付账款	15	16	19	22	销售费用	457	522	613	703
存货	1,618	1,797	2,101	2,398	管理费用	377	348	374	391
合同资产	0	0	0	0	研发费用	181	191	211	234
其他流动资产	1,525	1,692	1,948	2,203	财务费用	-6	-5	-5	-5
流动资产合计	3,733	4,254	5,127	6,195	信用减值损失	-12	0	0	0
其他长期投资	487	487	487	487	资产减值损失	-33	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,906	1,869	1,835	1,805	投资收益	38	40	40	40
在建工程	242	242	242	242	其他收益	29	30	30	30
无形资产	182	164	147	133	营业利润	633	903	1,111	1,342
其他非流动资产	165	162	160	158	营业外收入	1,182	10	10	10
非流动资产合计	2,986	2,928	2,875	2,828	营业外支出	13	5	5	5
资产合计	6,719	7,181	8,002	9,023	利润总额	1,802	908	1,116	1,347
短期借款	100	0	0	0	所得税	65	95	117	142
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,737	813	999	1,205
应付账款	544	604	706	806	少数股东损益	40	49	60	72
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,697	764	939	1,133
合同负债	108	122	143	165	NOPLAT	1,731	808	994	1,201
其他应付款	324	324	324	324	EPS（按最新股本摊薄）	2.16	0.97	1.20	1.44
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	261	251	263	272	主要财务比率				
流动负债合计	1,337	1,301	1,437	1,567	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-3.8%	12.9%	17.4%	14.8%
其他非流动负债	181	181	181	181	EBIT增长率	-475.2%	-49.7%	23.0%	20.7%
非流动负债合计	181	181	181	181	归母公司净利润增长率	-386.5%	-55.0%	22.9%	20.7%
负债合计	1,518	1,482	1,619	1,748	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,705	5,155	5,779	6,598	毛利率	32.7%	33.8%	34.0%	34.4%
少数股东权益	496	545	604	677	净利率	33.8%	14.0%	14.7%	15.4%
所有者权益合计	5,201	5,699	6,384	7,275	ROE	32.6%	13.4%	14.7%	15.6%
负债和股东权益	6,719	7,181	8,002	9,023	ROIC	13.5%	17.8%	19.3%	20.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	22.6%	20.6%	20.2%	19.4%
					债务权益比	5.4%	3.2%	2.8%	2.5%
					流动比率	2.8	3.3	3.6	4.0
					速动比率	1.6	1.9	2.1	2.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
					应收账款周转天数	4	4	4	4
					应付账款周转天数	62	54	52	53
					存货周转天数	171	160	156	158
					每股指标（元）				
					每股收益	2.16	0.97	1.20	1.44
					每股经营现金流	1.07	0.90	0.91	1.17
					每股净资产	5.99	6.56	7.36	8.40
					估值比率				
					P/E	12.2	27.1	22.1	18.3
					P/B	4	4	4	3

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。