

# 中炬高新(600872)

## 浅析激励实现路径

行业：食品饮料/调味发酵品 II  
 投资评级：买入(维持)  
 当前价格：23.55元

### 投资要点：

2023年7月中山国资委重新成为实控人，管理层变更基本完成，结束五年的经营动荡期。公司新一轮股权激励目标积极，进一步提振市场信心。

#### ➤ 聚焦高鲜酱油，持续迎合新趋势

我国酱油市场规模稳步提升，由2011年的299.94亿元增至2022年的658.57亿元，CAGR约7.41%。细分品类中高鲜酱油景气度较高，2023年行业规模接近200亿，2018-2023年CAGR达11%，高于行业整体增速。中炬高新率先布局高鲜酱油品类，有望享受品类增长红利。另外公司积极完善零添加、减盐产品矩阵，持续迎合健康化趋势。

#### ➤ 管理层变更完成，市场化改革落地

经过近五年的磨合调整，2023年7月中山国资委重新成为实控人，核心管理层消费品运作经验丰富，有望赋能调味品主业发展。同时组织及薪酬市场化改革进行中，人效比有望进入上行通道。随着2024年3月30日的股权激励落地，核心骨干待遇有望进一步提升，凝心聚力冲刺百亿目标。

#### ➤ 加速全国布局，渠道提质可期

(1) 销售团队能力有望提升：公司对销售团队进行汰换，团队能力明显提升；(2) 市场动作有望恢复规范，加强铺货动销；(3) 经销商能力有望提升：2019年-2022年公司单位经销商创收由445万元降至267万元，虽2023年经销商数量增至2084家，但质量略有退坡。我们认为随着薪酬市场化改革及管理层助力，公司有望招揽客群基础佳、管控能力强的核心经销商，渠道数量以及质量提升双因素共振，带来的收入弹性值得期待。

#### ➤ 降本增效进行中，费效优化空间足

公司毛利率较同行而言提升空间大，随着“厨邦智造”改革逐步落地、自动化生产线上线以及供应链优化项目推进，酱油业务人工、运费及制造费用有望持续优化。降本增效措施持续推进，有望进一步释放盈利空间。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营收分别为57.75/68.12/81.12亿元，同比增速分别为12.38%/17.94%/19.08%，归母净利润分别为7.70/10.10/12.14亿元，同比增速分别为-54.60%/31.02%/20.25%，EPS分别为0.98/1.29/1.55元/股。鉴于公司改革预期较强，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险、渠道拓展不达预期风险、原料价格上涨风险

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	785.38/773.14
流通A股市值(百万元)	18,207.48
每股净资产(元)	6.17
资产负债率(%)	19.92
一年内最高/最低(元)	38.46/20.50

### 股价相对走势



### 作者

分析师：刘景瑜  
 执业证书编号：S0590524030005  
 邮箱：jyl@glsc.com.cn  
 分析师：邓洁  
 执业证书编号：S0590524040002  
 邮箱：dengjie@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5341	5139	5775	6812	8112
增长率(%)	4.41%	-3.78%	12.38%	17.94%	19.08%
EBITDA(百万元)	-299	1985	1610	1960	2244
归母净利润(百万元)	-592	1697	770	1010	1214
增长率(%)	-179.82%	386.53%	-54.60%	31.02%	20.25%
EPS(元/股)	-0.75	2.16	0.98	1.29	1.55
市盈率(P/E)	-31.2	10.9	24.0	18.3	15.2
市净率(P/B)	6.1	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	-97.9	11.3	10.9	8.5	6.9

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年06月25日收盘价

### 相关报告

1、《中炬高新(600872)：Q1毛利率超预期，供应链红利开始体现》2024.04.25  
 2、《中炬高新(600872)：亏损源自新增计提负债，调味品业务盈利能力改善》2023.08.30

## 投资聚焦

### 核心逻辑

中炬高新为国内调味品行业龙头，2023 年美味鲜在国内酱油市场份额达 5%，仅次于龙头海天味业。2023 年 7 月中山国资委重新成为实控人，管理层变更已基本完成，改革预期较强，新一轮股权激励目标积极，有望进一步提振市场信心。本文从多角度分析当下时点如何看待公司未来发展，拆解股权激励实现路径。

### 创新之处

本文从中炬高新的新一轮的股权激励出发，多维度解读公司的边际变化，深入分析管理层变更带来的改革效应，重点阐述渠道政策的积极影响，远端是百亿目标，眼前是改革之路。

### 核心假设

**美味鲜收入预测：**健康消费趋势下，我们对减盐酱油、有机酱油等新品表现保持乐观，有望拉动酱油品类销量价格双升，同时鸡精鸡粉、蚝油等产品有望持续贡献收入增量，我们预计 2024-2026 年美味鲜收入同比增速分别为 12%/17%/19%。

**房地产及服务业务收入预测：**受宏观经济形势及房地产市场供需影响，公司房地产业务近年来承压明显，我们维持对房地产业务审慎的态度，预计 2024-2026 年收入基本持平。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 57.75/68.12/81.12 亿元，同比增速分别为 12.38%/17.94%/19.08%，归母净利润分别为 7.70/10.10/12.14 亿元，同比增速分别为-54.60%/31.02%/20.25%，EPS 分别为 0.98/1.29/1.55 元/股。鉴于公司改革预期较强，维持“买入”评级。

### 投资看点

短期，我们对健康消费趋势下，减盐酱油、有机酱油等新品表现保持乐观，有望拉动酱油品类销量价格双升，同时鸡精鸡粉、食用油、蚝油等产品有望带来收入增量，公司基本面或进一步修复；

中长期，公司积极外延并购，关注基本面优质的标的，有望持续拓展新品类、扩充新渠道，带来收入端增量，叠加产能优化、降本增效措施落地，整体盈利空间有望进一步拓宽。

## 正文目录

1. 激励落地，改革复兴.....	4
1.1 股权激励正式落地 .....	4
1.2 浅析激励实现路径 .....	4
2. 聚焦高鲜酱油，持续迎合新趋势.....	6
2.1 高鲜酱油景气向上，公司具备先发优势.....	6
2.2 顺应健康化趋势，聚焦高毛利品类 .....	9
3. 管理层变更完成，渠道力有望提升.....	11
3.1 实控人变更完成，积极梳理人员架构 .....	12
3.2 市场化机制落地，组织效率有望优化 .....	13
3.3 渠道分级管理，经销商数量质量有望双升.....	14
3.4 全国化战略势在必行 .....	17
4. 降本增效进行中，费效优化空间大.....	21
4.1 毛利率优化空间较大 .....	21
4.2 降本增效有望增厚利润 .....	22
5. 盈利预测、估值与投资建议.....	23
5.1 盈利预测 .....	23
5.2 估值与投资建议 .....	24
6. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 再造一个新厨邦，百亿目标实现路径 .....	5
图表 2: 2024-2026 年收入及利润预测拆分.....	6
图表 3: 2011-2022 年我国酱油行业收入及同比增速（亿元） .....	6
图表 4: 日本酱油行业消费升级，向健康化、功能化方向发展.....	7
图表 5: 我国酱油升级路径 .....	8
图表 6: 高鲜酱油增速领先于行业 .....	8
图表 7: 高鲜酱油品类对比，中炬高新产品性价比优势突出.....	9
图表 8: 中炬高新的产品组合规划 .....	10
图表 9: 酱油产品积极创新，拓展减盐、零添加等健康化领域.....	11
图表 10: 积极布局复合调味料等新品类，完善品类矩阵 .....	11
图表 11: 中炬高新股权结构（截至 2024 年一季度） .....	12
图表 12: 中炬高新核心管理层背景梳理（截至 2024 年一季度） .....	13
图表 13: 中炬销售人员数量持续低于海天味业 .....	13
图表 14: 2023 年中炬销售人员年薪处中下游（万元） .....	13
图表 15: 市场化改革进行中，中炬高新人均创收有望延续上行（右轴为人均创收） .....	14
图表 16: 中炬高新经销商数量较海天而言仍存差距 .....	15
图表 17: 2019-2023 年海天经销商净增与营收增长同向变动，相关性较高 .....	16
图表 18: 2019-2023 年中炬高新单位经销商创收持续下滑 .....	16
图表 19: 2023 年中炬高新各区域市场收入占比.....	17
图表 20: 2023 年海天味业各区域市场收入占比.....	17
图表 21: 中炬高新各区域主要定位及战略 .....	18
图表 22: 中炬高新分区域竞争格局 .....	19
图表 23: 中炬高新各类型市场与可比公司对比 .....	21
图表 24: 中炬高新毛利率较同行相比仍存提升空间 .....	22
图表 25: 以 2023 年为例，公司人工、运费及制造费用占比仍有优化空间.....	22
图表 26: 中炬高新销售费用率较海天更高 .....	23
图表 27: 中炬高新管理费用率处行业较高水平 .....	23
图表 32: 公司营收测算汇总（百万元） .....	24

## 1. 激励落地，改革复兴

### 1.1 股权激励正式落地

2024年3月30日中炬高新发布限制性股票激励草案，拟以每股14.19元授予中高层管理人员、核心业务/技术骨干共329人，合计不超过1438.80万股，占公司股本总额1.83%，授予价格14.19元/股。2024/2025/2026年解锁份额为30%/35%/35%。本次考核条件包含收入、利润等方面：

1、营收规模考核：以2023年为基准，2024-2026年营收增速不低于12%/32%/95%，即对应同比增速12.00%/17.86%/47.73%；

2、发展质量考核：以2023年为基准，2024-2026年营业利润率不低于15%/16.5%/18%，对应营业利润增速36.43%/29.64%/61.16%；

3、投资回报率考核：2024-2026年公司净资产收益率不低于14%/15.5%/20%。

2023年7月中山国资委重新成为公司实控人，正式结束五年的调整期。目前管理层变更已基本完成，股权激励目标积极，有效提振市场信心。

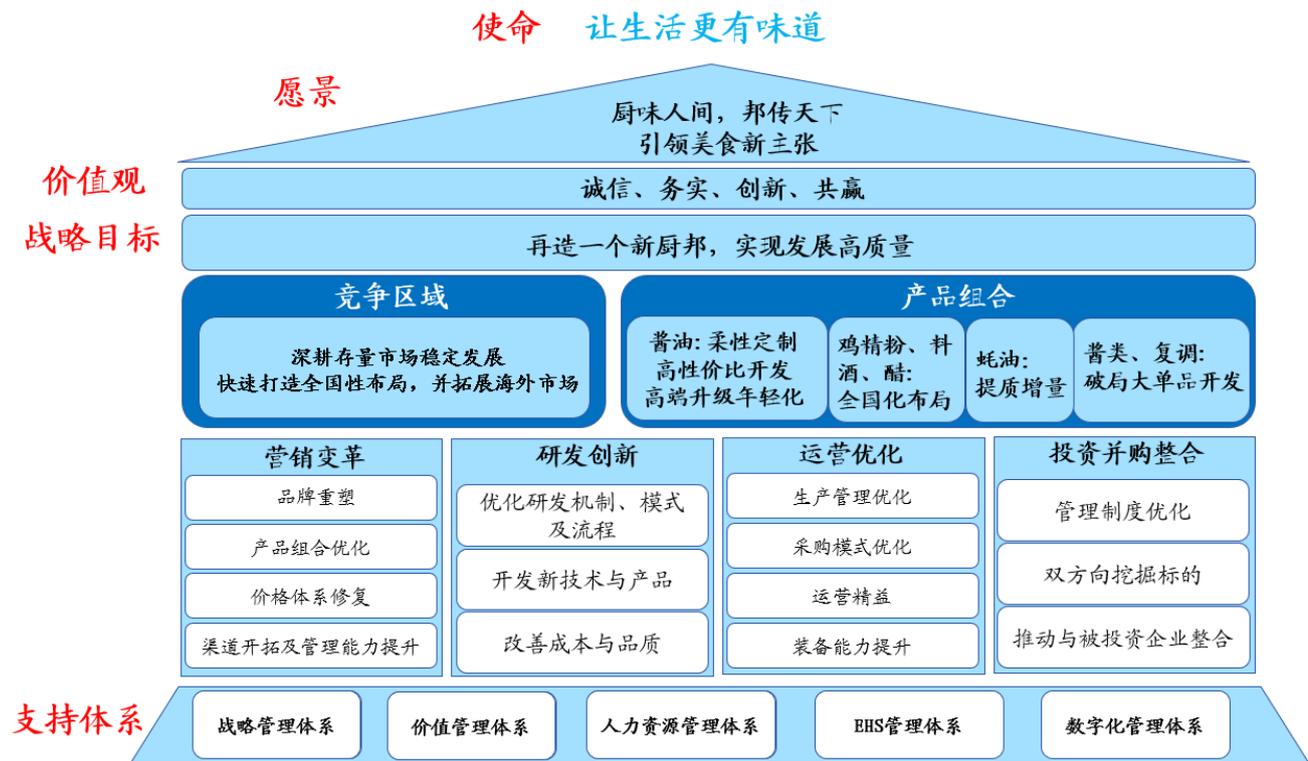
立足当下，本文主要探讨：当下时点我们如何看待公司股权激励及未来发展？

### 1.2 浅析激励实现路径

拆解公司2024年3月30日股权激励方案，收入目标具备挑战性，但我们认为在新任管理层赋能之下，2024年蓄势，2025年造势，2026年乘势而上，百亿目标达成可期。据股权激励目标测算，2024年美味鲜收入增速有望达12%左右；2025年美味鲜收入增速有望加速至17%左右；2026年通过外延并购与内生增长，公司整体有望达到100亿的收入目标（预计80亿内生+20亿外延并购）。

我们认为公司有望达成收入端目标：（1）公司积极梳理产品矩阵，老品优化、新品开发同步进行，发力打造区域大单品。后续将高毛利的酱油、鸡精作为主营产品，食用油作为辅助品类，明确产品梯队、升级产品组合；同时公司的零添加、减盐等健康型产品已顺利上市，进入收获期，研发策略由跟随转向引领。（2）核心管理层变更完成，领导层丰富的快消品经验有望激活渠道动能，成熟市场恢复运作、非成熟及空白市场加速覆盖，同时股权激励提升员工薪酬待遇，渠道数量及质量有望迎来双升。（3）投资并购规划有序开展，从渠道补充、品类完善两方面深入挖掘标的，有望助力公司收入端2026年“乘势而上”。

图表1：再造一个新厨邦，百亿目标实现路径



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

利润方面，美味鲜净利润考核弹性较大，灵活服务规模增加。据股权激励方案，以 2023 年为基准，2024-2026 年公司营业利润率不低于 15%/16.5%/18%，对应营业利润同比增速分别为 36.43%/29.64%/61.16%。我们认为公司有望达成利润端目标：

**(1) 生产管理及采购模式升级，供应链及组织效率提升，成本端有望显著优化。**针对产销不均衡的问题，公司后续会激励经销商提前做好产销规划，同时深化智能制造改革，推进技改工作，能耗成本有望下行，产线效率显著提升。**(2) 优化费用投放方式，提升费效比。**目前公司渠道运作采取经销商“大一统”打包模式，促销采取“费用包”模式，形式较为分散，缺乏针对性。后续会加大消费者端费用投入力度，精益管控，将终端销量与考核挂钩，费效比有望显著提升。考虑到美味鲜利润考核弹性较大，服务规模增加，增大达标可能性。

图表2：2024-2026 年收入及利润预测拆分

单位：百万元	2024E	2025E	2026E
中炬高新收入	5775	6812	8112
yoy	12%	18%	19%
美味鲜收入	5529	6491	7749
yoy	12%	17%	19%
中炬高新归母净利润	770	1010	1214
yoy	-55%	31%	20%
美味鲜归母净利润	750	891	1050
yoy	28%	19%	18%

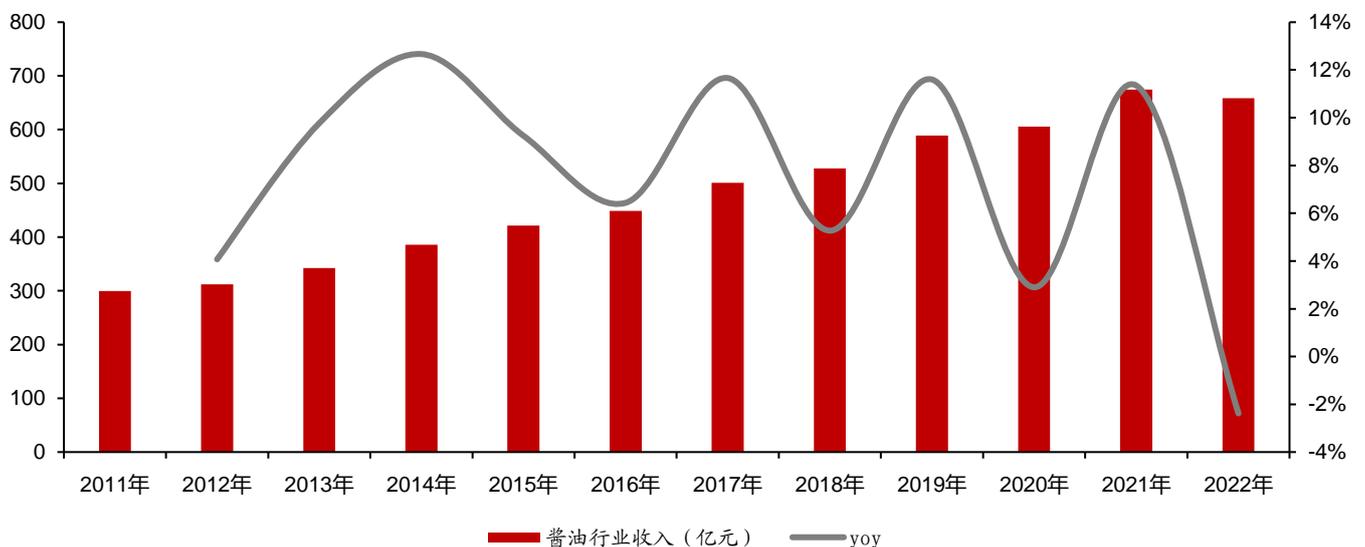
资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 2. 聚焦高鲜酱油，持续迎合新趋势

### 2.1 高鲜酱油景气向上，公司具备先发优势

酱油为我国调味品最大的品类，行业规模有望稳步提升。据 Wind 数据，我国酱油行业收入由 2011 年的 299.94 亿元增至 2022 年的 658.57 亿元，CAGR 达 7.41%。分阶段来看，2011 年-2019 年酱油行业收入复合增速为 8.80%；由于调味品行业近半成的收入来源于餐饮，餐饮渠道每千克食物调味品摄入量约为家庭渠道的 1.57 倍，受餐饮端疲软等因素影响，近年来行业增速有所放缓，2020 年-2022 年行业 CAGR 降至 4.26%。展望后市，随着餐饮修复、外卖拉动，以及家庭、食品加工端贡献提升，行业增速有望维持中低个位数水平。

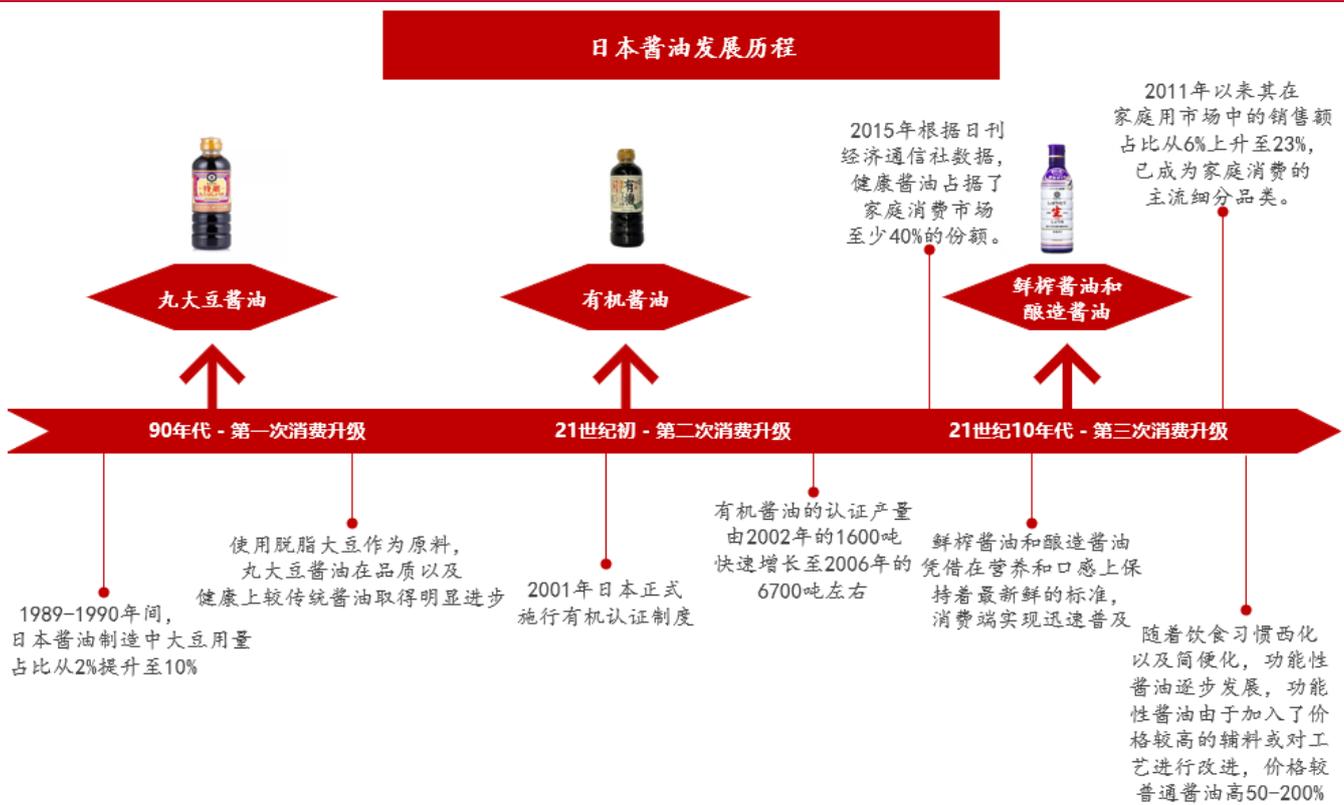
图表3：2011-2022 年我国酱油行业收入及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，智研咨询，国联证券研究所整理

对标日本，我国酱油行业未来高端升级及健康化、功能化趋势明确。日本酱油行业的第一次消费升级发生在 90 年代，使用脱脂大豆作为原料，丸大豆酱油在品质以及健康上较传统酱油取得明显进步。在有机种植热潮之下，21 世纪初日本迎来了第二次消费升级，有机酱油的认证产量由 2002 年的 1600 吨快速增长至 2006 年的 6700 吨左右。21 世纪 10 年代开始，鲜榨酱油和酿造酱油凭借在营养和口感上的优势，在消费端实现迅速普及。同时随着饮食习惯西化以及简便化，功能性酱油逐步发展，功能性酱油由于加入了价格较高的辅料及对工艺进行改进，价格较普通酱油高 50-200%。

图表4：日本酱油行业消费升级，向健康化、功能化方向发展



资料来源：青山资本《酱油在日本如何崛起？》，国联证券研究所整理

我国酱油行业经历了从三级酱油到老抽、生抽，再到高鲜酱油、零添加以及功能酱油的升级，各家品牌纷纷开始布局升级款产品，如厨邦零添加生抽、厨邦味极鲜高鲜生抽等，产品结构的优化升级有望带来产品均价持续提升。

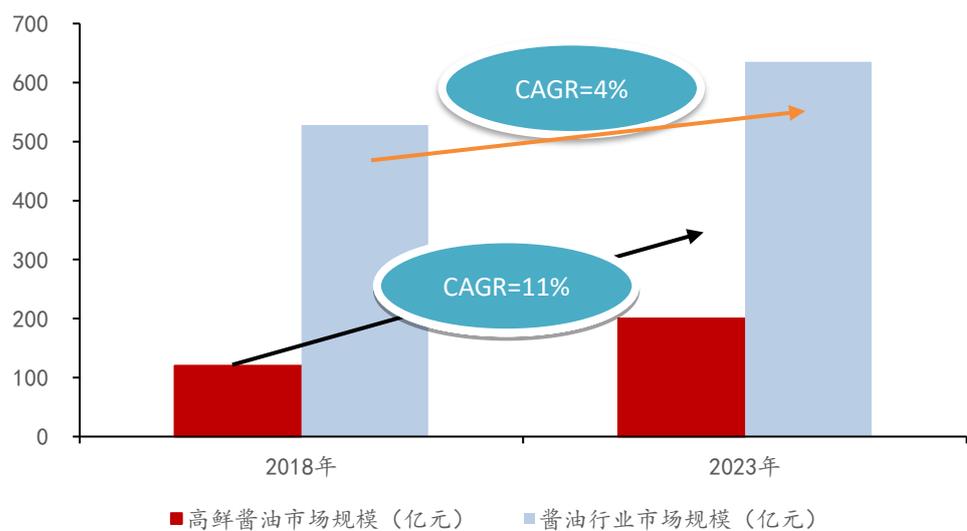
图表5：我国酱油升级路径

		酱油升级路径					
		三级酱油	老抽、生抽	高鲜酱油	零添加酱油	功能酱油	
		价格/500ML	低于 6 元	6-10 元	8-10元	8-20元	8元及以上
市场情况		受众市场广，集中在消费水平较低的三线城市、远郊区县和农村市场	依然是市场主要品类，近年来工业化与标准化程度提升，市场呈现出稳步增长的态势	先进的工艺技术和科学的配方设计，高鲜酱油表现出强劲的发展势头	得益于消费者对健康饮食的日益关注，零添加酱油发展迅速，代表有千禾、海天等	以独特的营养价值受到广泛欢迎，在烹饪和餐饮领域的应用不断扩展	
代表产品		金兰酿造酱油 晒香源酿造酱油 和田宽酿造酱油	厨邦上色老抽 海天老抽酱油 李锦记精选老抽	厨邦味极鲜生抽 丸庄特级生抽 海天头道酱油	厨邦零添加特级生抽 千禾零添加春曲原酿 鲁花零添加生抽	李锦记豉油鸡汁 村耕蒸鱼豉油 李锦记红烧汁	

资料来源：公司官网，京东旗舰店，国联证券研究所整理

细分来看，高鲜酱油风起，增速领先于行业。特级酱油指氨基酸态氮量高于0.8g/100mL的酱油，食用过程中“鲜味”体验佳，不仅能够代替老抽、生抽，还可以代替鸡精、味精及食盐等调味品。随着居民人均收入水平的提升，食用体验更好的高鲜酱油迎来了高速增长期，据估算，高鲜酱油规模稳步提升，2023年接近200亿左右，2018-2023年CAGR接近11%，同期酱油行业整体CAGR约4%，高鲜品类增速领先于行业。

图表6：高鲜酱油增速领先于行业



资料来源：粮油调味营销，Wind，智汇咨询，国联证券研究所

中炬高新是国内最早布局高鲜酱油市场的调味品公司之一，率先研发出氨基酸含氮量为1.3g/100ml的高鲜酱油，先发优势明显。公司高鲜酱油产品种类丰富，性价比突出，有望受益于行业风口，持续贡献收入增量。

**图表7：高鲜酱油品类对比，中炬高新产品性价比优势突出**

产品	图片	氨基酸态氮含量 (≥g/100ml)	规格 (L)	京东价格 (元)	单价 (元/L)
海天味极鲜酱油		1.2	1.9	21.8	11.47
厨邦金品生抽		1	1.25	12.9	10.32
美味鲜生抽王		1	1.25	12.9	10.32
丸莊特级黑豆生抽		1.2	1	10.9	10.90
千禾御藏本酿 380 天特级生抽		1.2	1	29.8	29.80
味事达特级生抽		1.2	1.9	29.5	15.53

资料来源：京东旗舰店，京东自营店，国联证券研究所整理

## 2.2 顺应健康化趋势，聚焦高毛利品类

公司发力搭建产品梯队，聚焦高毛利品类。公司提出聚焦大赛道、朝阳赛道，将高毛利的酱油+鸡精作为主营品类，而食用油则定位为辅助品类。同时搭建明确的产品梯队，建立全国分场所的产品组合标准：辅助产品即有流量的低价抢量产品，主销产品为有品牌、有容量、有存量的产品，而主推产品则是有未来的潜力产品。

图表8：中炬高新的产品组合规划

## 战略规划-产品组合规划

- 聚焦大赛道、朝阳赛道
- 明确产品梯队，建立全国分场所的产品组合标准
- 聚焦资源，打造酱油、鸡精粉、蚝油品类全国统一性大单品



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

同时为更好的助力渠道开拓及适配终端消费者需求，公司积极开发新产品、**延展品类**。健康化浪潮下，公司积极完善特级减盐 30%+零添加减盐 50%+高鲜减盐等产品矩阵，同时补全鸡精高端产品、开发零添加+减盐+小规格的蚝油产品。同时拓展复合调味料等新品类，培育第二成长曲线。

图表9：酱油产品积极创新，拓展减盐、零添加等健康化领域



资料来源：公司官网，京东旗舰店，京东自营店，国联证券研究所整理

图表10：积极布局复合调味料等新品类，完善品类矩阵



资料来源：公司官网，京东旗舰店，京东自营店，国联证券研究所整理

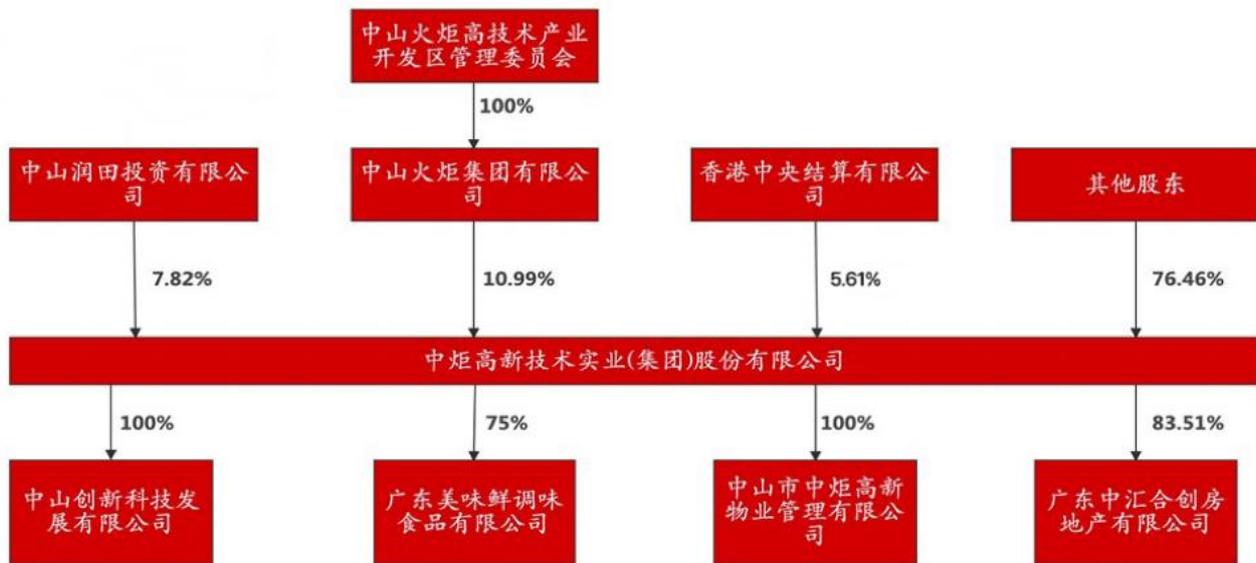
### 3. 管理层变更完成，渠道力有望提升

### 3.1 实控人变更完成，积极梳理人员架构

实控人变更落地，新管理层赴任。经过近五年的磨合调整，2023年7月公司经营权变更最终落地，中山火炬集团重新掌舵，2023年10月新管理层赴任，提出2026年美味鲜的“百亿目标”，即再造一个新厨邦，实现发展高质量。

截至2024年一季度，中山火炬集团持股10.99%，为公司的第一大股东，中山润田在债务问题影响下，持股比例降至7.82%。

图表11：中炬高新股权结构（截至2024年一季度）



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

现有核心管理层消费品运作经验丰富，有望赋能调味品主业发展。公司现任核心管理层多位领导拥有丰富的快消品从业经验，总经理余向阳先生、副总经理刘虹先后就职于华润啤酒，分别任广东区域党委书记、总经理以及辽宁区域副总经理、营销中心总经理等职务。考虑到啤酒行业在渠道运营、终端促销、价格管理以及利润分配方面较为成熟，公司管理层在啤酒领域的先进经验或有望赋能调味品主业发展，助力招揽更多高质量的经销商及行业大商，提升餐饮渠道覆盖率。

图表12：中炬高新核心管理层背景梳理（截至2024年一季度）

姓名	职务	年龄	工作经历
余健华	董事长	47	2000年-2017年在中山火炬高技术产业开发区管理委员会工作，2017年2月至今在中山火炬公有资产经营集团有限公司任董事长。自2023年7月起任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司董事长。
林颖	董事、常务副总经理	43	2006年开始先后就职于普华永道中天会计师事务所、华润(集团)有限公司、华夏健康产业集团有限公司、高和药业控股有限公司、鼎晖投资，2023年7月至今任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司董事。
余向阳	总经理	54	1993年始就职于武汉欧联东西湖啤酒有限公司，2003年开始就职于华润啤酒有限公司，2021年至2023年任华润雪花啤酒广东区域公司、华润雪花广东区域公司党委书记、总经理。现任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司总经理。
吴剑	副总经理	56	1991年至1997年在广东省梅田矿务局工作，现任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司副总经理。
郭毅航	副总经理、董事会秘书	49	1998年至今在中炬高新技术实业(集团)股份有限公司工作，现任副总经理、董事会秘书。
刘虹	副总经理	55	1991年开始先后任职于可口可乐有限公司、大连长兴实业总公司、华润雪花啤酒公司，任华润雪花啤酒辽宁区域公司副总经理、辽宁营销中心总经理，大连工厂市场部经理等职务，现任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司副总经理。
陈代坚	副总经理	50	2004年开始先后任华润金融控股有限公司财务董事，华润资本首席财务官、吉安资本管理有限公司董事总经理、首席运营官以及东建国际控股有限公司执行副总裁等职位，现任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司副总经理。

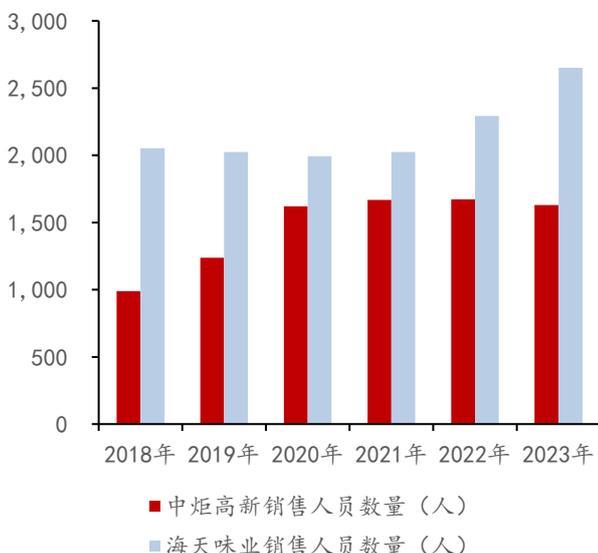
资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

### 3.2 市场化机制落地，组织效率有望优化

中炬销售人员数量及人均薪酬方面提升空间充足。公司销售人员数量由2018年的989人提升至2023年的1630人，但较龙头海天味业仍存在1021人的差距。就销售人员占比而言，2023年中炬销售人员占比为34%，较千禾味业低16pct。

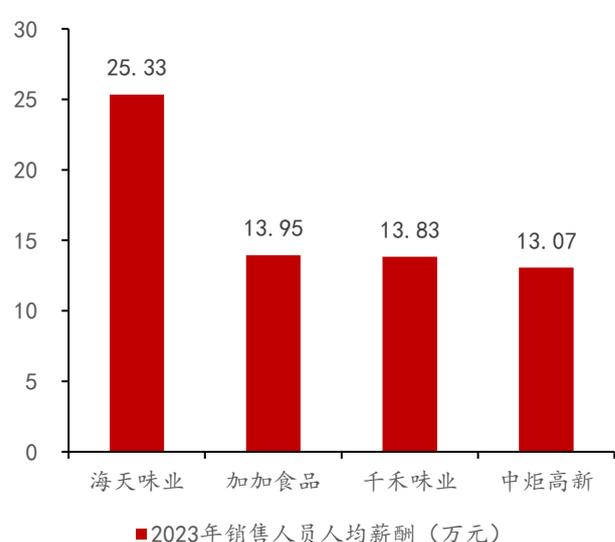
就人均薪酬而言，2023年中炬销售人员均薪为13.07万元，较海天味业、千禾味业以及加加食品分别低12.26/0.76/0.88万元，人员激励及员工待遇仍处行业中下游水平，提升空间充足。

图表13：中炬销售人员数量持续低于海天味业



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表14：2023年中炬销售人员年薪处中下游（万元）

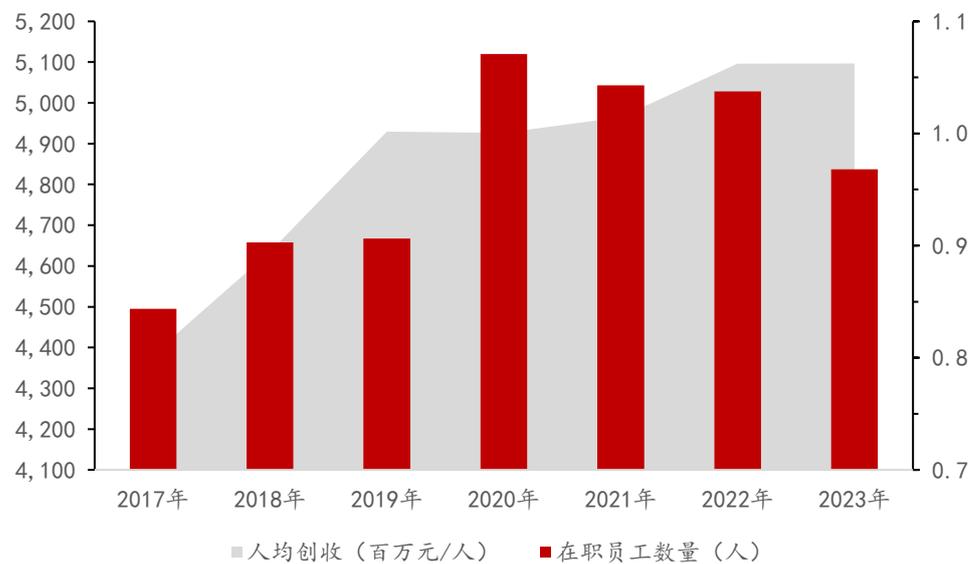


资料来源：公司公告，国联证券研究所

进行人才盘点及岗位价值评估，推进“四个一批”，重构待遇及激励体系，人效比有望进入上行通道。为健全人才队伍以及加速薪酬体系市场化接轨，公司成立人才发展中心，明确“四个一批”，调整及优化各部门组织架构，推进薪酬体系市场化改革，将业绩与考核挂钩，人均创收有望进一步上行。

此外，随着股权激励落地，核心骨干待遇有望进一步提升，凝心聚力冲刺百亿目标。本次股权激励覆盖的 329 位名单基本涵盖了所有关键岗位的骨干和核心力量，营销部门占比过半，生产部门激励则已细化至车间负责人级别，核心人员积极性或进一步提升，迎接百亿挑战。

图表15：市场化改革进行中，中炬高新人均创收有望延续上行（右轴为人均创收）

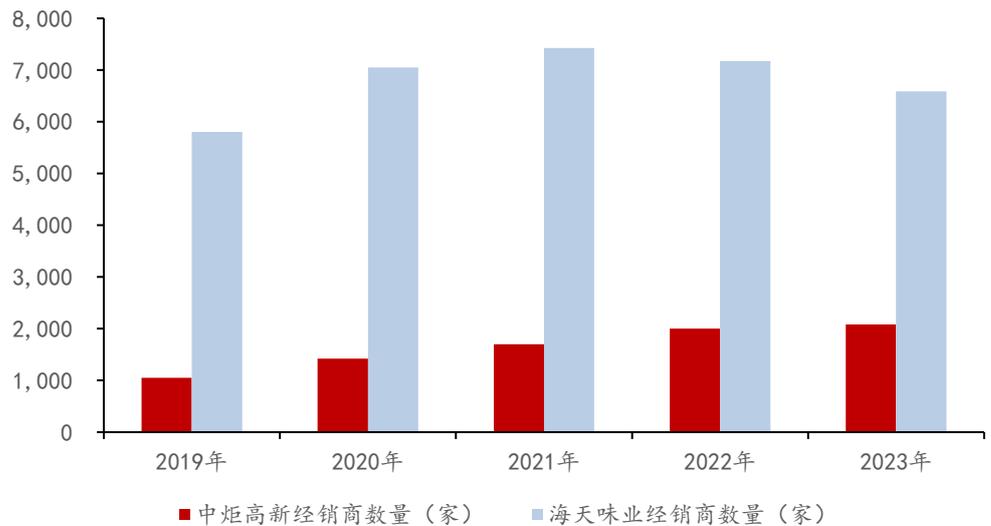


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.3 渠道分级管理，经销商数量质量有望双升

对标海天味业，中炬高新经销商数量提升空间较大。2023年中炬高新经销商数量达 2084 家，较 2019 年净增 1033 家；而龙头海天同期经销商数量已达 6591 家，中炬渠道扩张空间充足，渠道加密有望为公司带来收入端增量。

图表16：中炬高新经销商数量较海天而言仍存差距

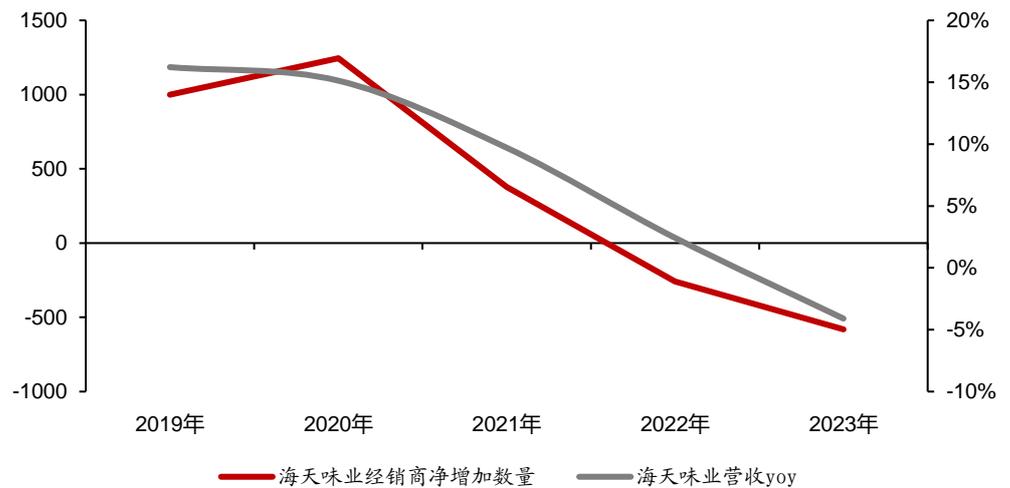


资料来源：公司公告，国联证券研究所

啤酒企业餐饮渠道运作经验丰富，新管理团队有望为公司渠道扩张赋能。线下为我国啤酒销售的主要渠道，占比近九成；从消费场景来划分，即饮为啤酒消费的主要场景，正常时期即饮渠道占比约 51.5%，其中餐饮渠道占比约 35%。啤酒企业在餐饮渠道运营、终端促销、价格管理以及利润分配方面的发展领先于调味品，公司管理层啤酒领域从业经验丰富，有望带来相关销售及经销商资源，以及渠道开拓、运营的先进经验：（1）中炬高新重视渠道利润，有望为公司招揽更多优质经销商；（2）中炬通过“厨邦顶级俱乐部”，影响餐饮大店的投资者、老板及厨师（烹饪协会）等意见领袖，通过经销商资源在餐饮店后厨及厨前实现快速替代，加快渠道开拓；（3）公司渠道战略转向精细化管理，组织架构调整为 9 大事业部及 31 个大区，大区下设 115 名销售经理，财政及人事权由总部下放至事业部层级，政策灵活，因地制宜。

目标明确+路径清晰+资源赋能，我们认为公司渠道数量提升可期，有望带来收入端稳健增长。复盘 2019-2023 年海天味业经销商净增数量以及整体营收增长情况，两者相关性较高，即网点铺市提升带来收入端高增速。改革背景下，中炬未来的渠道扩张逻辑较强，经销商数量增加、渠道加密有望带来收入端高弹性增长。

图表17：2019-2023年海天经销商净增与营收增长同向变动，相关性较高

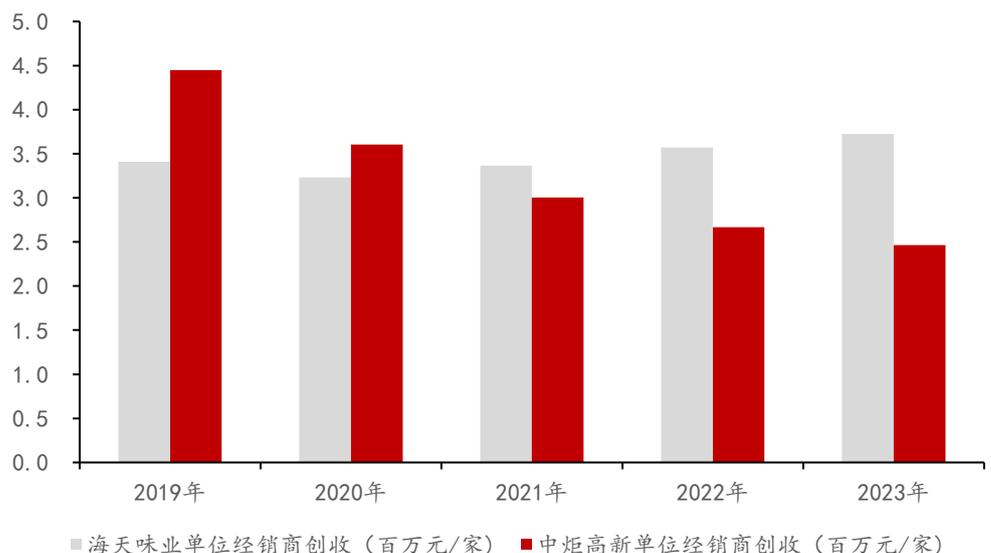


资料来源：公司公告，国联证券研究所

调整期渠道质量略有退坡，未来提质带来的收入增长同样可期。2023年海天经销商单位创收约373万，较2019年提升32万元，而同期中炬经销商单位创收显著下滑，由445万元降至247万元。复盘中炬高新2019-2023年经销商数量及单位创收变化，虽期间经销商数量净增1033家，或多为长尾经销商，渠道质量有所退坡。

展望未来，公司着手建立新的经销商准入工作手册，不断提升经销商准入门槛，推行精细化分级管理，即规模较大的一级经销商公司予以授权，二级经销商予以支持，规模较小的三级经销商公司予以赋能。同时引入渠道目标责任考核机制、强化终端管控，重视销售人员薪酬体系优化，目标+激励组合拳下有望招揽更多客群基础佳、终端管控能力强的核心经销商，渠道质量提升带来的收入增长值得期待。

图表18：2019-2023年中炬高新单位经销商创收持续下滑

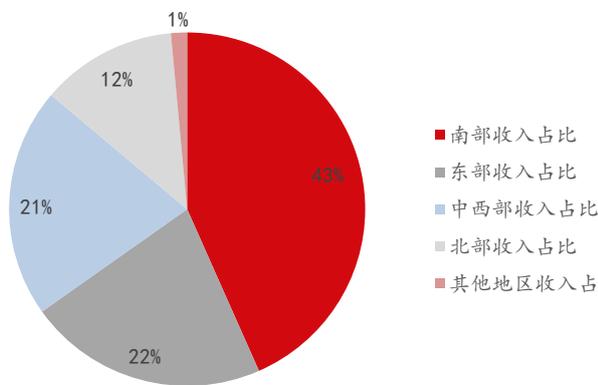


资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.4 全国化战略势在必行

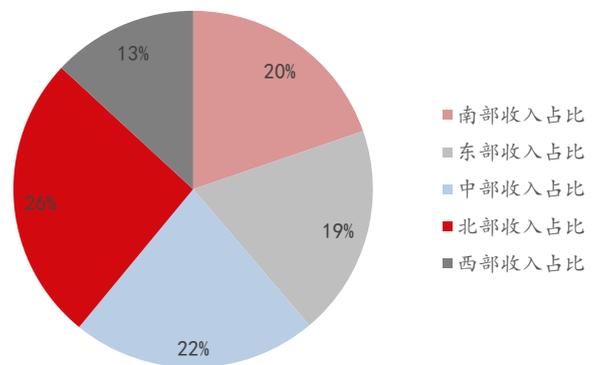
从区域分布来看，中炬各区域发展不均：南部为优势市场，发展较为成熟，而北区市场相对空白，中西部、东部地区发展仍具空间，全国化势在必行。以 2023 年为例，公司南部/东部/中西部/北部收入占比分别为 43%/22%/21%/12%，同期海天南部/东部/中部/北部/西部占比分别为 20%/19%/22%/26%/13%，海天全国化成熟，区域间发展更为均衡。南部为中炬优势市场，收入占比超过四成，北部区域收入贡献相对较少，全国化战略势在必行。

图表19：2023年中炬高新各区域市场收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表20：2023年海天味业各区域市场收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

展望未来，公司的全国化战略分为空白市场进驻、成熟区域下沉以及非成熟区域扩张；区域上则以华南、西南、中南及华东为重：

- (1) 调味品人均消费量大的北部区域特别是东北可作为公司在北方渠道竞争的突破口，而华北、西北等白区市场战略上偏保守，侧重竞争策略及管理模式重建。
- (2) 深耕华南等优势区域，在产品组合、经销商管理及价格管理等方面保持领先，加密渠道网络的同时追求高质量发展。
- (3) 中南、西南、华东事业部为全国化布局中的重点市场，为公司增长贡献弹性。

**图表21：中炬高新各区域主要定位及战略**

国内战略：深耕优势区域的同时，在弱势区域寻找突破机会，加速全国化拓展		
事业部	省份	市场战略
西北事业部	新疆/西藏/青海/甘肃等	调味品人均消费量大的北部区域特别是东北可作为公司在北方渠道竞争的突破口，而华北、西北等白区市场战略上偏保守，侧重竞争策略及管理模式重建
华北事业部	河北/北京/山东等	
华中事业部	陕西/山西/河南	
华东事业部	江苏/安徽/浙江/福建/台湾	全国化有局中的重点市场，为公司增长贡献弹性。中南及西南地区地域性小品牌相对较少，公司有望借助厨邦的品牌势能快速铺货，在中南、西南及华东地区实现高位甚至翻倍增长，三年赶超华南事业部
中南事业部	湖北/湖南/江西	
西南事业部	四川/重庆/贵州/云南	
华南事业部	广东/广西/海南	深耕华南等优势区域，在产品组合、经销商管理及价格管理等方面保持领先，加密渠道网络的同时追求高质量发展
国际战略：厨邦产品在香港澳门市场有一定销售基础，计划以香港市场为起点和试验田，逐步向东南亚乃至全球扩展		

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

中南、西南、华东事业部为公司全国化布局中的重点市场，中炬有望抢占地域性小品牌的市场份额，公司目标实现高位甚至翻倍增长，三年赶超华南事业部。（1）华东地区：华东地区的特点为酱油品牌多、竞争激烈，地域性品牌如厨邦、李锦记、欣和、千禾、加加，其他小品牌包括古龙天成、民天、淘大及鼎丰等。华润啤酒的东区市场较为成熟（2022年华东地区收入占啤酒业务比重达48.37%），核心领导层具备华润啤酒背景，经销商质量优化+数量提升双管齐下，有望赋能公司东部市场开拓及运营，或进一步抢占数量众多的地域性小品牌份额。（2）中南及西南地区：区域寡头+小品牌众多为该区域的主要特点，西南地区为千禾的优势市场，中南地区为加加食品的优势市场，除此之外地域性品牌有劲宝、黄滩、中坝及味莼园等。中南及西南地区饮食口味较重，酱油人均食用量大，中炬渠道利润相对较高，有望为公司招揽更多优质经销商，借助厨邦的品牌势能快速铺货。

图表22：中炬高新分区域竞争格局

事业部	具体地区	全国性品牌	代表性产品	地方性品牌	代表性产品	其他地方品牌	代表性产品					
华南	广东省	海天	 	厨邦、李锦记	厨邦鲜味生抽	厨邦特级生抽	厨邦金品生抽	珠江桥牌、揭阳酱油、味事达、东古、致美斋	珠江桥金标生抽王酿造酱油	致美斋鲜味生抽	味事达特级金标生抽	
	>10				<6	8-10	6-8	6-8	8-10	6-8		
其他	李锦记薄盐生抽			李锦记锦珍生抽	李锦记0添加原酿生抽	陆川乌石等	90天乌石酱油	180天乌石酱油	720天乌石酱油			
6-8	<6			8-10	>10	>10	>10					
中南	中南地区			厨邦、李锦记、加加	厨邦鲜味生抽	李锦记薄盐生抽	加加食品醇鲜酱油	劲宝酱油、黄滩酱油；龙牌酱油；雄属酱油	劲宝减盐金标生抽	黄滩三年陈酿酱油	雄属原浆酱油	
	<6			6-8	<6	>10	>10	>10				
西南	西南地区			厨邦、李锦记、千禾	厨邦鲜味生抽	李锦记薄盐生抽	千禾金标生抽	先市酱油、味苑园、中坝酱油、拓东酱油	先市传统酱油	味苑园咸味黄豆酱油	中坝零添加口蘑头鲜原址生抽特级酿造酱油	
	8-10			<6	6-8	<6	>10	8-10	>10			
华东	福建			 	厨邦、李锦记、欣和、千禾、加加	厨邦鲜味生抽	李锦记薄盐生抽	千禾金标生抽	古龙天成、民天、金冠园、厦门海堤、尧记、老潘头	古龙天成两年黑黄豆酱油	民天中华老字号美味酱油	厦门海堤超极酱油
	<6					6-8	<6	>10	>10	>10		
	上海	厨邦特级生抽	加加食品醇鲜酱油			加加380天零添加特级生抽	淘大、鼎丰、老大同、太太乐	淘大黄豆酱油	鼎丰黄豆酱油	太太乐原味鲜特级鲜酱油		
	8-10	<6	>10			8-10	8-10	8-10	>10			
浙江	厨邦金品生抽	李锦记锦珍生抽	李锦记0添加原酿生抽	仁昌酱园、老恒和、湖丰	仁昌酱园老红酱油	湖丰一级黄豆酱油	老恒和鲜上鲜特级生抽					
6-8	<6	8-10	>10	8-10	8-10							
其他	海天	欣和味极鲜特级酱油	欣和零添加特级鲜酱油	欣和六月鲜酱油	望江风酿酱油、金兰酱油、九庄酱油	望江风酿原晒鲜生抽	金兰酿造酱油	九庄黑豆本酿酱油				
6-8	>10	>10	>10	>10	>10	6-8						
东北	东北地区		欣和、东古	欣和味极鲜特级酱油	东古一品鲜酱油	东古味极鲜特级生抽	好记、荣盛达、盘宝酱油、佐香园、正阳河	好记特级有机头道生抽	佐香园黄豆酱油	正阳河非转基因黄豆酱油		
	6-8			>10	<6	>10	<6	<6				
华中	河南			加加食品醇鲜酱油	加加380天零添加特级生抽	加加200天零添加醇鲜特级生抽	界中、莲花等	界中金标生抽鲜味酱油	莲花零添加特级酱油	莲花松茸生抽		
	<6			>10	>10	>10	>10	6-8	>10			
其他	千禾金标生抽			千禾御藏本酿380天特级生抽	千禾御藏本酿180天特级生抽	紫林、水塔、阿坡酱油	水塔一级生抽	水塔0味精生抽	阿坡零添加酱油			
<6	>10			6-8	>10	>10	>10	>10				
华北	北京				李锦记、千禾、欣和	千禾金标生抽	千禾御藏本酿380天特级生抽	千禾御藏本酿180天特级生抽	六必居金狮、老才臣	六必居金狮原酿酱油	老才臣黄豆酱油	六必居特级本酿酱油
	<6					>10	6-8	6-8	<6	>10		
	欣和味极鲜特级酱油					欣和零添加特级鲜酱油	欣和六月鲜酱油	巧媳妇、富氏好太太、鲁花、居易、灯塔、玉兔	玉兔古方原酿酱油	巧媳妇黄豆酱油	鲁花自然鲜香酱油	
6-8	>10			>10	>10	>10	>10	>10				
其他	李锦记薄盐生抽	李锦记锦珍生抽	李锦记0添加原酿生抽	利民、天立、红钟、珍极	珍极180度原酿酱油	利民特级酱油	天立一级黄豆酱油					
6-8	<6	8-10	>10	>10	>10	>10						
西北	西北地区	千禾、厨邦	千禾金标生抽	厨邦鲜味生抽	厨邦特级生抽	七一酱园、笑厨、青海湖青稞酱油	笑厨酱油	笑厨黄豆酱油	七一酱园黄豆酱油			
	<6			<6	8-10	6-8	<6	>10				

资料来源：京东旗舰店，京东自营店，公司公告，国联证券研究所整理

成熟区域看经销商数量提升：公司成熟区域渠道质量虽有退坡，但对标同行仍处较高水平，而数量上较同行优势区域仍存较大差距。成熟区域经销商加密可期，未来收入有望提速。(1) 收入占比：2023 年公司南部区域收入占比高达 43%，较海天及千禾的成熟市场占比分别高 19/5pct，基地市场收入占比更高。(2) 经销商数量：2023 年中炬成熟区域经销商数量为 327 家，数量仅为同期海天及千禾的

17%/33%，成熟区域渠道加密空间充足；(3)单位创收：2023 年公司南部区域经销商单位创收为 622 万元，领先于同行，但纵向对标退坡明显，2019-2023 年南部区域单位创收 CAGR 为-11%，同期海天及千禾成熟市场单位创收 CAGR 分别为 2%/-3%，公司成熟区域渠道质量有待进一步优化。

**非成熟区域看经销商质量优化+数量提升：中炬非成熟区域的渠道扩张顺利，经销商数量稳步提升，但单位创收下滑明显，后续质量提升值得期待。**(1) 经销商数量：2019-2023 年中炬弱势区域北部经销商数量净增 437 家至 778 家，净增数量领先于海天及千禾；同期中西部及东部区域分别净增 301/537 家，处行业中上游水平，渠道网络扩张顺利。(2) 单位创收：2019-2023 年中炬弱势北区经销商单位创收由 196 万元降至 82 万元，CAGR 为-20%，降幅较大；同期中西部及东部区域单位创收 CAGR 分别为-10%/-25%，单位创收下滑拖累整体经营表现。展望未来，随着管理层变更落地，积极进行渠道整理，经销商门槛提高，人员激励及薪酬待遇提升，单位创收有望进入上行通道，对收入的拉动值得期待。

**图表23：中炬高新各类型市场与可比公司对比**

成熟区域分析																			
公司名称	具体区域	收入占比					△收入占比	经销商数量 (家)					期间净增加 (家)	经销商单位创收 (百万元/家)					CAGR
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
中炬高新	南部区域	44%	42%	47%	44%	43%	-1%	189	225	246	318	327	138	9.98	8.94	7.75	6.42	6.22	-11%
海天味业	北部区域	25%	25%	24%	24%	24%	-1%	1782	2147	2173	2131	1961	179	2.81	2.64	2.79	2.92	3.02	2%
千禾味业	西部区域	52%	52%	49%	41%	38%	-14%	499	536	699	732	991	492	1.42	1.64	1.35	1.36	1.24	-3%
弱势区域分析																			
公司名称	具体区域	收入占比					△收入占比	经销商数量 (家)					期间净增加 (家)	经销商单位创收 (百万元/家)					CAGR
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
中炬高新	北部区域	14%	15%	12%	13%	12%	-2%	341	515	675	749	778	437	1.96	1.51	0.93	0.95	0.82	-20%
海天味业	西部区域	11%	12%	12%	12%	12%	1%	1233	1598	1683	1607	1470	237	1.73	1.68	1.75	1.87	2.03	4%
千禾味业	华南区域	6%	5%	6%	7%	6%	0%	85	88	115	173	286	201	1.00	0.91	1.05	0.95	0.73	-8%
普通区域分析																			
公司名称	具体区域	收入占比					△收入占比	经销商数量 (家)					期间净增加 (家)	经销商单位创收 (百万元/家)					CAGR
		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
中炬高新	中西部区域	17%	20%	18%	19%	21%	4%	280	363	439	539	581	301	2.82	2.86	2.06	1.87	1.86	-10%
	东部区域	23%	22%	22%	21%	22%	-2%	241	318	342	397	778	537	4.54	3.47	3.29	2.85	1.43	-25%
海天味业	东部区域	20%	18%	18%	18%	18%	-2%	742	849	945	938	878	136	5.27	5.28	5.10	5.01	4.96	-1%
	南部区域	20%	18%	18%	18%	18%	-2%	777	888	972	909	829	52	5.12	4.64	4.60	5.06	5.43	1%
千禾味业	中部区域	19%	20%	21%	21%	21%	2%	1272	1569	1657	1587	1453	181	2.94	2.97	3.20	3.32	3.48	4%
	华东区域	20%	20%	20%	22%	22%	2%	187	273	366	471	671	484	1.46	1.21	1.06	1.16	1.06	-8%
千禾味业	华中区域	8%	8%	9%	10%	14%	6%	153	281	340	491	747	594	0.68	0.49	0.53	0.51	0.60	-3%
	华北区域	13%	14%	14%	18%	18%	5%	216	226	271	363	555	339	0.81	1.07	0.99	1.23	1.02	6%

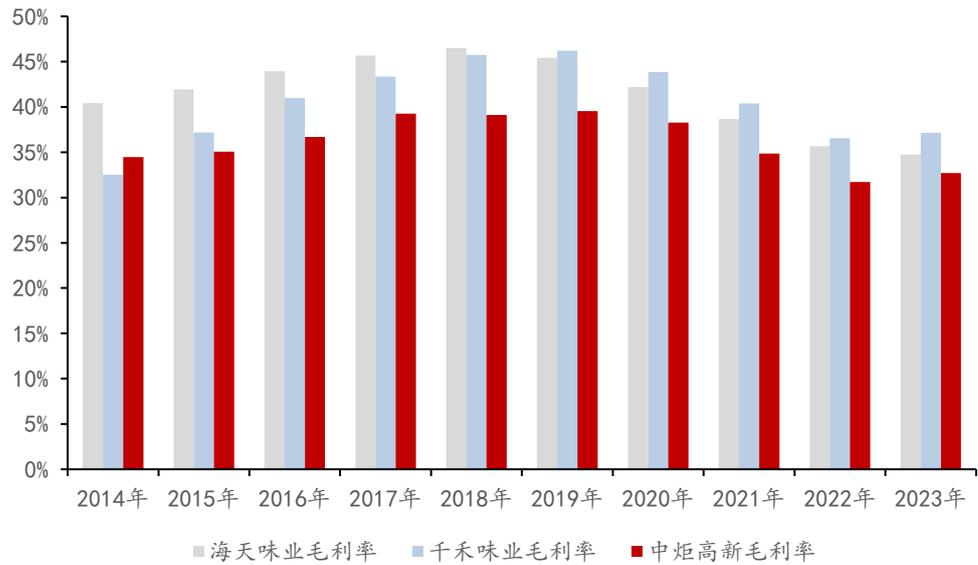
资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

## 4. 降本增效进行中，费效优化空间大

### 4.1 毛利率优化空间较大

中炬高新毛利率较同行而言存在提升空间。以 2023 年为例，公司整体毛利率为 33%，较同行海天味业/千禾味业分别低 2/4pct。

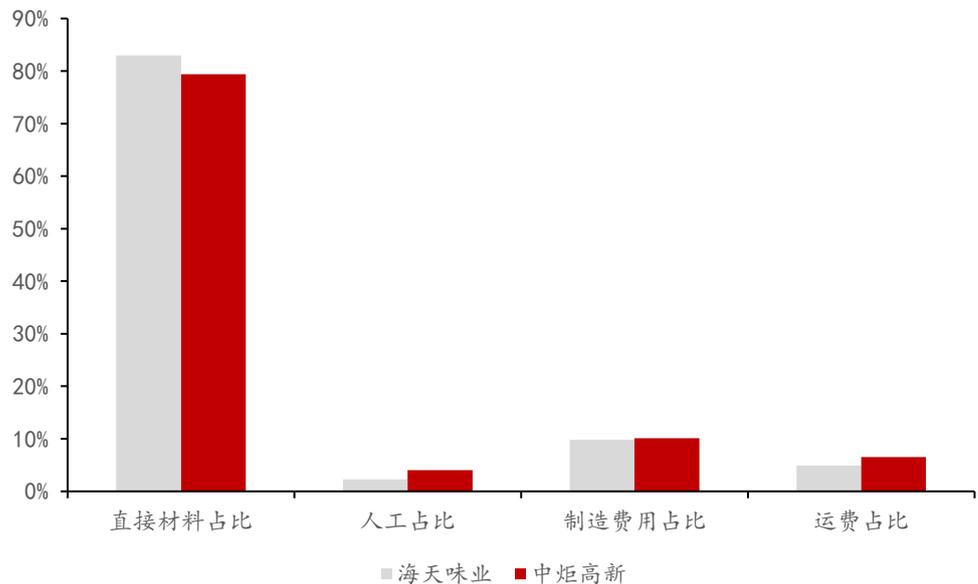
图表24：中炬高新毛利率较同行相比仍存提升空间



资料来源：公司公告，国联证券研究所

拆分酱油业务成本结构，公司人工、运费及制造费用仍有优化空间。预计随着产品结构优化升级、厨邦智造改革逐步落地、自动化生产线上线以及供应链优化项目推进，公司毛利率水平有望持续提升。

图表25：以2023年为例，公司人工、运费及制造费用占比仍有优化空间



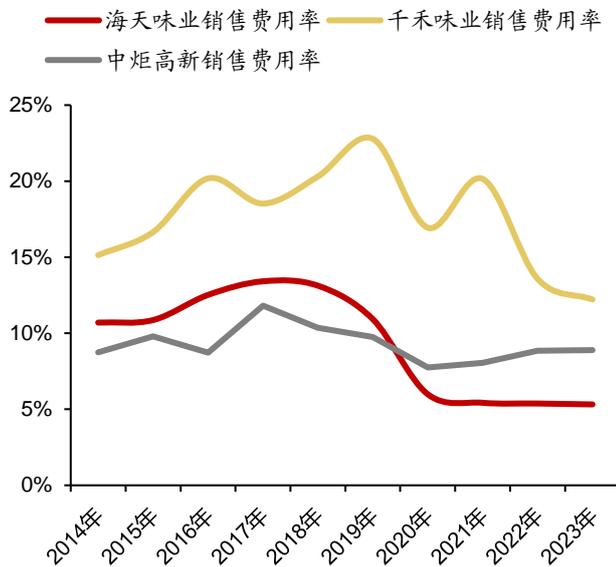
资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 4.2 降本增效有望增厚利润

随着降本增效措施持续推进，公司管理费用率自2014年的11%降至2023年的7%，优化成效初显，但对标同行仍处较高水平，高于海天及千禾5/3pct。2023年

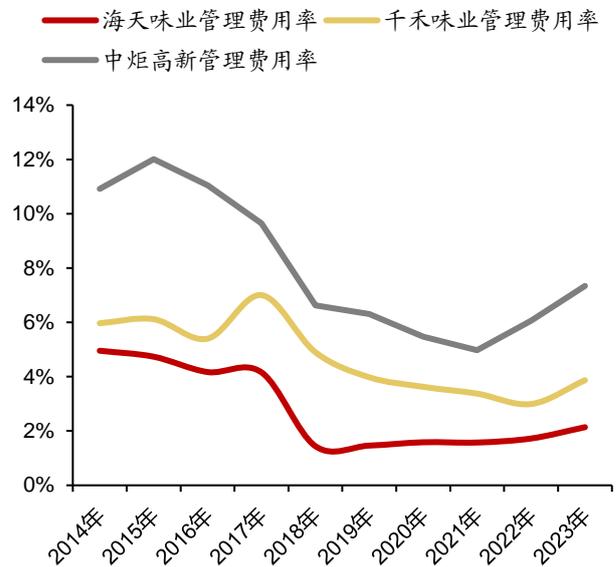
销售费用率基本与 2014 年持平，较龙头海天高 4pct。展望未来，随着费用优化措施持续推进，费效比有望进入上行通道，降本增效有望为公司增厚利润。

图表26：中炬高新销售费用率较海天更高



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表27：中炬高新管理费用率处行业较高水平



资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1 盈利预测

经过三十年的转型发展，中炬高新已由园区运营及城市开发商成功转型成为调味品领域龙头，2023 年公司旗下品牌美味鲜在国内酱油市场位居第二，市占率达 5%，仅次于龙头海天味业。2023 年 7 月中山国资委重新成为公司实控人，目前管理层变更已基本完成，股权激励目标积极，有效提振市场信心。

**美味鲜收入预测：**健康消费趋势下，我们对减盐酱油、有机酱油等新品表现保持乐观，有望拉动酱油品类销量价格双升，同时鸡精鸡粉、食用油、蚝油等有望持续贡献收入增量，我们预计 2024-2026 年美味鲜收入同比增速分别为 12%/17%/19%。

**房地产及服务业务收入预测：**受宏观经济形势及房地产市场供需影响，公司房地产业务近年来承压明显，我们维持对房地产业务审慎的态度，预计 2024-2026 年收入基本持平。

**业绩预测：**随着减盐、有机等毛利较高的产品收入占比提升，叠加供应链优化、厨邦智造改革稳步推进，公司毛利率有望持续提升，同时随着新品推广及餐饮渠道开拓，公司销售费用率短期或微幅走高，但降本增效措施落地后，整体费用率有望迎来优化。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 34.06%/35.62%/36.03%。

2024-2026 年销售费用率为 8.00%/7.80%/8.00%，管理费用率为 7.20%/7.00%/7.20%，研发费用率为 3.60%/4.00%/4.50%。

图表 32：公司营收测算汇总（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入合计</b>	5341	5139	5775	6812	8112
<b>YOY</b>	4%	-4%	12%	18%	19%
<b>毛利率</b>	32%	33%	34%	36%	36%
<b>酱油</b>					
收入	3025	3028	3310	3830	4549
YOY	7%	0%	9%	16%	19%
<b>鸡精鸡粉</b>					
收入	596	676	823	1003	1221
YOY	9%	13%	22%	22%	22%
<b>其他调味品（食用油、蚝油、料酒、下饭酱等）</b>					
收入	1267	1162	1342	1615	1943
YOY	6%	-8%	16%	20%	20%
<b>房地产及服务</b>					
收入	47	11	11	11	11
YOY	-34%	-77%	0%	0%	0%
<b>其他业务</b>					
收入	406	263	289	353	388
YOY	-15%	-35%	10%	22%	10%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

## 5.2 估值与投资建议

2023 年 7 月中山国资委重新成为实控人，中炬高新的管理层变更基本完成，结束五年的经营动荡期。公司新一轮股权激励目标积极，进一步提振市场信心。我们认为公司改革预期较强，看好公司成长势能：（1）聚焦高鲜酱油，持续迎合新趋势。（2）管理层变更完成，市场化改革落地。（3）加速全国布局，渠道提质可期。（4）降本增效进行中，费效优化空间足。

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 57.75/68.12/81.12 亿元，同比增速分别为 12.38%/17.94%/19.08%，归母净利润分别为 7.70/10.10/12.14 亿元，同比增速分别为-54.60%/31.02%/20.25%，EPS 分别为 0.98/1.29/1.55 元/股。鉴于公司改革预期较强，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

**食品安全风险。**公司产品多，涉及采购、生产、运输等多个环节，如若原材料

采购或生产出现质量不稳定等问题，或对公司商誉、销售造成负面影响。

**渠道拓展不达预期风险。**公司积极进行经销商扩张，如若扩张进度不达预期，或带来收入及利润端风险。

**原料价格上涨风险。**如若公司上游原材料价格上涨，或带来成本端压力，对公司业绩造成负面影响。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	628	500	1770	2860	4094	营业收入	5341	5139	5775	6812	8112
应收账款+票据	51	75	58	68	81	营业成本	3648	3458	3808	4385	5189
预付账款	18	15	16	18	22	营业税金及附加	88	61	29	14	16
存货	1670	1618	1814	2089	2472	营业费用	473	457	462	531	649
其他	871	1525	1345	1547	1800	管理费用	502	558	624	749	949
<b>流动资产合计</b>	<b>3237</b>	<b>3733</b>	<b>5003</b>	<b>6582</b>	<b>8469</b>	财务费用	-4	-6	-2	-8	-12
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值损失	0	-33	0	0	0
固定资产	1611	1907	1706	1452	1144	公允价值变动收益	0	0	1	1	1
在建工程	497	242	192	151	111	投资净收益	32	38	38	38	38
无形资产	188	182	138	93	49	其他	40	17	40	60	130
其他非流动资产	686	652	539	421	317	<b>营业利润</b>	<b>706</b>	<b>633</b>	<b>933</b>	<b>1239</b>	<b>1490</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2986</b>	<b>2986</b>	<b>2578</b>	<b>2121</b>	<b>1624</b>	营业外净收益	-1180	1169	-4	-4	-4
<b>资产总计</b>	<b>6223</b>	<b>6719</b>	<b>7581</b>	<b>8703</b>	<b>10093</b>	<b>利润总额</b>	<b>-474</b>	<b>1802</b>	<b>929</b>	<b>1235</b>	<b>1485</b>
短期借款	0	100	0	0	0	所得税	80	65	139	185	223
应付账款+票据	751	544	812	935	1106	<b>净利润</b>	<b>-555</b>	<b>1737</b>	<b>789</b>	<b>1050</b>	<b>1263</b>
其他	676	694	725	840	996	少数股东损益	38	40	19	40	49
<b>流动负债合计</b>	<b>1427</b>	<b>1337</b>	<b>1537</b>	<b>1774</b>	<b>2102</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-592</b>	<b>1697</b>	<b>770</b>	<b>1010</b>	<b>1214</b>
长期带息负债	1	0	0	0	0	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	1331	181	181	181	181	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1331</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	营业收入	4.41%	-3.78%	12.38%	17.94%	19.08%
<b>负债合计</b>	<b>2759</b>	<b>1518</b>	<b>1718</b>	<b>1955</b>	<b>2282</b>	EBIT	-153.39%	475.17%	-48.38%	32.38%	20.06%
少数股东权益	456	496	515	555	604	EBITDA	-128.33%	763.93%	-18.91%	21.74%	14.52%
股本	785	785	785	785	785	归属于母公司净利润	-179.82%	386.53%	-54.60%	31.02%	20.25%
资本公积	3	3	3	3	3	<b>获利能力</b>					
留存收益	2221	3916	4560	5404	6419	毛利率	31.70%	32.71%	34.06%	35.62%	36.03%
<b>股东权益合计</b>	<b>3465</b>	<b>5201</b>	<b>5863</b>	<b>6748</b>	<b>7811</b>	净利率	-10.38%	33.80%	13.67%	15.41%	15.57%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6223</b>	<b>6719</b>	<b>7581</b>	<b>8703</b>	<b>10093</b>	ROE	-19.68%	36.07%	14.41%	16.30%	16.84%
						ROIC	14.09%	17.98%	15.64%	23.63%	29.02%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	44.33%	22.60%	22.66%	22.47%	22.61%
净利润	-555	1737	789	1050	1263	流动比率	2.3	2.8	3.3	3.7	4.0
折旧摊销	180	190	683	733	771	速动比率	0.5	0.6	1.3	1.8	2.1
财务费用	-4	-6	-2	-8	-12	<b>营运能力</b>					
存货减少(增加为“-”)	8	52	-196	-275	-383	应收账款周转率	107.5	68.3	100.8	100.8	100.8
营运资金变动	1104	-1090	299	-252	-325	存货周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
其它	-55	-40	169	250	369	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>678</b>	<b>842</b>	<b>1742</b>	<b>1498</b>	<b>1682</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	811	-1421	-275	-275	-275	每股收益	-0.8	2.2	1.0	1.3	1.5
长期投资	-45	-642	0	0	0	每股经营现金流	0.9	1.1	2.2	1.9	2.1
其他	-1119	1186	28	25	14	每股净资产	3.8	6.0	6.8	7.9	9.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-353</b>	<b>-877</b>	<b>-247</b>	<b>-250</b>	<b>-261</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-2	99	-100	0	0	市盈率	-31.2	10.9	24.0	18.3	15.2
股权融资	-11	0	0	0	0	市净率	6.1	3.9	3.5	3.0	2.6
其他	-160	-104	-125	-158	-187	EV/EBITDA	-97.9	11.3	10.9	8.5	6.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-173</b>	<b>-5</b>	<b>-225</b>	<b>-158</b>	<b>-187</b>	EV/EBIT	-61.2	12.5	19.0	13.6	10.6
<b>现金净增加额</b>	<b>152</b>	<b>-40</b>	<b>1270</b>	<b>1090</b>	<b>1234</b>						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年06月25日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼