

600872.SH

增持

原评级: 未有评级

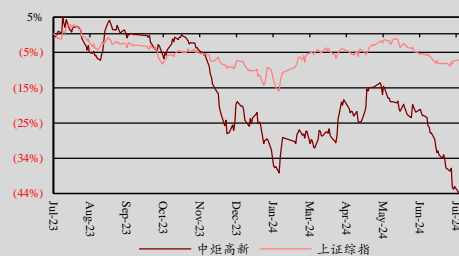
市场价格: 人民币 19.06

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 中炬高新深度报告

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(31.0)	(27.8)	(27.3)	(43.6)
相对上证综指	(31.5)	(26.0)	(26.3)	(35.6)

发行股数 (百万)	783.22
流通股 (百万)	770.99
总市值 (人民币 百万)	14,928.22
3个月日均交易额 (人民币 百万)	312.16
主要股东	
中山火炬集团有限公司	10.99

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 调味发酵品II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

中炬高新

公司内部积极推进改革, 积蓄力量静待花开

中炬高新为调味品龙头企业, 公司拥有“厨邦”、“美味鲜”两大品牌, 产品品质及品牌影响力深入人心。过去几年公司因大股东频繁更换导致发展速度慢于竞品, 2023年火炬集团重新掌舵, 同时引进具有华润背景的高管入驻, 开启对公司的系列改革。从1Q24业绩表现来看, 公司改革成效初显, 未来随着营销体系及内部管理体系的不完善, 我们相信公司将逐步步入改革兑现期。首次覆盖, 给予**增持**评级。

支撑评级的要点

■ **调味品龙头企业, 厨邦品牌驰名全国, 市占率仍有较大提升空间。**中炬高新是中山市首家上市公司, 于1995年在上海证券交易所上市。公司拥有“厨邦”、“美味鲜”两大调味品品牌, 2023年实现营收51.4亿元, 其中酱油类产品占比62.2%, 为酱油行业第二梯队的龙头企业。公司业务包括制造业、园区及房地产开发运营两大板块, 其中调味品为公司核心业务, 截至2023年末, 公司旗下控股子公司美味鲜公司营收占公司整体营收比重为96.0%。公司聚焦发展鲜酱油特色品类, 厨邦特级鲜生抽产品知名度较高。公司产品吨价高于主要竞品, 因产品线定位中高端, 所以此前渠道结构以家庭端销售为主。根据调味品百强企业产量数据观察, 调味品行业逐渐步入存量竞争时代, 行业集中度较高。存量博弈背景下, 公司调整发展战略, 积极布局餐饮渠道, 构建全国化布局。

■ **股权之争结束, 内部经营步入正轨, 管理层积极推进各项改革。**(1)中炬高新近两年大股东频繁更换, 对公司经营产生一定影响, 公司收入增速慢于行业内其他竞品。2023年火炬集团重新掌舵, 重返中炬高新第一大股东位置, 同时引进具有华润背景的管理人员入驻, 对公司过往发展存在的问题进行全面梳理改革, 公司经营重新步入正轨。(2)公司公告2024年限制性股票激励计划(草案), 股票来源为2021年公司通过集中竞价交易方式回购的公司股份, 回购数量总股本的1.83%, 授予价格为14.19元/股, 授予激励对象为329人, 其中高管7人。从行权条件来看, 公司对营收增长率、营业利润率、净资产收益率等三个方面制定了完成目标, 且三个行权条件必需同时满足才可解锁。我们认为, 2024年公司员工持股计划落地, 有助于激发内部组织活力, 对核心队伍建设起到积极作用。(3)随着新管理层入驻, 公司在营销体系及内部管理方面持续提升, 例如, 改革供应链体系, 提升管理效率, 调整人效指标, 剥离非核心资产等。我们预计采购、营运、市场部门的成本将有明显下降, 未来公司毛利率及净利率提升空间较大。

■ **公司有望通过产品结构优化、全国化布局实现美味鲜较快增长, 上半年公司仍处于梳理价盘、重塑渠道价值链体系的改革中, 静待改革成效逐一兑现。**(1)产品方面, 公司聚焦打造全国化大单品, 资源向鲜酱油及鸡精鸡粉品类倾斜, 考虑到厨邦特级生抽较好的消费基础, 目前被作为全国化大单品的方向推进。此外, 公司改变此前品类延伸策略, 对低毛利产品SKU进行削减, 重视利润型产品布局。(2)渠道方面, 公司区域化特征明显, 南部区域为美味鲜大本营市场, 2023年营收占比为41.8%, 公司大本营以外市场市占率提升空间较大。公司对营销体系进行优化, 调整渠道费用投放方式, 对渠道赋能支持, 增强与渠道粘性。我们认为渠道体系化改革及产品价盘提升需要经历淡旺季时间考验, 因此改革效果不会一蹴而就。2024年为公司的改革年, 公司管理层改革决心坚定, 可期待未来改革成效逐一兑现。(3)因公司产品线定位高于竞品, 叠加此前战略侧重布局C端, 因此公司餐饮渠道占比不到30%。餐饮渠道是调味品最大的需求终端, 占比约50%左右。餐饮渠道具有一定壁垒, 但是凭借厨邦品牌较强的品牌影响力, 可助力公司较快实现餐饮渠道及工业化渠道布局。

估值

■ 近日, 公司公告1H24业绩预告, 2季度受整体宏观环境及内部渠道改革影响, 营收同比下滑11.8%, 扣非归母净利润同比下滑13.8%-54.6%, 业绩短期承压。参考上半年业绩预告, 如不考虑土地赔偿款对报表贡献及对外并购等因素, 我们预计2024-2026年公司营业收入为55.0、62.8、71.6亿元, 收入增速为7.1%、14.1%、14.0%; 2023年公司归母净利润17.0亿元, 扣非归母净利润5.2亿元, 同比降5.8%。非经常性损益中预计未决诉讼收益为11.8亿元。考虑到公司未来将不再受诉讼案件影响, 我们预计24至26年归母净利润分别为7.1亿元、9.0亿元、11.1亿元, 同比分别-58.2%、+27.2%、+22.9%, 对应归母净利润率分别为12.9%、14.4%、15.5%。EPS分别为0.91、1.15、1.42元/股, 对应PE分别为21.0X、16.5X、13.5X, 首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

■ 宏观经济下行风险, 需求复苏较慢。全国化布局不及预期, 餐饮渠道布局不及预期。原材料成本出现波动。行业竞争加剧。征地补偿合同金额与实际审计结果存在偏差。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	5,341	5,139	5,502	6,279	7,159
增长率(%)	4.4	(3.8)	7.1	14.1	14.0
EBITDA(人民币 百万)	809	749	1,046	1,295	1,565
归母净利润(人民币 百万)	(592)	1,697	710	903	1,110
增长率(%)	(179.8)	(386.5)	(58.2)	27.2	22.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.76)	2.17	0.91	1.15	1.42
市盈率(倍)	(25.2)	8.8	21.0	16.5	13.5
市净率(倍)	5.0	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA(倍)	35.8	28.1	12.6	9.6	7.2
每股股息(人民币)	0.0	0.4	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	0.0	1.4	1.5	1.9	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

改革持续推进，管理改善有望提振公司业绩.....	5
公司背景介绍：调味品龙头企业，厨邦品牌驰名全国	5
股权结构：股权之争结束，火炬集团及其一致行动人为公司大股东	6
经营班子：新管理层上任，持续推进内部改革，管理改善有望提振业绩	8
激励机制：历史遗留问题解决，2024 年员工股权激励靴子落地	8
土地合同纠纷案件妥善解决，房地产业务将逐渐被剥离	10
基础品类酱油不断升级革新，其他品类表现稳健	12
行业概况：酱油行业集中度高，行业整体由量增转为价驱模式	12
产品品类：基础品类不断升级，向功能型酱油延伸	13
产品策略：高毛利主销产品占比提升，产品组合拳贡献增量	14
产能分析：公司现有产能可有效支撑美味鲜未来销售实现较快增长	15
发力餐饮渠道，补齐短板，构建全国营销网络	17
营销体系改革：公司已完成营销架构调整，1Q24 渠道改革效果初显	17
餐饮渠道拓展：餐饮渠道有壁垒，公司积极寻找突破口提升餐饮渠道占比	18
提人效，降成本，盈利能力持续优化.....	20
经营端：扣非归母净利率低于同行，未来提升空间较大	20
成本端：产品结构优化及采购单价下降促使毛利率水平提升	21
盈利预测	22
风险提示	24

图表目录

股价表现.....1

投资摘要.....1

图表 1. 调味发酵品上市公司 2023 年营收及增速.....5

图表 2. 调味发酵品上市公司 2023 年归母净利及增速.....5

图表 3. 2022 年中国快消品市场前 50 品牌榜单.....5

图表 4. 中炬高新大股东变更为中山火炬集团及其一致行动人.....6

图表 5. 1Q24 中炬高新股权结构图.....6

图表 6. 广东美味鲜公司股权结构图（更新至 2024 年 6 月）.....7

图表 7. 美味鲜营收及增速.....7

图表 8. 美味鲜净利润及增速.....7

图表 9. 2023 年美味鲜子公司占上市公司营收 96.0%.....7

图表 10. 公司新任管理层背景介绍.....8

图表 11. 中炬高新 2024 年限制性股票激励计划激励对象及授予情况.....9

图表 12. 中炬高新激励计划业绩考核条件.....9

图表 13. 2023 年调味品上市公司人均薪酬.....10

图表 14. 中炬高新人均创收显著低于海天味业.....10

图表 15. 中汇合创营收及同比增速.....11

图表 16. 中汇合创净利润及同比增速.....11

图表 17. 1Q24 酱油 CR5 市占率为 77.9%.....12

图表 18. 海天、中炬、千禾，酱油品类占总营收比重变化.....12

图表 19. 16 至 22 年调味品百强企业总产量及同比增速.....12

图表 20. 16 至 22 年调味品百强企业销售收入及同比增速.....12

图表 21. 酱油产品的分类.....13

图表 22. 海天及中炬基础品类生抽、老抽、味极鲜相同规格产品及单价.....13

图表 23. 不同品牌减盐酱油及零添加酱油单品及售价.....14

图表 24. 2019 至 2023 年海天吨价及销量增速.....14

图表 25. 2019 至 2023 年中炬吨价及销量增速.....14

图表 26. 2018 至 2023 年公司不同产品营收占比.....15

图表 27. 1Q23 至 1Q24 公司不同产品分季度营收占比.....15

图表 28. 2019 至 2023 年公司不同产品毛利率表现.....15

图表 29. 美味鲜阳西及中山生产基地扩产项目.....16

图表 30. 美味鲜公司调味品产能历史变动.....16

图表 31. 2023 年中炬高新不同区域收入占比.....17

图表 32. 公司地级市和区县市场开发率.....17

图表 33. 2019 至 2024 年 1 季度末，公司经销商数量.....18

图表 34. 2019 年至 2023 年，不同区域经销商平均营收.....18

图表 35. 2019-2023 年全国餐饮行业收入及同比增速	18
图表 36. 2024 年中国调味品渠道结构	18
图表 37. 基础调味品上市公司扣非归母净利率对比 (单位: %)	20
图表 38. 基础调味品上市企业销售费用率对比	20
图表 39. 基础调味品上市公司管理费用率对比	20
图表 40. 2023 年海天及中炬销售费用细分项占收入比重	20
图表 41. 2023 年海天及中炬管理费用细分项占收入比重	20
图表 42. 上市调味品企业毛利率对比	21
图表 43. 上市调味品企业吨价对比	21
图表 44. 2021 年调味品提价统计	21
图表 45. 原材料成本价格同比增速 (单位: %)	21
图表 46. 公司主营业务产品结构拆分	23
图表 47. 可比公司估值比较	23
利润表(人民币 百万)	25
现金流量表(人民币 百万)	25
财务指标	25
资产负债表(人民币 百万)	25

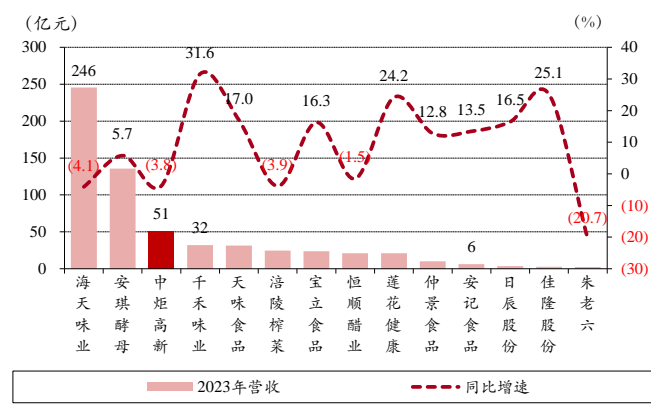
改革持续推进，管理改善有望提振公司业绩

公司背景介绍：调味品龙头企业，厨邦品牌驰名全国

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司于 1993 年在广东省中山市注册成立，1995 年在上海证券交易所上市（股票代码：600872），是中山市首家上市公司。公司业务范围涉及调味食品、园区运营及城市开发，其中调味品为其核心业务。公司拥有“厨邦”、“美味鲜”两大调味品品牌，产品涵盖酱油、鸡粉（精）、蚝油、酱类、复合调味料等 10 多个品类。2023 年公司营收 51.4 亿元，营收规模虽不及海天味业的 1/4，但为酱油行业第二梯队的龙头企业。

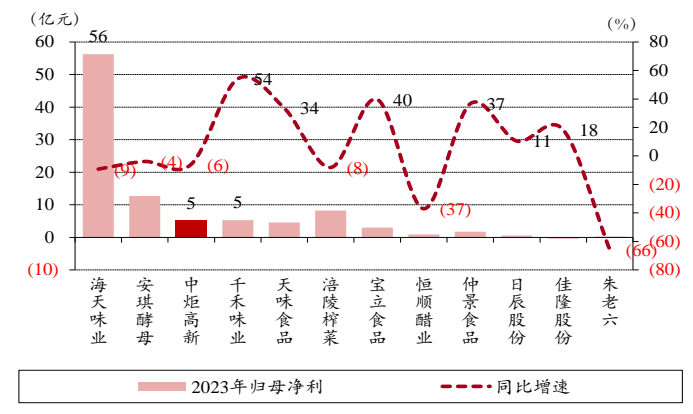
厨邦酱油采用传统南派酿造工艺，通过高鲜酱油赛道切入行业，目前销售以家庭端为主。公司所生产的厨邦酱油（特级鲜生抽）氨基酸态氮每 100ml 酱油达到 1.3g 以上，定位中高端。“厨邦酱油美味鲜，晒足 180 天”的广告标语给消费者留下了深刻印象。2023 年 6 月，凯度消费者指数发布的《2023 年全球品牌足迹报告》显示，厨邦以 1.65 亿消费者触达数，33.1% 的渗透率，位列中国快速消费品市场前 50 品牌榜单，在酱油品类中，厨邦排名第三，仅次于海天、李锦记。

图表 1. 调味发酵品上市公司 2023 年营收及增速



资料来源：iFind，中银证券

图表 2. 调味品发酵品上市公司 2023 年归母净利润及增速



资料来源：iFind，中银证券

注：上图图例中，中炬高新为扣非归母净利润

图表 3. 2022 年中国快消品市场前 50 品牌榜单

2022 排名	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	年均选择次数 2022
1	伊利	1,227.2	91.6	6.8
2	蒙牛	1,069.6	89.6	6.1
3	康师傅	819.2	82.4	5.1
4	海天	798.3	83.9	4.8
5	旺旺	419.9	65.3	3.3
6	双汇	415.3	61.0	3.5
7	金龙鱼	409.8	65.9	3.2
8	农夫山泉	407.1	64.2	3.2
9	维达	393.4	56.8	3.5
10	心相印	383.3	60.1	3.2
26	李锦记	201.3	40.9	2.5
36	厨邦	164.8	33.1	2.5
45	千禾	130.4	27.2	2.4

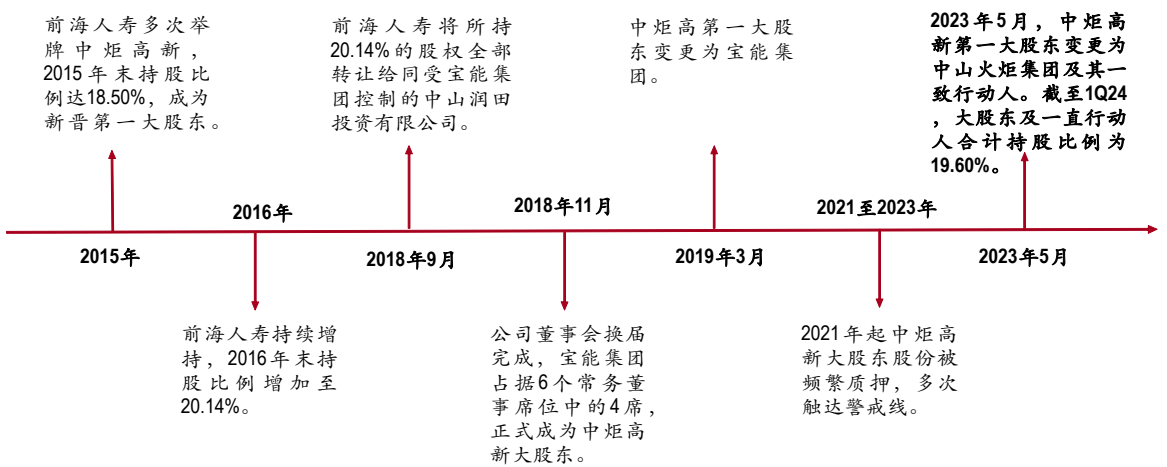
资料来源：凯度消费，中银证券

注：表中渗透率是指一年中有多少家庭购买某品牌。

股权结构：股权之争结束，火炬集团及其一致行动人为公司大股东

火炬集团重新掌舵，重返中炬高新第一大股东位置。公司最初的第一大股东为中山火炬集团，中山火炬开发区管委会为其实际控制人。2015年，前海人寿多次举牌，成为中炬第一大股东。2018年，前海人寿将所持20.14%的全部股权转让给宝能集团控制的中山润田投资有限公司。2018年9月，中炬高新第一大股东变更为中山润田投资有限公司，持股比例24.92%。自2021年3季度起，宝能集团遇资金问题，持续质押公司股票，中山润田投资有限公司持股比例由3Q21的24.79%下降至2023年6月末的10.88%。2023年5月，国资大股东中山火炬集团重新拿回控股权，中炬高新大股东变更为中山火炬集团及其一致行动人（公资集团、鼎晖隽禺、鼎晖按邨），持股比例合计19.6%（截至1Q24）。根据公司2024年5月23日公告，中山润田所持公司非限售流通股1478万股（占公司总股本1.893%）近日将被司法拍卖，也就意味着宝能系公司持股比例进一步降低。

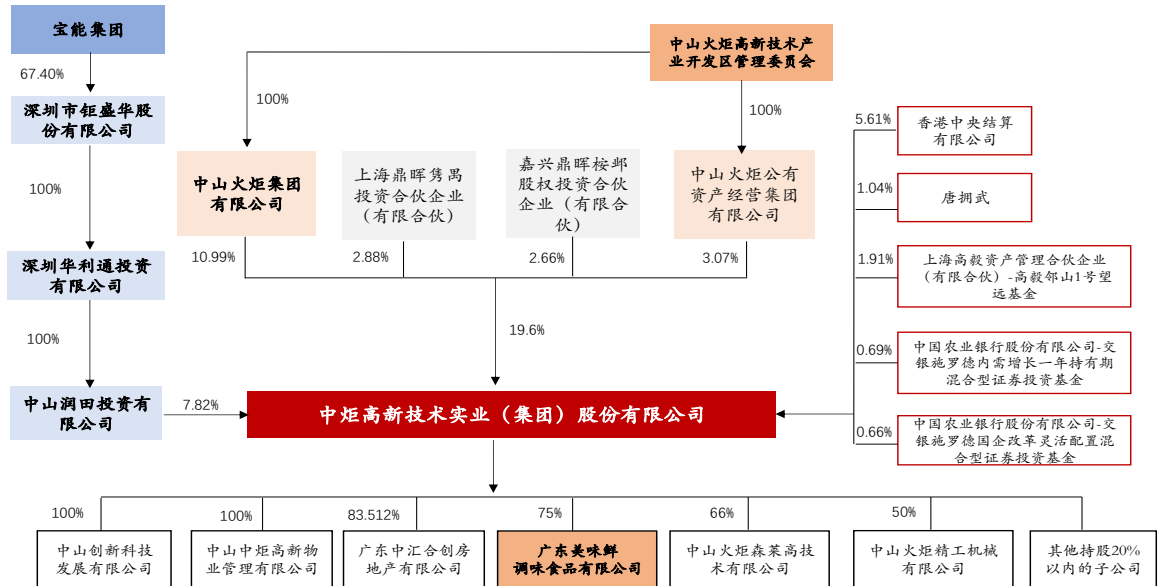
图表 4. 中炬高新大股东变更为中山火炬集团及其一致行动人



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

截至2023年末，美味鲜子公司占上市公司营收比重为96.0%。公司旗下有两家全资子公司，4家控股子公司，上市公司持有广东美味鲜公司75%的股权。截至2023年末，美味鲜公司营收占公司比重为96.0%。根据公告的子公司美味鲜公司未来三年战略规划方案，到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。我们预计，未来地产及其他非核心业务有望逐渐从上市公司体内被剥离。

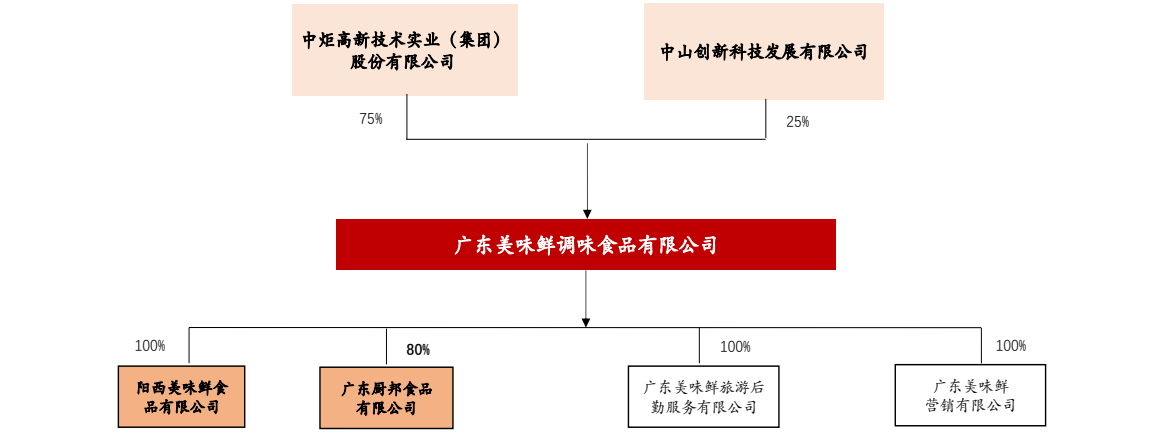
图表 5. 1Q24 中炬高新股权结构图



资料来源：iFind，企查查，中银证券

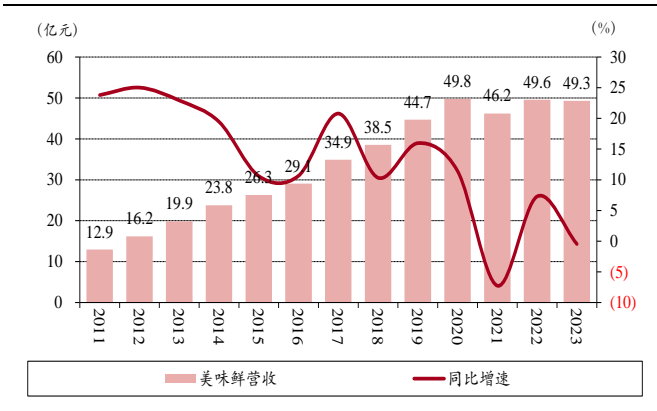
美味鲜公司拥有中山及阳西两大生产基地，其中阳西基地持股比例为 80%。美味鲜公司主要从事 10 多个品类调味品的生产和销售，2023 年整体生产量约为 69.47 万吨，销售 69.83 万吨，其中酱油销售额业务占总收入的 62.23%，鸡精鸡粉占比 13.89%，食用油占比 9.17%，其他调味品占比 14.71%。广东美味鲜公司拥有中山及阳西两大生产基地，根据企查查数据，广东美味鲜公司 100% 控股阳西美味鲜食品有限公司，对广东厨邦食品有限公司持股 80%，广东厨邦食品公司另外 20% 股权为北京朗天慧德企业管理有限公司所有。因此，广东厨邦食品有限公司面临每年会有 20% 的少数股东损益流出，随着公司治理结构的完善，我们预计公司可在未来几年顺利解决少数股东权益。

图表 6. 广东美味鲜公司股权结构图（更新至 2024 年 6 月）



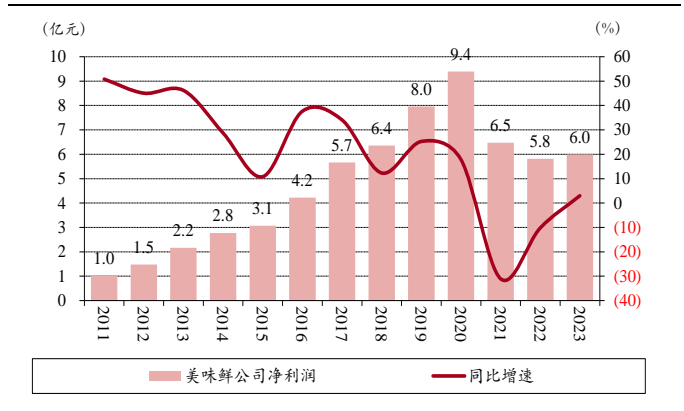
资料来源: iFind, 企查查, 中银证券

图表 7. 美味鲜营收及增速



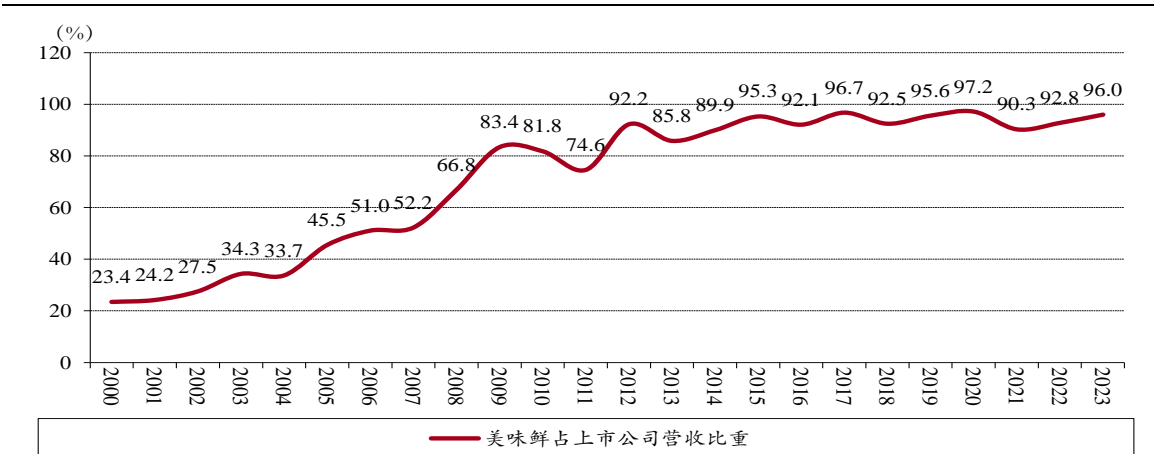
资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 8. 美味鲜净利润及增速



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 9. 2023 年美味鲜子公司占上市公司营收 96.0%



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

经营班子：新管理层上任，持续推进内部改革，管理改善有望提振业绩

管理人员调整基本到位，新任高管具有华润背景，未来有望借助华润在快消品渠道方面的优势，进行业务协同。公司董事会换届后，具有华润背景的管理人员加盟中炬高新，经董事会审议及当地政府同意，公司于2023年10月公告公司高级管理人员，聘任余向阳先生为公司总经理，林颖女士为常务副总经理，刘虹女士、陈代坚先生、郭毅航先生为副总经理。聘任林颖女士为财务负责人（兼任），聘任郭毅航先生为董事会秘书（兼任）。除了郭毅航先生为中炬高新公司员工以外，其余四位高管均有华润背景。我们判断，未来公司有望借助华润在快消品渠道方面的优势及经验，在调味品业务上进行业务协同。

新管理层上任后对内部问题有序梳理，分工明确。公司新任高管内部分工明确，余向阳先生为公司总经理，全盘负责美味鲜的具体营销和管理，刘虹为公司副总经理，主要负责销售工作。根据公司2023年年报，新一届经营班子上任后开展了战略反思、业务优化、组织重塑等变革工作，制定了未来三年战略规划，大力推动了品牌重塑、全国性营销布局、供应链效率提升、科研创新、信息化建设、组织变革等重点战略举措，各项工作稳中有进，目前取得了良好的成果。根据公司2023年年报，销售人员同比2022年减少42人至1630人，我们判断与公司梳理内部销售体系，优化销售人员及调整内部组织架构有关。公司根据市场容量合理分配大区经理管辖范围。此外，公司对经销商进行调整和优化，在保证销量的基础上做经销商的分级管理工作。我们认为，渠道精细化管理有望增加经销商粘性，形成良好的销售氛围，从而推动销售增长。

图表 10. 公司新任管理层背景介绍

姓名	职务	公司新任管理层背景介绍
余向阳	总经理	1970年11月出生，英国诺森比亚大学研究生学历，工商管理硕士学位。1993年至2001年，任职武汉欧联东西湖啤酒有限公司（达能集团旗下）。2003年11月起就职华润啤酒，曾任武汉华润啤酒副总、销售公司（兼任）常务副总经理；华润雪花啤酒（湖北）副总、营销中心、销售公司（兼任）总经理；华润雪花啤酒湖北、云南区域公司总经理；2018年1月至2019年4月，任华润雪花啤酒云南区域公司党委书记、总经理；2019年4月至2011年11月，分别任华润雪花啤酒喜力事业部、华润雪花啤酒厦门营销中心、福建营销中心（兼任）总经理；2019年12月至2011年11月，任华润雪花啤酒福建区域公司党委书记、总经理；2021年1月至2023年9月，分别任任华润酒业控股有限公司广东区域公司、华润雪花啤酒广州营销中心（兼任）总经理，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。2023年10月至今，任中炬高新，担任总经理职务。
林颖	常务副总经理 兼任财务负责人	1981年8月出生，厦门大学本科及研究生学历，硕士学位，注册会计师（CPA）、特许金融分析师（CFA）。曾任职普华永道中天会计师事务所高级审计师，华润（集团）有限公司财务部专业副总监。华夏健康产业集团有限公司财务总监。高和药业控股有限公司副总裁兼财务总监。2019年至2023年7月任鼎晖投资执行董事。2023年7月至今，任中炬高新董事、常务副总经理。
刘虹	副总经理	1969年7月出生，北京航空航天大学本科学历，学士学位。曾任职于大连市可口可乐有限公司、大连长兴实业总公司等。1999年6月至2023年8月，历任华润雪花啤酒华南区域公司党委委员、副总经理、深圳营销中心总经理，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。2023年7月至今，任中炬高新副总经理。
陈代坚	副总经理	1974年12月出生，香港浸会大学学士学位，特许公认会计师（FCCA）、特许金融分析师（CFA）。2004年8月至2015年9月，任华润金融控股有限公司财务董事，华润资本首席财务官；2015年9月至2023年8月期间，曾任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。
郭毅航	副总经理 兼任董秘	1975年7月出生，大学本科学历，学士学位，中级经济师，1998年至今，在中炬高新技术实业（集团）股份有限公司工作，历任投资管理部职员，投资者服务部主管、副经理、公司证券事务代表。

资料来源：iFind, 公司公告, 中银证券

激励机制：历史遗留问题解决，2024年员工股权激励靴子落地

2024年公司员工持股计划落地，有助于激发内部组织活力，对核心队伍建设起到积极作用。2024年3月30日，公司公告2024年限制性股票激励计划（草案），股票来源为2021年公司通过集中竞价交易方式回购的公司股份，回购数量为1438.8万股，占公司总股本的1.83%。本次限制性股票授予价格为14.19元/股，授予激励对象为329人，其中高管7人，中层管理人员、核心业务（技术）骨干322人。根据公司近日公告的激励计划授予的进展公告，公司于2024年6月21日办理完公司2024年限制性股票授予登记工作，共有255名激励对象完成认购1223.4422万股限制性股票，授予价格为13.79元/股，认购款合计16871.3万元。

从具体行权条件来看，公司对营收增长率、营业利润率、净资产收益率等三个方面制定了经营目标，三个行权条件必需同时满足才可解锁：（1）营收增长率，以 2023 年为基准，2024 至 2026 年营收增速分别不低于 12%、32%、95%，即 24 至 26 年营收规模分别不低于 57.6 亿元、67.8 亿元、100.2 亿元，同比分别增长 12.0%、17.9%、47.7%；（2）营业利润率，以 2023 年为基准，2024 至 2026 年营业利润率分别不低于 15%、16.5%、18%；（3）净资产收益率，以 2023 年为基准，2024 至 2026 年净资产收益率分别不低于 14%、15.5%、20%。首次限制性总摊销费用为 16712.22 万元，分别于 2024 年至 2028 年进行摊销，其中 2024 年摊销费用为 3452.7 万元。

图表 11. 中炬高新 2024 年限制性股票激励计划激励对象及授予情况

姓名	职务	获授的权益数量 (万股)	占授予总量的比例 (%)	占股本总额的比例 (%)
余健华	董事长、非独立董事	62.6473	5.1206	0.0798
余向阳	总经理	52.2061	4.2671	0.0665
林颖	常务副总经理、非独立董事，财务负责人	41.7649	3.4137	0.0532
刘虹	副总经理	36.5443	2.9870	0.0465
吴剑	副总经理	36.5443	2.9870	0.0465
陈代坚	副总经理	36.5443	2.9870	0.0465
郭毅航	副总经理，董事会秘书	36.5443	2.9870	0.0465
中层管理人员、核心业务人员 (技术) 骨干 (248 人)		920.6467	75.2505	1.1722

资料来源：iFind，公司公告，中银证券

注：表内数据为公司 6 月 22 日公告的 2024 年限制性股票激励计划授予结果

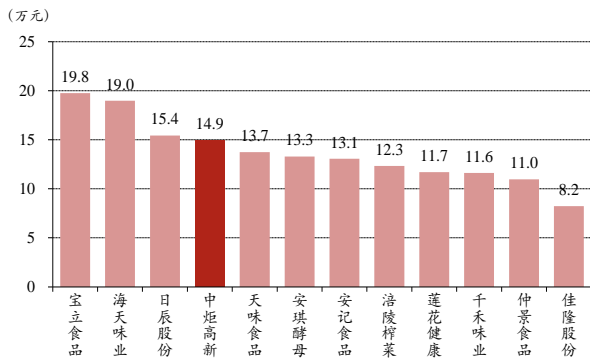
图表 12. 中炬高新激励计划业绩考核条件

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	1、以 2023 年为基准，2024 年营业收入增长率不低于 12%； 2、2024 年营业利润率不低于 15%； 3、2024 年净资产收益率不低于 14%
第二个解除限售期	1、以 2023 年为基准，2025 年营业收入增长率不低于 32%； 2、2025 年营业利润率不低于 16.5%； 3、2025 年净资产收益率不低于 15.5%
第三个解除限售期	1、以 2023 年为基准，2026 年营业收入增长率不低于 95%； 2、2026 年营业利润率不低于 18%； 3、2026 年净资产收益率不低于 20%

资料来源：iFind，公司公告，中银证券

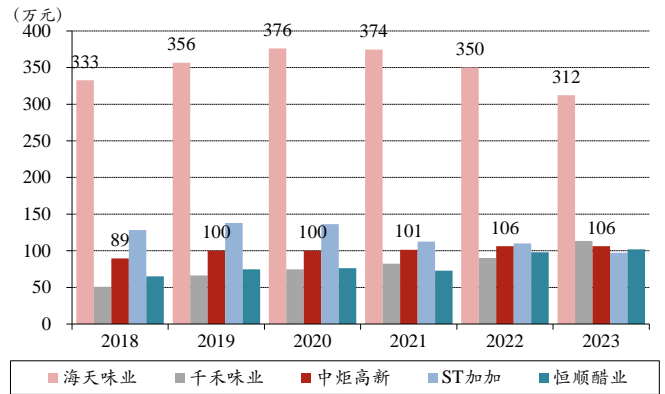
考核机制执行市场化运作，提升对优秀销售人才的吸引及人效考核。2023 年海天味业人均薪酬 19.0 万元，人均创收 312.3 万元，人均薪酬是中炬的 1.3 倍，人均创收是中炬的 2.9 倍。此次中炬高新执行市场化激励机制后，可较好的提升中炬高新一线员工的整体薪酬水平，助力公司吸引优秀人才。根据公司 2023 年年报，公司将提升薪酬外部竞争性 with 内部公平性，通过建立业绩与考核评价挂钩机制，引导人人创造价值，充分落实市场导向的高度灵活的市场化机制。

图表 13. 2023 年调味品上市公司人均薪酬



资料来源: iFind, 中银证券

图表 14. 中炬高新人均创收显著低于海天味业



资料来源: iFind, 中银证券

注: 以上对比公司均为基础调味品公司

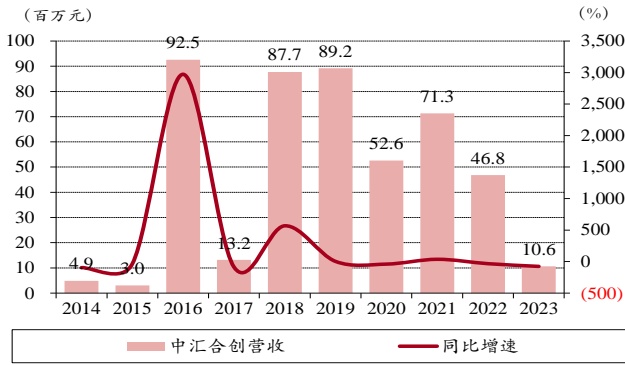
土地合同纠纷案件妥善解决, 房地产业务将逐渐被剥离

公司大股东与中山火炬工业联合有限公司股东同为中山火炬集团, 因此双方就此前的土地纠纷诉讼达成和解。大股东变更之前, 中山火炬工业联合有限公司以原告身份要求中炬高新偿还位于中山市火炬高新技术产业开发区的 2970.55 亩的土地使用权(1999 年至 2001 年期间双方就三份建设用地合计签订 2970.55 亩的土地的使用权)。2023 年, 中炬高新实控人变更为中山火炬集团及其一致行动人, 而中山火炬工业联合有限公司为中山火炬集团旗下子公司, 因此双方经协商达成诉讼和解意向, 同时签订《和解协议》。根据中炬高新 2023 年年报, 公司转回已计提的 29.25 亿元预计负债, 其中冲回 2023 年上半年计提的预计负债 17.47 亿元; 冲回 2022 年计提的预计负债 11.78 亿元, 增加 2023 年营业外收入。2023 年公司归母净利润为 16.97 亿元, 同比实现扭亏为盈。

房地产业务将逐渐被剥离, 收回现金有望帮助公司聚焦主业。公司自 2000 年以来以资产重组置换方式先后置入了 2438 亩城东商住地等优质资产。2007 年, 公司成立中汇合创房地产有限公司开展房地产业务, 直接持股 83.51%。期间, 部分土地被征地使用或开发楼盘。截至目前, 公司尚未开发的商住用地约 1600 亩, 位于岐江新城片区中山站北侧。深中通道开通后, 将拉近中山和深圳距离, 岐江新城可直接通过城际轨道 1 小时内抵达广州及珠海, 公司房地产项目位于岐江新城核心地段, 土地价值将会明显提升。

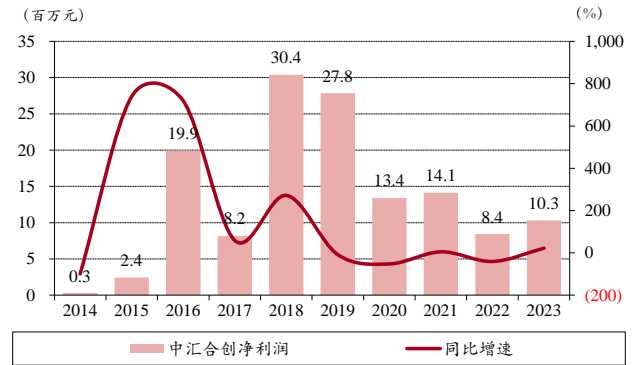
未来房地产业务剥离收回现金有望支持调味品主业加强全国渠道建设。2024 年 6 月 27 日, 公司公告了关于签订征地补偿合同的相关内容, 因深江铁路中山段火炬开发区工程项目建设需要, 中山火炬高新技术产业开发土地房屋征收中心需征用中炬高新公司及中炬高新控股子公司中汇合创公司位于中山站及周围片区的国有商住土地共约 52.9744 亩, 根据征地补偿合同, 合同总额合计 296,36 万元, 将为公司新增营业收入 29636 万元(合并报表口径)。考虑到当前房地产行业受宏观环境影响较大, 叠加尚未开发的商住用地面积较大, 不论是政府收储还是拍卖, 预计短期一两年内不能一次性解决。2024 年 3 月底, 公司公告的《美味鲜公司未来三年战略规划方案》, 公司将坚持调味品主基调, 深耕存量市场, 稳定发展, 快速打造全国性布局, 以内涵+外延双轮驱动业绩高速增长, 2026 年美味鲜营业收入目标达 100 亿元。我们认为, 公司制定了较高的战略目标, 未来主要精力将集中在调味品主业, 随着房地产业务逐渐收回现金, 有望支持调味品业务做强做大。

图表 15. 中汇合创营收及同比增速



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 16. 中汇合创净利润及同比增速



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

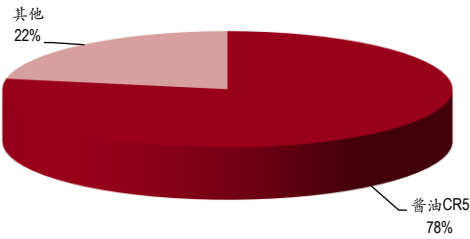
基础品类酱油不断升级革新，其他品类表现稳健

行业概况：酱油行业集中度高，行业整体由量增转为价驱模式

口味粘性筑建调味品行业壁垒，酱油子行业集中度较高，品牌效应显著。基础调味品在一日三餐中扮演着“生活必需品”的角色，消费者对菜品口味的超强粘性筑建了调味品行业的壁垒，不同企业在制作工艺及产品口味上略有差异，优质的产品品质是企业发展的基础。根据马上赢品牌 CT 数据，我国酱油行业 CR5 分别为海天、中炬、千禾、欣和、李锦记，1Q24 市场份额合计 77.9%。

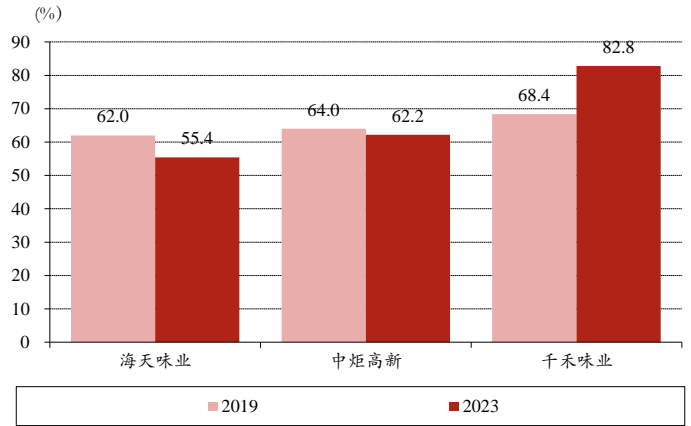
行业整体由量增转为价驱模式，多元化产品策略兴起。参考日本调味品龙头龟甲万等企业的发展路径，当调味品市场从增量市场转为存量市场时，企业战略则会在不断夯实原有大单品的基础上考虑横向扩张。从我国调味品行业百强企业的产量数据及收入数据来看，2021 年以来行业产量及收入增速逐年放缓，基本上处于价增快于量增的状态，我们判断主要与当前调味品行业趋向存量市场，人口渗透红利不断减少有关。当前，国内调味品龙头企业海天、厨邦等也纷纷执行“1+N”产品策略，一方面对基础品类酱油在功能性和产品包装上不断革新，另一方面积极发展酱油以外的品类如耗油、鸡精鸡粉、食用油、醋、复合调味料等。从海天及中炬的产品结构来看，酱油仍为公司的核心品类，2023 年营收占比分别为 55.4%、62.2%。

图表 17. 1Q24 酱油 CR5 市占率为 77.9%



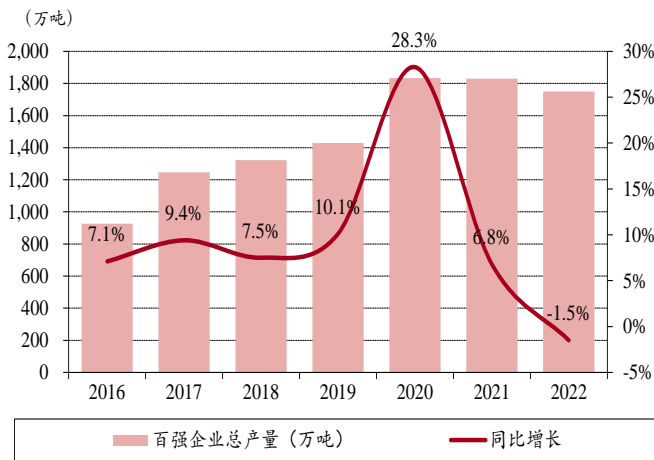
资料来源：马上赢，中银证券

图表 18. 海天、中炬、千禾，酱油品类占总营收比重变化



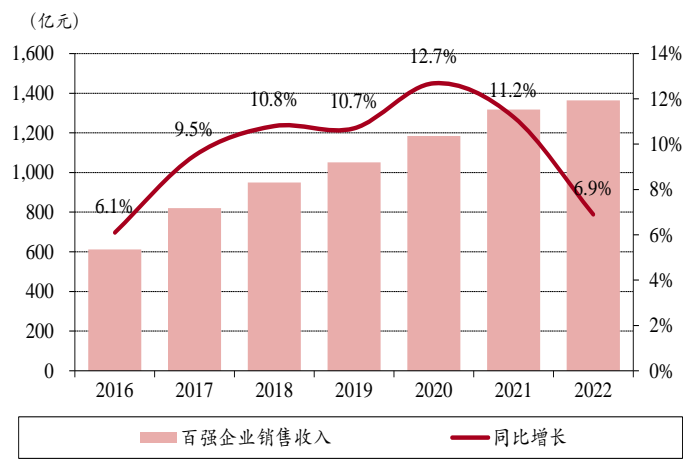
资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 19. 16 至 22 年调味品百强企业总产量及同比增速



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 20. 16 至 22 年调味品百强企业销售收入及同比增速

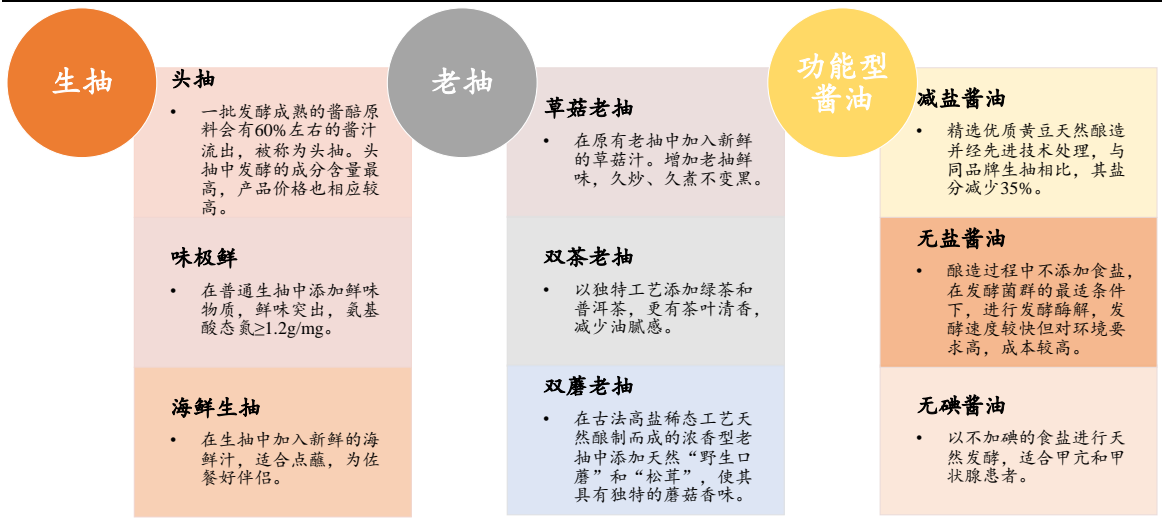


资料来源：iFind，公司公告，中银证券

产品品类：基础品类不断升级，向功能型酱油延伸

在健康消费趋势下，基础品类酱油不断升级，向减盐酱油、零添加酱油等功能性方向发展。基础品类酱油被分为生抽、老抽两大品类，对应不同的用途（生抽调味，老抽上色）。随着人们生活水平的不断提升，消费者对产品健康属性的要求也越来越高。近两年，调味品企业对基础酱油品类不断升级，迎合消费者饮食习惯的改变，高鲜酱油、减盐酱油、0添加酱油等产品成为市场新宠。参考《酱油风味与酿造技术》，减盐酱油与同品牌精选生抽相比，其盐分减少35%，风味上呈现比较浓厚的甜鲜味；无盐酱油以药用氯化钾、氯化铵代替钠盐，口味上与基础类酱油略有差异。减盐酱油和零添加酱油均被划分为功能型酱油，为互相替代或互相竞争的关系。减盐酱油具有一定的佐餐性质，产品性质更多适用于家庭端，因此我们认为酱油行业现有的品类结构短期不会出现大的变化，仍以高鲜酱油（归属生抽酱油）为主，是行业可实现快速增长的品类。

图表 21. 酱油产品的分类



资料来源：《酱油风味与酿造技术》赵国忠主编，中银证券

图表 22. 海天及中炬基础品类生抽、老抽、味极鲜相同规格产品及单价



资料来源：各品牌公司官网，京东官方自营，中银证券

图表 23. 不同品牌减盐酱油及零添加酱油单品及售价

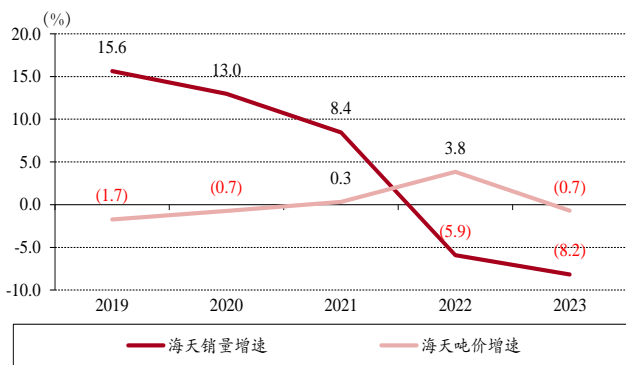


资料来源：各品牌官网，京东官方自营店，中银证券

产品策略：高毛利主销产品占比提升，产品组合拳贡献增量

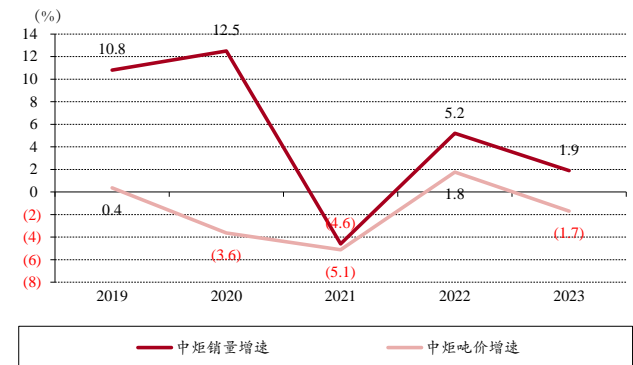
公司聚焦发展高鲜酱油特色品类，产品定位中高端，吨价高于海天。除了功能型酱油，氨基酸态氮是酱油的特征性指标之一，是指以氨基酸形式存在的氮元素含量，氨基酸态氮含量越高，酱油的质量越好，鲜味越浓。2003年美味鲜研制出氨基酸态氮每100ml酱油达到1.3g以上的特级生抽，此为市场少有，凸显了公司产品的核心竞争优势。厨邦产品也因此被定位中高端产品，聚焦发展高鲜酱油特色品类，产品吨价高于海天。海天及厨邦的产品结构差异较为明显，海天产品价格带齐全，餐饮渠道占比较高。厨邦产品定位中高端，家庭渠道为主，产品线整体高于海天。2019至2023年海天、中炬酱油产品平均吨价分别为5409元/吨、6108元/吨，吨价CAGR分别为0.7%、-2.2%。

图表 24. 2019 至 2023 年海天吨价及销量增速



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

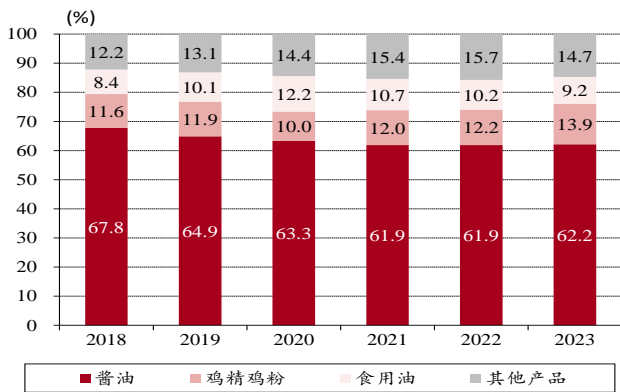
图表 25. 2019 至 2023 年中炬吨价及销量增速



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

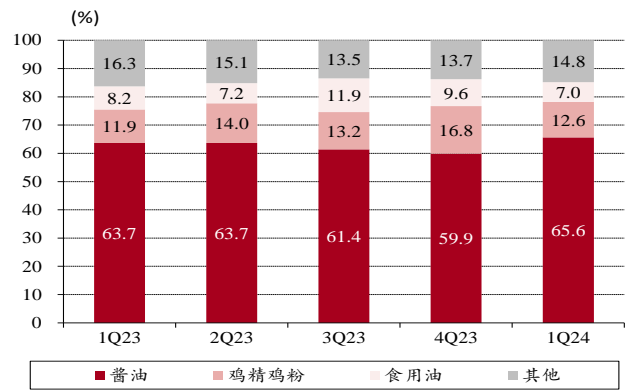
公司执行全国化大单品策略，高毛利主销产品占比提升。1Q24公司酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他产品（蚝油、醋、复合调味料）营收占比分别为65.6%、12.6%、7.0%、14.8%，其中酱油产品1Q24营收占比环比2023年提升3.4pct，鸡精鸡粉及食用油1Q24收入占比环比2023年分别-1.3pct -2.2pct。从不同产品毛利率表现来看，2023年酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他产品毛利率分别为37.8%、42.0%、3.2%、17.4%。毛利较低的食用油营收占比由2020年的12.2%下降至1Q24的7.0%，下滑幅度较大，其他产品结构变化不大，高毛利率的鸡精鸡粉产品收入占比持续提升。我们判断，公司有意提升高毛利产品收入占比，对低毛利产品SKU进行削减，聚焦资源打造高鲜酱油、蚝油、鸡精鸡粉产品组合，渠道布局方面，逐渐开始重视产品组合拳，主推高毛利产品品类及主销大单品品类。通过产品结构提升，拉动整体利润提升。

图表 26. 2018 至 2023 年公司不同产品营收占比



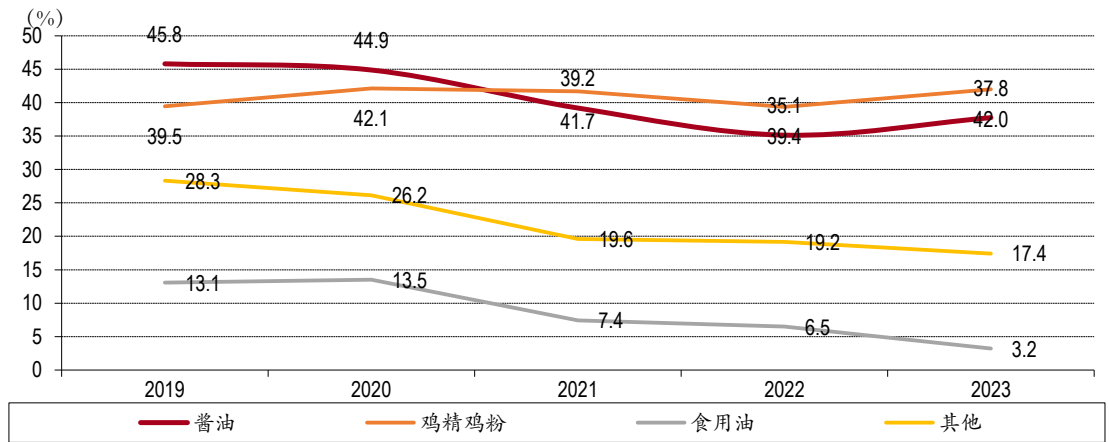
资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 27. 1Q23 至 1Q24 公司不同产品分季度营收占比



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 28. 2019 至 2023 年公司不同产品毛利率表现



资料来源: iFind, 中银证券

产能分析: 公司现有产能可有效支撑美味鲜未来销售实现较快增长

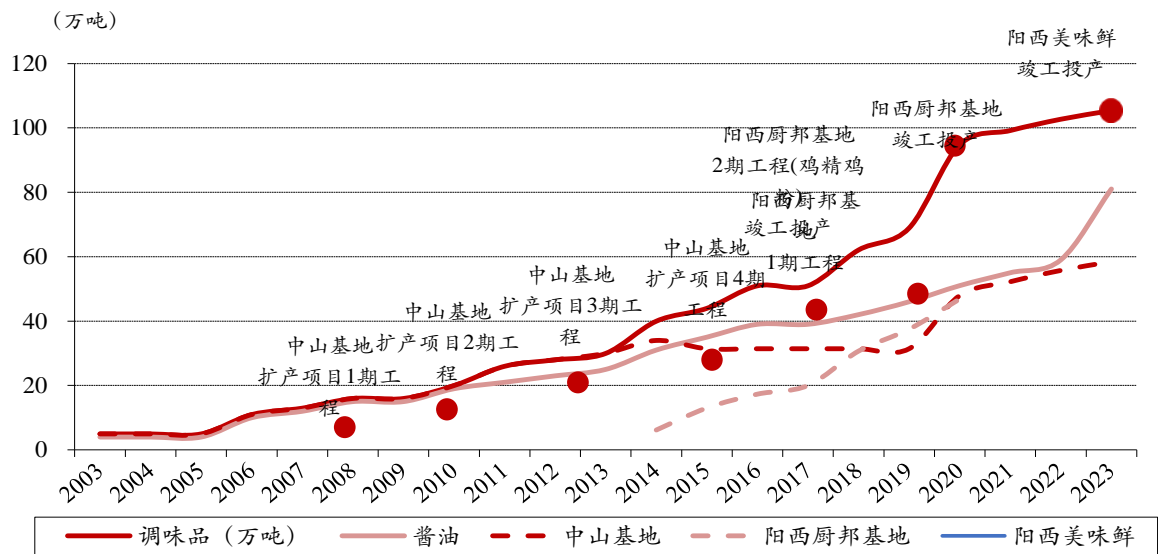
公司拥有中山及阳西两大生产基地, 现有产能可支撑未来销售增长。美味鲜公司为中炬高新控股子公司, 公司总部位于广东省中山市火炬开发区, 在广东省阳江市设有生产基地, 主要由广东厨邦食品有限公司和阳西美味鲜食品有限公司组成。其中, 广东厨邦食品有限公司占地 1012.47 亩, 设计产能 47 万吨, 阳西美味鲜食品有限公司占地 374 亩, 设计产能 65 万吨。公司通过分期建设的方式, 调节产能释放节奏。2006 年以来, 公司对中山及阳西两大生产基地进行扩产, 不断拓展调味品业务市场。结合公司公告的产能数据及我们测算, 我们判断 2023 年, 中山基地及阳西基地产能合计约 100 万吨出头, 其中酱油产能合计 80 多万吨。当前产能可有效支撑公司未来销售实现较快增长。

图表 29. 美味鲜阳西及中山生产基地扩产项目

项目立项时间	项目扩产内容
2005 年	美味鲜公司在火炬开发区建设年产 50 万吨生产基地（酱油按 0.6g/100ml 氨基酸态氮标准计算），2006 年投产，2020 年全面竣工。
2012 年	美味鲜公司在阳西成立广东厨邦食品有限公司（以下简称“厨邦公司”），开展阳西 100 万吨生产基地建设。阳西基地首期工程已于 2014 年成功投产，达产后厨邦公司可实现年产 100 万吨高档调味品及绿色食品。
2017 年	美味鲜公司拟通过下属全资孙公司阳西美味鲜食品有限公司（以下简称：“阳西美味鲜公司”），实施阳西美味鲜食品生产项目的投资计划，项目总投资为 16.25 亿元，项目全面达产后将实现年产 30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋及 5 万吨料酒的产能，达产后项目总生产能力达到 65 万吨。本次投资将在阳西产业园新建食用油、调味品（非酱油类）生产项目，利用美味鲜（厨邦）品牌，实现产品多元化扩张。项目建设期 5 年，第 3 年开始投产。
2020 年	中炬高新通过控股子公司美味鲜公司实施美味鲜公司中山厂区技术升级改造扩产项目，项目建设期为 3 年，自 2020 年 3 月开始启动，至 2022 年完成。改造完成后，项目目标达产产能为 年产 58.43 万吨系列调味品。其中：酱油（成品）的生产能力，将由目前 23 万吨，提升至 48 万吨，产能提升 25 万吨。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 30. 美味鲜公司调味品产能历史变动



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

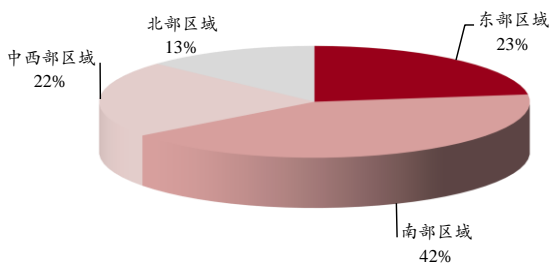
注：产能数据为公告信息推算

发力餐饮渠道，补齐短板，构建全国营销网络

营销体系改革：公司已完成营销架构调整，1Q24 渠道改革效果初显

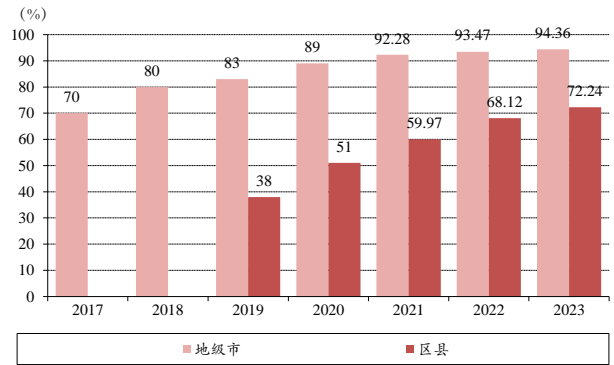
调味品区域化特征明显，南部区域为美味鲜大本营市场，2023 年营收占比为 41.8%。受不同区域饮食习惯、烹饪习惯影响，调味品行业区域化特征较为明显，不同区域本土化的调味品企业较多。例如东北市场的东古酱油，华东市场的沪产酱油，西南市场的中坝等品牌。厨邦美味鲜虽为全国化品牌，但从收入结构来看区域特征也较为明显。南部区域市场（广东、广西、福建、海南）为公司大本营市场，2023 年收入占比为 41.8%。东部及中西部区域收入体量表现相当，2023 年收入占比分别为 22.9%、22.2%，北部区域收入占比为 13.1%。

图表 31. 2023 年中炬高新不同区域收入占比



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 32. 公司地级市和区县市场开发率



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

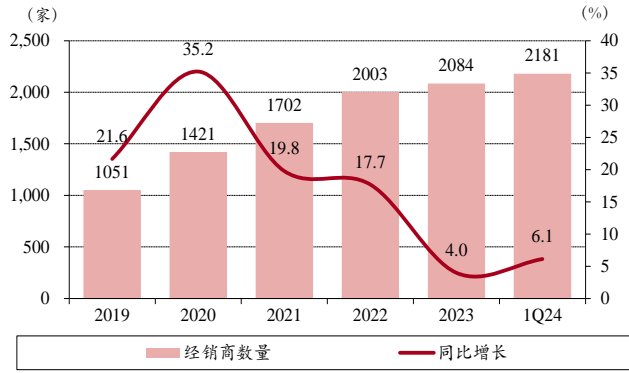
营销体系改革优化，销售人员精益变革。（1）销售人员数量方面，2023 年公司年报显示公司销售人员合计 1630 人，同比减少 42 人。考虑到公司营销变革持续至 2024 年 1 季度，我们判断公司销售人员持续优化后的数量少于年报披露数量，公司会结合管理客户和终端数匹配等因素合理进行销售人员数量管理。（2）在组织架构方面，公司将原有的 17 个大区统一调整为 9 个事业部，下设 31 个大区，根据不同市场容量，每个大区匹配一定数量的城市经理维护渠道。每个事业部配备独立的销售、财务、人力及中层以上管理干部，培育大区独立运营能力。（3）为了使公司薪酬体系在同行业或快消品行业达到 75 分位水平，公司实施了限制性股权激励计划。公司授予激励人数合计 248 名人员，我们判断销售及营销人员占比较高。公司以市场为导向，执行能上能下的机制，同时给予销售上不封顶的激励政策，让员工付出有回报，多劳多得，充分激发员工积极性，改变此前工作效率低下、员工躺平的作风。自股权激励计划落地以后，我们判断当前公司员工面貌及工作氛围均较此前有较大的提升。

公司对经销商执行精细化的渠道管理工作，厂商协同，赋能支持。截至 2023 年末，中炬经销商数量合计 2084 家，2023 年增加 220 家，减少 139 家，同比 2022 年净增 81 家。分不同区域来看，北部区域因基数较低，经销商数量增长最快，其次为中西部区域。但是从经销商单点产出来看，优势区域经销商实力雄厚，薄弱区域目前以小商为主。2023 年南部区域经销商平均营收 658 万元，远高于其他区域。根据公司年报，公司将执行“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，实现一个经销商专业化深耕运作一个渠道，从源头上提高分渠道资源投入的精准度，减少了渠道资源叠加投放的风险。我们判断，随着公司对渠道精细化管理，渠道终端覆盖率、产品库存、价格管控等指标都将逐渐被纳入销售考核，有助于提升渠道整体运营效率。

渠道改革效果初显，1Q24 业绩表现优异。1Q24 公司实现营收 14.8 亿元，同比增 8.6%，归母净利润 2.4 亿元，同比增 59.7%，其中美味鲜营收及归母净利润分别为 14.6 亿元、2.4 亿元，同比分别增 10.2%、59.8%，业绩较此前相比改善显著。我们认为有以下几方面原因，一方面与产品结构提升，叠加原材料成本下降、供应链端优化有关，从而驱动公司 1 季度毛利率同比提升 5.6pct。另一方面，公司调整费用结构，优化销售人员及管理人员，提高人效比。1Q24 公司销售费用率、管理费用率分别为 7.7%、6.4%，同比分别降 0.9pct、0.04pct。

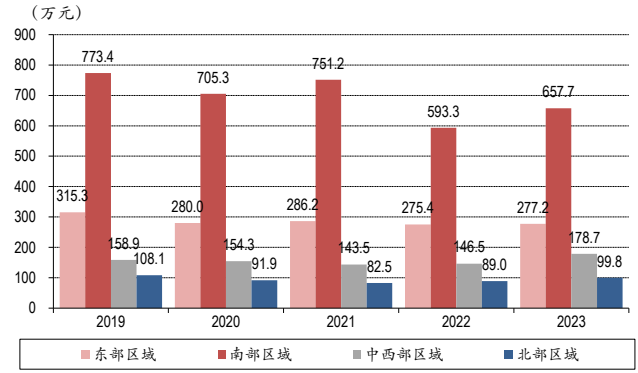
渠道费用及政策投放方面，我们认为短期调整到位难度较大，公司与渠道还需时间磨合。分区域来看，1 季度各个区域表现不乏亮点。截至 1 季度末，公司经销商合计 2181 家，环比 2023 年末增加 97 家，分不同区域来看，中西部区域及北部区域经销商数量增加较快，分别增加 65 家、29 家，其他区域环比基本持平。1Q24 东部区域实现营收 3.7 亿元，同比增 24.5%，收入占比 25.8%，同比提升 3.0pct，东部区域增长显著。

图表 33. 2019 至 2024 年 1 季度末，公司经销商数量



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 34. 2019 年至 2023 年，不同区域经销商平均营收

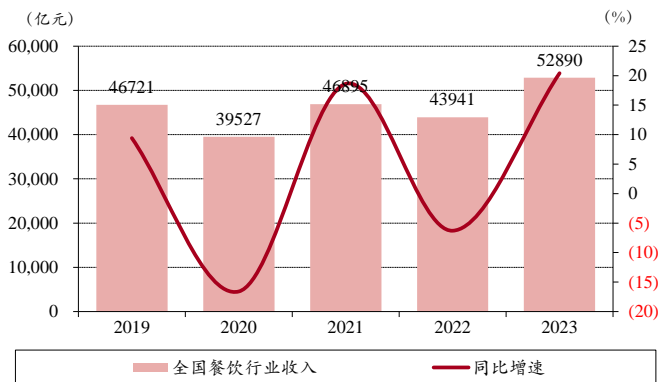


资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

餐饮渠道拓展：餐饮渠道有壁垒，公司积极寻找突破口提升餐饮渠道占比

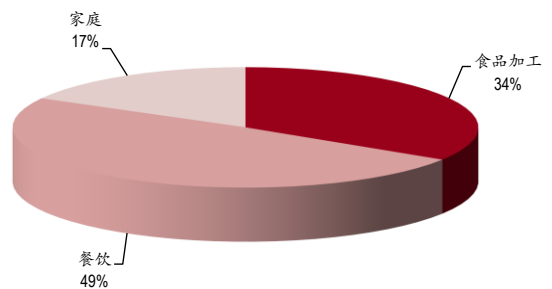
餐饮渠道是调味品最大的需求终端。餐饮行业持续回暖，对调味品需求进一步扩大，中炬在餐饮渠道占比较低，未来有较大的提升空间。根据国家统计局数据，2023 年全国餐饮收入 52890 亿元，同比 2022 年增 20.4%，同比 2019 年增长 13.2%。1Q24 全国餐饮行业收入 13445 亿元，同比增 10.8%，自消费场景放开后餐饮行业持续保持较快增长，餐饮行业持续回暖促使 B 端对调味品的需求进一步扩大。根据艾媒咨询，中国调味品行业三大渠道终端分别为餐饮端、家庭端、食品加工端，其中餐饮行业是调味品最大的需求终端，2024 年占比约 49%。从调味品龙头的渠道布局来看，不同调味品企业渠道结构略有不同。海天、李锦记较早布局餐饮渠道，餐饮渠道收入占比较高，而中炬高新产品定位中高端，70% 多的销售额来自家庭端，餐饮端销售额占比不到 30%，因此餐饮渠道未来有较大提升空间。

图表 35. 2019-2023 年全国餐饮行业收入及同比增速



资料来源: iFind, 国家统计局, 中银证券

图表 36. 2024 年中国调味品渠道结构



资料来源: iFind, 艾媒咨询, 中银证券

餐饮渠道具有一定壁垒，公司拓宽渠道广度，通过各种营销举措积极实现破局。餐饮渠道具有一定壁垒，一方面体现在其他调味品龙头布局较早，销售网络及渠道关系维护较为扎实，已达成长期合作关系，切入难度较大。另一方面体现在厨师对调味品购买起到决策性作用，注重产品成本及产品品质，菜品口味一旦形成味觉记忆则采购合约周期较长。如果更换品牌则需要足够的产品力支撑及营销公关。根据艾媒咨询数据，口感口味、质量安全为消费者购买调味品排名前两位的决策因素。厨邦美味鲜经过多年对产品品质的坚守，产品品牌已成功占据广大消费者心智，在品牌力的加持下，降低了渠道开发难度。公司新管理层上任后，积极开发餐饮渠道和工业化渠道，产品方面布局大包装性价比产品，开发便携装、工业定制产品以及即食产品；营销方面加大投入，积极公关餐饮渠道核心意见领袖及关键人，加快脚步实现突破。

提人效，降成本，盈利能力持续优化

经营端：扣非归母净利率低于同行，未来提升空间较大

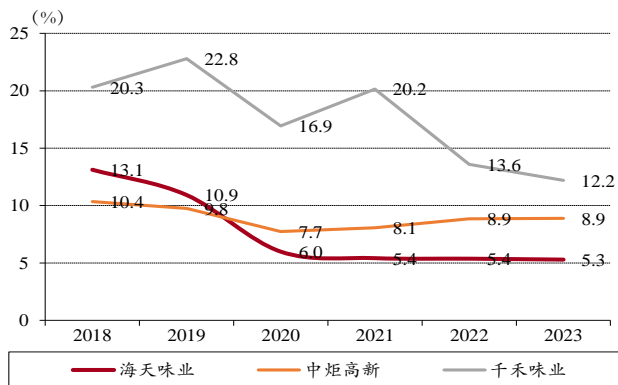
公司优化供应链体系、提升内部管理效率，渠道费用投放精细化，盈利能力有望持续改善。受益规模效应及内部优秀的管理能力，海天盈利水平领先行业。中炬销售净利率受费用投放效率影响，显著低于龙头海天。2022、2023年，美味鲜净利率分别为11.7%、12.1%，海天销售净利率分别为24.2%、23.0%，美味鲜净利率比海天分别低了12.5pct、10.9pct。如果我们拆分具体细项来看：（1）2023年中炬销售费用率及管理费用率分别为8.9%、7.3%，分别高于龙头海天3.6pct、5.2pct。拆分销售费用细项来看，2023年中炬的职工薪酬/营业收入、广告费用/营业收入、其他销售费用/营业收入分别高于海天1.4pct、0.6pct、1.7pct。（2）管理费用细项来看，中炬及海天的人工成本费用率分别为4.9%、1.1%，中炬高于海天3.8pct。折旧及其他项费用率基本持平。因此，我们看到中炬的员工成本相比海天还有较大的优化空间，随着新领导班子对内控流程及组织架构的升级改革，我们预计未来公司在降本增效方面会有显著改善，费用率有望被摊薄。

图表 37. 基础调味品上市公司扣非归母净利率对比（单位：%）

公司名称	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24
海天味业	25.7	27.1	25.7	23.3	22.0	24.2
中炬高新	14.7	17.5	14.0	10.4	10.2	15.9
千禾味业	13.5	11.9	11.3	13.9	16.5	16.9

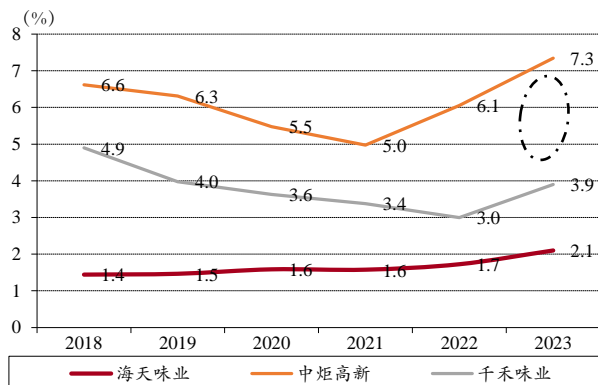
资料来源：iFind，中银证券

图表 38. 基础调味品上市企业销售费用率对比



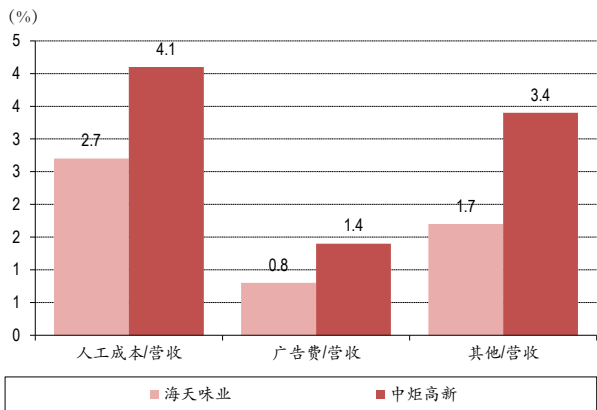
资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 39. 基础调味品上市公司管理费用率对比



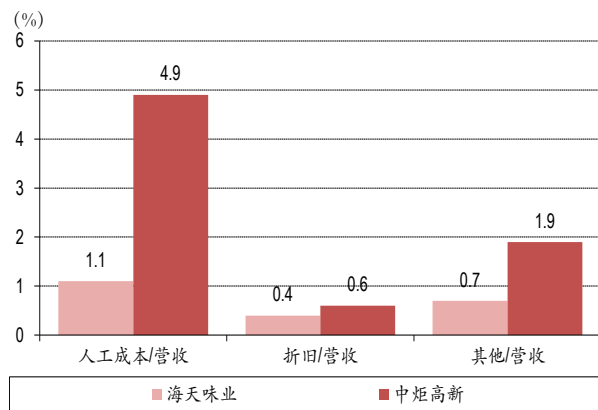
资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 40. 2023 年海天及中炬销售费用细分项占收入比重



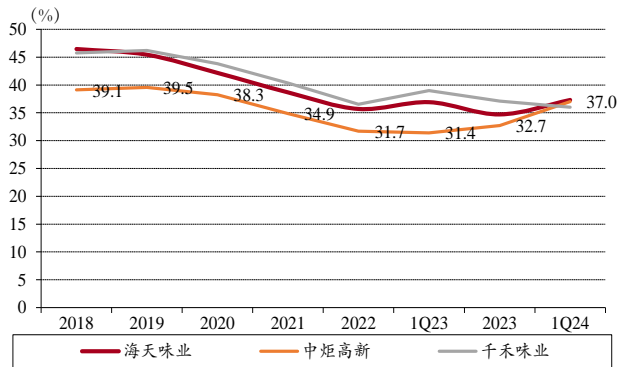
资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 41. 2023 年海天及中炬管理费用细分项占收入比重



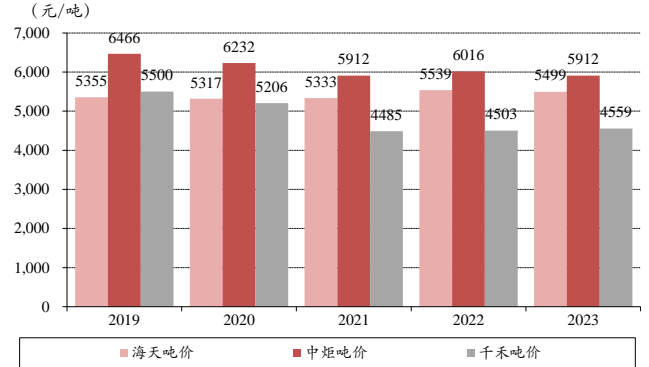
资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 42. 上市调味品企业毛利率对比



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 43. 上市调味品企业吨价对比



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

成本端: 产品结构优化及采购单价下降促使毛利率水平提升

原材料成本下降, 公司产品结构不断优化, 盈利能力改善, 1Q24 美味鲜归母净利润率为 16.7%, 同比增长 5.2pct。疫情期间, 调味品上游原材料采购价格普遍上涨, 在成本压力下, 2021 年龙头企业纷纷提价, 吨价普遍有所提升。2021 年 10 月, 龙头海天率先提价, 调味品其他公司纷纷响应, 延后 1-2 个月宣布提价。中炬高新于 2021 年 11 月底宣布 70% 的产品提价, 提价幅度为 3%-10%。2022 年海天、中炬吨价增速分别为 3.8%、1.8%。2023 年初以来, 行业供需渐趋平衡, 原材料价格普遍下行。1Q24 受益于美味鲜产品结构优化及采购单价下降, 公司毛利率为 37.0%, 同比提升 5.6pct, 我们判断与公司品类结构优化, 以原材料成本压力释放有关。根据我们测算, 1Q23 至 2Q24 大豆价格同比增速分别为 0.5%、-13.9%、-16.4%、-10.6%、-10.2%、-11.5%。此外, 公司不断优化成本采购及运营模式, 按照季度、年度进行采购, 提高供应链运营效率, 盈利能力逐渐改善。

图表 44. 2021 年调味品提价统计

公司名称	提价时间	提价产品	提价幅度
海天味业	2021/10/25	酱油、耗油、酱料等	3%-7%
李锦记	2021/12/16	部分产品	6%-10%
中炬高新	2021/11/27	70% 产品	3%-10%
恒顺醋业	2021/11/20	部分产品	5%-15%

资料来源: iFind, 各公司公告, 中银证券

图表 45. 原材料成本价格同比增速 (单位: %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
豆粕	17.3	11.9	16.5	10.8	10.0	23.9	19.8	39.8	14.1	(3.8)	3.1	(15.8)	(17.8)	(15.3)
食盐	(1.7)	(2.1)	(2.6)	(1.6)	1.7	3.8	4.4	3.5	1.0	0.0	1.2	2.1	2.0	1.1
小麦	7.1	6.5	7.6	13.1	18.1	26.3	21.5	17.0	4.7	(11.9)	(5.3)	(7.1)	0.0	(12.1)
玻璃	27.5	81.1	74.5	12.7	(0.1)	(27.9)	(47.5)	(31.9)	(26.1)	(2.6)	14.0	19.3	12.3	(14.3)
PET			31.1	50.0	25.1	28.7	23.8	(4.0)	(9.5)	(15.3)	(17.8)	(4.7)	(2.6)	-
瓦楞纸			11.4	12.7	6.0	3.8	(8.8)	(19.6)	(18.7)	(23.3)	0.1	(12.5)	(10.1)	(1.9)
大豆	35.1	29.4	19.8	22.9	9.4	11.9	12.4	3.6	0.5	(13.9)	(16.4)	(10.6)	(10.2)	(11.5)

资料来源: iFind, 中银证券

盈利预测

中炬高新近两年因大股东频繁更换导致公司收入增速慢于行业内其他竞品。2023 年火炬集团重新掌舵，重返中炬高新第一大股东位置，同时引进具有华润背景的管理人员入驻。新管理层上任后，对公司内部管理及中长期发展战略重新梳理，制定了三年再造一个厨邦，2026 年美味鲜营收百亿的较高发展目标。厨邦品牌优势明显，产品品质深入人心，公司具备全国化基因，公司当前区域市场发展不均衡，餐饮渠道占比较低，补足短板后，市场份额有望实现较快提升。从目前公司已落地的营销举措来看，公司对核心骨干实施市场化激励，同时配合营销体系改革举措，强化前端销售。内部管理方面通过提质增效，改革供应链体系，提升管理效率，调整人效指标，等举措苦练内功。上半年受消费环境疲软影响，公司业绩承压。我们认为，组织架构及渠道体系的改革并非一蹴而就，但是公司战略目标明晰，改革决心坚定，虽然在产品价盘控制、费用改革等方面仍需与渠道磨合，但随着各项机制逐一理顺，叠加厨邦品牌较强的品牌影响力，未来公司改革成效有望一一兑现。

收入端的核心假设：

(1) 调味品主业方面：公司调味品业务主要包含酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他产品等，2023 年营收占调味品的比重分别为 62.2%、13.9%、9.2%、14.7%。阳西三期项目现已竣工投产，逐渐步入产能释放期，可有效支撑公司全国化布局。我们预计公司酱油业务 24 至 26 年营收分别为 32.4 亿元、37.8 亿元、43.9 亿元，同比分别增 7.0%、16.7%、16.2%。鸡精鸡粉 24 至 26 年营收分别为 7.5 亿元、8.7 亿元、10.0 亿元，同比分别增 11.1%、16.2%、14.1%。食用油维持低个位数增长，24 至 26 年营收分别为 4.6 亿元、4.7 亿元、4.9 亿元，同比分别增 2.0%、3.0%、4.0%。其他调味品主要包括蚝油、料酒、醋及酱类产品，24 至 26 年营收分别为 8.0 亿元、9.2 亿元、10.5 亿元，同比分别增 12.2%、14.2%、14.2%。

综上，24 至 26 年公司调味品主业营收分别为 52.5 亿元、60.4 亿元、69.2 亿元，同比分别增 7.9%、15.1%、14.6%。

(2) 非核心业务方面：根据公司年报及战略规划，公司未来三年将聚焦主业，对非核心业务逐渐剥离，我们预计园区开发及房地产业务、皮带轮及汽车、摩托车配件业务 24 至 26 年营收逐年减少。近日公司公告征地补偿合同相关公告，因深江铁路中山段火炬开发区工程项目建设需要，公司有 52.97 亩土地被征收，征地补偿款总额预计 2.96 亿元，归为营业收入，并表时间及最终金额将以公司审计报告为准。

盈利能力指标核心假设：

(1) 毛利率：受益于调味品行业整体原材料价格下行，我们判断 2024 年公司采购单价将同比下降。叠加公司优化内部供应链管理体系，对产品结构进行梳理，在产品结构上行、采购单价下降的背景下，我们判断公司毛利率同比去年将有显著提升，预计公司 24 至 26 年毛利率分别为 35.1%、36.6%、37.7%。

(2) 费用率：费用投放方面，考虑到公司全国化布局及渠道转型需投入较多营销费用，公司内部管理改善所节约的部分成本会抵消销售费用，整体费用率将保持稳定。因此我们预计公司 2024 年至 2026 年销售费用率分别为 8.9%、8.9%、8.7%，管理费用率分别为 6.8%、6.5%、6.5%。

综上，如不考虑征地补偿款、并购及少数股权回收，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 55.0、62.8、71.6 亿元，收入增速为 7.1%、14.1%、14.0%；2023 年公司归母净利 17.0 亿元，扣非归母净利 5.2 亿元，同比降 5.8%。非经常性损益中未决诉讼收益为 11.8 亿元。考虑到公司未来将不再受诉讼案件影响，我们预计 24 至 26 年归母净利分别为 7.1 亿元、9.0 亿元、11.1 亿元，同比分别-58.2%、+27.2%、+22.9%，对应归母净利率分别为 12.9%、14.4%、15.5%。EPS 分别为 0.91、1.15、1.42 元/股，对应 PE 分别为 21.0X、16.5X、13.5X，首次覆盖，给予**增持**评级。

图表 46. 公司主营业务产品结构拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
酱油					
销售收入 (百万元)	3,025	3,028	3,240	3,782	4,392
YOY(%)	7.0	0.1	7.0	16.7	16.2
占调味品比重(%)	61.9	62.2	61.7	62.6	63.4
毛利率(%)	35.1	37.8	39.9	41.8	42.8
鸡精鸡粉					
销售收入 (百万元)	596	676	751	872	995
YOY(%)	9.2	13.4	11.1	16.2	14.1
占调味品比重(%)	12.2	13.9	14.3	14.4	14.4
毛利率(%)	39.4	42.0	43.5	43.8	44.4
食用油					
销售收入 (百万元)	499	446	455	469	488
YOY(%)	1.9	(10.6)	2.0	3.0	4.0
占调味品比重(%)	10.2	9.2	8.7	7.8	7.0
毛利率(%)	6.5	3.2	6.7	6.4	6.4
其他调味品					
销售收入 (百万元)	768	716	803	918	1,048
YOY(%)	9.3	(6.8)	12.2	14.2	14.2
占调味品比重(%)	15.7	14.7	15.3	15.2	15.1
毛利率(%)	19.2	17.4	21.0	22.0	23.0
调味品业务合计					
销售收入 (百万元)	4,888	4,866	5,249	6,040	6,924
YOY(%)	7.1	(0.5)	7.9	15.1	14.6
占整体营收比重(%)	91.5	94.7	95.4	96.2	96.7
毛利率(%)	30.2	32.2	34.6	36.3	37.4

资料来源: iFind, 中银证券

我们采用可比估值法, 对比公司均为基础调味品上市公司, 海天味业、千禾味业、中炬高新核心品类均为酱油, 同时涉及其他基础调味品如鸡精鸡粉、蚝油、醋等品类。恒顺醋业主品类为食醋。根据我们测算, 24 年至 26 年中炬高新 EPS 分别为 0.91、1.15、1.42 元/股, 对应 PE 为 21.0、16.5、13.5 倍。相比竞品, 估值具有一定优势。后续仍可关注公司少数股权收回、土地收储、收购并购等事项对报表业绩产生的影响。

图表 47. 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	1,905	1.01	1.12	1.25	1.38	37.5	30.5	27.4	24.8
600872.SH	中炬高新	149	2.17	0.91	1.15	1.42	8.8	21.0	16.5	13.5
603027.SH	千禾味业	136	0.52	0.63	0.75	0.89	31.3	20.9	17.5	14.9
600305.SH	恒顺醋业	79	0.08	0.15	0.18	0.21	118.0	47.3	38.8	32.9

资料来源: iFind, 中银证券

注: 可比公司盈利预测来自同花顺市场一致预测。表内数据截至 2024 年 7 月 16 日。

可比公司均为基础调味品上市公司。

风险提示

宏观经济下行风险，需求复苏较慢。

销售收入增速表现疲软，渠道周转率降低。

全国化布局不及预期，餐饮渠道布局不及预期。

公司公告未来三年战略规划方案，当前公司不同市场差异明显，餐饮渠道占比较低，如不能补足薄弱市场，提升餐饮渠道占比，公司则不能顺利完成规划目标，改革进展不及预期。

原材料成本出现波动。

原材料出现波动，影响公司整体毛利率表现。

行业竞争加剧。

竞品加大费用投放，渠道竞争激烈，公司市场份额下降。

征地补偿款金额与实际审计结果出现偏差。

公司公告签订征地补偿合同为公司新增营业收入 29636 万元，上述金额未经审计，最终结果或将出现偏差，需以实际审计结果为准。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,341	5,139	5,502	6,279	7,159
营业收入	5,341	5,139	5,502	6,279	7,159
营业成本	3,648	3,458	3,572	3,982	4,462
营业税金及附加	88	61	62	70	80
销售费用	473	457	490	559	623
管理费用	324	377	374	408	465
研发费用	179	181	171	201	222
财务费用	(4)	(6)	(13)	(25)	(41)
其他收益	40	29	30	30	30
资产减值损失	0	(33)	0	(1)	(1)
信用减值损失	0	(12)	0	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	38	35	38	38
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	706	633	912	1,151	1,415
营业外收入	3	1,181	3	8	8
营业外支出	1,183	13	8	5	5
利润总额	(474)	1,802	907	1,154	1,418
所得税	80	65	127	162	199
净利润	(555)	1,737	780	992	1,220
少数股东损益	38	40	70	89	110
归母净利润	(592)	1,697	710	903	1,110
EBITDA	809	749	1,046	1,295	1,565
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.76)	2.17	0.91	1.15	1.42

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,237	3,733	4,163	5,050	6,038
货币资金	628	500	1,158	1,934	3,138
应收账款	50	75	87	98	113
应收票据	1	0	2	0	2
存货	1,670	1,618	1,418	1,569	1,356
预付账款	18	15	11	18	15
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	871	1,525	1,487	1,431	1,415
非流动资产	2,986	2,986	3,077	3,054	3,004
长期投资	36	24	24	24	24
固定资产	1,609	1,906	1,960	1,969	1,957
无形资产	188	182	174	167	160
其他长期资产	1,153	874	918	894	863
资产合计	6,223	6,719	7,240	8,104	9,042
流动负债	1,427	1,337	1,325	1,479	1,556
短期借款	0	100	0	0	0
应付账款	651	544	647	725	812
其他流动负债	776	694	678	754	744
非流动负债	1,331	181	165	173	169
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,331	181	165	173	169
负债合计	2,759	1,518	1,491	1,652	1,725
股本	785	785	783	783	783
少数股东权益	456	496	566	655	765
归属母公司股东权益	3,009	4,705	5,183	5,797	6,552
负债和股东权益合计	6,223	6,719	7,240	8,104	9,042

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(555)	1,737	780	992	1,220
折旧摊销	180	190	212	237	259
营运资金变动	(140)	(592)	265	(7)	263
其他	1,192	(493)	(15)	(58)	(81)
经营活动现金流	678	842	1,242	1,164	1,660
资本支出	(387)	(272)	(308)	(211)	(210)
投资变动	44	(182)	50	50	30
其他	343	454	35	38	38
投资活动现金流	0	0	(224)	(124)	(143)
银行借款	0	100	(100)	0	0
股权融资	(45)	(104)	(231)	(289)	(355)
其他	45	4	(29)	24	41
筹资活动现金流	0	0	(361)	(265)	(314)
净现金流	678	842	658	776	1,204

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	4.4	(3.8)	7.1	14.1	14.0
营业利润增长率(%)	(19.6)	(10.3)	44.1	26.2	22.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(179.8)	(386.5)	(58.2)	27.2	22.9
息税前利润增长率(%)	(24.4)	(11.2)	49.2	26.9	23.4
息税折旧前利润增长率(%)	(18.4)	(7.5)	39.7	23.8	20.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(179.8)	(386.5)	(58.2)	27.2	22.9
获利能力					
息税前利润率(%)	11.8	10.9	15.2	16.9	18.3
营业利润率(%)	13.2	12.3	16.6	18.3	19.8
毛利率(%)	31.7	32.7	35.1	36.6	37.7
归母净利润率(%)	(11.1)	33.0	12.9	14.4	15.5
ROE(%)	(19.7)	36.1	13.7	15.6	16.9
ROIC(%)	20.9	13.0	18.1	23.0	30.8
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	2.3	2.8	3.1	3.4	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	134.5	82.2	67.9	67.9	67.9
应付账款周转率	8.3	8.6	9.2	9.2	9.3
费用率					
销售费用率(%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.7
管理费用率(%)	6.1	7.3	6.8	6.5	6.5
研发费用率(%)	3.3	3.5	3.1	3.2	3.1
财务费用率(%)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.8)	2.2	0.9	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	1.1	1.6	1.5	2.1
每股净资产(最新摊薄)	3.8	6.0	6.6	7.4	8.4
每股股息	0.0	0.4	0.3	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(25.2)	8.8	21.0	16.5	13.5
P/B(最新摊薄)	5.0	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	35.8	28.1	12.6	9.6	7.2
价格/现金流(倍)	22.0	17.7	12.0	12.8	9.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371