

# 中炬高新 (600872.SH)

## 少数股权收回，增厚报表利润

### 核心观点：

- 公司发布《关于无偿受让广东厨邦食品有限公司少数股权的公告》。根据该公告，厨邦公司少数股东朗天慧德将持有 20% 股权，无偿转让给全资子公司阳西美味鲜，厨邦公司成为全资孙公司。
- 少数股权收回，增厚报表利润。根据该公告，2024 年前三季度厨邦公司收入 17.89 亿元，净利润 3.17 亿元。考虑季节性我们预计 2024 年厨邦公司净利润 4.27 亿元，公司改革推动收入增长以及净利率提升，预计 2025 年厨邦公司净利润 4.91 亿元，20% 股权收回反映在子公司美味鲜以及合并报表，预计增厚 2025 年归母净利润 0.98 亿元。
- 整装待发，期待改革红利延续。收入端看，美味鲜渠道改革导致 24Q2 收入短期承压，24Q3 稳固价盘且动销改善、收入恢复正增，预计 24Q4 旺季延续改善趋势。伴随内部管理以及经销商团队优化，2025 年餐饮渠道以及酱油、鸡精鸡粉等产品有望贡献收入增量。利润端看，今年公司采购端改革效果显著且原材料价格下降，期待改革推动生产管理提效、费用管控精细化，预计 2025 年净利率继续提升。
- 盈利预测与投资建议。不考虑征地补偿收入以及并购，考虑少数股权收回调整 2025 年盈利预测，预计 2024-2026 年收入 53.94/59.70/66.39 亿元，同比增长 4.96%/10.68%/11.20%；归母净利润 7.79/9.93/11.41 亿元，同比变动 -54.11%/+27.53%/+14.87%。预计 2024-2026 年美味鲜收入 52.27/58.48/65.52 亿元，同比增长 5.98%/11.88%/12.05%；归母净利润 7.64/9.83/11.37 亿元，同比增长 36.34%/28.78%/15.58%，假设地产业务合理价值 30 亿元，剔除后当前市值对应 2024-2026 年美味鲜 PE 估值分别为 20/15/13 倍。给予 2024 年美味鲜 PE 估值 25 倍，对应公司合理价值 28.20 元/股，维持买入评级。
- 风险提示。行业景气度不及预期。改革不及预期。渠道扩张不及预期。

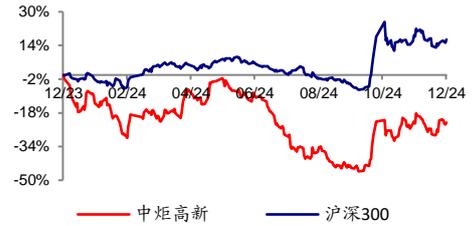
### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5341	5139	5394	5970	6639
增长率 (%)	4.4%	-3.8%	5.0%	10.7%	11.2%
EBITDA (百万元)	849	795	1091	1324	1503
归母净利润 (百万元)	-592	1697	779	993	1141
增长率 (%)	-179.8%	386.5%	-54.1%	27.5%	14.9%
EPS (元/股)	-0.77	2.20	0.99	1.27	1.46
市盈率 (P/E)	-	12.77	23.35	18.31	15.94
ROE (%)	-19.7%	36.1%	15.0%	17.2%	17.8%
EV/EBITDA	33.37	27.27	15.86	12.76	10.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	23.21 元
合理价值	28.20 元
前次评级	买入
报告日期	2024-12-08

### 相对市场表现



分析师：符蓉  
SAC 执证号：S0260523120002  
021-38003552  
furong@gf.com.cn

分析师：廖承帅  
SAC 执证号：S0260524070009  
021-38003816  
liaochengshuai@gf.com.cn

分析师：高鸿  
SAC 执证号：S0260522010001  
SFC CE No. BUQ312  
021-38003690  
gfgaohong@gf.com.cn

请注意，符蓉、廖承帅并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

中炬高新 (600872.SH) : 收 2024-10-27  
入恢复正增，盈利持续提升

中炬高新 (600872.SH) : 渠 2024-08-09  
道改革延续，静待需求回暖

中炬高新 (600872.SH) : 需 2024-07-11  
求短期承压，公司改革延续

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3,237</b>	<b>3,733</b>	<b>4,184</b>	<b>4,768</b>	<b>5,454</b>
货币资金	628	500	972	1,388	1,865
应收及预付	68	90	76	89	100
存货	1,670	1,618	1,607	1,761	1,956
其他流动资产	871	1,525	1,529	1,530	1,532
<b>非流动资产</b>	<b>2,986</b>	<b>2,986</b>	<b>3,121</b>	<b>3,235</b>	<b>3,342</b>
长期股权投资	4	4	3	3	2
固定资产	1,609	1,906	2,070	2,226	2,373
在建工程	497	242	234	227	222
无形资产	188	182	176	170	164
其他长期资产	688	652	638	609	581
<b>资产总计</b>	<b>6,223</b>	<b>6,719</b>	<b>7,305</b>	<b>8,003</b>	<b>8,796</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,427</b>	<b>1,337</b>	<b>1,426</b>	<b>1,531</b>	<b>1,683</b>
短期借款	0	100	100	100	100
应付及预收	751	544	660	691	761
其他流动负债	676	694	666	740	822
<b>非流动负债</b>	<b>1,331</b>	<b>181</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,331	181	180	180	180
<b>负债合计</b>	<b>2,759</b>	<b>1,518</b>	<b>1,606</b>	<b>1,710</b>	<b>1,863</b>
股本	785	785	783	783	783
资本公积	3	3	17	17	17
留存收益	2,804	4,501	4,973	5,566	6,206
归属母公司股东权益	3,009	4,705	5,188	5,781	6,422
少数股东权益	456	496	512	512	512
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,223</b>	<b>6,719</b>	<b>7,305</b>	<b>8,003</b>	<b>8,796</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>5341</b>	<b>5139</b>	<b>5394</b>	<b>5970</b>	<b>6639</b>
营业成本	3648	3458	3415	3767	4176
营业税金及附加	88	61	54	60	66
销售费用	473	457	539	537	598
管理费用	324	377	360	379	396
研发费用	179	181	189	179	199
财务费用	-4	-6	-6	-15	-24
资产减值损失	0	-33	-7	-8	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	38	38	42	46
<b>营业利润</b>	<b>706</b>	<b>633</b>	<b>893</b>	<b>1116</b>	<b>1282</b>
营业外收支	-1180	1169	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-474</b>	<b>1802</b>	<b>893</b>	<b>1116</b>	<b>1282</b>
所得税	80	65	98	123	141
<b>净利润</b>	<b>-555</b>	<b>1737</b>	<b>795</b>	<b>993</b>	<b>1141</b>
少数股东损益	38	40	16	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-592</b>	<b>1697</b>	<b>779</b>	<b>993</b>	<b>1141</b>
EBITDA	849	795	1091	1324	1503
EPS (元)	-0.77	2.20	0.99	1.27	1.46

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>678</b>	<b>842</b>	<b>1,076</b>	<b>1,106</b>	<b>1,279</b>
净利润	-555	1,737	795	993	1,141
折旧摊销	180	190	204	223	245
营运资金变动	1,104	-1,090	110	-63	-56
其它	-51	5	-32	-48	-50
<b>投资活动现金流</b>	<b>-353</b>	<b>-877</b>	<b>-299</b>	<b>-285</b>	<b>-298</b>
资本支出	-341	-271	-338	-352	-367
投资变动	-45	-642	22	25	22
其他	33	36	16	42	46
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-173</b>	<b>-5</b>	<b>-305</b>	<b>-404</b>	<b>-504</b>
银行借款	0	248	0	0	0
股权融资	0	0	11	0	0
其他	-173	-253	-317	-404	-504
<b>现金净增加额</b>	<b>152</b>	<b>-40</b>	<b>471</b>	<b>416</b>	<b>477</b>
期初现金余额	388	540	500	972	1,388
期末现金余额	540	500	972	1,388	1,865

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.4%	-3.8%	5.0%	10.7%	11.2%
营业利润	-19.6%	-10.3%	41.1%	25.0%	14.9%
归母净利润	-179.8%	386.5%	-54.1%	27.5%	14.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.7%	32.7%	36.7%	36.9%	37.1%
净利率	-10.4%	33.8%	14.7%	16.6%	17.2%
ROE	-19.7%	36.1%	15.0%	17.2%	17.8%
ROIC	22.6%	11.0%	13.6%	15.3%	15.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.3%	22.6%	22.0%	21.4%	21.2%
净负债比率	79.6%	29.2%	28.2%	27.2%	26.9%
流动比率	2.27	2.79	2.93	3.11	3.24
速动比率	0.49	0.61	0.89	1.11	1.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.88	0.79	0.77	0.78	0.79
应收账款周转率	134.48	82.25	78.90	89.19	86.16
存货周转率	2.18	2.10	2.12	2.24	2.25
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-0.77	2.20	0.99	1.27	1.46
每股经营现金流	0.86	1.07	1.37	1.41	1.63
每股净资产	3.83	5.99	6.62	7.38	8.20
<b>估值比率</b>					
P/E	—	12.77	23.35	18.31	15.94
P/B	9.62	4.69	3.50	3.14	2.83
EV/EBITDA	33.37	27.27	15.86	12.76	10.92

## 广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 高鸿：资深分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：高级分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

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