

中炬高新（600872.SH）

看好改革红利，长期价值可期

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,341	5,139	5,602	6,549	7,494
增长率 yoy（%）	4.4	-3.8	9.0	16.9	14.4
归母净利润（百万元）	-592	1,697	754	932	1,125
增长率 yoy（%）	-179.8	386.5	-55.6	23.7	20.7
ROE（%）	-16.0	33.4	13.5	14.9	15.7
EPS 最新摊薄（元）	-0.76	2.17	0.96	1.19	1.44
P/E（倍）	-30.8	10.7	24.2	19.5	16.2
P/B（倍）	6.1	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

公司简介：主业聚焦，改革发力。公司于 1993 年在广东省中山市注册成立，1995 年上市，经过三十余年的转型发展，聚焦调味品核心业务，品牌及规模位居行业前列。2023 年 7 月公司实现董事会改组，随后聘请的新一届经营班子开展了战略反思、业务优化、组织重塑等变革工作，制定了未来三年战略规划。业绩方面，2014-2023 年公司总营收复合增速为 7.7%，其中，调味品业务占公司总营收 90%以上，2014-2020 年调味品收入保持双位数的同比增速，2021 年以来受宏观经济及行业需求等影响，收入规模有所波动；毛利率整体呈上升趋势，维持在 30%以上，销售费用率、管理费用率存在改善空间，2024Q1-3 公司扣非净利率 14.0%，同比提升 2.3pct。

未来增长来源：产品、营销齐发力，再造新厨邦。公司在美味鲜未来三年战略规划方案中提到，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。

产品端：梳理 7 大重点品类，重塑研发流程完善产品布局。1) 已形成多品类发展格局，梳理酱油、鸡精粉、蚝油等 7 大重点品类，优化产品组合。2) 近年来量增贡献主要收入增速，价格上，成本推动型提价，叠加消费升级、降级并存，吨价基本维持稳定。3) 重塑研发流程，跟随行业健康化发展趋势，围绕“零添加”、“减盐”、“便携”等完善产品布局。

营销端：经销商分级管理、专业化渠道开发，加大餐饮客户拓展。1) 经销商数量持续增加，南部区域市场成熟，中西部、北部区域经销商数量占比高但质量有待提升。公司从客户选择、分级管理、专业化渠道开发等方面加强渠道开拓及管理能力提升；渠道调整及时反思问题，召开营销中心渠道总结会，推动快消品类、B 端经销商拓展三季度费投改善，盈利提升明显。2) 南部以外市场空间较大，未来加强渠道开发或有较好增量。公司调味品业务的餐饮渠道占比约三成，对比行业平均水平还有进一步渗透空间，通过直营+经销发力餐饮渠道，分渠道、分场所产品进行针对性的开发。

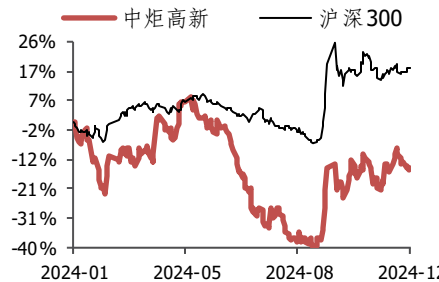
盈利提升空间：控成本、优结构、提效率高质量发展。1) 未来公司调味品业务毛利率提升主要来自以下方面，一是原材料、包材价格同比持续下行，2025 年成本红利有望延续；二是人工成本、制造费用、运输费用在规模效应下进一步摊薄；三是聚焦重点品类，产品结构优化。2) 组织提效、优化费投，降

买入（维持评级）

股票信息

行业	食品饮料
2024 年 12 月 27 日收盘价（元）	23.26
总市值（百万元）	18,217.75
流通市值（百万元）	17,933.18
总股本（百万股）	783.22
流通股本（百万股）	770.99
近 3 月日均成交额（百万元）	398.17

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 罗丽文

执业证书编号：S1070523080001

邮箱：luoliwen@cgws.com

相关研究

- 《受让厨邦公司少数股权，有效提升股东回报》
2024-12-13
- 《Q3 营收、利润环比改善，调整初显成效》2024-11-08
- 《Q2 调味品承压，关注下半年渠道改革成效》
2024-08-10

低期间费用率。公司全面优化组织管控模式及结构，推动组织的精简高效，优化销售费用投放方式，重点提升渠道模式效率。3) 土地价值方面，公司房地产项目位于岐江新城核心地段，后续发展能量充足，土地价值明显提升，此外，征地补偿也有望增厚公司营业收入。

投资建议：随着美味鲜三年战略规划明确，股权激励落地，公司基本面向好空白市场开发及渠道下沉有望贡献重要收入增量，借助渠道优势，产品组合持续完善，盈利能力亦有望稳步提升。预计公司 2024-2026 年营收分别为 56.0、65.5、74.9 亿元，归母净利润分别为 7.5、9.3、11.3 亿元，EPS 分别为 0.96、1.19、1.44 元，对应 24-26 年估值分别为 24、20、16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、行业竞争加剧、产品销售不及预期、原材料价格波动、土地征地补偿进度不及预期、食品安全风险。

内容目录

1.公司简介：主业聚焦，改革发力	5
1.1 三十余年转型发展，品牌享誉全国	5
1.2 大股东之争落地，管理层焕新	5
1.3 聚焦调味品，营收增长较好、盈利提升	6
2.未来增长来源：产品、营销齐发力，再造新厨邦	9
2.1 产品端：梳理 7 大重点品类，重塑研发流程完善产品布局	9
2.2 营销端：经销商分级管理、专业化渠道开发，加大餐饮客户拓展	10
2.2.1 区域经销商发展不平衡，实行分级管理并引入新客户	10
2.2.2 南部以外市场空间较大，直营+经销发力餐饮渠道	12
3.盈利提升空间：控成本、优结构、提效率高质量发展	14
3.1 成本改善、结构优化将推升毛利率	14
3.2 组织提效、优化费投，降低期间费用率	15
3.3 土地价值	16
4.投资建议	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司主要调味品品类	5
图表 3：公司股权结构图（截至 2024 年 11 月 19 日）	6
图表 4：公司 2024 年限制性股票激励计划业绩考核条件	6
图表 5：2014 年以来公司营收规模、结构及增速情况（单位：百万元、%）	7
图表 6：2019 年以来公司调味品品类规模（单位：百万元）	7
图表 7：2023 年公司调味品细分品类结构（单位：%）	7
图表 8：2014 年以来公司毛利率、扣非净利率情况（单位：%）	8
图表 9：2014 年以来公司期间费用率情况（单位：%）	8
图表 10：2019 年以来公司调味品细分品类营收及增速（单位：百万元、%）	9
图表 11：2019 年以来公司调味品品类的量价情况（单位：吨-左轴、元/吨-右轴）	9
图表 12：不同品牌酱油品类参数对比	10
图表 13：2019 年以来公司经销商数量变化（单位：个）	11
图表 14：2019 年以来公司单体经销商营收情况（单位：万元/个）	11
图表 15：2024Q3 公司营收同比增速转正（单位：百万元、%）	12
图表 16：2024Q3 公司毛利率及销售费用率改善（单位：%）	12
图表 17：2019 年以来公司区域市场营收及增速（单位：百万元、%）	12
图表 18：2024Q1-3 公司区域市场收入结构情况（单位：%）	12
图表 19：2018 年以来公司各级市场开发率（单位：%）	12
图表 20：2024 年中国调味品行业渠道结构（单位：%）	13
图表 21：公司参加 CFE 展会打造五大渠道场所	13
图表 22：调味品主要原辅材料价格走势（单位：元/吨）	14
图表 23：调味品主要原辅材料价格同比变化（单位：%）	14
图表 24：中炬高新与海天味业酱油生产成本细项对比（单位：元/吨）	14
图表 25：2019 年以来公司调味品品类毛利率水平（单位：%）	15

图表 26: 2019 年来公司与海天味业销售费用率 (单位: %)	16
图表 27: 2019 年来公司与海天味业管理费用率 (单位: %)	16
图表 28: 2019 年以来公司与海天味业员工数量情况 (单位: 个)	16
图表 29: 2019 年以来公司与海天味业销售人员人均创收情况 (单位: 万元/个)	16

1.公司简介：主业聚焦，改革发力

1.1 三十余年转型发展，品牌享誉全国

公司前身中山火炬高新技术实业股份有限公司于 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，是中山市首家上市公司，也是国家级高新区中首家上市公司。2001 年更名为中炬高新技术实业（集团）股份有限公司。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、长城证券产业金融研究院

转型发展，聚焦调味品核心业务，品牌及规模位居行业前列。经过三十余年的转型发展，目前公司所从事的业务包括调味食品、园区运营及城市开发等，目前核心业务为调味品。1999 年公司收购中山市美味鲜食品总厂，转制设立广东美味鲜调味食品有限公司，已成长为调味品行业的主要品牌企业之一，产品涵盖酱油、鸡粉（精）、蚝油、酱类、复合调味料等 10 多个品类、100 多个品种，生产规模及市场占有率位居全国前列。

图表2：公司主要调味品品类



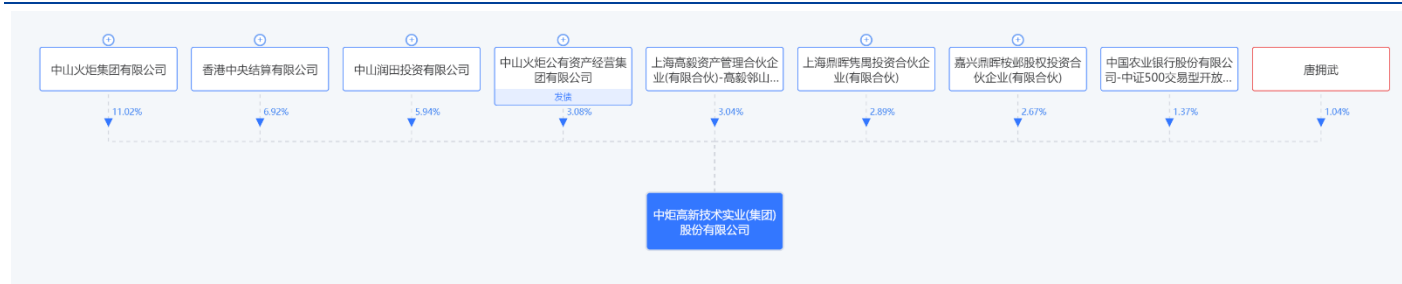
资料来源：公司官网、长城证券产业金融研究院

1.2 大股东之争落地，管理层焕新

中山火炬集团及其一致行动人成最大股东。截至 2024 年三季度末，中山火炬集团有限

公司与中山火炬公有资产经营集团有限公司、上海鼎晖隼禺投资合伙企业（有限合伙）、嘉兴鼎晖桡邳股权投资合伙企业（有限合伙）为一致行动人，合计持股占比 19.66%，为公司最大股东。同时根据最新公告，截至 11 月 19 日，中山润田持股占比下降至 5.94%。

图表 3: 公司股权结构图（截至 2024 年 11 月 19 日）



资料来源：ifind、长城证券产业金融研究院

2023 年 7 月 24 日公司召开临时股东大会，实现董事会改组。随后聘请的新一届经营班子开展了战略反思、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，以内涵+外延双轮驱动业绩高速增长。

实施股票激励计划，关注营收增长率、营业利润率和净资产收益率。今年 3 月份公司发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），并于 6 月份完成对 255 名激励对象的股票授予及过户登记工作。在股票激励计划的公司层面业绩考核上，公司在营收增长率、营业利润率和净资产收益率三个指标上制定目标，以 2023 年为基准，2024、2025、2026 年营收增长率分别不低于 12%、32%、95%，营业利润率分别不低于 15%、16.5%、18%，净资产收益率分别不低于 14%、15.5%、20%。

图表 4: 公司 2024 年限制性股票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%

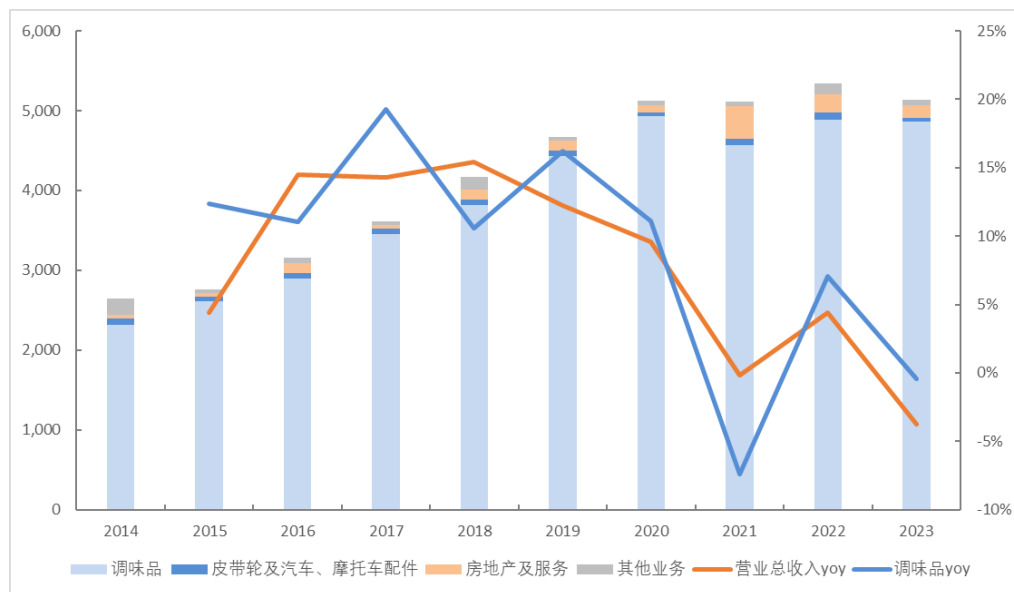
资料来源：中炬高新 2024 年限制性股票激励计划（草案）、长城证券产业金融研究院

1.3 聚焦调味品，营收增长较好、盈利提升

2014-2023 年公司总营收复合增速为 7.7%，其中，调味品业务占公司总营收 90%以上，**2014-2020 年**调味品收入保持双位数的同比增速，**2021 年**以来受宏观经济及行业需求等影响，收入规模有所波动。细分品类看，2023 年酱油、鸡精、食用油、其他在调味品营收中占比分别为 62.2%、13.9%、9.2%、14.7%，2019-2023 年收入复合增速

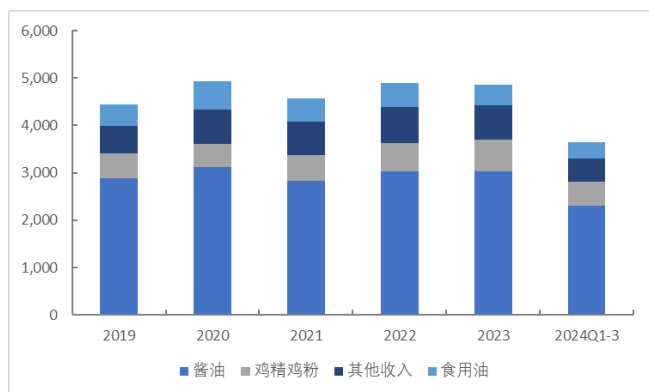
分别为 1.3%、6.4%、0%、5.3%，酱油保持稳健增长，鸡精及其他调味品增长较好。24Q1-3 美味鲜实现营收 38.1 亿元，同比+0.5%。

图表5: 2014年以来公司营收规模、结构及增速情况（单位：百万元、%）



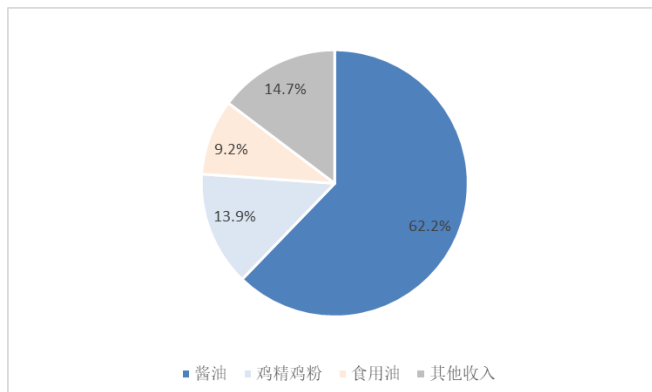
资料来源：公司 2014-2023 年年报、长城证券产业金融研究院

图表6: 2019年以来公司调味品品类规模（单位：百万元）



资料来源：公司 2019-2023 年年报、2024 年第三季度主要经营数据公告、长城证券产业金融研究院

图表7: 2023年公司调味品细分品类结构（单位：%）



资料来源：公司 2023 年年报、长城证券产业金融研究院

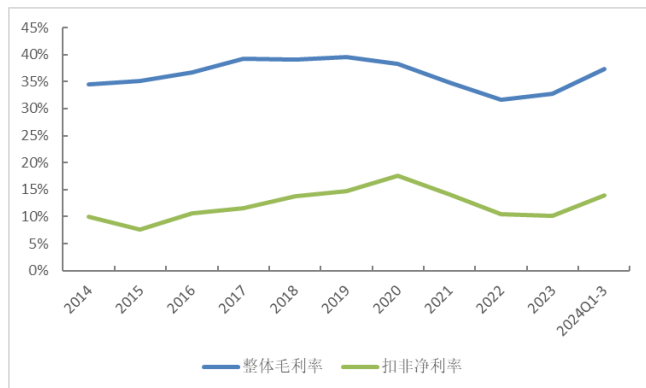
毛利率整体呈上升趋势，维持在 30%以上。2021-2022 年受调味品原辅材料涨价、运输费用计入营业成本等影响，毛利率下滑明显，2023 年受益成本红利及产品结构优化，毛利率开始回升。2024Q1-3 公司实现毛利率 37.4%，同比提升 4.8pct。

销售费用率、管理费用率存在改善空间。2021 年以来销售费用率有所抬升，主要系业务费用及销售费用薪酬增加所致；管理费用率在 2016 年以来改善明显，近两年上升主要系稳岗补贴、绩效奖金及咨询费用等因素影响；研发费用率整体保持稳定在 3%左右；财务费用率由于利息支出减少导致费用率优化。2024Q1-3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 9.3%、7.0%、3.1%，同比分别变动 0.9pct、0.8pct、-0.4pct。

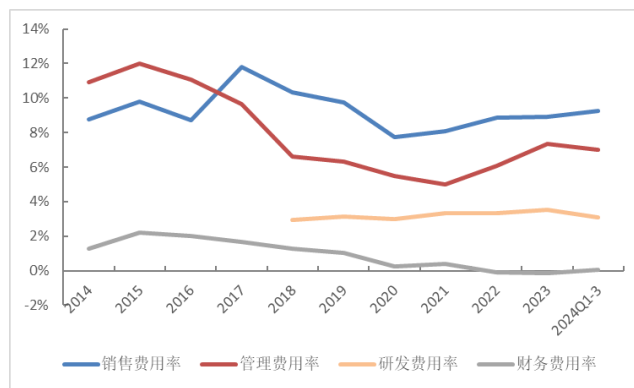
2014-2020 年公司扣非净利率从 9.9%提升至 17.5%，2021-2022 年原辅材料价格上涨

影响下扣非净利率下行至 10.4%，随着成本改善及费用控制等影响，2024Q1-3 公司扣非净利率 14.0%，同比提升 2.3pct。

图表8: 2014 年以来公司毛利率、扣非净利率情况（单位：%）



图表9: 2014 年以来公司期间费用率情况（单位：%）



资料来源：公司 2014-2023 年年报、2024 年第三季度报告、wind、长城证券产业金融研究院

资料来源：公司 2014-2023 年年报、2024 年第三季度报告、wind、长城证券产业金融研究院

2.未来增长来源：产品、营销齐发力，再造新厨邦

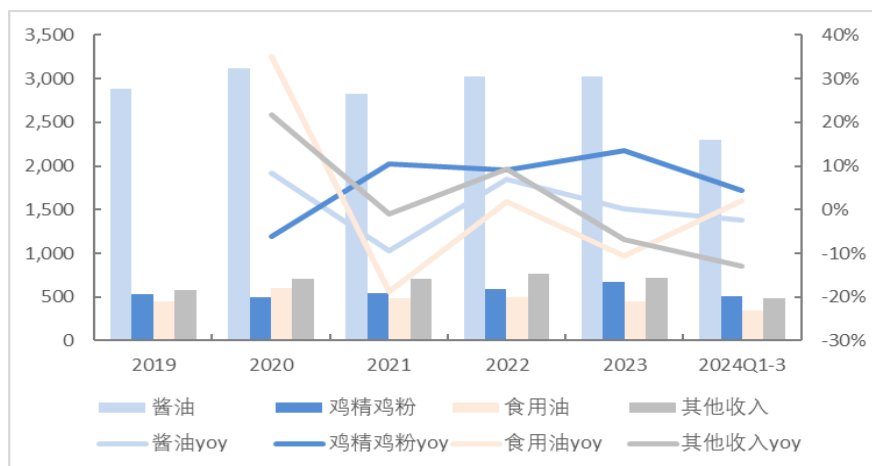
公司在美味鲜未来三年战略规划方案中提到，通过构建“精细营销、持续创新、精益运营”三大能力，以内涵+外延双轮驱动业绩高速增长。

2.1 产品端：梳理 7 大重点品类，重塑研发流程完善产品布局

➤ 已形成多品类发展格局，梳理酱油、鸡精粉、蚝油等 7 大重点品类，优化产品组合。

公司调味品覆盖 10 多个品类、100 多个细分品种，其中，酱油品类收入规模最大且增长稳健，鸡精鸡粉及包含蚝油在内的其他调味品增速较快，调味品业务形成多品类发展格局。公司在 24 年上半年梳理了酱油、鸡精粉、蚝油等 7 个重点品类的发展趋势，建立 7 大品类的主体经营模型，明确公司主销主推产品组合，构建了清晰的品类计划和战略布局。

图表10：2019年以来公司调味品细分品类营收及增速（单位：百万元、%）

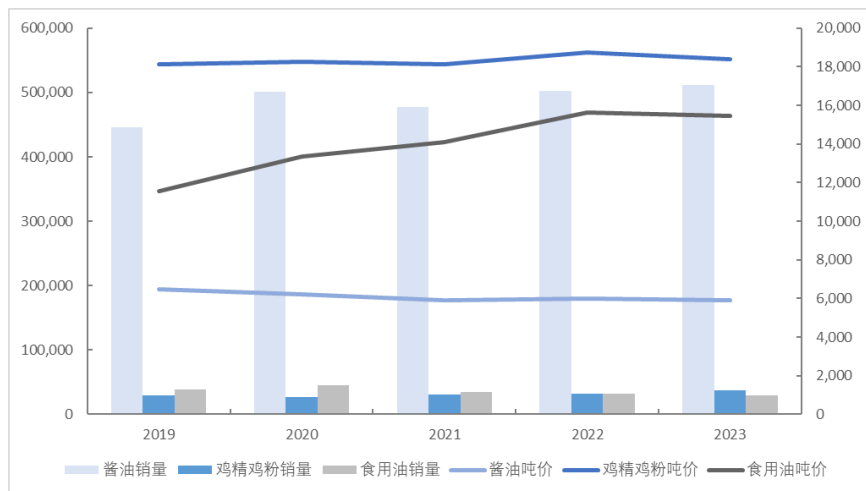


资料来源：公司 2019-2023 年年度报告、2024 年第三季度主要经营数据公告、长城证券产业金融研究院

➤ 近年来量增贡献主要收入增速，价格上，成本推动型提价，叠加消费升级、降级并存，吨价基本维持稳定。

2019-2023 年，公司酱油营收、销量、吨价复合增速分别为 1.3%、3.6%、-2.2%；鸡精鸡粉营收、销量、吨价复合增速分别为 6.4%、6.1%、0.3%；食用油营收、销量、吨价复合增速分别为 0%、-7.1%、7.6%。整体来看，调味品销量增长贡献主要营收增速，价格则受成本上涨、市场需求及消费力等多重因素影响，2021 年底公司对多数调味品品类进行提价，平均提价幅度 3-10%。此外，针对消费升级和降级并存趋势，未来公司一方面向上加码布局产品细分规划，积极推动品类健康化的产品布局，另一方面向下补充酱油、料酒等产品矩阵。

图表11：2019年以来公司调味品品类的量价情况（单位：吨-左轴、元/吨-右轴）



资料来源：公司 2019-2023 年年报、wind、长城证券产业金融研究院

➤ 重塑研发流程，跟随行业健康化发展趋势，围绕“零添加”、“减盐”、“便携”等完善产品布局。

公司对现有研发模式、机制和流程进行了全面的盘点和梳理，建立高效协作的研发机制，进一步缩短研发周期，提升研发效率。研发方向上结合公司战略规划、紧贴市场需求，重点完善酱油、鸡精粉、蚝油、酱料品类的健康和便捷属性的产品结构。公司在 24 年上半年完成了厨邦零添加特级鲜生抽、厨邦金装渔女蚝油 2 款新品上市，12 款产品配方开发。

图表 12：不同品牌酱油品类参数对比

酱油品类	品牌	产品名	规格	等级	工艺	单价	折扣价
主力产品	厨邦	厨邦酱油特级鲜生抽	410ml	特级	高盐稀态	11.9	—
	海天	金标生抽	500ml	特级	高盐稀态	14.9	9.9
		草菇老抽	500ml	特级	—	16	12.9
		味极鲜	380ml	特级	—	10.8	8.7
减盐系列	厨邦	厨邦淡盐酱油生抽	410ml	—	高盐稀态	10	7.3
	海天	减盐30%特级生抽	500ml	特级	高盐稀态	12.9	—
		薄盐生抽	500ml	一级	高盐稀态	12.9	—
		0添加减盐35%酱油	500ml	特级	高盐稀态	9.9	—
零添加系列	厨邦	厨邦0添加原汁特级酱油	500ml	特级	高盐稀态	16.5	12.7
	海天	零添加0金标生抽	500ml	特级	—	13.6	10.9
		0添加味极鲜	750ml	特级	—	21	17
	千禾	道原香180天本酿酱油	500ml	特级	高盐稀态	17.3	—
		零添加头道原香 280天	500ml	特级	高盐稀态	23.9	16.7
		零添加头道原香380天	500ml	特级	高盐稀态	31	21.8

资料来源：厨邦、海天、千禾天猫旗舰店、天猫超市（注：价格日期截至 2024 年 12 月 30 日）、长城证券产业金融研究院

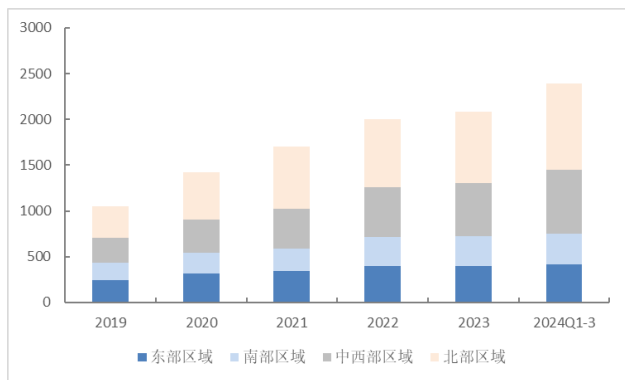
2.2 营销端：经销商分级管理、专业化渠道开发，加大餐饮客户拓展

2.2.1 区域经销商发展不平衡，实行分级管理并引入新客户

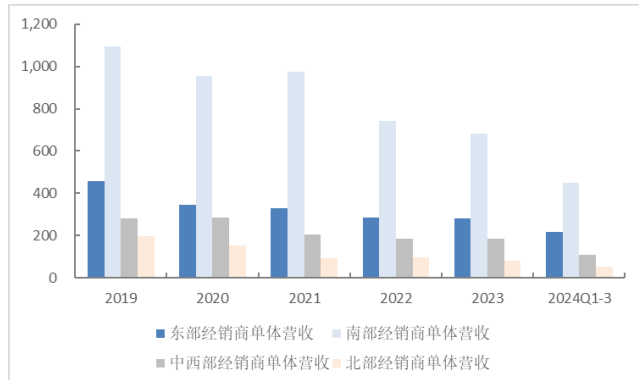
经销商数量持续增加，南部区域市场成熟，中西部、北部区域经销商数量占比高但质量有待提升。截至 2024 年三季度末，公司经销商总数 2395 个，东部区域、南部区域、中

西部区域、北部区域经销商数量分别为 420 个、332 个、698 个、945 个，经销商单体营收分别为 215.4 万元、447.9 万元、107.9 万元、52.5 万元，成熟市场如南部区域的经销商数量少但体量大，中西部、北部区域加大市场开发，经销商数量增长较快，但单体创收有待提升。

图表 13: 2019 年以来公司经销商数量变化 (单位: 个)



图表 14: 2019 年以来公司单体经销商营收情况 (单位: 万元/个)



资料来源: 公司 2019-2023 年年报、2024 年第三季度主要经营数据公告、长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司 2019-2023 年年报、2024 年第三季度主要经营数据公告、wind、长城证券产业金融研究院

公司从客户选择、分级管理、专业化渠道开发等方面加强渠道开拓及管理能力提升。在客户管理上，以终端管控能力作为客户准入原则，完善经销商准入标准；推出 TOP 客户分级管理模式，制定 TOP 客户专项管理机制；在专业化渠道上，根据渠道优势设计多样化合作模式，持续拓展工业化渠道。

渠道调整及时反思问题、总结经验，三季度费投改善，盈利提升明显。

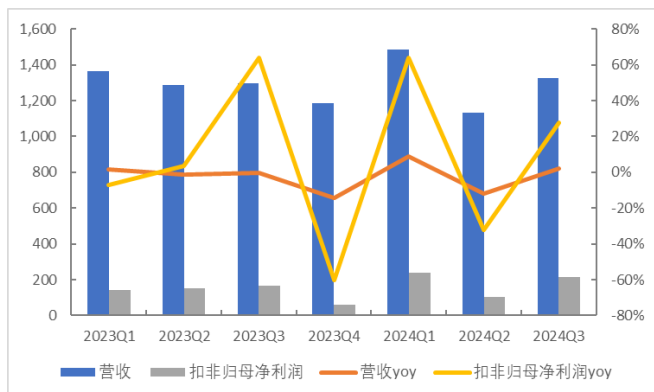
➤ 召开营销中心渠道总结会，推动快消品类、B 端经销商拓展

消费品有通用的管理逻辑，营销离不开产品、价格、渠道、推广，都需要队伍建设和经销商参与，但不同品类在经销商管理上的所处阶段和细致程度不同。调味品属于慢消品，啤酒属于快消品，消费属性不同导致终端具体服务方法、操作频次等发生变化。今年 9 月份，公司营销中心召开渠道建设总结与交流会议，希望通过快消品类客户及行业客户挖掘等方式，引入更多高质量客户，并对存量客户进行分级管理，优秀案例涵盖快消品客户转调味品行业经验、包销客户合作方式、食品加工工业化客户的开发方法、团餐客户开发、新零售业务的统一规划管理模式等多方面，有助于进一步推动渠道建设工作的深入开展。

➤ 优化费用投放，三季度经营成效显著

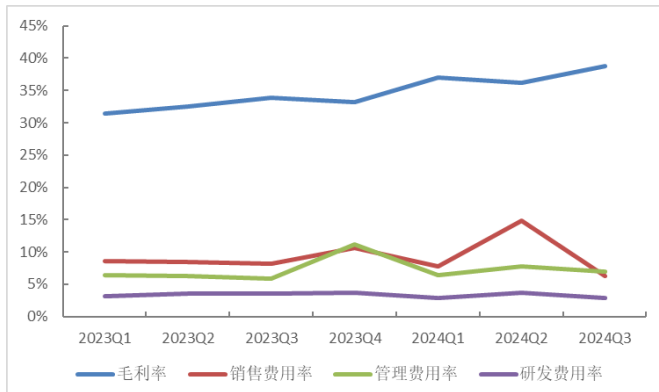
1) 三季度营收增速环比改善，酱油及鸡精鸡粉表现较好。24Q3 公司酱油、鸡精鸡粉、食用油及其他调味品分别实现营收 7.4 亿元、1.8 亿元、1.3 亿元、1.5 亿元，同比分别变动 0.5%、14.0%、-9.2%、-9.0%，酱油及鸡精鸡粉三季度同比增速转正。2) 毛利率持续提升，销售费用投放更为理性。24Q3 公司毛利率 38.8%，同比提升 5.0pct，主要系材料采购单价、生产费用、物流成本下降影响；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 6.3%、7.0%、2.8%，同比分别变动-1.9pct、1.1pct、-0.7pct，销售费用绝对值环比下降，同时费投效率改善。

图表15: 2024Q3公司营收同比增速转正(单位:百万元,%)



资料来源: 公司 2023Q1-2024Q3 季度报告, wind, 长城证券产业金融研究院

图表16: 2024Q3公司毛利率及销售费用率改善(单位: %)

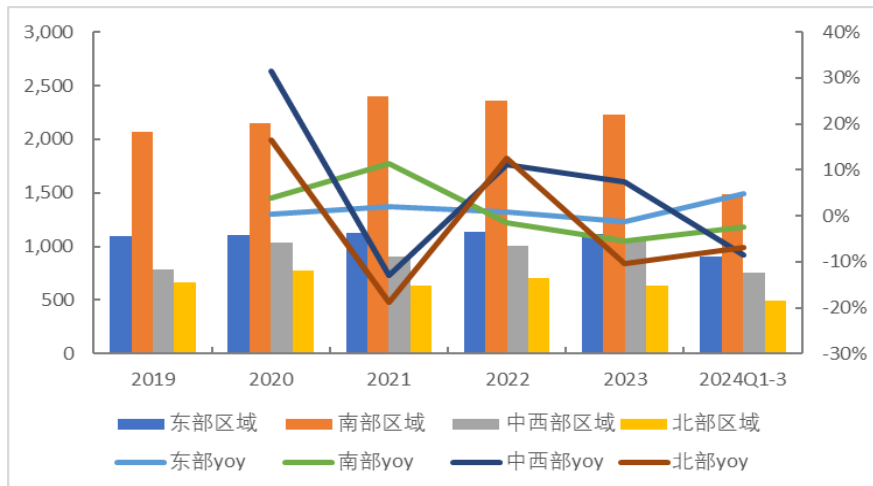


资料来源: 公司 2023Q1-2024Q3 季度报告, wind, 长城证券产业金融研究院

2.2.2 南部以外市场空间较大, 直营+经销发力餐饮渠道

南部区域是传统优势市场并保持增长, 东部市场竞争激烈, 整体表现稳健, 中西部及北部市场相对薄弱, 未来加强渠道开发或有较好增量。2024Q1-3 公司东部、南部、中西部、北部区域市场营收分别为 9.0 亿元、14.9 亿元、7.5 亿元、5.0 亿元, 营收占比分别为 25%、41%、21%、14%, 2019-2023 年营收复合增速分别为 0.5%、1.9%、8.1%、-1.2%。2018 年以来, 公司地级市开发率从 77%提升至 2023 年的 94%, 区县市场开发率提升至 72%, 下沉市场覆盖率持续提高。

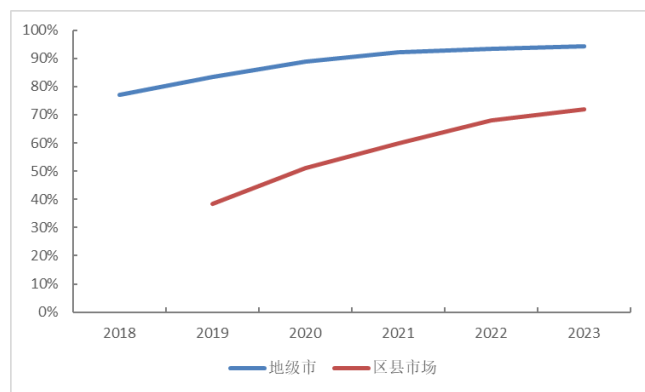
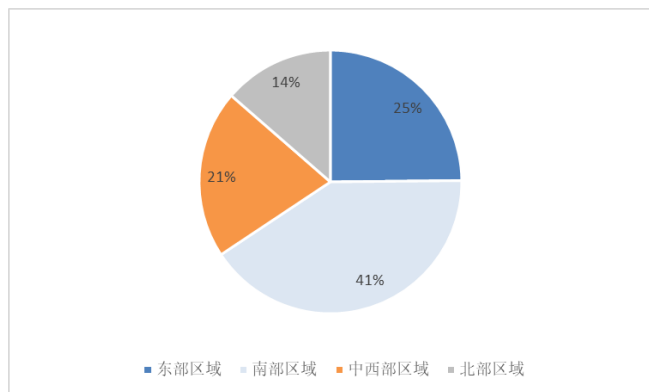
图表17: 2019年以来公司区域市场营收及增速(单位:百万元,%)



资料来源: 公司 2019-2023 年年报、2024 年第三季度主要经营数据公告, wind, 长城证券产业金融研究院

图表18: 2024Q1-3公司区域市场收入结构情况(单位: %)

图表19: 2018年以来公司各级市场开发率(单位: %)



资料来源: 公司 2024 年第三季度主要经营数据公告、长城证券产业金融研究院

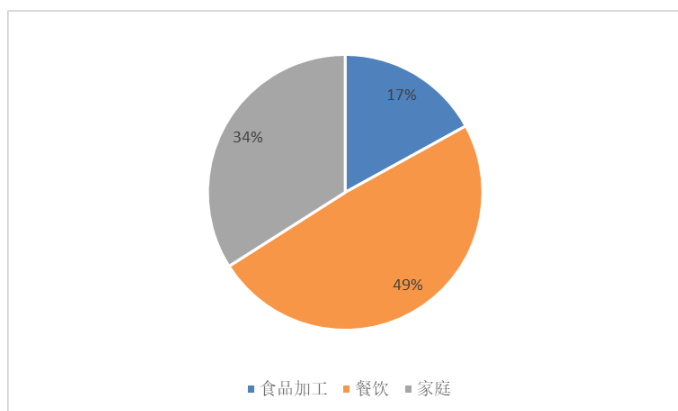
资料来源: 公司 2018-2023 年年报、长城证券产业金融研究院

餐饮渠道在调味品市场规模中占比近半，同时在连锁化趋势下，大型餐饮企业的调味品定制化需求提升，渠道重要性突显。公司调味品业务的餐饮渠道占比约三成，对比行业平均水平还有进一步渗透空间，公司正采取积极措施加大餐饮客户拓展：成立B端大区，专门进攻大型餐饮连锁和工业，布局直营，同时不放弃餐批；分渠道、分场所产品进行了针对性的开发，策划并上市了多款工业装产品，支撑工业及大B端渠道发展需求。

在今年 11 月份的中国（国际）调味品及食品配料博览会（简称 CFE 展会），厨邦作为副会长单位应邀参展，创新打造了传统餐饮、大宗餐饮、工业、民用和出口 5 大渠道场所，不同菜系（粤菜、湘菜、川菜等）分别对应不同系列的产品，给出厨邦标准化配置，满足大小餐饮企业的多元化需求，此外，多种规格包装品类也能够满足不同食品加工业的选择性采购。

图20: 2024年中国调味品行业渠道结构（单位：%）

图21: 公司参加 CFE 展会打造五大渠道场所



资料来源: 艾媒咨询、长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司官微、长城证券产业金融研究院

3.盈利提升空间：控成本、优结构、提效率高质量发展

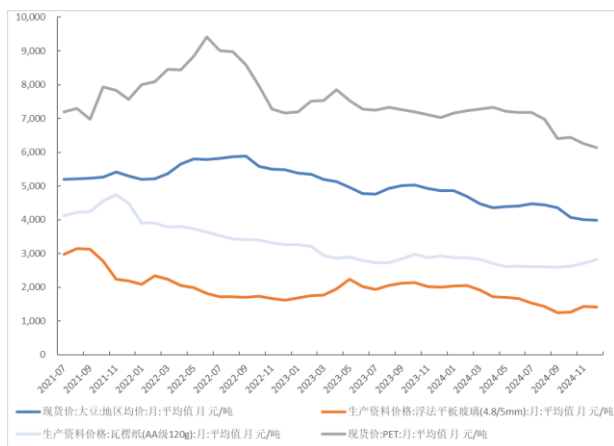
3.1 成本改善、结构优化将推升毛利率

2015-2019 年公司调味品毛利率从 35.6%提升至 39.5%，此后由于原辅材料成本、产量等原因，毛利率有所下滑，及至 2023 年重回提升区间。横向对比海天味业，公司调味品毛利率还有 3-5 个百分点的提升空间。整体来看，未来公司调味品业务毛利率提升主要来自以下方面：

➤ 原材料、包材价格同比持续下行，2025 年成本红利有望延续

调味品的主要原材料大豆，及包材玻璃、瓦楞纸、PET 今年价格同比持续下滑，叠加公司采购模式优化进一步降低采购成本，推动公司 24Q1-3 毛利率改善明显，明年成本红利有望延续。

图表22：调味品主要原辅材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：ifind、长城证券产业金融研究院

图表23：调味品主要原辅材料价格同比变化（单位：%）

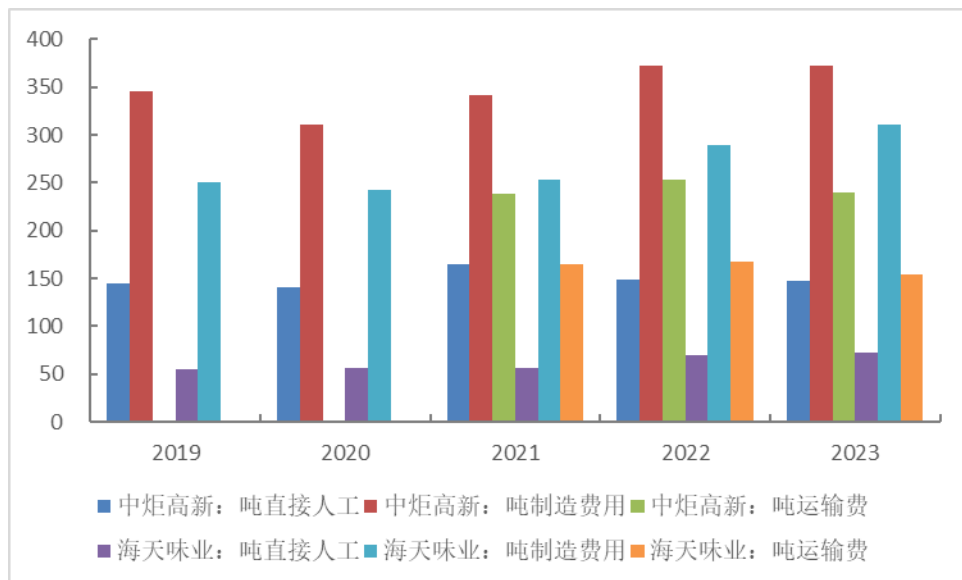
	大豆	浮法平板玻璃	瓦楞纸	PET
2024M1	-9.75%	20.87%	-11.92%	-0.43%
2024M2	-12.06%	17.41%	-10.73%	-3.82%
2024M3	-13.87%	8.48%	-4.11%	-3.48%
2024M4	-14.97%	-11.67%	-5.53%	-6.56%
2024M5	-11.36%	-24.17%	-9.71%	-4.29%
2024M6	-7.74%	-17.03%	-6.05%	-1.37%
2024M7	-5.83%	-20.30%	-4.11%	-0.83%
2024M8	-9.96%	-30.82%	-4.05%	-4.87%
2024M9	-13.13%	-41.15%	-8.73%	-11.99%
2024M10	-18.77%	-40.40%	-12.22%	-10.46%
2024M11	-18.75%	-29.08%	-5.88%	-12.16%

资料来源：ifind、长城证券产业金融研究院

➤ 人工成本、制造费用、运输费用在规模效应下进一步摊薄

以酱油为例，2023 年厨邦酱油与海天酱油的吨人工成本分别为 148 元/吨、72 元/吨，吨制造费用分别为 372 元/吨、310 元/吨，吨运费分别为 240 元/吨、154 元/吨。公司围绕生产提质增效的工作目标，推动供应链精益管理，今年上半年重点开展生产管理优化、采购模式优化、营运精益等工作，未来随着公司产能、供应链管理、智能制造水平逐渐提升，规模效应下吨生产成本有望进一步摊薄。

图表24：中炬高新与海天味业酱油生产成本细项对比（单位：元/吨）

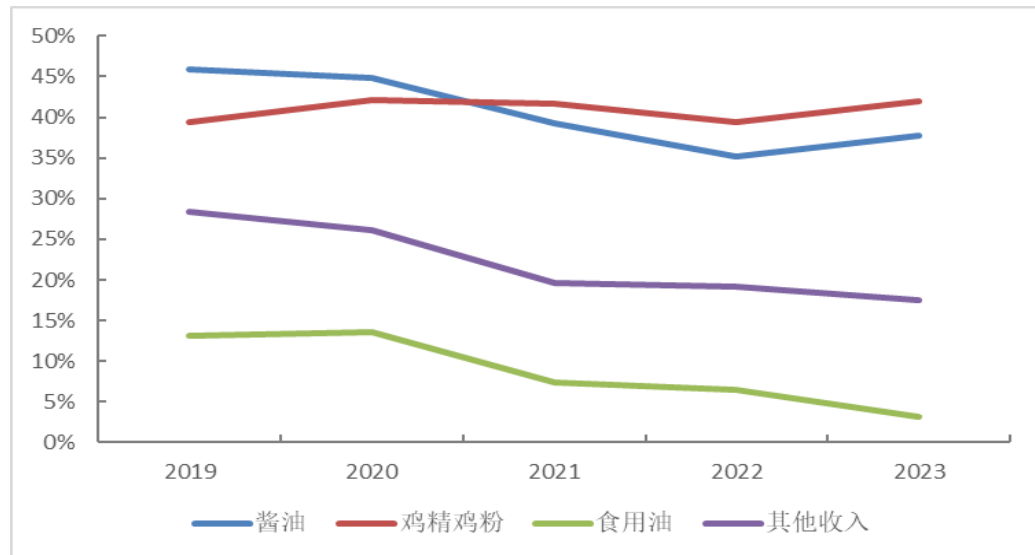


资料来源: 公司 2019-2023 年年报、海天味业 2019-2023 年年报、wind、长城证券产业金融研究院

➤ 聚焦重点品类，产品结构优化

公司调味品细分品类的毛利率水平不同，2023 年酱油、鸡精、食用油及其他调味品毛利率分别为 37.8%、42.0%、3.2%、17.4%，酱油及鸡精毛利率较高，包括蚝油在内的其他调味品毛利率仍有提升潜力，食用油毛利率则偏低。随着公司梳理、聚焦重点品类，针对市场健康化、多元化消费趋势完善系列产品布局，产品结构优化将推动整体毛利率的提升。

图表 25: 2019 年以来公司调味品品类毛利率水平 (单位: %)



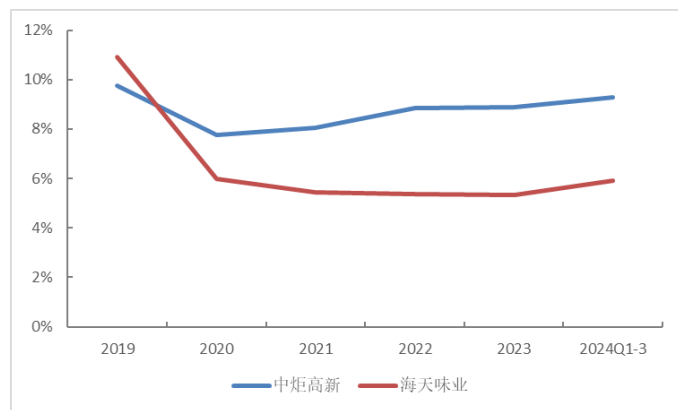
资料来源: 公司 2019-2023 年年报、wind、长城证券产业金融研究院

3.2 组织提效、优化费投，降低期间费用率

2024Q1-3 公司与海天味业的销售费用率分别为 9.3%、5.9%，管理费用率分别为 7.0%、

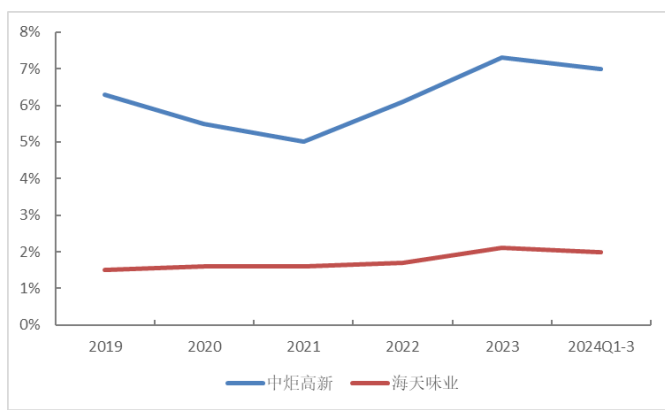
2.0%，对比近年来公司与海天味业的销售费用率、管理费用率，公司期间费用率还有5个百分点以上的理论改善空间。新管理层着力推动公司组织架构重塑，提升渠道与管理效率：1）建立客户选用、淘汰及分类分级管理机制，优化销售费用投放方式，重点提升渠道模式效率；2）启动组织能力提升项目，通过对标行业标杆、内部调研及组织诊断，全面优化组织管控模式及结构，推动组织的精简高效。

图表26: 2019年来公司与海天味业销售费用率（单位：%）



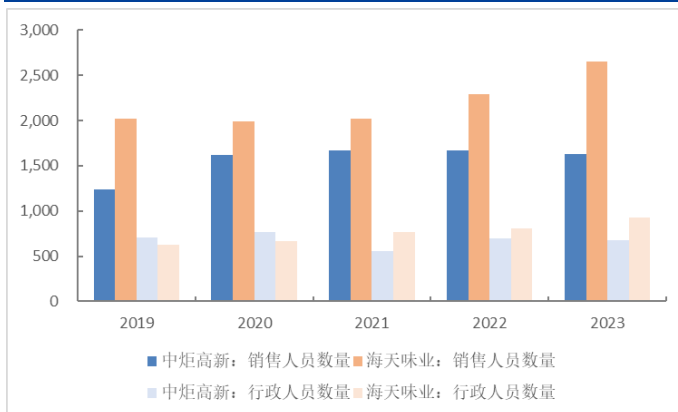
资料来源：公司 2019-2023 年年报、公司 2024 年第三季度报告、海天味业 2019-2023 年年报、海天味业 2024 年第三季度报告、wind、长城证券产业金融研究院

图表27: 2019年来公司与海天味业管理费用率（单位：%）



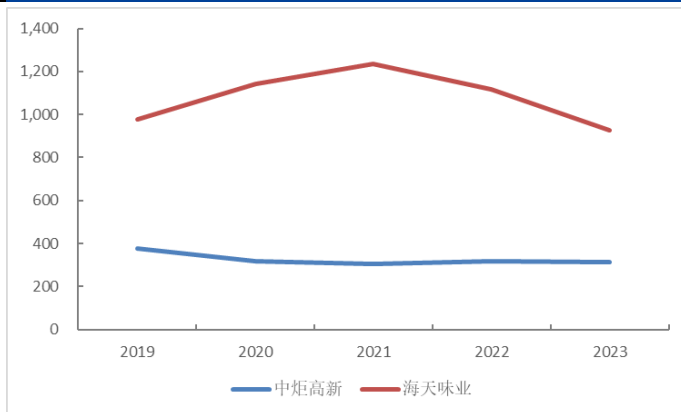
资料来源：公司 2019-2023 年年报、公司 2024 年第三季度报告、海天味业 2019-2023 年年报、海天味业 2024 年第三季度报告、wind、长城证券产业金融研究院

图表28: 2019年以来公司与海天味业员工数量情况（单位：个）



资料来源：公司 2019-2023 年年报、海天味业 2019-2023 年年报、wind、长城证券产业金融研究院

图表29: 2019年以来公司与海天味业销售人员人均创收情况（单位：万元/个）



资料来源：公司 2019-2023 年年报、海天味业 2019-2023 年年报、wind、长城证券产业金融研究院

3.3 土地价值

公司在中山市岐江新城片区，中山站北侧拥有未开发商住地约 1,600 亩。国家发改委于 2020 年 8 月批复《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》，其中广州南沙至珠海（中山）是其规划的建设项目之一，目前该项目正如火如荼建设中，建成后，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，后续发展能量充足，土地价值明显提升。此外，征地补偿有望增厚公司营业收入。根据公司今年 6 月份发布的《关于签订征地补偿合同的公告》，因深江铁路中山段火炬开发区工程项目建设需要，火炬区征收中心需征用公司以及控股子公司中汇合创位于中山站及周围片区

的国有商住土地共约 **52.97** 亩，分别对应补偿公司 **2.84** 亿元，补偿中汇合创 **893.76** 万元，合计 **2.93** 亿元。同时，因深江铁路征收出现的征收红线范围内的夹缝地、线外安全防护地面积共计 **168.89** 亩，导致公司、中汇合创已无法有效开展后续开发利用，需火炬区征收中心负责协调政府和铁路相关部门进行论证并确定征收补偿方案。

4.投资建议

营业收入关键假设：1) 调味品业务，预计酱油、鸡精鸡粉作为重点发展品类未来将保持较快增长，食用油毛利率偏低且竞争激烈，预计规模保持平稳，其他调味品在渠道拓展下亦有较好增长潜力，预计 2024-2026 年调味品整体营收分别为 53.6 亿元、63.2 亿元、72.7 亿元；2) 房地产业务中考虑征地补偿具有不确定性，征地款项纳入财务报表以公司公告为准，暂不纳入预测，则预计 2024-2026 年该业务营收分别为 1.2 亿元、1.1 亿元、1.0 亿元；3) 预计 2024-2026 年皮带轮及汽车、摩托车配件业务营收分别为 0.44 亿元、0.45 亿元、0.45 亿元，其他业务营收分别为 0.76 亿元、0.76 亿元、0.77 亿元。

毛利率假设：考虑成本红利有望延续，同时公司聚焦重点品类优化结构，预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 33.4%、33.8%、34.2%。

费用率假设：公司重塑组织架构，提升运营效率，并优化销售费用投放方式，释放改革活力，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 8.95%、8.55%、8.4%，管理费用率分别为 7.35%、7.2%、7.15%，研发费用率分别为 3.5%、3.2%、3.1%。

投资建议：随着美味鲜三年战略规划明确，股权激励落地，公司基本面向好空白市场开发及渠道下沉有望贡献重要收入增量，借助渠道优势，产品组合持续完善，盈利能力亦有望稳步提升。预计公司 2024-2026 年营收分别为 56.0、65.5、74.9 亿元，归母净利润分别为 7.5、9.3、11.3 亿元，EPS 分别为 0.96、1.19、1.44 元，对应 24-26 年估值分别为 24、20、16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1.宏观经济波动风险：**调味品属于消费品，受宏观经济环境和消费水平影响，若消费力修复不及预期则对产品需求产生影响。
- 2.行业竞争加剧：**近年来新销售渠道兴起，同时 B 端定制化需求、C 端健康便携化需求等行业趋势催生一批新兴品牌及白牌产品，市场竞争有所加剧。
- 3.产品销售不及预期：**公司调味品业务存在市场分布不平衡、渠道发展不平衡、产品发展不平衡等问题，若改革效果不及预期，存在产品销售增长放缓风险。
- 4.原材料价格波动：**公司主要原材料为黄豆、面粉、白糖、食盐等农产品及玻璃瓶、塑料瓶和纸箱等包装物，受宏观因素的影响未来价格可能存在波动风险，将对产品毛利率水平产生较大影响。
- 5.土地征地补偿进度不及预期：**剩余征地款项收取、及就红线范围内的夹缝地、线外安全防护地的补偿方案尚未出台，对公司营收影响均有一定不确定性。
- 6.食品安全风险：**公司已在采购、生产、销售等各个经营环节执行严格的质量控制，产品质量安全控制情况良好，但食品安全仍是食品加工企业最为关注的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3237	3733	4432	5004	6158
现金	628	500	875	1204	2012
应收票据及应收账款	51	75	57	89	69
其他应收款	21	16	24	23	31
预付账款	18	15	20	21	26
存货	1670	1618	2526	2728	3070
其他流动资产	850	1508	930	940	950
非流动资产	2986	2986	2992	3143	3275
长期股权投资	4	4	5	6	7
固定资产	1609	1906	1951	2117	2259
无形资产	188	182	168	153	140
其他非流动资产	1185	895	868	867	869
资产总计	6223	6719	7425	8147	9433
流动负债	1427	1337	1596	1648	2002
短期借款	0	100	0	0	0
应付票据及应付账款	751	544	864	778	1099
其他流动负债	676	694	732	870	902
非流动负债	1331	181	181	181	181
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1331	181	181	181	181
负债合计	2759	1518	1777	1829	2183
少数股东权益	456	496	503	513	524
股本	785	785	785	785	785
资本公积	3	3	3	3	3
留存收益	2804	4501	5110	5863	6772
归属母公司股东权益	3009	4705	5144	5806	6726
负债和股东权益	6223	6719	7425	8147	9433

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	678	842	732	898	1307
净利润	-555	1737	761	942	1137
折旧摊销	178	188	184	210	241
财务费用	-4	-6	-10	-23	-40
投资损失	-32	-38	-48	-39	-39
营运资金变动	1104	-1090	-159	-196	3
其他经营现金流	-13	51	3	4	6
投资活动现金流	-353	-877	48	-322	-334
资本支出	387	272	188	359	372
长期投资	-45	-642	-1	-1	-1
其他投资现金流	79	37	236	39	39
筹资活动现金流	-173	-5	-405	-248	-165
短期借款	0	100	-100	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-11	0	0	0	0
资本公积增加	-88	0	0	0	0
其他筹资现金流	-74	-105	-305	-248	-165
现金净增加额	152	-40	375	328	808

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5341	5139	5602	6549	7494
营业成本	3648	3458	3730	4334	4928
营业税金及附加	88	61	86	98	110
销售费用	473	457	501	560	630
管理费用	324	377	412	472	536
研发费用	179	181	196	210	232
财务费用	-4	-6	-10	-23	-40
资产和信用减值损失	-0.1	-46	-3	-4	-6
其他收益	40	29	35	33	34
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	38	48	39	39
资产处置收益	-0.04	0.1	-0.7	-0.2	-0.2
营业利润	706	633	767	966	1166
营业外收入	3	1181	20	10	10
营业外支出	1183	13	10	10	10
利润总额	-474	1802	777	966	1166
所得税	80	65	16	24	29
净利润	-555	1737	761	942	1137
少数股东损益	38	40	8	9	11
归属母公司净利润	-592	1697	754	932	1125
EBITDA	-304	1983	947	1148	1363
EPS (元/股)	-0.76	2.17	0.96	1.19	1.44

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	4.4	-3.8	9.0	16.9	14.4
营业利润 (%)	-19.6	-10.3	21.2	26.0	20.7
归属母公司净利润 (%)	-179.8	386.5	-55.6	23.7	20.7
获利能力					
毛利率 (%)	31.7	32.7	33.4	33.8	34.2
净利率 (%)	-10.4	33.8	13.6	14.4	15.2
ROE (%)	-16.0	33.4	13.5	14.9	15.7
ROIC (%)	-18.3	35.4	14.3	15.5	16.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.3	22.6	23.9	22.4	23.1
净负债比率 (%)	-16.1	-6.0	-14.0	-17.7	-26.6
流动比率	2.3	2.8	2.8	3.0	3.1
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	134.5	82.2	100.0	105.0	105.0
应付账款周转率	5.7	5.8	5.7	5.7	5.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.76	2.17	0.96	1.19	1.44
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.87	1.07	0.93	1.15	1.67
每股净资产 (最新摊薄)	3.84	6.01	6.57	7.41	8.59
估值比率					
P/E	-30.8	10.7	24.2	19.5	16.2
P/B	6.1	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	-59.8	9.2	19.0	15.4	12.4

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686