

中炬高新 (600872) \食品饮料

调味品量利增速触底回升，23年迎良好开局

事件：

公司2023年第一季度实现收入13.67亿元，同增1.46%；归母净利润1.50亿元，同比减少5.53%。其中美味鲜实现收入13.26亿元，同增7.87%，归母净利润1.53亿元，同增12.71%。

一、一季度酱油收入增速明显回升

2023年第一季度酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他调味品分别实现收入8.34、1.55、1.07、2.14亿元，同比分别+11.01%、+0.39%、+0.98%、+5.20%。酱油增速较快主要原因是公司酱油推广政策得到有效实施；鸡精鸡粉、食用油主要因春节期间人口外流导致主营销区增速较慢。

二、春节人口流动致使中西部与北部收入增速更快

全部区域营业收入均有上升。由于春节期间东南部人口外流，导致中西部和北部收入增速比东南部快，中西部和北部经销商数量增长也相应更多。具体来看，2023年第一季度，东部、南部、中西部、北部区域收入分别同增8.17%、2.27%、14.46%、12.90%，收入占比分别达到22.80%、38.76%、22.50%、15.94%。东部、南部、中西部、北部区域经销商数量分别达到402、323、555、775个，分别净增加5、5、16、26个。

三、产品结构变化叠加原料价格下行，调味品盈利能力有所提升

2023年一季度公司综合毛利率为31.41%，同减0.89pct，主要是销售毛利率较高的商品房销售收入减少及本年度商品房平均销售单价较上年同期下降。调味品业务本期综合销售毛利率为31.19%，同增0.48pct，主要是产品销售结构变动及原材料价格下降影响。公司销售费用率、管理费用率分别为8.58%、6.41%，分别同比变化-0.21pct、+1.37pct。销售费用率的变化来源于销售推广费、人员薪酬支出同比增加，而业务费及直营电商费用同比减少的综合影响；管理费用率上升主要是管理人员薪酬以及物流辅助服务等费用支出增加的影响。综合来看，2023年一季度公司净利率11.67%，同减0.87pct，调味品业务净利率为11.52%，同增0.46pct。

四、盈利预测、估值与评级

随着今年调味品行业景气修复，叠加成本压力缓解及股东层面治理改善，公司业绩增速有望重回双位数。我们预计23-25年公司营业收入分别为59.27、66.82、75.32亿元，分别同增10.97%、12.75%、12.71%，其中调味品业务营收分别为55.32、62.54、70.74亿元，分别同增13.18%、13.05%、13.12%。归母净利润分别为7.74、8.82、10.01亿元（前值8.76、10.01、11.35亿元），分别同增230.61%、14.02%、13.49%，对应23-25年EPS分别为0.98、1.12、1.27元，参考调味品可比标的，给予23年45倍PE，目标价44.1元，维持买入评级。

风险提示：公司治理风险，市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、食品安全风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,116	5,341	5,927	6,682	7,532
增长率（%）	-0.15%	4.41%	10.97%	12.75%	12.71%
EBITDA（百万元）	1,054	-301	1,294	1,433	1,569
归母净利润（百万元）	742	-592	774	882	1,001
增长率（%）	-16.63%	-179.82%	230.64%	14.03%	13.49%
EPS（元/股）	0.94	-0.75	0.99	1.12	1.27
市盈率（P/E）	37.02	-46.37	35.50	31.13	27.43
市净率（P/B）	7.17	9.13	7.75	6.61	5.66
EV/EBITDA	29.03	-97.43	21.13	18.57	16.47

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月26日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

食品加工

买入（维持评级）

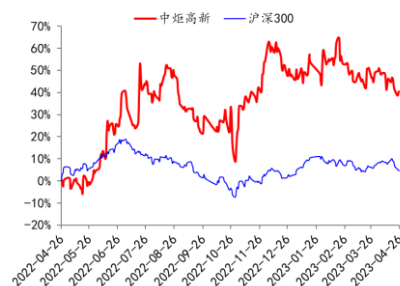
34.97元

44.1元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	797/797
流通A股市值（百万元）	27,465
每股净资产（元）	4.02
资产负债率（%）	41.71
一年内最高/最低（元）	42.54/23.12

股价相对走势



分析师：陈梦瑶

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

分析师：陆金鑫

执业证书编号：S0590523010001

邮箱：lujx@glsc.com.cn

相关报告

- 《中炬高新 (600872) \食品饮料行业内外因素致使业绩承压，经营与治理改善空间大》
- 《中炬高新 (600872) \食品饮料行业预亏损自诉讼计提损失，今年主业有望边际改善》
- 《中炬高新 (600872) \食品饮料行业收入增速回升，盈利低点已过》2022.10.27

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	549	628	1,160	1,986	2,869	营业收入	5,116	5,341	5,927	6,682	7,532
应收账款+票据	30	51	43	49	55	营业成本	3,332	3,648	3,946	4,436	4,991
预付账款	10	18	12	14	16	税金及附加	113	88	99	111	125
存货	1,678	1,670	1,964	2,207	2,484	营业费用	412	473	522	581	655
其他	856	871	1,176	1,326	1,495	管理费用	425	502	530	596	665
流动资产合计	3,123	3,237	4,356	5,583	6,919	财务费用	20	-4	-3	-5	-8
长期股权投资	5	4	4	4	3	资产减值损失	0	0	-1	-1	-1
固定资产	1,604	1,611	1,428	1,233	1,024	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	286	497	414	331	248	投资净收益	37	32	52	52	52
无形资产	192	188	157	126	94	其他	26	40	31	30	30
其他非流动资产	707	686	602	519	451	营业利润	877	706	915	1,045	1,186
非流动资产合计	2,795	2,986	2,606	2,213	1,821	营业外净收益	-1	-1,180	2	1	1
资产总计	5,918	6,223	6,962	7,795	8,740	利润总额	877	-474	917	1,045	1,186
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	92	80	125	142	161
应付账款+票据	921	751	864	971	1,093	净利润	784	-555	792	903	1,025
其他	611	676	748	841	947	少数股东损益	42	38	18	21	24
流动负债合计	1,532	1,427	1,612	1,812	2,039	归属于母公司净利润	742	-592	774	882	1,001
长期带息负债	2	1	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	132	1,331	1,331	1,331	1,331	成长能力					
非流动负债合计	135	1,331	1,331	1,331	1,330	营业收入	-0.15%	4.41%	10.97%	12.75%	12.71%
负债合计	1,667	2,759	2,943	3,143	3,370	EBIT	-21.60%	-153.39%	290.91%	13.82%	13.27%
少数股东权益	418	456	474	495	519	EBITDA	-18.74%	-128.52%	530.36%	10.76%	9.49%
股本	797	785	785	785	785	归母净利润	-16.63%	-179.82%	230.64%	14.03%	13.49%
资本公积	91	3	3	3	3	获利能力					
留存收益	2,944	2,221	2,757	3,368	4,062	毛利率	34.87%	31.70%	33.42%	33.62%	33.74%
股东权益合计	4,250	3,465	4,020	4,652	5,370	净利率	15.33%	-10.38%	13.36%	13.52%	13.61%
负债和股东权益总计	5,918	6,223	6,962	7,795	8,740	ROE	19.36%	-19.68%	21.82%	21.22%	20.64%
						ROIC	17.71%	14.85%	23.62%	26.28%	30.82%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	28.17%	44.33%	42.27%	40.32%	38.56%
净利润	784	-555	792	903	1,025	流动比率	2.04	2.27	2.70	3.08	3.39
折旧摊销	157	178	380	393	391	速动比率	0.40	0.49	0.77	1.14	1.45
财务费用	20	-4	-3	-5	-8	营运能力					
存货减少	4	8	-294	-244	-276	应收账款周转率	172.04	107.47	139.70	139.70	139.70
营运资金变动	282	1,104	-403	-200	-226	存货周转率	1.99	2.18	2.01	2.01	2.01
其它	-37	-55	255	204	237	总资产周转率	0.86	0.86	0.85	0.86	0.86
经营活动现金流	1,211	676	727	1,051	1,143	每股指标(元)					
资本支出	-345	811	0	0	0	每股收益	0.94	-0.75	0.99	1.12	1.27
长期投资	1,272	-45	0	0	0	每股经营现金流	1.54	0.86	0.93	1.34	1.45
其他	17	-1,119	40	40	40	每股净资产	4.88	3.83	4.51	5.29	6.18
投资活动现金流	944	-353	40	40	40	估值比率					
债权融资	-358	-2	0	0	0	市盈率	37.02	-46.37	35.50	31.13	27.43
股权融资	0	-11	0	0	0	市净率	7.17	9.13	7.75	6.61	5.66
其他	-1,566	-160	-234	-265	-299	EV/EBITDA	29.03	-97.43	21.13	18.57	16.47
筹资活动现金流	-1,924	-173	-235	-265	-299	EV/EBIT	34.13	-61.19	29.92	25.59	21.93
现金净增加额	231	150	532	825	883						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 26 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

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695