

## 中炬高新 (600872.SH) 调味品主业向好，期待机制理顺

2023年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

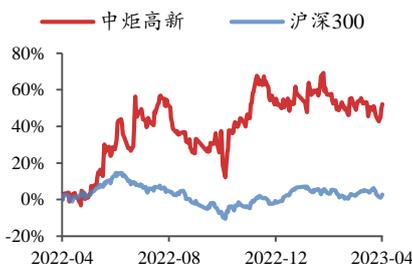
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/4/28
当前股价(元)	36.75
一年最高最低(元)	42.54/23.12
总市值(亿元)	288.63
流通市值(亿元)	288.63
总股本(亿股)	7.85
流通股本(亿股)	7.85
近3个月换手率(%)	109.41

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《计提预计负债导致亏损，期待股权解决经营改善——公司信息更新报告》-2023.3.22

《业绩如期增长，关注股权结构变化——公司信息更新报告》-2022.10.31

《业绩超预期，期待更多改善——公司信息更新报告》-2022.8.20

### ● 调味品主业向好，母公司拖累合并报表业绩

中炬高新公布2023年一季度报。2023Q1实现营收13.7亿元，同比增1.5%；归母净利1.5亿元，同比降5.5%。2023Q1美味鲜营收13.26亿元，同比7.9%；归母净利1.53亿元，同比增12.7%。合并报表利润增速低于美味鲜，是由于一季度公司商品房收入减少，导致本部收入同比减少0.55亿元、归母净利亏损285万元。考虑到母公司业务拖累，略下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利分别为7.65（-0.37）、8.94（-0.45）、10.91（-0.55）亿，EPS分别为0.97（-0.05）、1.14（-0.06）、1.39（-0.07）元，同比分别扭亏、17.0%、22.0%。当前股价对应PE为35.9、30.7、25.2倍。调味品业务复苏，主业稳健成长。当前股东结构变化是市场关注焦点，股权问题落地后可能会有催化，维持“增持”评级。

### ● 行业复苏回暖，调味品趋势向好

受益于餐饮回暖，一季度美味鲜营收实现7.9%增长。目前渠道良性，渠道库存较好。分品类来看，酱油、鸡精鸡粉、食用油分别增11.0%、0.4%、1.0%，酱油仍是增长主力。小调味品类5.2%的增速低于酱油。一季度净新增经销商52家至2055家水平，渠道精耕仍在持续。我们判断随着经济企稳，全年消费增速可能前低后高，我们预计全年美味鲜营收实现10%左右增长，母公司增速略慢，全年预测合并报表营收可能个位数增长。

### ● 毛利率提升以及费用率下降推动2023Q1美味鲜归母净利快速增长

2023Q1美味鲜毛利率同比增0.48pct至31.2%，主要是与原料成本价格下行以及产品结构提升（高毛利率酱油占比增加）有关。一季度行业呈明显复苏趋势，费用投放效率提升，美味鲜销售费用率下降0.48pct，对利润有正面贡献。全年来看预估成本应是下行趋势，美味鲜利润率应有改善。

### ● 复苏趋势确立，期待管理改善

随着餐饮明显改善，消费回暖给调味品行业带来复苏机会。公司一方面加快空白市场开发与核心市场下沉，另一方面打造产品矩阵，形成多品类齐发展势头。建议关注公司股权结构变化带来的预期经营改善机会，股权问题落地，治理机制改善可能成为公司短期股价催化剂。

### ● 风险提示：原料价格波动风险、食品安全事件、股权结构变化。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,743	6,555	7,652
YOY(%)	-0.2	4.4	7.5	14.1	16.7
归母净利润(百万元)	742	-592	765	894	1,091
YOY(%)	-16.6	-179.8	-229.1	17.0	22.0
毛利率(%)	34.9	31.7	32.3	32.4	32.9
净利率(%)	14.5	-11.1	13.3	13.6	14.3
ROE(%)	18.5	-16.0	18.7	18.6	19.1
EPS(摊薄/元)	0.94	-0.75	0.97	1.14	1.39
P/E(倍)	37.0	-46.4	35.9	30.7	25.2
P/B(倍)	7.2	9.1	7.3	6.2	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3123	3237	4283	4933	5945
现金	549	628	1453	1805	2437
应收票据及应收账款	30	51	37	63	53
其他应收款	28	21	32	28	41
预付账款	10	18	12	22	18
存货	1678	1670	1899	2166	2544
其他流动资产	828	850	850	850	850
<b>非流动资产</b>	2795	2986	2978	3093	3279
长期投资	5	4	3	3	2
固定资产	1601	1609	1692	1865	2086
无形资产	192	188	176	164	150
其他非流动资产	997	1185	1106	1062	1041
<b>资产总计</b>	5918	6223	7260	8027	9223
<b>流动负债</b>	1532	1427	1668	1761	2104
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	921	751	1032	999	1354
其他流动负债	611	676	636	762	750
<b>非流动负债</b>	135	1331	1331	1332	1333
长期借款	0	0	-0	0	2
其他非流动负债	135	1331	1331	1331	1331
<b>负债合计</b>	1667	2759	2999	3093	3437
少数股东权益	418	456	488	513	528
股本	797	785	785	785	785
资本公积	91	3	3	3	3
留存收益	3912	2804	3353	3988	4833
<b>归属母公司股东权益</b>	3832	3009	3774	4421	5258
负债和股东权益	5918	6223	7260	8027	9223

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1212	678	890	858	1234
净利润	784	-555	797	920	1106
折旧摊销	157	178	159	183	216
财务费用	20	-4	9	10	5
投资损失	-37	-32	-96	-48	-57
营运资金变动	282	1104	21	-206	-36
其他经营现金流	6	-13	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	944	-353	-54	-250	-344
资本支出	367	387	-7	116	197
长期投资	1272	-45	1	1	1
其他投资现金流	2583	-11	-61	-133	-147
<b>筹资活动现金流</b>	-1924	-173	-11	-257	-258
短期借款	-360	0	0	0	0
长期借款	0	0	-0	1	1
普通股增加	0	-11	0	0	0
资本公积增加	0	-88	0	0	0
其他筹资现金流	-1564	-74	-11	-257	-259
<b>现金净增加额</b>	233	152	825	351	633

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5116	5341	5743	6555	7652
营业成本	3332	3648	3889	4429	5133
营业税金及附加	113	88	95	108	127
营业费用	412	473	494	523	607
管理费用	254	324	263	295	340
研发费用	170	179	179	184	222
财务费用	20	-4	9	10	5
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	27	40	33	37	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	32	96	48	57
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	877	706	944	1090	1311
营业外收入	7	3	3	4	4
营业外支出	8	1183	4	5	6
<b>利润总额</b>	877	-474	943	1088	1309
所得税	92	80	146	169	203
<b>净利润</b>	784	-555	797	920	1106
少数股东损益	42	38	32	25	15
<b>归属母公司净利润</b>	742	-592	765	894	1091
EBITDA	1017	-315	1071	1223	1461
EPS(元)	0.94	-0.75	0.97	1.14	1.39

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.2	4.4	7.5	14.1	16.7
营业利润(%)	-24.9	-19.6	33.8	15.4	20.3
归属于母公司净利润(%)	-16.6	-179.8	-229.1	17.0	22.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.9	31.7	32.3	32.4	32.9
净利率(%)	14.5	-11.1	13.3	13.6	14.3
ROE(%)	18.5	-16.0	18.7	18.6	19.1
ROIC(%)	19.7	-18.7	20.1	19.6	19.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.2	44.3	41.3	38.5	37.3
净负债比率(%)	-11.1	-16.1	-32.5	-35.2	-40.9
流动比率	2.0	2.3	2.6	2.8	2.8
速动比率	0.4	0.5	0.9	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	160.3	131.4	131.4	131.4	131.4
应付账款周转率	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.94	-0.75	0.97	1.14	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	0.86	1.13	1.09	1.57
每股净资产(最新摊薄)	4.88	3.83	4.81	5.63	6.69
<b>估值比率</b>					
P/E	37.0	-46.4	35.9	30.7	25.2
P/B	7.2	9.1	7.3	6.2	5.2
EV/EBITDA	26.9	-86.8	24.8	21.5	17.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn