

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：肖依琳 S0350121120033
 xiaoyl@ghzq.com.cn

Q1 调味品主业实现稳增，业绩迎来改善

——中炬高新（600872）2023年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	-6.9%	-8.7%	40.9%
沪深300	-1.7%	-5.3%	4.6%

市场数据

市场数据	2023/04/26
当前价格(元)	34.97
52周价格区间(元)	23.12-42.54
总市值(百万)	27,464.60
流通市值(百万)	27,464.60
总股本(万股)	78,537.60
流通股本(万股)	78,537.60
日均成交额(百万)	419.79
近一月换手(%)	1.38

相关报告

《——中炬高新（600872）2022年年报点评：盈利短期承压，期待2023年改善（增持）*调味发酵品II*薛玉虎，刘洁铭》——2023-03-22
 《——中炬高新（600872）三季报：经营继续改善，期待股权理顺进展提速（增持）*调味发酵品II*薛玉虎，刘洁铭》——2022-11-02
 《——中炬高新（600872）点评报告：经营逐渐改善，内部治理问题有望解决（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-08-19

事件：

中炬高新发布2023年一季报：公司2023Q1实现营业收入13.67亿元，同比增长1.46%，归母净利1.50亿元，同比下降5.53%，扣非净利1.44亿元，同比下降7.09%。

投资要点：

- 调味品主业重回稳增，弱势区域开发效果较明显。**美味鲜公司2023年Q1实现营收13.26亿元，同比增长7.87%，归母净利1.53亿元，同比+12.71%，调味品收入实现稳增，净利润在辅料等原材料成本下降的情况下实现弹性增长。分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他品类分别实现收入8.34/1.55/1.07/2.14亿元，分别同比+11.01%/+0.39%/+0.98%/+5.20%，酱油恢复稳增，预计主因公司加大弱势区域开发力度，增加酱油大单品推广覆盖面。从区域数据表现也可以看到，公司中西部、北部地区开发效果较明显，Q1分别同比增长14.46%/12.90%。目前公司地级市累计开发313个，地级市开发率为92.87%，区县开发率达70.06%。Q1鸡精鸡粉、食用油收入基本持平，主因其主要在餐饮渠道销售，主销区域集中在公司较为强势的华南、华东市场，而春节东南部人口外流，导致增长慢于酱油，可以看到东部、南部区域分别同比增长8.17%/2.27%，慢于中西部、北部等弱势区域。此外，公司Q1净增经销商52家至2055家，年内新增200家经销商的目标稳步推进。
- 产品结构优化+原材料成本回落致毛利率有所提升，盈利水平稳中略升。**2023Q1美味鲜毛利率同比增加0.48pct至31.19%，主因酱油高毛利产品占比提升，以及原材料价格逐步回落。费用方面，Q1销售/管理/研发费用率分别同比-0.48pct、+0.33pct、+0.15pct，销售费用率略有下降，主因业务费、直营电商费用同比减少等因素所致，整体费用率保持较稳定。Q1美味鲜净利率同比上升0.50pct至11.52%，盈利水平实现稳中略升。
- 期待疫后复苏走出困境，盈利有望逐季改善。**2022年受到疫情反复的影响，整体消费需求仍较疲软，公司坚持稳健的经营步伐，在“稳定KA、发展BC、提振二批、攻坚餐饮、健康发展线上渠道”的指导思想下，加速扩大经销商数量，持续开发区县下沉市场，中西部、北部地区均获得较快增长，体现较强的经营韧性。展望2023年，预

计公司将继续加快空白区域扩张，并精耕渠道提升市场开发精细度，金奖复合调味品系列、零添加系列等新品推进加快，随餐饮需求逐步复苏，公司收入有望恢复稳步增长。加上今年原材料成本趋势下行，有望贡献利润弹性，期待全年盈利改善。

- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润为 7.11/8.44/9.69 亿元，EPS 为 0.90/1.08/1.23 元/股，对应 PE 分别为 39/33/28 倍。随疫后下游需求回暖，叠加公司内部治理问题逐步理顺，公司有望迎来边际改善，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格上涨拉低盈利；2) 竞争加剧导致销售不达预期；3) 食品安全问题事件；4) 产能投放进度不达预期；5) 房地产业务剥离进度不达预期；6) 内部治理改善不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5341	5768	6414	7184
增长率（%）	4	8	11	12
归母净利润（百万元）	-592	711	844	969
增长率（%）	-180	220	19	15
摊薄每股收益（元）	-0.77	0.90	1.08	1.23
ROE(%)	-20	19	19	18
P/E	—	38.64	32.52	28.33
P/B	9.62	7.38	6.02	4.96
P/S	5.42	4.76	4.28	3.82
EV/EBITDA	33.37	25.43	21.60	18.85

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中炬高新盈利预测表

证券代码:	600872				股价:	34.97		投资评级:	增持		日期:	2023/04/26	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-20%	19%	19%	18%	EPS	-0.77	0.90	1.08	1.23				
毛利率	32%	32%	32%	32%	BVPS	3.83	4.74	5.81	7.05				
期间费率	15%	14%	14%	14%	估值								
销售净利率	-11%	12%	13%	13%	P/E	—	38.64	32.52	28.33				
成长能力					P/B	9.62	7.38	6.02	4.96				
收入增长率	4%	8%	11%	12%	P/S	5.42	4.76	4.28	3.82				
利润增长率	-180%	220%	19%	15%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.86	0.81	0.79	0.78	营业收入	5341	5768	6414	7184				
应收账款周转率	107.47	130.72	126.66	124.25	营业成本	3648	3951	4355	4864				
存货周转率	3.20	3.01	3.07	3.09	营业税金及附加	88	101	115	126				
偿债能力					销售费用	473	502	555	625				
资产负债率	44%	41%	38%	36%	管理费用	324	317	359	402				
流动比	2.27	2.56	2.89	3.21	财务费用	-4	-6	-13	-21				
速动比	1.09	1.37	1.72	2.03	其他费用/(-收入)	179	189	192	216				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	706	793	930	1066				
现金及现金等价物	628	1294	2142	3065	营业外净收支	-1180	0	0	0				
应收款项	51	45	52	59	利润总额	-474	793	930	1066				
存货净额	1670	1918	2087	2323	所得税费用	80	83	98	115				
其他流动资产	888	893	897	902	净利润	-555	709	832	951				
流动资产合计	3237	4149	5178	6350	少数股东损益	38	-1	-12	-18				
固定资产	1609	1634	1650	1650	归属于母公司净利润	-592	711	844	969				
在建工程	497	621	764	911	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	876	717	534	353	经营活动现金流	678	936	1120	1188				
长期股权投资	4	4	3	3	净利润	-592	711	844	969				
资产总计	6223	7125	8128	9267	少数股东权益	38	-1	-12	-18				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	180	321	335	343				
应付款项	751	886	988	1082	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	1104	-54	-10	-61				
其他流动负债	676	734	803	896	投资活动现金流	-353	-270	-272	-264				
流动负债合计	1427	1620	1791	1978	资本支出	-341	-305	-326	-325				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-45	-22	1	0				
其他长期负债	1331	1331	1331	1331	其他	33	58	53	61				
长期负债合计	1331	1331	1331	1331	筹资活动现金流	-173	0	0	0				
负债合计	2759	2951	3122	3310	债务融资	0	0	0	0				
股本	785	785	785	785	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3465	4174	5006	5957	其它	-173	0	0	0				
负债和股东权益总计	6223	7125	8128	9267	现金净增加额	152	666	848	923				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

肖依琳，中南大学硕士，主要覆盖调味品、速冻食品、烘焙食品等板块。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。