

诉讼和解增厚利润，改革蓄力中长期发展

2024 年 02 月 01 日

► **事件：**公司发布 23 年业绩预告公告，公司预计 23 年全年实现归母净利润 15.34-18.41 亿元，中枢 16.88 亿元（去年同期亏损 5.92 亿元）；扣非归母净利润 4.72-5.67 亿元（同比-15.1%至+2.0%），中枢 5.20 亿元（同比-6.6%）；其中，单 23Q4 预计归母净利润 28.06-31.13 亿元，中枢 29.60 亿元（去年同期亏损 10.11 亿元）；扣非归母净利润 0.09-1.04 亿元（同比-94.1%至-32.0%），中枢 0.57 亿元（同比-63.0%）。

► **改革节奏&春节错期扰动短期经营，24Q1 收入有望恢复正增长。**收入端，我们预计 23 年全年美味鲜收入同比持平，其中 23Q4 收入同比下滑，主要系 (i) 23 年 10 月新管理团队就位后，公司加速推动包括组织架构在内的全方位改革，新的营销/销售团队仍在优化中；(ii) 24 年春节错期，调味品行业的备货需求未体现在 12 月。展望 24Q1，公司营销团队有望初步定型，目前公司已积极筹备开门红，目前动销&库存良性，我们预计 24Q1 收入端同比恢复正增长。

► **23Q4 预计负债冲回增加当期收益，美味鲜净利率短期承压。**利润端，23Q4 公司归母净利润同比显著提升，主要系公司与工业联合就“三起建设用地使用权转让合同纠纷案”的诉讼处理达成意向和解，公司预计负债转回将增加当期收益合计 29.26 亿元，包括 2022 年计提的预计负债 11.78 亿元将计入营业外收入，2023 年上半年计提的预计负债 17.47 亿元将冲回。剔除预计负债影响，我们预计 23 年美味鲜净利率维持双位数，其中 23Q4 净利率短期承压，主要系 (i) 销售规模短期同比下滑，规模效应弱化；(ii) 公司已开始加大营销推广力度，且人员调整相关费用增加。展望 24 年，我们预计公司毛利率持续提升（24 年原材料价格预计保持平稳，且公司致力通过优化包装材料&技术等进一步降低成本），但销售费用预计同比略增（公司持续加大营销推广费用投放，且营销及销售团队重组后相应激励增加），净利率有望稳步提升。

► **投资建议：改革成效逐步显现，餐饮渠道&全国化拓展可期。**短期来看，新管理层就位后，公司积极有序推进内部改革，24 年公司主业成长有望提速。3 年维度来看，餐饮渠道&全国区域拓展驱动公司内生性成长，外延并购有望贡献增量，公司三年“再造厨邦”愿景清晰。产品端，公司将持续聚焦明星产品，完善产品矩阵；渠道端，公司有望加强经销商分级管理&扶持。此外，员工&股权激励/地产业务剥离/战投引入等事项预计逐步推进。我们预计公司 2023-2025 年公司营收分别为 52.55/59.08/66.52 亿元，同比-1.6%/+12.4%/+12.6%，归母净利润分别为 16.88/6.97/8.44 亿元，同比扭亏/-58.7%/+21.2%，当前市值对应 PE 分别为 10/25/20X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**消费复苏不及预期，宏观经济及政策风险，渠道拓展不及预期，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,341	5,255	5,908	6,652
增长率 (%)	4.4	-1.6	12.4	12.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	-592	1,688	697	844
增长率 (%)	-179.8	385.1	-58.7	21.2
每股收益 (元)	-0.75	2.15	0.89	1.08
PE	/	10	25	20
PB	5.7	3.6	3.5	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 2 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.81 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 杜山

执业证书：S0100523100003

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 1.中炬高新 (600872.SH) 2023 年三季报点评：新管理层就位，主业稳健增长-2023/10/19
- 2.中炬高新 (600872.SH) 2023 年中报点评：主业稳健增长，关注治理改善节点-2023/09/03
- 3.中炬高新 (600872.SH) 2022 年年报点评：调味品主业稳健增长，静候股权问题解决-2023/03/22
- 4.中炬高新 (600872.SH) 2022 年三季报点评：主业稳健增长，静待经营改善与估值修复-2022/10/30
- 5.中炬高新 2021 年业绩快报点评：四季度盈利改善，2022 年未来可期-2022/02/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,341	5,255	5,908	6,652
营业成本	3,648	3,579	3,935	4,385
营业税金及附加	88	68	77	86
销售费用	473	447	532	585
管理费用	324	384	366	406
研发费用	179	184	195	213
EBIT	669	625	838	1,017
财务费用	-4	-8	-11	-14
资产减值损失	0	-3	-3	-4
投资收益	32	37	41	47
营业利润	706	665	886	1,072
营业外收支	-1,180	1,173	-5	-5
利润总额	-474	1,838	881	1,067
所得税	80	97	123	149
净利润	-555	1,741	757	918
归属于母公司净利润	-592	1,688	697	844
EBITDA	849	830	1,091	1,312

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	628	919	1,161	1,387
应收账款及票据	51	39	43	49
预付款项	18	11	12	14
存货	1,670	1,566	1,668	1,798
其他流动资产	871	961	965	969
流动资产合计	3,237	3,496	3,849	4,217
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1,609	1,894	2,154	2,175
无形资产	188	193	197	202
非流动资产合计	2,986	3,308	3,325	3,347
资产合计	6,223	6,804	7,174	7,564
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	751	784	862	960
其他流动负债	676	668	734	817
流动负债合计	1,427	1,451	1,596	1,777
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,331	147	147	147
非流动负债合计	1,331	147	147	147
负债合计	2,759	1,599	1,743	1,925
股本	785	785	785	785
少数股东权益	456	508	569	642
股东权益合计	3,465	5,205	5,431	5,639
负债和股东权益合计	6,223	6,804	7,174	7,564

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.41	-1.61	12.42	12.60
EBIT 增长率	-22.19	-6.65	34.10	21.34
净利润增长率	-179.82	385.07	-58.73	21.17
盈利能力 (%)				
毛利率	31.70	31.89	33.38	34.08
净利润率	-11.09	32.13	11.80	12.69
总资产收益率 ROA	-9.52	24.81	9.71	11.16
净资产收益率 ROE	-19.68	35.94	14.33	16.90
偿债能力				
流动比率	2.27	2.41	2.41	2.37
速动比率	0.49	0.68	0.77	0.83
现金比率	0.44	0.63	0.73	0.78
资产负债率 (%)	44.33	23.49	24.30	25.44
经营效率				
应收账款周转天数	3.40	2.61	2.61	2.61
存货周转天数	167.07	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	0.88	0.81	0.85	0.90
每股指标 (元)				
每股收益	-0.75	2.15	0.89	1.08
每股净资产	3.83	5.98	6.19	6.36
每股经营现金流	0.86	1.01	1.28	1.55
每股股利	0.00	0.21	0.27	0.32
估值分析				
PE	/	10	25	20
PB	5.7	3.6	3.5	3.4
EV/EBITDA	19.32	19.77	15.03	12.49
股息收益率 (%)	0.00	0.99	1.22	1.48

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-555	1,741	757	918
折旧和摊销	180	205	253	296
营运资金变动	1,104	-1,130	30	37
经营活动现金流	678	794	1,009	1,213
资本开支	-341	-256	-276	-325
投资	-45	0	0	0
投资活动现金流	-353	-496	-235	-278
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-173	-7	-232	-209
现金净流量	152	291	242	226

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026