



# 中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 主业稳健增长，期待治理改善

### 业绩简评

8月30日公司发布23年半年报，23H1实现营收26.54亿元，同比+7.56%；扣非归母净利润2.96亿元，同比-1.81%。其中，23Q2实现营收12.87亿元，同比-1.36%；扣非归母净利润1.52亿元，同比+3.79%。其中，美味鲜23Q2营收12.46亿元，同比+0.89%；归母净利润1.63亿元，同比+8.5%，业绩符合预期。

### 经营分析

**主导产品韧性增长，空白市场加强覆盖。**1)分产品来看，23Q2酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为7.83/1.72/0.88/1.86亿元，同比分别+4.0%/+20.8%/-21.4%/-10.0%，主力品类增长系经销网点扩张及餐饮客户修复，食用油大幅下滑系提价影响销量。2)分地区来看，中西部地区受益于空白网点开发，23Q2收入同比+10.5%，其他区域收入小幅下降。23Q2经销商净增加51家，乡县覆盖率提升，终端网点加密，存量竞争背景下凸显经营韧性。

**成本下降兑现，费率略有提升。**23Q2美味鲜毛利率/净利率为32.7%/14.1%，同比+1.2/1.2pct，系包材辅料、黄豆价格下行反馈至成本端。2)23Q2销售/管理/研发/财务费率分别同比+0.9/+0.5/+0.1/-0.2pct，销售费率增长系广告费、促销推广费增加。剔除掉工业联合诉讼案带来的影响，23Q2公司综合毛利率/扣非净利率分别为32.5%/11.8%，同比+0.9/0.6pct。

**董事会改组落地，内部治理完善，主业有望稳健增长。**治理端，公司拟引入新高管主导产品营销和运营管理，最快于9月到位。后续或有股权激励催化，有望提振内部士气、提高经营效率。渠道端，公司将以下沉形式巩固和抢占C端市场份额，并举办厨师系列活动提升餐饮渠道占比。产品端，上半年零添加酱油上市。后续将针对新消费场景及细分市场不断推陈出新，满足多元化需求。

### 盈利预测、估值与评级

预计23-25年公司归母净利润分别为6.9/8.7/10.7亿元，分别同比实现扭亏/+27%/+22%，对应PE分别为38x/30x/24x，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

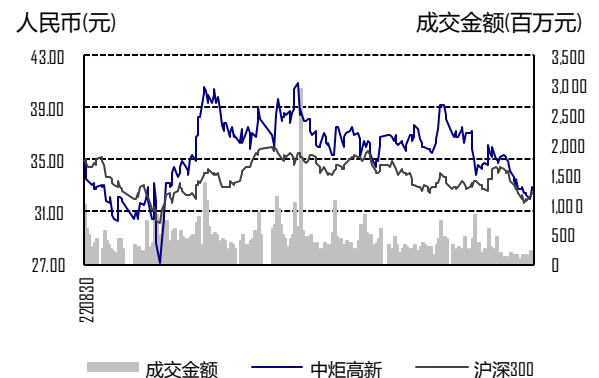
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.91元

### 相关报告：

- 1.《中炬高新公司点评：主业经营回暖，盈利修复》，2023.4.26
- 2.《中炬高新2022年业绩点评》，2023.3.22
- 3.《中炬高新2022年业绩预亏点评》，2023.2.1



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,627	6,221	6,752
营业收入增长率	-0.15%	4.41%	5.36%	10.55%	8.54%
归母净利润(百万元)	742	-592	687	873	1,066
归母净利润增长率	-16.63%	-179.82%	N/A	27.05%	22.11%
摊薄每股收益(元)	0.931	-0.754	0.875	1.112	1.358
每股经营性现金流净额	1.27	0.86	-0.38	1.59	1.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.36%	-19.68%	20.75%	22.76%	23.82%
P/E	40.77	N/A	37.60	29.60	24.24
P/B	7.89	9.62	7.80	6.74	5.77

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>5,123</b>	<b>5,116</b>	<b>5,341</b>	<b>5,627</b>	<b>6,221</b>	<b>6,752</b>	货币资金	242	549	628	477	510	692	
增长率	-0.2%	4.4%	5.4%	10.5%	8.5%		应收款项	67	58	71	68	73	75	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,163</b>	<b>-3,332</b>	<b>-3,648</b>	<b>-3,737</b>	<b>-3,923</b>	<b>-4,145</b>	存货	1,682	1,678	1,670	1,843	1,891	1,930	
%销售收入	61.7%	65.1%	68.3%	66.4%	63.1%	61.4%	其他流动资产	2,108	838	868	861	861	861	
<b>毛利</b>	<b>1,960</b>	<b>1,784</b>	<b>1,693</b>	<b>1,890</b>	<b>2,298</b>	<b>2,607</b>	流动资产	4,099	3,123	3,237	3,249	3,335	3,559	
%销售收入	38.3%	34.9%	31.7%	33.6%	36.9%	38.6%	%总资产	61.6%	52.8%	52.0%	50.3%	48.7%	47.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-58</b>	<b>-113</b>	<b>-88</b>	<b>-113</b>	<b>-124</b>	<b>-135</b>	长期投资	589	593	549	624	709	804	
%销售收入	1.1%	2.2%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	1,685	1,887	2,106	2,226	2,416	2,660	
<b>销售费用</b>	<b>-397</b>	<b>-412</b>	<b>-473</b>	<b>-473</b>	<b>-526</b>	<b>-574</b>	%总资产	25.3%	31.9%	33.8%	34.5%	35.3%	35.8%	
%销售收入	7.7%	8.1%	8.9%	8.4%	8.5%	8.5%	无形资产	209	212	220	234	246	257	
<b>管理费用</b>	<b>-281</b>	<b>-254</b>	<b>-324</b>	<b>-338</b>	<b>-396</b>	<b>-437</b>	非流动资产	2,560	2,795	2,986	3,211	3,508	3,869	
%销售收入	5.5%	5.0%	6.1%	6.0%	6.4%	6.5%	%总资产	38.4%	47.2%	48.0%	49.7%	51.3%	52.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-154</b>	<b>-170</b>	<b>-179</b>	<b>-180</b>	<b>-205</b>	<b>-230</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,659</b>	<b>5,918</b>	<b>6,223</b>	<b>6,460</b>	<b>6,844</b>	<b>7,427</b>	
%销售收入	3.0%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%	3.4%	短期借款	360	2	2	891	416	1	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,070</b>	<b>834</b>	<b>630</b>	<b>787</b>	<b>1,047</b>	<b>1,232</b>	应付款项	762	1,177	1,084	1,114	1,194	1,296	
%销售收入	20.9%	16.3%	11.8%	14.0%	16.8%	18.2%	其他流动负债	435	354	341	471	641	810	
<b>财务费用</b>	<b>-13</b>	<b>-20</b>	<b>4</b>	<b>-20</b>	<b>-35</b>	<b>-3</b>	流动负债	1,557	1,532	1,427	2,476	2,250	2,108	
%销售收入	0.3%	0.4%	-0.1%	0.4%	0.6%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	110	135	1,331	136	136	137	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,667	1,667	2,759	2,611	2,386	2,245	
<b>投资收益</b>	<b>85</b>	<b>37</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,616</b>	<b>3,832</b>	<b>3,009</b>	<b>3,313</b>	<b>3,837</b>	<b>4,477</b>	
%税前利润	7.6%	4.3%	-6.8%	4.1%	3.3%	2.7%	其中：股本	797	797	785	785	785	785	
<b>营业利润</b>	<b>1,169</b>	<b>877</b>	<b>706</b>	<b>832</b>	<b>1,077</b>	<b>1,294</b>	未分配利润	3,339	3,527	2,703	3,391	3,915	4,555	
营业利润率	22.8%	17.2%	13.2%	14.8%	17.3%	19.2%	少数股东权益	376	418	456	536	621	706	
<b>营业外收支</b>	<b>-39</b>	<b>-1</b>	<b>-1,180</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,659</b>	<b>5,918</b>	<b>6,223</b>	<b>6,460</b>	<b>6,844</b>	<b>7,427</b>	
<b>税前利润</b>	<b>1,130</b>	<b>877</b>	<b>-474</b>	<b>862</b>	<b>1,077</b>	<b>1,294</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	22.1%	17.1%	n.a	15.3%	17.3%	19.2%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-159</b>	<b>-92</b>	<b>-80</b>	<b>-95</b>	<b>-118</b>	<b>-142</b>	每股收益	1.117	0.931	-0.754	0.875	1.112	1.358	
所得税率	14.0%	10.5%	n.a	11.0%	11.0%	11.0%	每股净资产	5.794	4.811	3.831	4.218	4.885	5.700	
<b>净利润</b>	<b>971</b>	<b>784</b>	<b>-555</b>	<b>767</b>	<b>958</b>	<b>1,151</b>	每股经营现金净流	0.000	1.269	0.863	-0.379	1.590	1.876	
少数股东损益	81	42	38	80	85	85	每股股利	0.280	0.680	0.300	0.000	0.445	0.543	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>890</b>	<b>742</b>	<b>-592</b>	<b>687</b>	<b>873</b>	<b>1,066</b>	<b>回报率</b>							
净利率	17.4%	14.5%	n.a	12.2%	14.0%	15.8%	净资产收益率	19.28%	19.36%	-19.68%	20.75%	22.76%	23.82%	
							总资产收益率	13.36%	12.54%	-9.52%	10.64%	12.76%	14.36%	
							投入资本收益率	17.10%	17.32%	20.75%	14.60%	18.88%	20.91%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	9.59%	-0.15%	4.41%	5.36%	10.55%	8.54%	
							EBIT增长率	20.36%	-22.05%	-24.51%	25.01%	32.94%	17.72%	
							净利润增长率	23.96%	-16.63%	-179.82%	N/A	27.05%	22.11%	
							总资产增长率	11.84%	-11.13%	5.17%	3.79%	5.95%	8.52%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	2.1	2.2	2.7	2.2	2.1	2.0	
							存货周转天数	187.5	184.0	167.5	180.0	176.0	170.0	
							应付账款周转天数	50.6	61.6	64.1	62.0	63.0	65.0	
							固定资产周转天数	103.9	114.2	109.9	105.7	99.7	96.9	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-13.23%	-12.87%	-18.09%	10.69%	-2.19%	-13.39%	
							EBIT利息保障倍数	80.4	41.9	-150.3	39.7	30.2	383.8	
							资产负债率	25.04%	28.17%	44.33%	40.42%	34.87%	30.23%	

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-19	买入	37.90	N/A
2	2022-08-30	买入	36.35	N/A
3	2022-10-27	买入	33.22	N/A
4	2022-10-28	买入	31.85	N/A
5	2023-01-19	买入	37.91	N/A
6	2023-02-01	买入	36.18	N/A
7	2023-03-22	买入	35.34	N/A
8	2023-04-26	买入	34.85	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

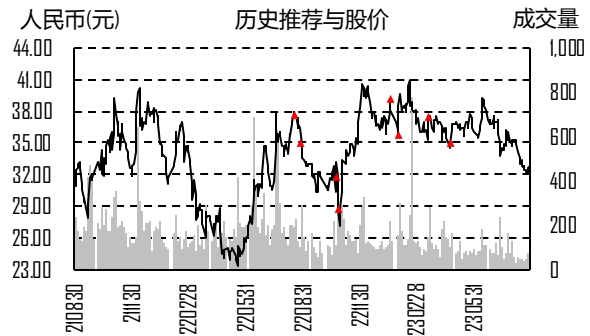
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究