

2024年04月24日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 改革成效显著，推进酱油高端化策略

—中炬高新（600872.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月23日，中炬高新发布2024年一季度报告。

## 投资要点

## 基本数据

2024-04-23

当前股价（元）	27.55
总市值（亿元）	216
总股本（百万股）	785
流通股本（百万股）	785
52周价格范围（元）	21.3-39.26
日均成交额（百万元）	254.6

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《中炬高新（600872）：主业经营稳健，期待改革成效》2024-03-31
- 《中炬高新（600872）：土地纠纷案终和解，内部架构持续优化》2024-01-31
- 《中炬高新（600872）：土地纠纷案加快解决，回购股份开始新篇章》2023-12-28

## 改革成效显著，盈利能力显著提升

2024Q1 公司总营收 14.85 亿元（+9%），归母净利润为 2.39 亿元（+60%）。受益于原材料采购单价下降，公司 2024Q1 毛利率同增 6pct 至 36.98%，新产区设备投产将进一步降低生产成本，毛利率有望持续提升；2024Q1 公司销售/管理费用率分别为 7.73%/6.36%，分别同减 1pct/0.04pct，尽管广告宣传/电商费用支出增加，但综合人员减少因素后，总销售费用率下降，随着公司将渠道环节费投不断转向终端消费者培育，费投效率有望持续提升。综合来看，公司净利率同增 6pct 至 17.63%，盈利能力显著提升。现金流端，公司 2024Q1 经营净现金流为 4.03 亿元（+106%）。

## 酱油高端化实现品牌占位，餐饮直营全渠道发力

2024Q1 美味鲜公司营收为 14.61 亿元（+10%），归母净利润 2.44 亿元（+60%），主要受益于原材料成本下降。酱油、鸡精粉延续增势，确定推进产品高端化战略。2024Q1 公司酱油/鸡精鸡粉营收分别为 9.47/1.81 亿元，分别同增 13%/17%，酱油主品类增长提速，后续公司将深化酱油高端化发展策略，计划陆续推出有机/减盐/零添加等健康化细分产品，今年借助电商平台建立消费者品牌认知，预计 2025 年进入流通渠道放量，未来有望持续提升渠道盈利能力。2024Q1 公司食用油/其他产品营收分别为 1.01/2.13 亿元，分别同减 6%/0.3%，食用油表现延续承压。强化经销商管理，推进全渠道均衡发展。公司 2024Q1 分销/直销渠道营收分别为 14.01/0.42 亿元，分别同增 10%/27%。截至 2024Q1 公司总经销商 2181 家，较年初净增加 97 家，公司加快招商进度，提高准入条件，并针对经销商分级管理，赋能终端开拓。在渠道策略上，公司通过成立 B 端大区专项进攻餐饮连锁/开发大包装产品适配餐饮渠道，同时利用经销商队伍/公司业务团队共同布局直营业务，实现渠道均衡发展。全区域营收稳步上升，2024Q1 公司东部/南部/中西部/北部区域营收分别为 3.72/5.22/3.24/2.25 亿元，分别同增 24%/3%/10%/8%，全区域营收均有上升。

## ■ 盈利预测

公司董事会改组以来，已完成营销架构及人员调整，改革效果在 2024Q1 业绩中逐步体现，我们看好公司持续释放组织活力、进一步提高市占率，稳步实现未来三年战略规划。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.11/1.37/1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 25/20/16 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、餐饮复苏不及预期、原材料价格上行、股权激励计划无法完成或低于预期风险、改革进展不及预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	5,139	6,013	7,002	8,094
增长率（%）	-3.8%	17.0%	16.4%	15.6%
归母净利润（百万元）	1,697	873	1,076	1,322
增长率（%）	386.5%	-151.4%	23.2%	22.9%
摊薄每股收益（元）	2.16	1.11	1.37	1.68
ROE（%）	32.6%	14.3%	15.0%	15.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	500	1,648	2,217	3,324
应收款	92	49	58	67
存货	1,618	1,433	1,891	2,011
其他流动资产	1,523	1,832	2,154	2,469
流动资产合计	3,733	4,963	6,319	7,870
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	220	320	400	450
固定资产	1,906	1,924	1,854	1,754
在建工程	242	97	39	15
无形资产	182	172	163	155
长期股权投资	4	4	4	4
其他非流动资产	652	652	652	652
非流动资产合计	2,986	2,850	2,713	2,580
资产总计	6,719	7,813	9,032	10,451
<b>流动负债:</b>				
短期借款	100	0	0	0
应付账款、票据	544	827	882	934
其他流动负债	585	585	585	585
流动负债合计	1,337	1,539	1,659	1,730
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	181	181	181	181
非流动负债合计	181	181	181	181
负债合计	1,518	1,720	1,841	1,911
<b>所有者权益</b>				
股本	785	785	785	785
股东权益	5,201	6,093	7,191	8,540
负债和所有者权益	6,719	7,813	9,032	10,451

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1737	893	1099	1349
少数股东权益	40	20	23	27
折旧摊销	179	136	137	132
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1115	319	-586	-325
经营活动现金净流量	842	1368	673	1184
投资活动现金净流量	-877	27	48	74
筹资活动现金净流量	1183	-100	0	-1
现金流量净额	1,148	1,295	720	1,257

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,139	6,013	7,002	8,094
营业成本	3,458	3,954	4,524	5,158
营业税金及附加	61	69	77	85
销售费用	457	529	630	737
管理费用	377	433	497	567
财务费用	-6	-46	-62	-93
研发费用	181	211	246	285
费用合计	1,009	1,127	1,311	1,495
资产减值损失	-33	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	38	32	25	20
营业利润	633	920	1,135	1,392
加:营业外收入	1,181	15	10	8
减:营业外支出	13	10	8	5
利润总额	1,802	925	1,137	1,395
所得税费用	65	32	39	46
净利润	1,737	893	1,099	1,349
少数股东损益	40	20	23	27
归母净利润	1,697	873	1,076	1,322

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-3.8%	17.0%	16.4%	15.6%
归母净利润增长率	386.5%	-151.4%	23.2%	22.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.7%	34.2%	35.4%	36.3%
四项费用/营收	19.6%	18.7%	18.7%	18.5%
净利率	33.8%	14.8%	15.7%	16.7%
ROE	32.6%	14.3%	15.0%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.6%	22.0%	20.4%	18.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	56.0	121.7	121.7	121.7
存货周转率	2.1	2.8	2.4	2.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.16	1.11	1.37	1.68
P/E	12.8	24.8	20.1	16.4
P/S	4.2	3.6	3.1	2.7
P/B	4.6	3.9	3.3	2.7

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。