



中炬高新 (600872.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

改革成果初现，利润改善超预期

业绩简评

4月23日公司发布一季报，24Q1实现营收14.85亿元，同比+8.6%；实现归母净利润2.39亿元，同比+59.7%；扣非归母净利润2.37亿元，同比+63.9%。其中美味鲜子公司Q1实现营业收入14.61亿元，同比+10.2%；实现归母净利润2.44亿元，同比+59.8%，业绩超预期。

经营分析

春节开门红+销售改革背景下，主业重启修复。分业务看，Q1调味品/房地产/其他分别实现收入14.61/0.01/0.23亿元，同比+10.2%/-81.34%/-38.0%。调味品业务增速重回10%+，主要春节开门红+聚焦大单品政策推进，酱油和鸡精鸡粉品类拉动明显，其中酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入

9.5/1.8/1.0/2.1亿元，同比+13.4%/+16.8%/-5.5%/-0.3%。公司持续推进“1+n”战略，完善大单品全国化布局，全年收入端有望延续双位数增长趋势。分区域看，24Q1公司东部/南部/中西部/北部/地区收入分别同比+24.5%/+2.6%/+9.9%/+7.6%，其中东部区域增长亮眼，得益于渠道分级精细化管理。报告期内，公司经销商数量净增长97家至2181家。

Q1毛利率显著改善，经营效率有望持续提升。美味鲜子公司毛利率/净利率分别为37.3%/16.7%，同比+6.1pct/+5.2pct，主要系成本持续下行、高毛利率产品占比提升。23Q4公司已进行人员优化，且一次性费用等计提完结，Q1期间费率逐渐恢复至正常水平，销售/管理/研发/财务费率分别为7.7%/6.4%/2.9%/-0.1%，同比-0.85pct/-0.04pct/-0.34pct/-0.04pct。主业方面，我们预计随着供应链、组织架构等优化，净利率仍有提升空间。

公司聚焦调味品主业，预计通过空白市场扩张、核心区域精耕实现3年规划高增目标。叠加潜在的收并购机会，有望发挥平台优势，扩大产品矩阵版图。利润端，新管理层到位后，积极推进供应链优化和绩效改革，Q1报表端已现边际改善，看好净利率持续修复。

盈利预测、估值与评级

考虑到Q1毛利率改善超预期，我们上调公司24-26年归母净利润4%/5%/5%。预计公司24-26年归母净利润分别为7.9/10.3/13.4亿元，分别同比-53%/+30%/+30%，对应PE分别为27x/21x/16x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；市场竞争加剧风险；内部改革不及预期风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

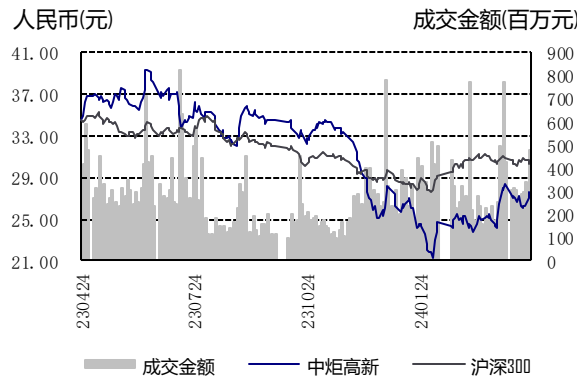
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.55元

相关报告：

- 《中炬高新公司点评：Q4业绩集中承压，股权激励提振信心》，2024.3.30
- 《中炬高新公司深度研究：如何看待当下中炬预期差？》，2024.3.18
- 《中炬高新公司点评：主业表现稳健，利润弹性释放》，2023.10.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,786	6,814	8,111
营业收入增长率	4.41%	-3.78%	12.59%	17.76%	19.04%
归母净利润(百万元)	-592	1,697	790	1,031	1,342
归母净利润增长率	-179.8%	-386.5%	-53.45%	30.47%	30.23%
摊薄每股收益(元)	-0.754	2.161	1.006	1.312	1.709
每股经营性现金流净额	1.29	1.07	1.99	1.56	2.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	-19.68%	36.07%	15.11%	17.45%	19.69%
P/E	NA	13.01	27.39	20.99	16.12
P/B	9.62	4.69	4.14	3.66	3.17

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,116	5,341	5,139	5,786	6,814	8,111
增长率		4.4%	-3.8%	12.6%	17.8%	19.0%
主营业务成本	-3,332	-3,648	-3,458	-3,784	-4,429	-5,240
%销售收入	65.1%	68.3%	67.3%	65.4%	65.0%	64.6%
毛利	1,784	1,693	1,681	2,002	2,385	2,871
%销售收入	34.9%	31.7%	32.7%	34.6%	35.0%	35.4%
营业税金及附加	-113	-88	-61	-69	-82	-97
%销售收入	2.2%	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-412	-473	-457	-469	-491	-520
%销售收入	8.1%	8.9%	8.9%	8.1%	7.2%	6.4%
管理费用	-254	-324	-377	-376	-409	-430
%销售收入	5.0%	6.1%	7.3%	6.5%	6.0%	5.3%
研发费用	-170	-179	-181	-191	-225	-268
%销售收入	3.3%	3.3%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	834	630	605	897	1,179	1,557
%销售收入	16.3%	11.8%	11.8%	15.5%	17.3%	19.2%
财务费用	-20	4	6	15	31	42
%销售收入	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-1	0	-46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	37	32	38	38	38	38
%税前利润	4.3%	-6.8%	2.1%	3.9%	3.0%	2.3%
营业利润	877	706	633	985	1,278	1,657
营业利润率	17.2%	13.2%	12.3%	17.0%	18.8%	20.4%
营业外收支	-1	-1,180	1,169	0	0	0
税前利润	877	-474	1,802	985	1,278	1,657
利润率	17.1%	n.a	35.1%	17.0%	18.8%	20.4%
所得税	-92	-80	-65	-148	-192	-249
所得税率	10.5%	n.a	3.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	784	-555	1,737	837	1,086	1,408
少数股东损益	42	38	40	47	55	66
归属于母公司的净利润	742	-592	1,697	790	1,031	1,342
净利率	14.5%	n.a	33.0%	13.7%	15.1%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	784	-555	1,737	837	1,086	1,408
少数股东损益	42	38	40	47	55	66
非现金支出	160	189	235	196	217	244
非经营收益	-14	-51	-40	-17	-53	-53
营运资金变动	282	1,104	-1,090	550	-22	15
经营活动现金净流	1,212	687	842	1,566	1,228	1,614
资本开支	-366	-341	-271	-338	-390	-470
投资	1,272	-45	-642	-78	-85	-95
其他	39	33	36	38	38	38
投资活动现金净流	944	-353	-877	-378	-437	-527
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-360	0	-2	-128	-8	0
其他	-1,564	-173	-3	-270	-353	-432
筹资活动现金净流	-1,924	-173	-5	-398	-361	-432
现金净流量	233	485	-40	790	430	655

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	549	628	500	1,290	1,720	2,375
应收款项	58	71	92	86	102	122
存货	1,678	1,670	1,618	1,762	2,002	2,297
其他流动资产	838	868	1,523	1,081	1,082	1,084
流动资产	3,123	3,237	3,733	4,220	4,906	5,877
%总资产	52.8%	52.0%	55.6%	57.1%	58.8%	61.0%
长期投资	593	549	511	586	671	766
固定资产	1,887	2,106	2,148	2,241	2,403	2,619
%总资产	31.9%	33.8%	32.0%	30.3%	28.8%	27.2%
无形资产	212	220	206	219	224	228
非流动资产	2,795	2,986	2,986	3,171	3,434	3,759
%总资产	47.2%	48.0%	44.4%	42.9%	41.2%	39.0%
资产总计	5,918	6,223	6,719	7,391	8,340	9,637
短期借款	2	2	101	1	1	1
应付款项	1,177	1,084	912	1,064	1,263	1,485
其他流动负债	354	341	324	417	453	561
流动负债	1,532	1,427	1,337	1,482	1,717	2,047
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	135	1,331	181	138	120	110
负债	1,667	2,759	1,518	1,620	1,837	2,157
普通股股东权益	3,832	3,009	4,705	5,228	5,905	6,815
其中：股本	797	785	785	785	785	785
未分配利润	3,527	2,703	4,213	4,736	5,413	6,323
少数股东权益	418	456	496	543	598	665
负债股东权益合计	5,918	6,223	6,719	7,391	8,340	9,637

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.931	-0.754	2.161	1.006	1.312	1.709
每股净资产	4.811	3.831	5.990	6.656	7.519	8.678
每股经营现金净流	1.522	1.287	1.072	1.993	1.564	2.056
每股股利	0.280	0.680	0.300	0.340	0.450	0.550
回报率						
净资产收益率	19.36%	-19.68%	36.07%	15.11%	17.45%	19.69%
总资产收益率	12.54%	-9.52%	25.26%	10.69%	12.36%	13.93%
投入资本收益率	17.32%	20.75%	10.80%	13.03%	15.24%	17.55%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.15%	4.41%	-3.78%	12.59%	17.76%	19.04%
EBIT增长率	-22.05%	-24.51%	-3.98%	48.32%	31.42%	32.06%
净利润增长率	-16.63%	-179.82%	-386.53%	-53.45%	30.47%	30.23%
总资产增长率	-11.13%	5.17%	7.96%	10.00%	12.84%	15.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	2.7	4.4	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	184.0	167.5	173.5	170.0	165.0	160.0
应付账款周转天数	61.6	64.1	63.0	60.0	62.0	62.0
固定资产周转天数	114.2	109.9	135.4	119.8	104.0	90.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.87%	-18.09%	-11.93%	-26.21%	-29.86%	-34.73%
EBIT利息保障倍数	41.9	-150.3	-100.1	-58.8	-37.8	-36.7
资产负债率	28.17%	44.33%	22.60%	21.92%	22.02%	22.38%

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
买入	4	37	46	67	115
增持	0	9	12	18	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.21	1.21	1.00

来源：聚源数据

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

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。



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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究