

中炬高新 (600872)

2024Q1 业绩点评: 毛利率改善超预期, 三年新周期迎开门红

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书: S0600122080088

zhouyun@@dwzq.com.cn

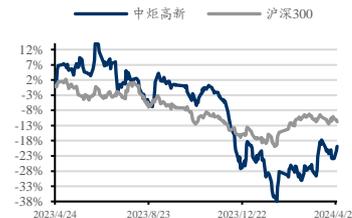
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5,341	5,139	5,760	6,789	8,025
同比 (%)	4.41	(3.78)	12.08	17.87	18.20
归母净利润 (百万元)	(592.25)	1,696.95	736.28	956.10	1,268.98
同比 (%)	(179.82)	386.53	(56.61)	29.86	32.73
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.75)	2.16	0.94	1.22	1.62
P/E (现价&最新摊薄)	(36.53)	12.75	29.39	22.63	17.05

关键词: #兼并重组 #业绩超预期 #困境反转

投资要点

- **公司发布 2024 年一季报:** 2024Q1 公司营收 14.85 亿元, 同比+8.6%; 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%。其中调味品主业美味鲜 24Q1 营业收入 14.6 亿元, 同比+10.2%; 归母净利润 2.44 亿元, 同比+59.75%。调味品主业收入符合预期, 利润超预期。
- **酱油鸡粉等核心品类快速增长, 食用油逐步成为辅助品类。** 24Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入同比+13.4%/+16.8%/-5.5%/-0.31%, 酱油、鸡精鸡粉快速增长预计主因公司内部改革明确了以酱油、鸡粉作为主营产品类, 23Q4 起加大鸡粉和酱油品类组合推广力度, 消费者曝光度提升带动销售, 辅助品类食用油表现相对疲软。
- **东部地区高增, 中西北地区经销商数量快速扩张。** 24Q1 东部/南部/中西部/北部地区收入同比+24%/+2.6%/+9.9%/+7.6%; 截止到 2024Q1, 公司经销商数量 2181 名, 环比 23Q4 净增 97 名, 其中东部/南部/中西部/北部经销商数量环比 23Q4 分别-2/+5/+65/+29。公司深耕华南优势市场的同时持续推进外埠市场扩张, 定位中南、西南、华东事业部为全国竞争突破口, 中西北经销商数量快速增长预计主因公司在白区市场重建销售队伍后渠道动力充足。
- **内部改革红利释放, 盈利能力改善超预期。** 24Q1 公司/美味鲜毛利率同比+5.6/+6.1pct, 毛利率改善超预期主因原材料采购价格下降+高毛利的酱油鸡粉占比提升后产品结构优化, 23Q4 起公司持续优化供应链, 减少临时采购等, 预计大豆采购价同比降幅高于市场水平。24Q1 公司销售费用率同比-0.9pct, 预计主因公司销售人员优化+推进促销转型, 内部改革以来公司精益经销商大一统打包模式, 集中资源发展大单品, 费用使用效率提升。24Q1 公司管理费用率同比持平, 预计主因公司管理人员增加+嘉年华等企业文化活动增加。24Q1 公司少数股东损益 2269 万元, 占净利润比重同比+2.5pct 至 8.7%, 主因内部改革红利释放后阳西基地盈利能力优化。综合来看 24Q1 公司/美味鲜归母净利率同比+5.1/+5.2pct, 盈利能力改善超预期。
- **内部改革深化, 三年战略规划可期。** 公司董事会改组以来已完成营销架构及人员的调整, 24Q1 改革红利逐步释放, 未来公司将在渠道变革、促销转型、产品升级、组织重塑、供应链优化、成本优化、研发创新、效率提升八大方面加快改革优化, 三年战略规划可期, 股权激励目标有望实现。
- **盈利预测与投资评级:** 24Q1 业绩超预期, 暂不考虑并购, 我们维持公司 24-26 年收入预期为 58/68/80 亿元, 同比+12%/+18%/+18%, 调整 24-26 年归母净利润预期为 7.4/9.6/12.7 亿元 (此前 24-26 年预期为 7.4/9.4/12.5 亿元), 同比-57%/+30%/+33%。其中美味鲜归母净利润分别为 7.4/9.5/12.7 亿元, 同比+31%/+30%/+33%。我们预计公司归母净利润对应 24-26 年 PE 分别为 29/23/17x, 估值位于公司历史低位, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨; 行业竞争格局恶化; 公司治理改善不及预期; 食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.55
一年最低/最高价	20.50/40.39
市净率(倍)	4.60
流通 A 股市值(百万元)	21,637.11
总市值(百万元)	21,637.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.99
资产负债率(% ,LF)	22.60
总股本(百万股)	785.38
流通 A 股(百万股)	785.38

相关研究

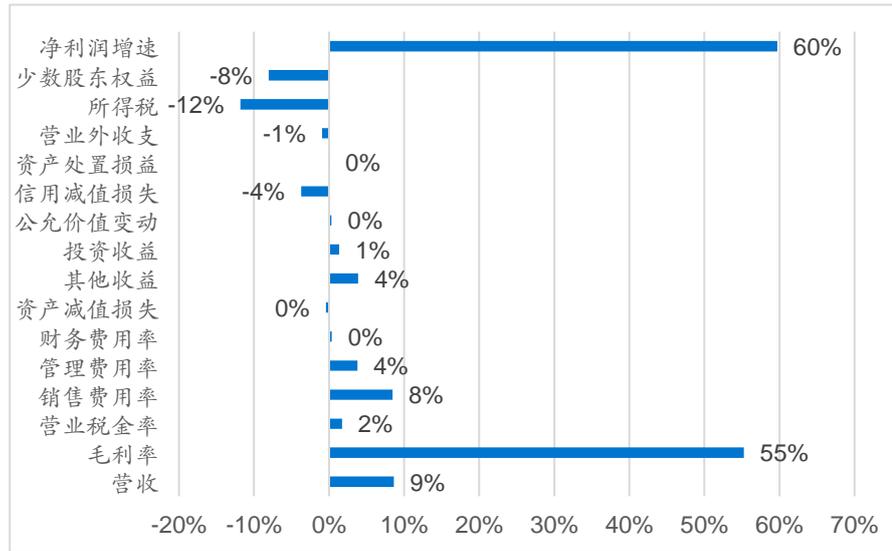
《中炬高新(600872): 2023 年报点评: 股权激励落地, 三年再造新厨邦可期》

2024-04-01

《中炬高新(600872): 2023 年业绩预告点评: 费用前置拖累 23 年业绩, 24 年有望轻装上阵》

2024-02-01

图1: 2024Q1 中炬高新利润增速贡献拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

中炬高新三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,733	4,908	6,140	7,204	营业总收入	5,139	5,760	6,789	8,025
货币资金及交易性金融资产	721	1,916	2,977	3,833	营业成本(含金融类)	3,458	3,739	4,354	5,010
经营性应收款项	90	78	71	82	税金及附加	61	69	81	96
存货	1,618	1,708	1,983	2,276	销售费用	457	540	623	722
合同资产	0	0	0	0	管理费用	377	432	502	586
其他流动资产	1,304	1,206	1,109	1,013	研发费用	181	213	244	281
非流动资产	2,986	2,938	2,885	2,832	财务费用	(6)	(6)	(26)	(43)
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	29	40	48	40
固定资产及使用权资产	1,907	1,962	1,980	1,971	投资净收益	38	29	34	32
在建工程	242	138	65	14	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	182	177	172	172	减值损失	(46)	(8)	(9)	(10)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	23	33	43	53	营业利润	633	834	1,082	1,436
其他非流动资产	628	624	621	618	营业外净收支	1,169	(3)	(3)	(3)
资产总计	6,719	7,846	9,025	10,036	利润总额	1,802	831	1,079	1,433
流动负债	1,337	1,716	1,928	1,656	减:所得税	65	87	114	151
短期借款及一年内到期的非流动负债	101	300	500	700	净利润	1,737	744	966	1,282
经营性应付款项	544	727	665	70	减:少数股东损益	40	7	10	13
合同负债	108	127	149	177	归属母公司净利润	1,697	736	956	1,269
其他流动负债	585	562	613	710	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.16	0.94	1.22	1.62
非流动负债	181	185	185	185	EBIT	605	825	1,053	1,390
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	795	982	1,216	1,551
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.71	35.09	35.87	37.57
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	33.02	12.78	14.08	15.81
其他非流动负债	181	185	185	185	收入增长率(%)	(3.78)	12.08	17.87	18.20
负债合计	1,518	1,901	2,113	1,841	归母净利润增长率(%)	386.53	(56.61)	29.86	32.73
归属母公司股东权益	4,705	5,442	6,399	7,669					
少数股东权益	496	503	513	526					
所有者权益合计	5,201	5,945	6,912	8,195					
负债和股东权益	6,719	7,846	9,025	10,036					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	842	2,270	947	745	每股净资产(元)	5.99	6.93	8.15	9.76
投资活动现金流	(877)	(1,267)	(78)	(78)	最新发行在外股份(百万股)	785	785	785	785
筹资活动现金流	(5)	192	192	188	ROIC(%)	13.31	12.79	13.80	15.25
现金净增加额	(40)	1,195	1,061	856	ROE-摊薄(%)	36.07	13.53	14.94	16.55
折旧和摊销	190	157	163	161	资产负债率(%)	22.60	24.23	23.42	18.34
资本开支	(271)	(1,283)	(105)	(103)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.75	29.39	22.63	17.05
营运资本变动	(1,090)	191	(168)	(690)	P/B (现价)	4.60	3.98	3.38	2.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>