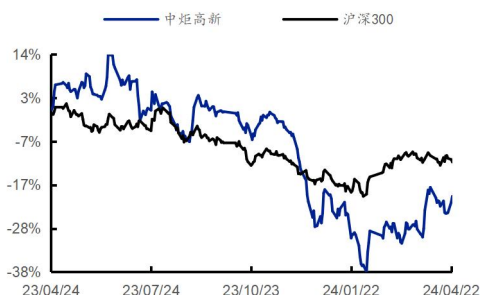


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## Q1 业绩亮眼，改革持续破局

### ——中炬高新（600872）2024 年一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	10.9%	12.9%	-21.5%
沪深 300	-1.1%	8.5%	-13.1%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/23
当前价格（元）	27.55
52 周价格区间（元）	20.50-40.39
总市值（百万）	21,637.11
流通市值（百万）	21,637.11
总股本（万股）	78,537.60
流通股本（万股）	78,537.60
日均成交额（百万）	477.17
近一月换手（%）	1.59

#### 相关报告

《中炬高新（600872）2023 年报点评：Q4 改革蓄力，三年规划彰显壮志（增持）\*调味发酵品 II\*刘洁铭，秦一方》——2024-03-31

《中炬高新（600872）2023 年三季报点评：主业表现稳健，期待后续改革进展（增持）\*调味发酵品 II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-20

《中炬高新（600872）2023 年一季报点评：Q1 调味品主业实现稳增，业绩迎来改善（增持）\*调味发酵品 II\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-27

《中炬高新（600872）2022 年年报点评：盈利短

#### 事件：

2024 年 4 月 23 日，公司发布 2024 年一季报。2024Q1 公司实现营业收入 14.85 亿元，同比+8.64%；归母净利润 2.39 亿元，同比+59.70%；扣非归母净利润 2.37 亿元，同比+63.91%。

#### 投资要点：

- **产品结构优化升级，市场拓展提质增速。**2024Q1 美味鲜公司实现营业收入 14.61 亿元，同比+10.20%；归母净利润 2.44 亿元，同比+59.75%。分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现营业收入 9.47/1.81/1.01/2.13 亿元，分别同比+13.44%/+16.83%/-5.54%/-0.31%。公司着力打造酱油大单品，围绕健康化趋势推出 30%减盐系列，市场反馈良好；鸡精鸡粉延续高增趋势；同时公司梳理产品矩阵，主动缩减食用油等非核心板块，产品结构显著优化。分渠道看，分销/直销分别实现营业收入 14.01/0.42 亿元，分别同比增长 9.61%/26.82%。公司 2023H2 起对渠道及销售团队进行优化调整，当前成效已初步显现，同时公司兼顾开发餐饮等渠道，分销及直销均实现良好增势。分区域看，东部/南部/中西部/北部分别实现营业收入 3.72/5.22/3.24/2.25 亿元，分别同比增长 24.48%/2.64%/9.90%/7.61%，东部、中西部、北部市场实现较快增长，全国化稳步推进。2024Q1 全国新增 97 个经销商至 2181 个，其中东部/南部/中西部/北部分别-2/+5/+65/+29 个，中西部及北部市场布局加速，东部在经销商数量减少情况下实现收入大幅提升，经销商提质增效成效显著。
- **利润表现亮眼，经营效率提升。**2024Q1 公司毛利率为 36.98%，实现同比+5.57pct 高增，主要系三方面原因：1) 原材料采购成本下降；2) 产品结构升级，中高端酱油等高毛利产品销量提升，毛利较低的食用油占比进一步下降；3) 随着公司收入提升及产品聚焦，规模效应扩大。费用端，2024Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.73%/6.36%/-0.11%/2.87%，销售费用率同比-0.85pct，管理及财务费用率同比微降，随着公司在供应链效率提升、信息化建设、组织变革等一系列措施陆续启动，人效及费效显著优化。2024Q1 美味鲜归母净利率同比+5.16pct 达 16.70%。

期承压，期待 2023 年改善（增持）\*调味发酵品 II  
\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-03-22

《中炬高新（600872）三季报：经营继续改善，  
期待股权理顺进展提速（增持）\*调味发酵品 II\*  
薛玉虎，刘洁铭》——2022-11-02

- **长期战略清晰，发展迈上新台阶。**公司产品端“1+N”战略清晰，构建主销+主推+辅助的产品架构，在健康化趋势下适时推出 30%减盐系列，市场反馈良好，产品矩阵持续完善；渠道端，C 端聚焦经销商赋能及质量提升，加速弱势市场开拓；B 端需求有望伴随餐饮行业复苏持续改善。公司在新的管理团队赋能下，对组织架构、渠道、营销、供应链等各方面进行改革和重塑。2024 年 3 月，公司发布美味鲜未来三年战略规划，锚定 2026 年百亿收入目标。随着改革方案逐步深化，公司发展有望迈上新台阶。
- **盈利预测与估值：**考虑到公司各项改革措施逐步落地，2024Q1 在产品、渠道、市场拓展、经营效率等方面初步成效已经显现，成本及各项费用率显著优化，我们上调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 58/68/79 亿元，分别同比+13%/18%/15%；归母净利润 7.61/9.42/11.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.97/1.20/1.47 元，对应 PE 分别为 28X/23X/19X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 内部改革进程具有不确定性；2) 原材料价格上涨拉低盈利；3) 竞争加剧导致销售不及预期；4) 产能投放进度不及预期；5) 房地产业务剥离进度不及预期；6) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5139	5798	6836	7861
增长率(%)	-4	13	18	15
归母净利润（百万元）	1697	761	942	1156
增长率(%)	387	-55	24	23
摊薄每股收益（元）	2.16	0.97	1.20	1.47
ROE(%)	36	14	15	15
P/E	12.77	28.42	22.96	18.71
P/B	4.69	3.96	3.38	2.86
P/S	4.29	3.73	3.17	2.75
EV/EBITDA	27.27	19.12	15.38	12.14

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中炬高新盈利预测表

证券代码：	600872				股价：	27.55		投资评级：	增持		日期：	2024/04/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	36%	14%	15%	15%	EPS	2.20	0.97	1.20	1.47				
毛利率	33%	33%	34%	34%	BVPS	5.99	6.96	8.16	9.63				
期间费率	16%	15%	15%	14%	<b>估值</b>								
销售净利率	33%	13%	14%	15%	P/E	12.77	28.42	22.96	18.71				
<b>成长能力</b>					P/B	4.69	3.96	3.38	2.86				
收入增长率	-4%	13%	18%	15%	P/S	4.29	3.73	3.17	2.75				
利润增长率	387%	-55%	24%	23%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.79	0.81	0.83	0.82	营业收入	5139	5798	6836	7861				
应收账款周转率	82.25	73.67	78.33	77.90	营业成本	3458	3861	4525	5188				
存货周转率	2.10	2.25	2.30	2.28	营业税金及附加	61	64	75	88				
<b>偿债能力</b>					销售费用	457	473	552	609				
资产负债率	23%	22%	22%	21%	管理费用	377	394	458	508				
流动比	2.79	3.05	3.28	3.52	财务费用	-6	-4	-14	-25				
速动比	0.61	0.99	1.32	1.66	其他费用/（-收入）	181	197	231	244				
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	633	888	1093	1350				
现金及现金等价物	721	1399	2187	3211	营业外净收支	1169	1	4	3				
应收款项	75	83	94	111	利润总额	1802	889	1097	1353				
存货净额	1618	1816	2115	2431	所得税费用	65	129	159	196				
其他流动资产	1319	1326	1332	1338	净利润	1737	760	938	1157				
<b>流动资产合计</b>	<b>3733</b>	<b>4625</b>	<b>5728</b>	<b>7091</b>	少数股东损益	40	-2	-4	1				
固定资产	1906	2036	2163	2287	归属于母公司净利润	1697	761	942	1156				
在建工程	242	198	168	138	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	834	802	769	736	经营活动现金流	842	909	987	1231				
长期股权投资	4	3	3	2	净利润	1697	761	942	1156				
<b>资产总计</b>	<b>6719</b>	<b>7664</b>	<b>8830</b>	<b>10255</b>	少数股东损益	40	-2	-4	1				
短期借款	100	90	118	146	折旧摊销	190	190	204	219				
应付款项	544	746	830	946	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1090	-22	-115	-99				
其他流动负债	694	682	799	923	投资活动现金流	-877	-214	-224	-230				
<b>流动负债合计</b>	<b>1337</b>	<b>1518</b>	<b>1747</b>	<b>2014</b>	资本支出	-271	-272	-297	-309				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-642	22	25	22				
其他长期负债	181	185	185	185	其他	36	36	48	57				
<b>长期负债合计</b>	<b>181</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	筹资活动现金流	-5	-17	25	23				
<b>负债合计</b>	<b>1518</b>	<b>1703</b>	<b>1932</b>	<b>2199</b>	债务融资	-2	-10	28	27				
股本	785	785	785	785	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	5201	5960	6898	8055	其它	-3	-7	-4	-5				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6719</b>	<b>7664</b>	<b>8830</b>	<b>10255</b>	现金净增加额	-40	678	788	1024				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。