

中炬高新 (600872.SH) / 食品加工

证券研究报告/公司点评

2024年4月24日

评级：买入（维持）

市场价格：27.55

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	785
流通股本(百万股)	785
市价(元)	27.55
市值(百万元)	21,637
流通市值(百万元)	21,637

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 中炬高新(600872.SH)_点评报告：三年战略规划落地，再造一个新厨邦
- 2 中炬高新(600872.SH)_点评报告：2023Q4 深蹲蓄势，2024 年期待改善
- 3 中炬高新(600872.SH)_点评报告：利好逐步兑现，改革成效可期

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,860	6,876	7,890
增长率 yoy%	4%	-4%	14%	17%	15%
净利润(百万元)	-592	1,697	790	972	1,172
增长率 yoy%	-180%	387%	-53%	23%	21%
每股收益(元)	-0.75	2.16	1.01	1.24	1.49
每股现金流量	0.86	1.07	0.91	0.95	1.22
净资产收益率	-17%	33%	14%	15%	16%
P/E	-36.5	12.8	27.4	22.2	18.5
P/B	7.2	4.6	4.2	3.7	3.2

备注：股价选取自 2024 年 4 月 23 日收盘价

投资要点

- **事件**：2024Q1 公司实现收入 14.85 亿元，同比增长 8.64%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 59.70%；实现扣非后归母净利润 2.37 亿元，同比增长 63.91%。美味鲜实现收入 14.61 亿元，同比增长 10.20%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比增长 59.75%，归母净利率提升 5.18 个 pct 至 16.71%。
- **酱油和鸡精鸡粉快速增长，东部区域彰显改革成效**。2024Q1 公司实现调味品收入 14.43 亿元，同比增长 10.04%。其中酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他调味品分别实现收入 9.47、1.81、1.01、2.13 亿元，同比分别增长 13.44%、16.83%、-5.54%、-0.31%。核心产品酱油和鸡精鸡粉快速增长，低毛利率的食用油下滑，其他调味品收入微降。分地区看，2024Q1 东部、南部、中西部、北部区域分别实现收入 3.72、5.22、3.24、2.25 亿元，同比分别增长 24.48%、2.64%、9.90%、7.61%。东部增长较快，体现了公司改革成果。一季度公司经销商净增加 97 家至 2181 家，其中东部、南部、中西部、北部区域分别净增加-2、5、65、29 家。
- **毛利率提升显著，推动利润弹性释放**。2024Q1 公司毛利率同比提升 5.57 个 pct 至 36.98%，主要受益于采购单价下降、产品结构优化及收入增加。一季度公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.85、-0.05、-0.34、-0.04 个 pct 至 7.73%、6.36%、2.87%、-0.11%。受益于毛利率的大幅提升，公司一季度归母净利率大幅提升 5.15 个 pct 至 16.10%。
- **盈利预测**：公司改革思路清晰，动力充足，稳扎稳打。期待后续更多的改革措施落地，推动收入和利润加速增长。根据公司一季报，考虑到改革红利加速兑现，我们上调盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 58.60、68.76、78.90 亿元（原值为 58.00、68.06、78.12 亿元），归母净利润分别为 7.90、9.72、11.72 亿元（原值为 7.64、9.39、11.33 亿元），EPS 分别为 1.01、1.24、1.49 元。我们预计子公司美味鲜 2024-2026 年收入分别为 55.95、65.94、75.90 亿元，增速分别为 13%、18%、15%，归母净利润分别为 7.59、9.25、11.00 亿元，增速分别为 36%、22%、19%，剔除房地产业务约 20 亿价值，现在股价对应调味品业务 PE 为 26 倍、21 倍、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件**：食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期；房地产剥离事项失败或进展不及预期风险；研报信息更新不及时的风险

图表 1：中炬高新三大财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	500	695	1,021	1,557	营业收入	5,139	5,860	6,876	7,890
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,458	3,859	4,508	5,142
应收账款	75	63	82	98	税金及附加	61	70	82	94
预付账款	15	16	19	22	销售费用	457	527	619	710
存货	1,618	1,805	2,109	2,406	管理费用	377	352	378	395
合同资产	0	0	0	0	研发费用	181	193	213	237
其他流动资产	1,525	1,707	1,965	2,223	财务费用	-6	-5	-5	-5
流动资产合计	3,733	4,287	5,197	6,306	信用减值损失	-12	0	0	0
其他长期投资	487	487	487	487	资产减值损失	-33	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,906	1,869	1,835	1,805	投资收益	38	40	40	40
在建工程	242	242	242	242	其他收益	29	30	30	30
无形资产	182	164	147	133	营业利润	633	934	1,151	1,388
其他非流动资产	165	162	160	158	营业外收入	1,182	10	10	10
非流动资产合计	2,986	2,928	2,875	2,828	营业外支出	13	5	5	5
资产合计	6,719	7,215	8,072	9,134	利润总额	1,802	939	1,156	1,393
短期借款	100	0	0	0	所得税	65	98	121	146
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,737	841	1,035	1,247
应付账款	544	607	709	808	少数股东损益	40	50	62	75
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,697	791	973	1,172
合同负债	108	123	145	166	NOPLAT	1,731	836	1,030	1,242
其他应付款	324	324	324	324	EPS（按最新股本摊薄）	2.16	1.01	1.24	1.49
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	261	252	265	274					
流动负债合计	1,337	1,307	1,443	1,573					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	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	1,488	1,624	1,754					
归属母公司所有者权益	4,705	5,181	5,839	6,697					
少数股东权益	496	546	608	683					
所有者权益合计	5,201	5,727	6,448	7,380					
负债和股东权益	6,719	7,215	8,072	9,134					

现金流量表				
会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	842	716	746	958
现金收益	1,919	1,046	1,234	1,440
存货影响	52	-187	-304	-297
经营性应收影响	12	11	-22	-19
经营性应付影响	-172	63	102	100
其他影响	-968	-216	-264	-267
投资活动现金流	-877	-112	-112	-112
资本支出	-224	-155	-154	-154
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-653	43	42	42
融资活动现金流	-5	-409	-309	-309
借款增加	99	-100	0	0
股利及利息支付	-1	-156	-192	-231
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-103	-153	-117	-78

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-3.8%	14.0%	17.3%	14.8%
EBIT增长率	475.2%	-48.0%	23.2%	20.6%
归母公司净利润增长率	386.5%	-53.4%	23.1%	20.5%
获利能力				
毛利率	32.7%	34.2%	34.4%	34.8%
净利率	33.8%	14.3%	15.0%	15.8%
ROE	32.6%	13.8%	15.1%	15.9%
ROIC	13.5%	18.3%	19.8%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	22.6%	20.6%	20.1%	19.2%
债务权益比	5.4%	3.2%	2.8%	2.5%
流动比率	2.8	3.3	3.6	4.0
速动比率	1.6	1.9	2.1	2.5
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	4	4	4	4
应付账款周转天数	62	54	53	53
存货周转天数	171	160	156	158
每股指标（元）				
每股收益	2.16	1.01	1.24	1.49
每股经营现金流	1.07	0.91	0.95	1.22
每股净资产	5.99	6.60	7.43	8.53
估值比率				
P/E	12.8	27.4	22.2	18.5
P/B	5	4	4	3

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。