

中炬高新 (600872)

Q1 毛利率超预期，供应链红利开始体现

事件：

中炬高新公布 2024 年一季报，公司实现营收 14.85 亿元，同增 8.64%，实现归母净利润 2.39 亿元，同增 59.70%。收入符合预期，净利率超预期。

➤ 美味鲜业绩超预期，毛销差进一步扩大

受益于酱油、鸡粉销售收入的增长，24Q1 美味鲜公司实现营收 14.61 亿元，同比增长 10.20%。随着采购单价下降、产品结构优化，美味鲜综合销售毛利率提升至 37.28%，较上年同期增加 6.08pct。24Q1 美味鲜公司广告宣传费、促销推广费、电商费用支出增加，但人员支出减少，综合影响下公司销售费用支出为 1.15 亿元，同比下降 0.51%，销售费用率同比下滑 0.85pct 至 7.87%，毛销差进一步扩大至 29.43%，同比提升 6.93pct。24Q1 美味鲜公司管理费用率/研发费用率分别为 5.62%/2.87%，同比+0.74/-0.40pct。24Q1 美味鲜收入净利率达 18.21%，同比提升幅度达 5.91pct，实现归母净利润 2.44 亿元，同比增长 59.75%，利润端表现超预期。

➤ 聚焦高毛利产品，加速区域扩张

分产品来看，24Q1 酱油、鸡精鸡粉产品营收实现增长，食用油及其他产品收入有所下滑，公司酱油/鸡精鸡粉/食用油业务分别实现营收 9.47/1.81/1.01 亿元，同比+13.44%/+16.83%/-5.54%。分区域来看，24Q1 全部区域营收均有增加，其中东部/南部/中西部/北部分别实现收入 3.72/5.22/3.24/2.25 亿元，同比增长 24.48%/2.64%/9.90%/7.61%，收入占比分别为 26%/36%/22%/16%。经销商开拓方面，24Q1 新开 133 家，经销商总数达 2181 家。

➤ 盈利预测、估值与评级

董事会改组以来，公司已完成营销架构及人员调整，未来将加速渠道变革、促销转型、产品升级、组织重塑、供应链优化、成本优化、研发创新以及效率提升，锚定三年战略规划，再造新厨邦。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 57.82/68.31/82.46 亿元，同比增速分别为 +12.50%/18.14%/20.72%，归母净利润分别为 7.58/9.76/12.41 亿元，同比增速分别为 -55.32%/28.74%/27.19%，EPS 分别为 0.97/1.24/1.58 元/股。鉴于公司改革预期较强，参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 33 倍 PE，目标价 31.86 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不达预期、行业竞争加剧的风险、食品安全的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5341	5139	5782	6831	8246
增长率（%）	4.41%	-3.78%	12.50%	18.14%	20.72%
EBITDA（百万元）	-299	1985	1595	1919	2278
归母净利润（百万元）	-592	1697	758	976	1241
增长率（%）	-179.82%	386.53%	-55.32%	28.74%	27.19%
EPS（元/股）	-0.75	2.16	0.97	1.24	1.58
市盈率（P/E）	-38.9	13.6	30.4	23.6	18.5
市净率（P/B）	7.6	4.9	4.3	3.7	3.1
EV/EBITDA	-97.9	11.3	13.8	11.0	8.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 24 日收盘价

行业：食品饮料/调味发酵品 II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：29.30 元
 目标价格：31.86 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	785.38/785.38
流通 A 股市值（百万元）	23,011.52
每股净资产（元）	6.17
资产负债率（%）	19.92
一年内最高/最低（元）	40.39/20.50

股价相对走势



作者

分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn
 分析师：邓洁
 执业证书编号：S0590524040002
 邮箱：dengjie@glsc.com.cn

相关报告

1、《中炬高新 (600872)：亏损源自新增计提负债，调味品业务盈利能力改善》2023.08.30
 2、《中炬高新 (600872)：调味品量利增速触底回升，23 年迎良好开局》2023.04.26

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	628	500	1802	2914	4225	营业收入	5341	5139	5782	6831	8246
应收账款+票据	51	75	58	69	83	营业成本	3648	3458	3829	4442	5263
预付账款	18	15	16	19	22	营业税金及附加	88	61	29	14	16
存货	1670	1618	1824	2116	2507	营业费用	473	457	463	533	660
其他	871	1525	1346	1550	1826	管理费用	502	558	624	751	965
流动资产合计	3237	3733	5045	6668	8663	财务费用	-4	-6	-2	-8	-13
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值损失	0	-33	0	0	0
固定资产	1611	1907	1706	1452	1144	公允价值变动收益	0	0	1	1	1
在建工程	497	242	192	151	111	投资净收益	32	38	38	38	38
无形资产	188	182	138	93	49	其他	40	17	40	60	130
其他非流动资产	686	652	539	421	317	营业利润	706	633	918	1198	1523
非流动资产合计	2986	2986	2578	2121	1624	营业外净收益	-1180	1169	-4	-4	-4
资产总计	6223	6719	7624	8788	10288	利润总额	-474	1802	914	1194	1519
短期借款	0	100	0	0	0	所得税	80	65	137	179	228
应付账款+票据	751	544	816	947	1122	净利润	-555	1737	777	1015	1291
其他	676	694	728	848	1010	少数股东损益	38	40	19	39	50
流动负债合计	1427	1337	1544	1795	2132	归属于母公司净利润	-592	1697	758	976	1241
长期带息负债	1	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	1331	181	181	181	181	成长能力					
非流动负债合计	1331	181	181	181	181	营业收入	4.41%	-3.78%	12.50%	18.14%	20.72%
负债合计	2759	1518	1725	1976	2313	EBIT	-153.39%	475.17%	-49.21%	30.04%	27.03%
少数股东权益	456	496	514	553	603	EBITDA	-128.33%	763.93%	-19.66%	20.30%	18.72%
股本	785	785	785	785	785	归属于母公司净利润	-179.82%	386.53%	-55.32%	28.74%	27.19%
资本公积	3	3	3	3	3	获利能力					
留存收益	2221	3916	4596	5470	6583	毛利率	31.70%	32.71%	33.78%	34.98%	36.17%
股东权益合计	3465	5201	5899	6812	7974	净利率	-10.38%	33.80%	13.44%	14.86%	15.66%
负债和股东权益总计	6223	6719	7624	8788	10288	ROE	-19.68%	36.07%	14.08%	15.60%	16.84%
						ROIC	14.09%	17.98%	15.39%	22.82%	29.59%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	44.33%	22.60%	22.63%	22.49%	22.48%
净利润	-555	1737	777	1015	1291	流动比率	2.3	2.8	3.3	3.7	4.1
折旧摊销	180	190	683	733	771	速动比率	0.5	0.6	1.4	1.8	2.1
财务费用	-4	-6	-2	-8	-13	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	8	52	-206	-292	-391	应收账款周转率	107.5	68.3	100.8	100.8	100.8
营运资金变动	1104	-1090	296	-259	-348	存货周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
其它	-55	-40	178	267	377	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
经营活动现金流	678	842	1726	1456	1688	每股指标(元)					
资本支出	811	-1421	-275	-275	-275	每股收益	-0.8	2.2	1.0	1.2	1.6
长期投资	-45	-642	0	0	0	每股经营现金流	0.9	1.1	2.2	1.9	2.1
其他	-1119	1186	28	25	14	每股净资产	3.8	6.0	6.9	8.0	9.4
投资活动现金流	-353	-877	-247	-250	-261	估值比率					
债权融资	-2	99	-100	0	0	市盈率	-38.9	13.6	30.4	23.6	18.5
股权融资	-11	0	0	0	0	市净率	7.6	4.9	4.3	3.7	3.1
其他	-160	-104	-77	-93	-116	EV/EBITDA	-97.9	11.3	13.8	11.0	8.8
筹资活动现金流	-173	-5	-177	-93	-117	EV/EBIT	-61.2	12.5	24.2	17.8	13.3
现金净增加额	152	-40	1301	1113	1310						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月24日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼