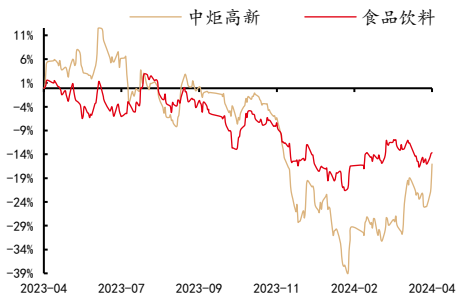


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	29.30
总股本/流通股本(亿股)	7.85 / 7.85
总市值/流通市值(亿元)	230 / 230
52周内最高/最低价	39.26 / 21.30
资产负债率(%)	22.6%
市盈率	13.31
第一大股东	中山火炬集团有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

中炬高新(600872)

Q1 改革效果初步显现，利润表现超预期

● 事件

公司发布 2024 年一季报，2024Q1 分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 14.85/2.39/2.37 亿元，同比 +8.64%/+59.7%/+63.91%。营收表现符合预期，利润表现超预期。

● 投资要点

美味鲜公司管理层改组后焕新发力，Q1 营收实现双位数增长，利润增长改善更为显著。美味鲜公司 Q1 实现营业收入 14.61 亿元，同比 +10.20%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比 +59.75%。

公司产品端聚焦核心大单品酱油、鸡精鸡粉，实现双位数增长，而毛利率较低的食用油业务未来占比预计持续减少。分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他，分别实现营收 9.5/1.8/1.0/2.1 亿元，同比 +13.44%/+16.83%/-5.54%/-0.31%。分渠道看，经销/直销分别实现营收 14/0.4 亿元，同比 +9.61%/+26.82%。分地区看，东部市场提升对现有的质量较好的客户的贴身服务、增加大单品/产品组合覆盖率等，实现较高增长，其中东部/南部/中西部/北部分别实现营收 3.7/5.2/3.2/2.2 亿元，分别同比 +24.48%/+2.64%/+9.9%/+7.61%。2024 Q1 公司新开经销商 133 个，净增经销商 97 个，经销商数量达到 2181 个，渠道扩张持续推进。

主要原料采购模式优化带来成本改善、产品结构优化/减少低毛利率产品占比、生产端能耗有效管理等，助力公司 Q1 毛利率增长显著。2024 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 36.98%/16.1%，分别同比 +5.57%/+5.15pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.73%/6.36%/2.87%/-0.11%，分别同比 -0.85%/-0.04%/-0.34%/-0.04pct。公司去年优化人员后，Q1 重心在于搭建销售组织架构、引导经销商进入新的渠道管理模式、客户分级管理准备等，销售费用率下降，预计二季度将加快新商布局、快速推进新的管理模式，费用端也将回到正常的、加大市场支持的节奏中来。

历史遗留问题影响逐渐消退，改革有望持续带来新动能。公司此前历史遗留问题正稳步推进解决，预计房地产等其他业务将向利于公司方向稳健处理和剥离，而少数股东问题也有望在年内解决。

根据公司三年战略规划，渠道、产品、组织架构、采购供应链等多方位革新有望驱动公司高质量增长。渠道端，我们预计 2024 年将是公司渠道发展建设的重要之年，待公司完成渠道端调研、客户筛选、先期试点、总结经验形成可复制的操作模式后，预计年中起有望推进新经销商招募，全年公司渠道拓张有望带来营收上的新增量。产品战略上，公司预计通过资源聚焦、SKU 精简、明确产品梯队等措施，持续推进全国主销大单品规模提升。同时公司在新品也将采用跟随战

略，开发推广符合当下消费趋势的高端新品。成本端，公司通过采购模式优化叠加供应链和产销更为精准的匹配，提升公司毛利率，并进一步推动公司营业利润率目标达成。组织革新上，公司在对核心管理层和员工推出股权激励以后，有望进一步推出增强终端员工积极性的激励政策，并通过对经销商端设立考核目标，共同促进终端积极性提升。

● 盈利预测与投资建议

根据公司 Q1 最新改革效果的表现以及毛利率端的改善，剔除公司可能发生的外延并购因素，以及考虑公司年内可解决少数股东问题，我们小幅上调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 57.64/68.76/84.82 亿元（前值为 57.78/68.20/84.13 亿元），同比增长 12.17%/19.29%/23.35%（前值为 12.43%/18.03%/23.36%）；实现归母净利润 8.21/10.82/13.72 亿元（前值为 7.85/10/12.94 亿元），同比-51.61%/+31.71%/+26.84%（前值为-53.75%/+27.39%/+29.45%），对应 EPS 为 1.05/1.38/1.75 元（前值为 1.00/1.27/1.65 元），对应当前股价 PE 为 28/21/17 倍。公司治理层面焕新带来的新成长动能在 Q1 初步显现，同时公司未来三年规划目标积极，配合股权激励保驾护航，我们看好公司未来营收增速持续回升，维持“买入”评级。

● 风险提示：

大豆等原料成本上行，行业竞争加剧，餐饮复苏不及预期，食品安全等风险，公司组织变革效果不及预期，公司外延扩张不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5139	5764	6876	8482
增长率(%)	-3.78	12.17	19.29	23.35
EBITDA（百万元）	1983.58	1101.33	1391.26	1700.93
归属母公司净利润（百万元）	1696.95	821.21	1081.58	1371.85
增长率(%)	386.53	-51.61	31.71	26.84
EPS(元/股)	2.16	1.05	1.38	1.75
市盈率(P/E)	13.56	28.02	21.28	16.77
市净率(P/B)	4.89	4.36	3.81	3.29
EV/EBITDA	11.30	20.31	15.67	12.48

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	5139	5764	6876	8482	营业收入	-3.8%	12.2%	19.3%	23.3%
营业成本	3458	3720	4336	5317	营业利润	-10.3%	44.6%	31.7%	26.8%
税金及附加	61	97	116	143	归属于母公司净利润	386.5%	-51.6%	31.7%	26.8%
销售费用	457	536	633	772	获利能力				
管理费用	377	346	406	492	毛利率	32.7%	35.5%	36.9%	37.3%
研发费用	181	202	234	280	净利率	33.8%	14.3%	15.8%	16.2%
财务费用	-6	-1	-6	-9	ROE	36.1%	15.6%	17.9%	19.6%
资产减值损失	-33	-12	-15	-18	ROIC	18.1%	16.3%	23.3%	28.4%
营业利润	633	915	1205	1529	偿债能力				
营业外收入	1181	5	5	5	资产负债率	22.6%	22.6%	22.9%	23.8%
营业外支出	13	5	5	5	流动比率	2.79	3.10	3.34	3.44
利润总额	1802	915	1205	1529	营运能力				
所得税	65	92	121	153	应收账款周转率	68.28	100.79	100.79	100.79
净利润	1737	824	1085	1376	存货周转率	2.14	2.10	2.10	2.10
归母净利润	1697	821	1082	1372	总资产周转率	0.76	0.77	0.81	0.86
每股收益(元)	2.16	1.05	1.38	1.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.16	1.05	1.38	1.75
货币资金	500	1477	2160	2905	每股净资产	5.99	6.72	7.69	8.91
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	75	58	69	85	PE	13.56	28.02	21.28	16.77
预付款项	15	16	19	23	PB	4.89	4.36	3.81	3.29
存货	1618	1772	2066	2533	现金流量表				
流动资产合计	3733	4666	5873	7418	净利润	1737	763	1024	1315
固定资产	1907	1947	1982	1896	折旧和摊销	188	187	192	181
在建工程	242	121	0	0	营运资本变动	-1090	312	-270	-401
无形资产	182	151	121	91	其他	5	31	26	23
非流动资产合计	2986	2798	2606	2424	经营活动现金流净额	840	1292	972	1118
资产总计	6719	7464	8478	9842	资本开支	-1421	0	0	0
短期借款	100	0	0	0	其他	544	29	29	29
应付票据及应付账款	544	793	924	1134	投资活动现金流净额	-877	29	29	29
其他流动负债	694	712	835	1025	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1337	1505	1759	2158	债务融资	99	-100	0	0
其他	181	181	181	181	其他	-104	-245	-318	-403
非流动负债合计	181	181	181	181	筹资活动现金流净额	-5	-345	-318	-403
负债合计	1518	1686	1940	2339	现金及现金等价物净增加额	-42	977	683	745
股本	785	785	785	785					
资本公积金	3	3	3	3					
未分配利润	3916	4491	5248	6208					
少数股东权益	496	498	502	506					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	5201	5778	6538	7503					
负债和所有者权益总计	6719	7464	8478	9842					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048