

Q2 表现承压，期待改革成效

2024 年 08 月 09 日

► **事件:** 公司发布 2024 年中报, 24H1 实现营业收入 26.18 亿元, 同比-1.35%; 归母净利润 3.50 亿元, 同比+124.24%; 扣非净利润 3.39 亿元, 同比+14.53%。单季度看, 24Q2 实现营业收入 11.34 亿元, 同比-11.96%; 归母净利润 1.11 亿元, 同比+106.95%; 扣非净利润 1.03 亿元, 同比-32.37%。

► **Q2 调味品表现承压, 改革调整持续推进。** 24H1/Q2 美味鲜收入分别 25.6/10.9 亿元, 同比-0.6%/-12.1%, 主业承压主因宏观经济环境、行业竞争加剧等多重因素影响下蚝油、料酒同比减少。**分品类看,** 24Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入分别 6.1/1.5/1.1/1.3 亿元, 同比-22.0%/-15.4%/+29.1%/-30.9%/-18.7%。**分区域看,** 24Q2 东部/南部/中西部/北部收入分别 2.4/4.4/1.9/1.2 亿元, 同比-18.7%/-11.1%/-25.0%/-31.2%, 中西部、北部主要系改革调整幅度较大。上半年公司地级市开发率为 95%, 区县开发率达 70%, 截至 24Q2 公司经销商数量 2285 家, 环比净增 104 家, 东部/南部/中西部/北部分别净增 10/13/29/52 家。**分渠道看,** 24Q2 分销/直销收入分别 9.7/0.3 亿元, 同比-19.7%/+23.3%。

► **成本持续优化, 费效有待提升。** 24H1/24Q2 实现毛利率 36.6%/36.2%, 同比+4.7/3.6pcts, 主因原材料采购单价、生产费用、物流成本下降, 公司优化采购模式, 生产效率有所提升。费用端, 24Q2 销售费用率 14.8%, 同比+6.4pcts, 主因上半年进行渠道改造、加大费用投入力度; 管理费用率 7.8%, 同比+1.5pcts, 主因薪酬支出以及咨询费用等支出增加; 研发/财务费用率分别 3.7%/0.2%, 同比+0.1/0.4pcts。24H1/Q2 实现归母净利率 13.4%/9.8%, 同比扭亏; 24H1/Q2 扣非净利率 13.0%/9.1%, 同比+1.8/-2.7pcts; 美味鲜 24H1/24Q2 归母净利率 13.7%/9.8%, 同比+1.5/-3.3pcts。

► **投资建议:** 公司改革调整短期承压, 针对营销队伍组织能力、经销商的分级管理、品类结构的聚焦与提升、费用投放的提效与精准持续优化, 期待后续落地成效显现。我们预计公司 2024-2026 年公司营业收入分别为 56.4/64.7/73.6 亿元, 同比+9.8/14.6/13.8%, 归母净利润分别为 8.1/10.3/11.8 亿元, 同比-52.5/+27.2/+15.3%, 当前市值对应 PE 分别为 19/15/13X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 改革推进不及预期, 需求恢复不及预期, 原材料价格大幅波动, 行业竞争加剧等。

推荐

维持评级

当前价格:

19.80 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 中炬高新 (600872.SH) 2023 年业绩预告点评: 诉讼和解增厚利润, 改革蓄力中长期发展-2024/02/02
2. 中炬高新 (600872.SH) 2023 年三季度报点评: 新管理层就位, 主业稳健增长-2023/10/19
3. 中炬高新 (600872.SH) 2023 年中报点评: 主业稳健增长, 关注治理改善节点-2023/09/03
4. 中炬高新 (600872.SH) 2022 年年报点评: 调味品主业稳健增长, 静候股权问题解决-2023/03/22
5. 中炬高新 (600872.SH) 2022 年三季度报点评: 主业稳健增长, 静待经营改善与估值修复-2022/10/30

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,139	5,641	6,467	7,360
增长率 (%)	-3.8	9.8	14.6	13.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,697	806	1,025	1,181
增长率 (%)	386.5	-52.5	27.2	15.3
每股收益 (元)	2.17	1.03	1.31	1.51
PE	9	19	15	13
PB	3.2	2.9	2.5	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 9 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,139	5,641	6,467	7,360
营业成本	3,458	3,606	4,119	4,679
营业税金及附加	61	68	78	88
销售费用	457	508	517	589
管理费用	377	395	420	478
研发费用	181	186	213	243
EBIT	605	918	1,165	1,335
财务费用	-6	-2	-9	-20
资产减值损失	-33	-3	-4	-4
投资收益	38	39	45	52
营业利润	633	956	1,216	1,402
营业外收支	1,169	0	0	0
利润总额	1,802	956	1,216	1,402
所得税	65	134	170	196
净利润	1,737	822	1,046	1,205
归属于母公司净利润	1,697	806	1,025	1,181
EBITDA	795	1,112	1,366	1,536

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	500	1,096	1,959	2,943
应收账款及票据	75	63	72	82
预付款项	15	18	21	23
存货	1,618	1,650	1,884	2,140
其他流动资产	1,525	1,538	1,543	1,547
流动资产合计	3,733	4,364	5,478	6,736
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1,906	1,966	1,966	1,966
无形资产	182	187	192	192
非流动资产合计	2,986	3,065	3,066	3,066
资产合计	6,719	7,429	8,544	9,802
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	544	801	915	1,040
其他流动负债	694	741	842	956
流动负债合计	1,337	1,642	1,858	2,095
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	181	173	173	173
非流动负债合计	181	173	173	173
负债合计	1,518	1,815	2,031	2,268
股本	785	783	783	783
少数股东权益	496	512	533	557
股东权益合计	5,201	5,613	6,513	7,534
负债和股东权益合计	6,719	7,429	8,544	9,802

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.78	9.77	14.65	13.81
EBIT 增长率	-9.59	51.67	26.95	14.56
净利润增长率	386.53	-52.51	27.17	15.27
盈利能力 (%)				
毛利率	32.71	36.07	36.32	36.43
净利润率	33.02	14.29	15.85	16.05
总资产收益率 ROA	25.26	10.85	11.99	12.05
净资产收益率 ROE	36.07	15.80	17.14	16.93
偿债能力				
流动比率	2.79	2.66	2.95	3.21
速动比率	0.61	0.86	1.23	1.57
现金比率	0.37	0.67	1.05	1.40
资产负债率 (%)	22.60	24.44	23.77	23.14
经营效率				
应收账款周转天数	4.38	4.40	3.74	3.75
存货周转天数	171.12	163.09	154.43	154.81
总资产周转率	0.79	0.80	0.81	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	2.17	1.03	1.31	1.51
每股净资产	6.01	6.51	7.64	8.91
每股经营现金流	1.07	1.58	1.49	1.69
每股股利	0.40	0.19	0.24	0.27
估值分析				
PE	9	19	15	13
PB	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	18.61	13.30	10.83	9.63
股息收益率 (%)	2.08	0.97	1.23	1.42

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,737	822	1,046	1,205
折旧和摊销	190	194	201	201
营运资金变动	-1,090	266	-39	-40
经营活动现金流	842	1,237	1,170	1,323
资本开支	-271	-256	-201	-199
投资	-642	0	0	0
投资活动现金流	-877	-220	-156	-148
股权募资	0	-2	0	0
债务募资	-2	0	0	0
筹资活动现金流	-5	-422	-151	-191
现金净流量	-40	595	863	985

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026