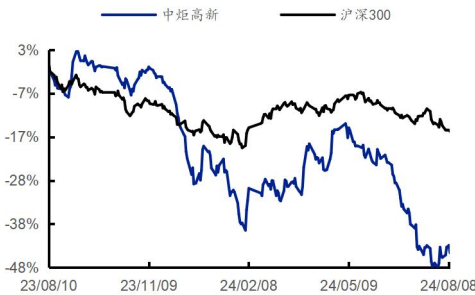


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 改革阵痛期业绩承压，打磨内功蓄力长期

### ——中炬高新（600872）2024年半年报点评

#### 最近一年走势



| 表现    | 1M     | 3M     | 12M    |
|-------|--------|--------|--------|
| 中炬高新  | -10.5% | -34.2% | -44.5% |
| 沪深300 | -3.1%  | -9.1%  | -16.0% |

| 指标          | 2024/08/09  |
|-------------|-------------|
| 当前价格 (元)    | 19.20       |
| 52周价格区间 (元) | 17.75-36.20 |
| 总市值 (百万)    | 15,037.87   |
| 流通市值 (百万)   | 14,802.97   |
| 总股本 (万股)    | 78,322.24   |
| 流通股本 (万股)   | 77,098.79   |
| 日均成交额 (百万)  | 345.98      |
| 近一月换手 (%)   | 1.85        |

#### 相关报告

《中炬高新（600872）2024年一季报点评：Q1业绩亮眼，改革持续破局（增持）\*调味发酵品II\*刘洁铭，秦一方》——2024-04-24

《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

#### 事件：

2024年8月8日，中炬高新发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入26.18亿元，同比-1.35%；归母净利润3.50亿元，同比转正；扣非归母净利润3.39亿元，同比+14.53%。2024Q2公司实现营业收入11.34亿元，同比-11.96%；归母净利润1.11亿元，同比转正；扣非归母净利润1.03亿元，同比-32.37%。

#### 投资要点：

- **外部需求偏弱，内部改革调整，2024Q2短期承压。**2024Q2美味鲜实现营业收入10.95亿元，同比-12%。分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品分别实现营收6.11/1.46/1.14/1.29亿元，分别同比-22%/-15.4%/+29.1%/-30.9%。公司主要品类销售承压，我们认为从外部看主要系春节后宏观需求复苏放缓叠加行业竞争加剧；从内部看主要系公司经营层面仍在改革调整期，渠道梳理持续推进，与经销商的磨合仍需时日。反应到渠道端，占比90%以上的分销渠道Q2收入同比下滑19.7%达9.66亿元，直销渠道保持较好增速，Q2收入同比增长23.3%为0.32亿元。公司坚持全国化战略，中西部及北部市场加速布局，东部及南部聚焦经销商质量优化，2024H1东部/南部/中西部/北部经销商数量分别净增加8/18/94/81个达406/345/675/859个。
- **毛利率延续高增趋势，费用增加拖累净利表现。**2024Q2公司毛利率同比+3.64pct达36.17%，主要受益于：1)原材料采购成本下降；2)产品结构优化；3)生产效率提升；4)随着公司供应链优化，单吨运输成本或有下降。费用端，2024Q2销售费用率及管理费用率分别为14.83%/7.75%，分别同比+6.43/+1.48pct，我们认为主要系公司处于改革前期，渠道调整、供应链效率、信息化建设、组织架构等方面一系列措施陆续启动，费用投入较大，后续随着改革效果逐步显现，费用投放的精准度预计有所提升。受费用端影响，公司Q2归母净利率为9.79%。
- **短期改革阵痛，立足长远发展。**当前调味品整体进入存量博弈阶段，需求偏弱或对处于改革期的企业形成更大的挑战。但2024年是公司管理变革和转型升级的启动之年，公司积极修炼内功，在新管理层

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

的赋能下全方位对组织架构、渠道、营销、供应链等各方面进行改革和重塑。当前正处改革阵痛期，后续随着渠道、产品、成本管理等方面逐步理顺，公司改革红利有望持续兑现。

- **盈利预测和投资评级：**公司长期战略清晰，产品端结构持续优化，渠道方面，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。随着改革方案逐步深化，公司发展有望迈上新台阶。我们预计公司 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，EPS 分别为 0.97/1.20/1.48 元，对应 PE 分别为 20/16/13 倍，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）  | 2.17  | 0.97  | 1.20  | 1.48  |
| ROE(%)     | 36    | 14    | 16    | 17    |
| P/E        | 12.77 | 19.75 | 15.96 | 13.01 |
| P/B        | 4.69  | 2.86  | 2.54  | 2.23  |
| P/S        | 4.29  | 2.59  | 2.20  | 1.91  |
| EV/EBITDA  | 27.27 | 13.20 | 10.62 | 8.39  |

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：               | 19.20        |              | 投资评级：        | 增持           |  | 日期： | 2024/08/09 |  |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|-----|------------|--|
| 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%          | 16%          | 17%          | EPS               | 2.20         | 0.97         | 1.20         | 1.48         |  |     |            |  |
| 毛利率               | 33%          | 33%          | 34%          | 34%          | BVPS              | 5.99         | 6.71         | 7.57         | 8.62         |  |     |            |  |
| 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        | 19.75        | 15.96        | 13.01        |  |     |            |  |
| <b>成长能力</b>       |              |              |              |              | P/B               | 4.69         | 2.86         | 2.54         | 2.23         |  |     |            |  |
| 收入增长率             | -4%          | 13%          | 18%          | 15%          | P/S               | 4.29         | 2.59         | 2.20         | 1.91         |  |     |            |  |
| 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         | 0.82         | 0.87         | 0.89         | 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          | 554          | 609          |  |     |            |  |
| 资产负债率             | 23%          | 23%          | 23%          | 23%          | 管理费用              | 377          | 394          | 458          | 508          |  |     |            |  |
| 流动比               | 2.79         | 2.89         | 2.99         | 3.10         | 财务费用              | -6           | -4           | -10          | -17          |  |     |            |  |
| 速动比               | 0.61         | 0.83         | 1.03         | 1.24         | 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          | 1088         | 1343         |  |     |            |  |
| 现金及现金等价物          | 721          | 1157         | 1677         | 2368         | 营业外净收支            | 1169         | 1            | 9            | 10           |  |     |            |  |
| 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>4383</b>  | <b>5217</b>  | <b>6248</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          | 818          | 785          | 752          | 经营活动现金流           | 842          | 883          | 982          | 1224         |  |     |            |  |
| 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>7438</b>  | <b>8336</b>  | <b>9428</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            |  |     |            |  |
| 合同负债              | 108          | 157          | 174          | 199          | 营运资金变动            | -1090        | -22          | -115         | -99          |  |     |            |  |
| 其他流动负债            | 585          | 525          | 625          | 724          | 投资活动现金流           | -877         | -211         | -219         | -223         |  |     |            |  |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>1337</b>  | <b>1518</b>  | <b>1747</b>  | <b>2015</b>  | 资本支出              | -271         | -272         | -292         | -302         |  |     |            |  |
| 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          | 173          | 173          | 173          | 其他                | 36           | 39           | 48           | 57           |  |     |            |  |
| <b>长期负债合计</b>     | <b>181</b>   | <b>173</b>   | <b>173</b>   | <b>173</b>   | 筹资活动现金流           | -5           | -235         | -244         | -309         |  |     |            |  |
| <b>负债合计</b>       | <b>1518</b>  | <b>1691</b>  | <b>1920</b>  | <b>2188</b>  | 债务融资              | -2           | -10          | 28           | 27           |  |     |            |  |
| 股本                | 785          | 783          | 783          | 783          | 权益融资              | 0            | -4           | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 股东权益              | 5201         | 5746         | 6415         | 7240         | 其它                | -3           | -221         | -272         | -336         |  |     |            |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>6719</b>  | <b>7438</b>  | <b>8336</b>  | <b>9428</b>  | 现金净增加额            | -40          | 436          | 519          | 692          |  |     |            |  |

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。