

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)	19.20
总股本/流通股本(亿股)	7.83 / 7.71
总市值/流通市值(亿元)	150 / 148
52周内最高/最低价	35.88 / 18.04
资产负债率(%)	22.6%
市盈率	8.72
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)

改革下营收有波动，利润改善显著

● 事件

公司发布 2024 年半年报，报告期内实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 26.18/3.5/3.39 亿元，同比-1.35%/扭亏/+14.53%，整体表现基本符合此前业绩预告。

● 投资要点

公司 2024 年上半年营收端受外部消费需求偏弱（家庭、餐饮渠道均需求复苏偏弱），以及内部改革导致的经营波动影响，营收短期放缓。公司受益原料价格改善，内部采购改革优化，生产效率提升，能源费用优化、运费降低等综合影响，毛利率提升明显，2024 上半年，公司毛利率/归母净利率分别为 36.63%/13.36%，分别同比+4.68/+67.72pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.8%/6.97%/3.23%/0.04%，分别同比+2.31/+0.62/-0.17/+0.14pct。

公司 Q2 组织架构、渠道改革中的具体落地动作传导中略有变形，导致营收短期波动，同时销售费用渠道端使用思路不到位导致销售费用率大幅提升。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 11.34/1.11/1.03 亿元，同比-11.96%/+106.95%/-32.37%。24Q2，公司毛利率/归母净利率为 36.17%/9.77%，分别同比+3.64/+133.45pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.83%/7.75%/3.69%/0.23%，分别同比+6.43/+1.48/+0.1/+0.36pct。

需求复苏偏弱，行业竞争加剧导致公司主营产品普遍下滑。分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别实现营收 15.57/3.27/2.15/3.42 亿元，分别同比-3.71%/-0.12%/+10.09%/-14.52%。分渠道看，分销/直销分别实现营收 23.67/0.74 亿元，分别同比-4.58%/+25.27%。分地区看，东部/南部/中西部/北部区域分别实现营收 6.11/9.65/5.17/3.49 亿元，分别同比+3.12%/-4.14%/-6.37%/-10.36%，东部地区表现相对稳定。公司 2024H1 末合作经销商 2285 个，同比增长 179 个，其中东部/南部/中西部/北部区域经销商数量分别为 406/345/675/859 个。

公司 7 月初对上半年暴露问题进行反思总结，全年目标不变、改革决心不变。改革中凸显的问题公司持续推进解决，未来不走压货老方法，待问题解决后，后续渠道能力有望显著提升。我们认为公司经过近期对改革中暴露的问题进行调整后，预计仍将向着达成全年激励考核的目标努力。公司上半年新增经销商 201 个，贡献度还未体现，同时新增快消品经销商还在磨合，预计下半年两者有望发力带来增

量。产品端，公司0添加、减盐仍处培育期，后续待公司日式工艺产能增长后会有更多布局。从近期表现看，预计7月公司动销环比有增长、同时渠道库存较6月预计也有一定回落，整体表现向好。

● 盈利预测与投资建议

我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 57.64/68.08/83.46 亿元（前值为 57.64/68.76/84.82 亿元），同比增长 12.17%/18.10%/22.59%（前值为 12.17%/19.29%/23.35%）；实现归母净利润 7.99/10.75/13.77 亿元（前值为 8.21/10.82/13.72 亿元），同比-52.91%/+34.56%/+28.06%（前值为-51.61%/+31.71%/+26.84%），对应 EPS 为 1.02/1.37/1.76 元（前值为 1.05/1.38/1.75 元），对应当前股价 PE 为 19/14/11 倍。公司改革中短期业绩波动，落地效果仍需时间兑现，但公司积极应对暴露的问题并持续改进，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，同时公司原料端预期较稳定助力明后年的毛利率表现，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	6808	8346
增长率(%)	-3.78	12.17	18.10	22.59
EBITDA（百万元）	1983.58	1076.67	1384.13	1706.52
归属母公司净利润（百万元）	1696.95	799.07	1075.19	1376.93
增长率(%)	386.53	-52.91	34.56	28.06
EPS(元/股)	2.17	1.02	1.37	1.76
市盈率(P/E)	8.86	18.82	13.99	10.92
市净率(P/B)	3.20	2.86	2.50	2.15
EV/EBITDA	11.30	13.38	9.98	7.73

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	6808	8346	营业收入	-3.8%	12.2%	18.1%	22.6%
营业成本	3458	3653	4187	5087	营业利润	-10.3%	40.7%	34.6%	28.1%
税金及附加	61	97	114	140	归属于母公司净利润	386.5%	-52.9%	34.6%	28.1%
销售费用	457	617	715	860	获利能力				
管理费用	377	357	415	501	毛利率	32.7%	36.6%	38.5%	39.1%
研发费用	181	202	231	275	净利率	33.8%	13.9%	15.8%	16.5%
财务费用	-6	-1	-6	-9	ROE	36.1%	15.2%	17.9%	19.7%
资产减值损失	-33	-12	-15	-18	ROIC	18.1%	15.8%	23.2%	28.7%
营业利润	633	891	1198	1535	偿债能力				
营业外收入	1181	5	5	5	资产负债率	22.6%	22.4%	22.4%	23.1%
营业外支出	13	5	5	5	流动比率	2.79	3.12	3.40	3.53
利润总额	1802	891	1198	1535	营运能力				
所得税	65	89	120	153	应收账款周转率	68.28	100.79	100.79	100.79
净利润	1737	801	1078	1381	存货周转率	2.14	2.10	2.10	2.10
归母净利润	1697	799	1075	1377	总资产周转率	0.76	0.78	0.81	0.86
每股收益(元)	2.17	1.02	1.37	1.76	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.17	1.02	1.37	1.76
货币资金	500	1470	2170	2941	每股净资产	6.01	6.72	7.68	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	68	84	PE	8.86	18.82	13.99	10.92
预付款项	15	16	18	23	PB	3.20	2.86	2.50	2.15
存货	1618	1740	1995	2423	现金流量表				
流动资产合计	3733	4627	5798	7316	净利润	1737	740	1017	1320
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	320	-248	-379
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	1279	987	1145
资产总计	6719	7425	8403	9740	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	779	893	1084	投资活动现金流净额	-877	29	29	29
其他流动负债	694	703	812	988	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1337	1481	1704	2073	债务融资	99	-100	0	0
其他	181	181	181	181	其他	-104	-238	-316	-404
非流动负债合计	181	181	181	181	筹资活动现金流净额	-5	-339	-316	-404
负债合计	1518	1662	1885	2254	现金及现金等价物净增加额	-42	970	700	770
股本	785	785	785	785					
资本公积金	3	3	3	3					
未分配利润	3916	4475	5228	6192					
少数股东权益	496	498	501	506					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	5201	5762	6518	7486					
负债和所有者权益总计	6719	7425	8403	9740					

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