

中炬高新 (600872.SH)

第二季度收入同比减少 12%，改革措施持续推进

优于大市

核心观点

2024 年第二季度收入同比减少 11.96%。2024 上半年公司实现营业总收入 26.18 亿元，同比减少 1.35%；实现归母净利润 3.50 亿元；实现扣非归母净利润 3.39 亿元，同比增长 14.53%。2024 第二季度公司实现营业总收入 11.34 亿元，同比减少 11.96%；实现归母净利润 1.11 亿元；实现扣非归母净利润 1.03 亿元，同比减少 32.37%。

调味品需求疲软，美味鲜收入业务承压。上半年美味鲜收入小幅减少，主因蚝油、料酒等品类收入减少。2024 第二季度公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入 6.1/1.5/1.1/1.3 亿元，同比-22.0%/-15.4%/+29.1%/-30.9%，主要源于调味品需求疲软以及行业竞争加剧的影响。2024 第二季度公司新增 104 家经销商至 2285 家。分区域看，公司 2024 第二季度东部/南部/中西部/北部收入同比下降 18.7%/11.0%/25.0%/31.2%，北部下滑的幅度相对较大，主因内部改革中变动较大。

毛利率改善明显，改革过程中费用投放增加。公司 2024 第二季度毛利率 36.2%，同比/环比分别+3.7/-0.9pct，主因 1) 原材料采购单价下降；2) 公司积极推进精细化管理促进降本增效。2024 第二季度公司销售/管理/研发/财务费用率 14.8%/7.8%/3.7%，同比增加 6.5/1.5/0.2pct，销售费用率增加主因收入规模减小叠加改革过程中增加渠道投放。综合来看，2024 第二季度公司扣非归母净利率 9.1%，同比下滑 2.8pct。

改革措施持续推进，下半年表现有望逐季改善。2024 年乃公司三年战略期的开局之年与蓄势之年，公司不断推动组织架构、考核机制等改革措施落地，已提升销售人员薪酬待遇以激发员工积极性。公司积极总结反思，预计下半年持续推进经销商分级管理等工作，叠加成本端压力不大、经销商库存压力略有减轻，下半年表现有望逐季改善。

风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：考虑到公司经营节奏仍在调整中，叠加下游调味品需求较为疲软，我们下调此前盈利预测。预计 2024-2025 年公司实现营业总收入 55.4/60.8 亿元（前预测值为 60.9/67.1 亿元），并引入 2026 年收入预测 66.1 亿元，2024-2026 年收入同比 7.9%/9.8%/8.6%。预计 2024-2025 年公司实现归母净利润 7.1/7.8 亿元（前预测值为 8.0/9.4 亿元），并引入 2026 年利润预测 9.4 亿元，2024-2026 年归母净利润同比-57.9%/9.1%/21.3%。综上，预计公司 2024-2026 年实现 EPS 为 0.91/0.99/1.21 元，当前股价对应 PE 分别为 21.1/19.3/15.9 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,544	6,085	6,610
(+/-%)	4.4%	-3.8%	7.9%	9.8%	8.6%
净利润(百万元)	-592	1697	714	778	944
(+/-%)	-179.8%	-386.5%	-57.9%	9.1%	21.3%
每股收益(元)	-0.75	2.16	0.91	0.99	1.21
EBIT Margin	11.8%	11.8%	13.2%	13.2%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	-19.7%	36.1%	14.1%	14.3%	15.9%
市盈率 (PE)	-25.5	8.9	21.1	19.3	15.9
EV/EBITDA	22.3	21.2	17.6	16.1	13.4
市净率 (PB)	5.01	3.21	2.97	2.76	2.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.20 元
总市值/流通市值	15038/14803 百万元
52 周最高价/最低价	36.20/17.75 元
近 3 个月日均成交额	269.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中炬高新 (600872.SH) - 调味品主业稳步恢复，盈利能力持续改善》——2023-10-23
- 《中炬高新 (600872.SH) - 新增计提负债导致亏损，调味品主业稳步恢复》——2023-09-08
- 《中炬高新 (600872.SH) - 前三季度业绩同比增长 14.3%，调味品主业经营持续恢复》——2022-10-30
- 《中炬高新 (600872.SH) - 上半年业绩同比增长 11.9%，调味品主业经营持续改善》——2022-08-23

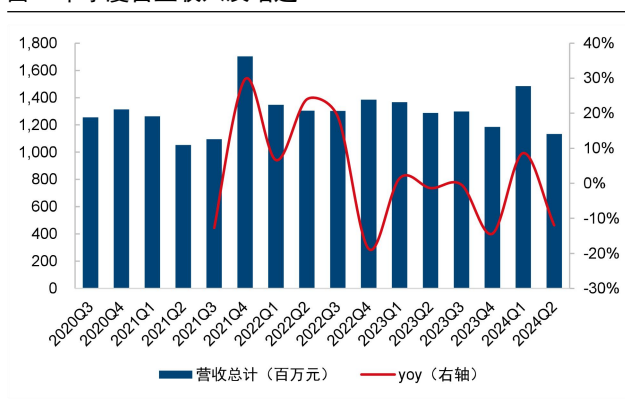
中炬高新公布 2024 年中报业绩, 公司 2024 年上半年实现营业总收入 26.18 亿元, 同比减少 1.35%; 实现归母净利润 3.50 亿元; 实现扣非归母净利润 3.39 亿元, 同比增长 14.53%。2024 第二季度公司实现营业总收入 11.34 亿元, 同比减少 11.96%; 实现归母净利润 1.11 亿元; 实现扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比减少 32.37%。

调味品需求疲软, 美味鲜收入业务承压。上半年美味鲜收入小幅减少, 主因蚝油、料酒等品类收入减少。2024 第二季度公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入 6.1/1.5/1.1/1.3 亿元, 同比-22.0%/-15.4%/+29.1%/-30.9%, 主要源于调味品需求疲软以及行业竞争加剧的影响。2024 第二季度公司新增 104 家经销商至 2285 家, 全年新增 300-500 家经销商任务不改。分区域看, 公司 2024 第二季度东部/南部/中西部/北部收入同比下降 18.7%/11.0%/25.0%/31.2%, 北部下滑的幅度相对较大, 主因内部改革中变动较大。

毛利率改善明显, 改革过程中费用投放增加。公司 2024 第二季度毛利率 36.2%, 同比/环比分别+3.7/-0.9pct, 主因 1) 原材料采购单价下降; 2) 公司积极推进精细化管理促进降本增效。2024 第二季度公司销售/管理/研发/财务费用率 14.8%/7.8%/3.7%, 同比增加 6.5/1.5/0.2pct, 销售费用率增加主因收入规模减小叠加改革过程中增加渠道投放。综合来看, 2024 第二季度公司扣非归母净利率 9.1%, 同比下滑 2.8pct。

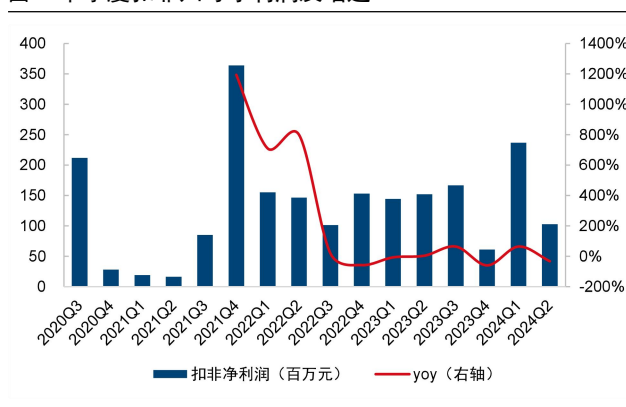
改革措施持续推进, 下半年表现有望逐季改善。2024 年乃公司三年战略期的开局之年与蓄势之年, 公司不断推动组织架构、考核机制等改革措施落地, 已提升销售人员薪酬待遇以激发员工积极性。公司积极总结反思, 预计下半年持续推进经销商分级管理等工作, 叠加成本端压力不大、经销商库存压力略有减轻, 下半年表现有望逐季改善。

图1: 单季度营业收入及增速

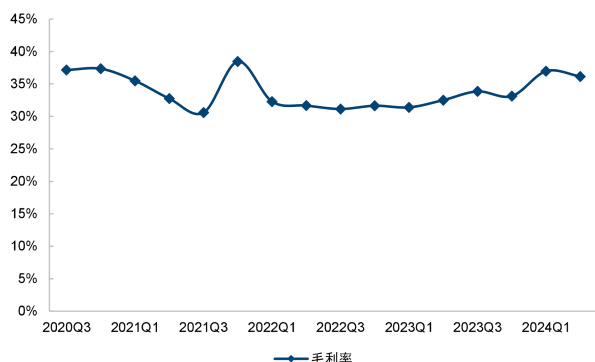


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

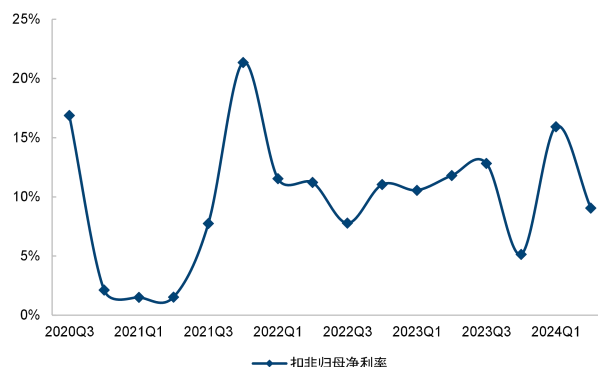
图2: 单季度扣非归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度扣非归母净利润率变化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到公司经营节奏仍在调整中, 叠加下游调味品需求较为疲软, 我们下调此前盈利预测。2024-2025 年公司实现营业总收入 55.4/60.8 亿元(前预测值为 60.9/67.1 亿元, 下调幅度为 9.0%/9.3%), 并引入 2026 年收入预测 66.1 亿元, 2024-2026 年收入同比 7.9%/9.8%/8.6%;。预计 2024-2025 年公司实现归母净利润 7.1/7.8 亿元(前预测值为 8.0/9.4 亿元, 下调幅度为 11.1%/16.8%), 并引入 2026 年利润预测 9.4 亿元, 2024-2026 年归母净利润同比-57.9%/9.1%/21.3%。综上, 预计公司 2024-2026 年实现 EPS 为 0.91/0.99/1.21 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.1/19.3/15.9 倍, 维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现在预测			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6092	6707	-	5544	6085	6610	-548	-622	-
收入同比增速%	18.54%	10.09%	-	7.87%	9.76%	8.63%	-9.00%	-9.28%	-
毛利率%	32.8%	33.0%	-	36.3%	36.3%	36.5%	3.47%	3.30%	-
销售费用率%	8.72%	8.62%	-	10.34%	10.34%	9.19%	1.62%	1.72%	-
净利率%	13.19%	13.96%	-	12.87%	12.79%	14.29%	-0.32%	-1.17%	-
归母净利润 (百万元)	803	936	-	714	778	944	-89	-158	-
归母净利润同比增速%	-	16.52%	-	-	9.05%	21.33%	-11.12%	-16.84%	-
EPS (元)	1.02	1.19	-	0.91	0.99	1.21	-0.11	-0.20	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024 年 8 月 9 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600872.SH	中炬高新	4.31	19.20	0.91	0.99	21.07	19.32	150.38	优于大市
603288.SH	海天味业	33.85	35.49	1.12	1.25	31.60	28.41	1,973.46	优于大市
603027.SH	千禾味业	26.56	13.96	0.63	0.75	22.09	18.51	143.47	优于大市
600305.SH	恒顺醋业	118.94	7.40	0.15	0.18	49.07	40.61	82.36	不适用

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 海天、千禾、恒顺为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	628	500	1146	1355	1646	营业收入	5341	5139	5544	6085	6610
应收款项	71	92	91	83	91	营业成本	3648	3458	3533	3878	4197
存货净额	1670	1618	1640	1799	1947	营业税金及附加	88	61	66	72	78
其他流动资产	868	1302	1109	1217	1322	销售费用	473	457	573	629	608
流动资产合计	3237	3733	4206	4675	5225	管理费用	324	377	433	474	500
固定资产	2106	2148	2138	2208	2259	研发费用	179	181	206	226	225
无形资产及其他	188	182	174	167	160	财务费用	(4)	(6)	0	0	0
投资性房地产	688	652	652	652	652	投资收益	32	38	40	45	45
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	0	34	0	0	0
资产总计	6223	6719	7175	7706	8300	其他收入	(139)	(230)	(126)	(146)	(145)
短期借款及交易性金融负债	2	101	100	100	100	营业利润	706	633	852	929	1127
应付款项	751	544	595	652	706	营业外净收支	(1180)	1169	0	0	0
其他流动负债	675	693	729	800	851	利润总额	(474)	1802	852	929	1127
流动负债合计	1427	1337	1424	1552	1657	所得税费用	80	65	119	130	158
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	38	40	19	21	25
其他长期负债	1331	181	181	181	181	归属于母公司净利润	(592)	1697	714	778	944
长期负债合计	1331	181	181	181	181	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2759	1518	1605	1733	1838	净利润	(592)	1697	714	778	944
少数股东权益	456	496	508	522	539	资产减值准备	0	33	3	1	1
股东权益	3009	4705	5062	5451	5923	折旧摊销	171	179	214	236	256
负债和股东权益总计	6223	6719	7175	7706	8300	公允价值变动损失	(0)	(34)	0	0	0
						财务费用	(4)	(6)	0	0	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1080	(1674)	262	(130)	(154)
每股收益	(0.75)	2.16	0.91	0.99	1.21	其它	50	7	10	13	16
每股红利	0.24	0.00	0.46	0.50	0.60	经营活动现金流	708	209	1203	899	1062
每股净资产	3.83	5.99	6.46	6.96	7.56	资本开支	0	(282)	(200)	(300)	(300)
ROIC	19.51%	13.95%	13%	14%	17%	其它投资现金流	(0)	(220)	0	0	0
ROE	-19.68%	36.07%	14%	14%	16%	投资活动现金流	1	(502)	(200)	(300)	(300)
毛利率	32%	33%	36%	36%	37%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	13%	13%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	17%	17%	19%	支付股利、利息	(187)	(1)	(357)	(389)	(472)
收入增长	4%	-4%	8%	10%	9%	其它融资现金流	(254)	167	(1)	0	0
净利润增长率	-180%	-387%	-58%	9%	21%	融资活动现金流	(629)	165	(358)	(389)	(472)
资产负债率	52%	30%	29%	29%	29%	现金净变动	80	(128)	646	209	290
股息率	1.2%	0.0%	2.4%	2.6%	3.1%	货币资金的期初余额	549	628	500	1146	1355
P/E	(25.5)	8.9	21.1	19.3	15.9	货币资金的期末余额	628	500	1146	1355	1646
P/B	5.0	3.2	3.0	2.8	2.5	企业自由现金流	0	(1193)	906	498	663
EV/EBITDA	22.3	21.2	17.6	16.1	13.4	权益自由现金流	0	(1027)	905	498	663

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032