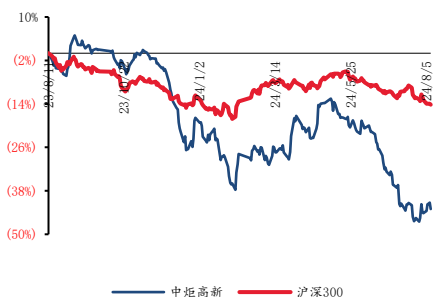


## 中炬高新：盈利短期承压，重振旗鼓再出发

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	7.83/7.83
总市值/流通(亿元)	150.38/150.38
12个月内最高/最低价(元)	36.2/17.75

### 相关研究报告

<<中炬高新：2024Q1 利润超预期，供应链优化红利逐步释放>>—2024-04-26

<<全年业绩符合预期，三年规划及股权激励目标展望积极>>—2024-04-02

<<中炬高新：新管理层变更落地，改善在途>>—2023-10-24

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

**事件：**公司公布 2024 年中报，公司 2024H1 实现营收 26.18 亿元，同比-1.35%；归母净利润 3.50 亿元，同比+124.24%，扣非归母净利润 3.39 亿元，同比+14.53%。其中 2024Q2 实现营收 11.34 亿元，同比-11.96%；归母净利润 1.11 亿元，同比+106.95%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-32.37%。

**需求疲软+内部调整阶段，Q2 美味鲜收入表现下滑。**2024H1 美味鲜收入同比-0.6%至 25.56 亿元，其中 Q2 收入同比-12.1%至 10.95 亿元，与此前预告一致。分产品看，Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别同比-22.0%/-15.4%/+29.1%/-30.9%，除食用油以外其余品类均有不同程度下滑。归因来看，上半年公司引入啤酒经销商但效果未体现，经验赋能还需时间，加上经销商考核目标压力较大，导致部分地区区价盘受到影响。对此公司及时调整，以消化库存为主，并重启头部大商、新增拥有调味品经验的经销商带动整体增长。从区域来看，Q2 南部/东部/中西部/北部收入分别同比-11.0%/-18.7%/-25.0%/-31.2%，但下滑较多的中西部、北部新增经销商较多，年初以来净增 94/81 家至 675/859 家，东部/南部仅净增 8/18 家至 406/345 家，新增经销商多以啤酒从业背景为主，调味品经验不够、暂未明显贡献业绩。

**Q2 毛利率提升明显，整体盈利仍有承压。**2024H1 美味鲜毛利率同比+5.19pct 至 37.1%，其中 Q2 同比+4.19pct 至 37.3%，在原材料成本红利释放以及供应链优化推动下毛利率延续提升趋势。费用方面，Q2 销售/管理费用率同比+6.8/+1.5pct，销售费用率提升较多与公司增加终端业务费用，以及销售费用投放节奏有关，销售费用率 2024Q1/H1 分别同比-0.8/+2.5pct。销售费用投放比例提升较多影响 Q2 净利率同比-2.7pct 至 11.4%。

**改革继续推进，积极调整下有望实现经营恢复。**展望全年，调味品行业整体需求较低迷，渠道调整建设需要时间，公司改革决心以及目标不变，在库存优化管理、价盘稳定、营销团队考核等方面持续纠偏优化。下半年新进经销商以及新开发的餐饮渠道有望逐步贡献收入，同时原材料红利及供应链改革效果将继续释放，公司计划进一步优化费用投放效果，预计费用投放力度有所收敛，盈利水平有望恢复。

**盈利预测：**考虑行业需求较疲软，公司正处改革调整阶段，我们下调公司盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现收入 55.6/62.1/69.6 亿元，同比增长 8.1%/11.8%/12.0%，实现归母净利 7.2/9.3/10.8 亿元，同比-57.6%/+29.1%/+15.8%，对应 PE 为 21/16/14X。我们按照 2024 年业绩给 25 倍 PE，一年目标价 23 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；内

部调整不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,139	5,555	6,211	6,956
营业收入增长率(%)	-3.78%	8.10%	11.80%	12.00%
归母净利（百万元）	1,697	720	930	1,076
净利润增长率(%)	386.53%	-57.55%	29.09%	15.75%
摊薄每股收益（元）	2.20	0.92	1.19	1.37
市盈率（PE）	12.77	20.88	16.17	13.97

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	628	500	1,231	2,131	3,203
应收和预付款项	68	90	79	93	106
存货	1,670	1,618	1,740	1,902	2,128
其他流动资产	871	1,525	1,529	1,530	1,533
流动资产合计	3,237	3,733	4,580	5,657	6,969
长期股权投资	4	4	3	3	2
投资性房地产	513	487	462	434	407
固定资产	1,609	1,906	2,026	2,146	2,265
在建工程	497	242	195	121	26
无形资产开发支出	188	182	176	170	164
长期待摊费用	30	23	23	23	23
其他非流动资产	3,382	3,876	4,737	5,813	7,124
资产总计	6,223	6,719	7,622	8,710	10,012
短期借款	0	100	90	118	146
应付和预收款项	751	544	715	746	828
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	2,007	875	883	963	1,057
负债合计	2,759	1,518	1,688	1,827	2,031
股本	785	785	783	783	783
资本公积	3	3	2	2	2
留存收益	2,804	4,501	5,221	6,151	7,227
归母公司股东权益	3,009	4,705	5,421	6,351	7,428
少数股东权益	456	496	513	532	554
股东权益合计	3,465	5,201	5,934	6,883	7,981
负债和股东权益	6,223	6,719	7,622	8,710	10,012

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	678	842	953	1,051	1,211
投资性现金流	-353	-877	-202	-179	-167
融资性现金流	-173	-5	-21	28	27
现金增加额	152	-40	730	901	1,071

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,341	5,139	5,555	6,211	6,956
营业成本	3,648	3,458	3,700	4,068	4,542
营业税金及附加	88	61	84	89	98
销售费用	473	457	486	497	543
管理费用	324	377	333	354	376
财务费用	-4	-6	0	0	0
资产减值损失	0	-33	-7	-8	-9
投资收益	32	38	38	43	49
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	706	633	828	1,078	1,248
其他非经营损益	-1,180	1,169	0	0	0
利润总额	-474	1,802	828	1,078	1,248
所得税	80	65	91	129	150
净利润	-555	1,737	737	949	1,098
少数股东损益	38	40	17	19	22
归母股东净利润	-592	1,697	720	930	1,076

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.70%	32.71%	33.40%	34.50%	34.70%
销售净利率	-11.09%	33.02%	12.97%	14.97%	15.47%
销售收入增长率	4.41%	-3.78%	8.10%	11.80%	12.00%
EBIT 增长率	-22.19%	-9.59%	36.92%	30.15%	15.75%
净利润增长率	-179.82%	386.53%	-57.55%	29.09%	15.75%
ROE	-19.68%	36.07%	13.29%	14.64%	14.49%
ROA	-9.52%	25.26%	9.45%	10.68%	10.75%
ROIC	22.56%	11.01%	12.24%	13.55%	13.51%
EPS (X)	-0.77	2.20	0.92	1.19	1.37
PE (X)	—	12.77	20.88	16.17	13.97
PB (X)	9.62	4.69	2.77	2.37	2.02
PS (X)	5.42	4.29	2.71	2.42	2.16
EV/EBITDA (X)	33.37	27.27	13.65	10.17	8.17

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。