

2024年10月27日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 业绩超预期，经销体系改革进行时

—中炬高新（600872.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

2024年10月25日，中炬高新发布2024年三季度报告。

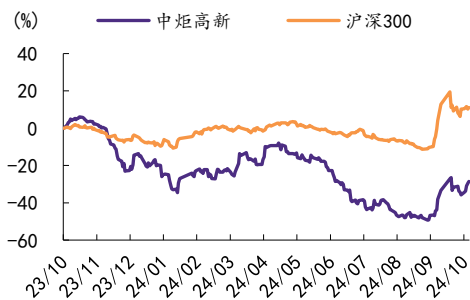
## 投资要点

## 基本数据

2024-10-25

当前股价（元）	23.87
总市值（亿元）	187
总股本（百万股）	783
流通股本（百万股）	771
52周价格范围（元）	16.25-34.5
日均成交额（百万元）	288.5

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《中炬高新（600872）：成本优化利好盈利，高端化战略持续推进》2024-08-09
- 《中炬高新（600872）：改革阵痛期业绩承压，关注需求回暖及策略优化》2024-07-10
- 《中炬高新（600872）：改革成效显著，推进酱油高端化策略》2024-04-24

## ■ 营收边际改善，成本优化拉升毛利

公司2024Q1-Q3实现营收39.46亿元（同减0.2%），其中美味鲜收入38.08亿元（同增0.5%），归母净利润5.76亿元（同比扭亏为盈），扣非归母净利润5.52亿元（同增19%）。其中2024Q3公司营收13.28亿元（同增2%），其中美味鲜营收12.52亿元（同增3%），归母净利润2.26亿元（同增33%），扣非归母净利润2.13亿元（同增28%）。盈利端，2024Q3公司毛利率同增5pct至38.82%，主要系材料采购单价、生产费用、物流成本下降所致，销售/管理费用率分别同比-2pct/+1pct至6.26%/7.01%，综合来看，净利率同增5pct至18.94%。

## ■ 酱油表现环比改善，经销体系持续改革

分产品看，公司2024Q3酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品营收分别为7.41/1.81/1.30/1.47亿元，分别同比+0.5%/+14%/-9%/-9%，酱油、鸡精鸡粉表现环比改善，食用油收入边际下降主要系Q3渠道库存去化所致，全年预计个位数增长。分区域看，公司2024Q3东部/南部/中西部/北部区域营收分别为2.94/5.22/2.37/1.47亿元，分别同比+9%/+1%/-13%/+3%，除中西部市场外，其他区域三季度营收同比均有增长。分渠道来看，公司2024Q3分销/直销渠道营收分别为11.54/0.46亿元，分别同比-1%/+23%，其中商超、KA渠道相对承压，截止2024Q3末，公司经销商数量为2395家，较年初净增加311家，后续公司推进经销体系改革，针对新旧经销商区别管理，倾斜资源至大客户，并发挥啤酒经销商的餐饮渠道优势进行资源扩充，关注提价传导效果，渠道推力有望持续恢复。

## ■ 盈利预测

公司董事会改组以来，已完成营销架构及人员调整，渠道改革后厂商关系有待进一步理顺，随着改革深入，阵痛期过后公司渠道不断迈向良性发展，随着外部需求恢复，改革节奏优化，公司经营节奏将稳步向好。预计2024-2026年EPS分

别为 0.94/1.12/1.30 元，当前股价对应 PE 分别为 26/21/18 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、餐饮复苏不及预期、原材料价格上行、改革进展不及预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	5,139	5,451	5,893	6,329
增长率（%）	-3.8%	6.1%	8.1%	7.4%
归母净利润（百万元）	1,697	734	881	1,017
增长率（%）	386.5%	-56.7%	20.0%	15.5%
摊薄每股收益（元）	2.16	0.94	1.12	1.30
ROE（%）	32.6%	12.3%	12.9%	12.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>5,139</b>	<b>5,451</b>	<b>5,893</b>	<b>6,329</b>
现金及现金等价物	500	1,705	2,306	3,322	营业成本	3,458	3,531	3,748	4,000
应收款	92	45	48	52	营业税金及附加	61	63	65	66
存货	1,618	1,280	1,567	1,560	销售费用	457	600	636	658
其他流动资产	1,523	1,691	1,876	2,029	管理费用	377	382	407	430
流动资产合计	3,733	4,721	5,797	6,963	财务费用	-6	-48	-65	-93
<b>非流动资产:</b>					研发费用	181	192	207	222
金融类资产	220	320	400	450	费用合计	1,009	1,125	1,186	1,218
固定资产	1,906	1,924	1,854	1,754	资产减值损失	-33	-5	-2	0
在建工程	242	97	39	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	182	172	163	155	投资收益	38	32	25	20
长期股权投资	4	4	4	4	<b>营业利润</b>	<b>633</b>	<b>785</b>	<b>938</b>	<b>1,079</b>
其他非流动资产	652	652	652	652	加:营业外收入	1,181	3	3	2
非流动资产合计	2,986	2,850	2,713	2,580	减:营业外支出	13	10	9	8
资产总计	6,719	7,571	8,510	9,543	<b>利润总额</b>	<b>1,802</b>	<b>778</b>	<b>932</b>	<b>1,073</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	65	27	32	35
短期借款	100	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,737</b>	<b>751</b>	<b>900</b>	<b>1,038</b>
应付账款、票据	544	738	731	724	少数股东损益	40	17	19	21
其他流动负债	585	585	585	585	<b>归母净利润</b>	<b>1,697</b>	<b>734</b>	<b>881</b>	<b>1,017</b>
流动负债合计	1,337	1,439	1,478	1,474					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	181	181	181	181	营业收入增长率	-3.8%	6.1%	8.1%	7.4%
非流动负债合计	181	181	181	181	归母净利润增长率	386.5%	-56.7%	20.0%	15.5%
负债合计	1,518	1,620	1,659	1,655	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	32.7%	35.2%	36.4%	36.8%
股本	785	783	783	783	四项费用/营收	19.6%	20.6%	20.1%	19.2%
股东权益	5,201	5,951	6,850	7,888	净利率	33.8%	13.8%	15.3%	16.4%
负债和所有者权益	6,719	7,571	8,510	9,543	ROE	32.6%	12.3%	12.9%	12.9%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	22.6%	21.4%	19.5%	17.3%
净利润	1737	751	900	1038	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	40	17	19	21	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	179	136	137	132	应收账款周转率	56.0	121.7	121.7	121.7
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.1	2.8	2.4	2.6
营运资金变动	-1115	518	-356	-103	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	842	1422	700	1088	EPS	2.16	0.94	1.12	1.30
投资活动现金净流量	-877	27	48	74	P/E	11.0	25.5	21.2	18.4
筹资活动现金净流量	1240	-100	0	0	P/S	3.6	3.4	3.2	3.0
现金流量净额	1,205	1,349	748	1,161	P/B	4.0	3.4	3.0	2.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。