

中炬高新 (600872.SH)

改革持续调整中，利润率提升明显

美味鲜 Q3 收入/归母净利润同比增长 2.63%/29.56%，调味品业务企稳，利润率提升明显，四季度低基数下有望快速增长。展望明年，经历波折后公司改革推进将更稳健，叠加政策刺激下餐饮需求有望恢复，收入增长有望提速，利润端效率继续优化，给予 24-25 年 EPS 预测为 0.93、1.11 元，预计 24 年美味鲜归母净利润 7.1 亿，给予 25 倍 PE，加上公司土地价值 50 亿，目标市值 228 亿，维持“强烈推荐”评级。

□ **2024Q3 收入/归母净利润分别同比+2.23%/+32.90%**。公司披露 2024 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 39.46/5.76/5.52 亿元，分别同比-0.17%/+145.28%/+19.25%。单 Q3 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 13.28/2.26/2.13 亿元，分别同比+2.23%/+32.90%/+27.66%。美味鲜公司前三季度实现收入/归母净利润 38.08/5.57 亿元，分别同比+0.46%/+17.40%，单 Q3 实现收入/归母净利润 12.51/2.06 亿元，分别同比+2.63%/+29.56%。

□ **及时调整改革痛点，Q3 调味品业务企稳**。公司 Q3 针对前期改革遇到的问题积极调整，7-8 月主动降库存，9 月对部分产品提价以费用形式投入市场，Q3 主营收入同比下降 0.18%。分产品看，24Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入 7.41/1.81/1.30/1.47 亿元，同比+0.47%/+13.99%/-9.16%/-9.05%，酱油恢复增长，鸡精鸡粉保持快速增长，食用油和其他产品有所下滑。分区域看，24Q3 末全国经销商数量 2395 家，环比 Q2 末净增加 110 家，东部/南部/中西部/北部区域分别净变动+14/-13/+23/+86 家，Q3 各区域收入分别同比+8.57%/+1.20%/-12.94%/+2.53%，除中西部弱势市场下滑，南部和北部市场都已经企稳增长。

□ **毛利率继续提升，费用投入有所控制**。Q3 公司毛利率 38.8%，同比提升 5.0pcts，环比 Q2 提升 2.6pcts，除受益原材料成本下降外，公司采购、生产、运输等供应链效率优化成效显著。Q3 销售/管理/研发费用率分别为 6.3%/7.0%/2.8%，分别同比-1.9/+1.1/-0.7pcts，上半年渠道改革费用投入力度较大，Q3 主动控制有所收缩。受毛利率提升带动，公司 Q3 实现归母净利润率 17.1%，同比提升 3.9pcts。

□ **投资建议：改革持续调整中，利润率提升明显，维持“强烈推荐”评级**。公司三季度招聘营销人员、调整渠道库存，针对二季度暴露的问题积极调整，调味品业务逐渐企稳，四季度低基数下有望快速增长。展望明年，经历波折后公司改革推进将更稳健，叠加政策刺激下餐饮需求有望恢复，收入增长有望提速，利润端效率继续优化，给予 24-25 年 EPS 预测为 0.93、1.11 元，预计 24 年美味鲜归母净利润 7.1 亿，给予 25 倍 PE，加上公司土地价值 50 亿，目标市值 228 亿，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：需求下行、行业竞争阶段性加剧、改革短期波动等**

强烈推荐（维持）

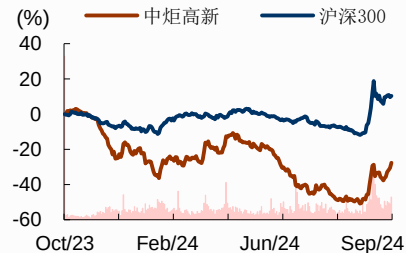
消费品/食品饮料
目标股价：29.00 元
当前股价：23.87 元

基础数据

总股本（百万股）	783
已上市流通股（百万股）	771
总市值（十亿元）	18.7
流通市值（十亿元）	18.4
每股净资产（MRQ）	6.2
ROE（TTM）	72.5
资产负债率	27.1%
主要股东	中山火炬集团有限公司
主要股东持股比例	11.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	34	-17	-25
相对表现	17	-29	-38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中炬高新（600872）—Q2 阶段性承压，调整优化改革痛点》2024-08-12
- 《中炬高新（600872）—Q1 利润开门红，改革初见成效》2024-04-24
- 《中炬高新（600872）—股权激励落地，三年战略再出发》2024-03-31

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

✉ tiandi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5341	5139	5303	5818	6522
同比增长	4%	-4%	3%	10%	12%
营业利润(百万元)	706	633	838	999	1189
同比增长	-20%	-10%	32%	19%	19%
归母净利润(百万元)	(592)	1697	733	873	1038
同比增长	-180%	-387%	-57%	19%	19%
每股收益(元)	-0.75	2.16	0.93	1.11	1.32
PE	-31.7	11.0	25.6	21.5	18.1
PB	6.2	4.0	3.7	3.2	2.9

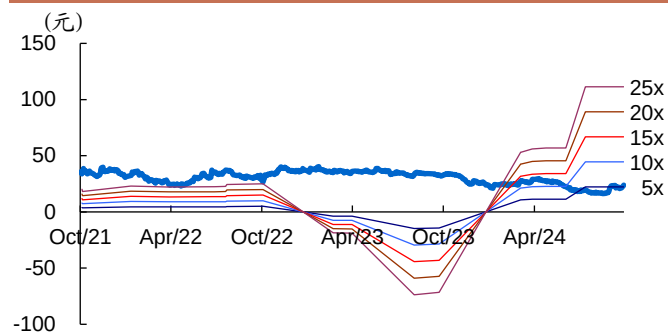
资料来源：公司数据、招商证券

中炬高新单季度利润表

单位：百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	2022	2023
一、营业总收入	1385	1367	1288	1299	1186	1485	1134	1328	5341	5139
二、营业总成本	1227	1197	1118	1104	1154	1202	1024	1041	4707	4574
其中：营业成本	947	937	869	859	793	936	724	812	3648	3458
营业税金及附加	23	15	15	16	15	14	12	13	88	61
营业费用	138	117	108	105	126	115	168	83	473	457
管理费用	74	88	81	77	132	94	88	93	324	377
研发费用	50	44	46	46	44	43	42	38	179	181
财务费用	-3	-1	-2	-2	-2	-2	3	1	-4	-6
资产减值损失	0	0	0	0	33	0	2	0	0	33
三、其他经营收益	26	15	12	14	26	24	21	22	72	68
其他收益	19	4	4	5	16	11	8	7	40	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
投资收益	8	10	9	9	10	13	12	14	32	38
四、营业利润	184	184	182	209	58	307	131	309	706	633
加：营业外收入	1	1	1	1	1179	1	0	0	3	1181
减：营业外支出	1179	0	1739	1	-1727	2	3	5	1183	13
五、利润总额	-993	185	-1556	209	2964	307	127	304	-474	1802
减：所得税	8	25	23	27	-10	45	4	53	80	65
六、净利润	-1002	159	-1580	182	2975	262	124	252	-555	1737
减：少数股东损益	9	10	13	12	5	23	13	25	38	40
七、归属母公司净利润	-1011	150	-1593	170	2969	239	111	226	-592	1697
EPS	-1.29	0.19	-2.03	0.22	3.78	0.30	0.14	0.28	-0.75	2.16
主要比率										
毛利率	31.7%	31.4%	32.5%	33.9%	33.1%	37.0%	36.2%	38.8%	31.7%	32.7%
主营税金率	1.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%	1.1%	1.0%	1.7%	1.2%
营业费率	9.9%	8.6%	8.4%	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%	8.9%	8.9%
管理费费率	5.3%	6.4%	6.3%	5.9%	11.2%	6.4%	7.8%	7.0%	6.1%	7.3%
营业利润率	13.3%	13.5%	14.1%	16.1%	4.9%	20.7%	11.5%	23.3%	13.2%	12.3%
实际税率	-0.8%	13.6%	-1.5%	12.7%	-0.4%	14.7%	3.0%	17.4%	-16.9%	3.6%
净利率	-73.0%	11.0%	-123.7%	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%	17.1%	-11.1%	33.0%
YoY										
收入增长率	-18.7%	1.5%	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%	4.4%	-3.8%
营业利润增长率	-55.2%	-7.3%	-6.5%	62.4%	-68.5%	67.1%	-28.1%	47.6%	-19.6%	-10.3%
净利润增长率	-369.4%	-5.5%	-1129.4%	61.3%	-393.7%	59.7%	-107.0%	32.9%	-179.8%	-386.5%

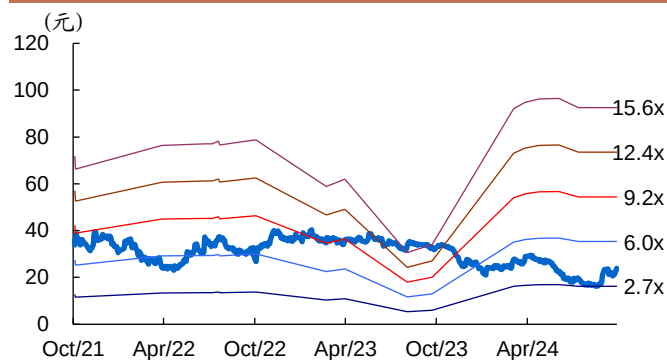
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中炬高新历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中炬高新历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中炬高新（600872）—Q2 阶段性承压，调整优化改革痛点》2024-08-12
- 2、《中炬高新（600872）—Q1 利润开门红，改革初见成效》2024-04-24
- 3、《中炬高新（600872）—股权激励落地，三年战略再出发》2024-03-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3237	3733	3792	4281	4945
现金	628	500	588	811	1094
交易性投资	0	220	220	220	220
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	50	75	61	67	76
其它应收款	21	16	17	19	21
存货	1670	1618	1562	1691	1883
其他	868	1302	1343	1473	1651
非流动资产	2986	2986	3244	3477	3688
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1609	1906	2187	2440	2669
无形资产商誉	190	183	165	148	133
其他	1183	893	889	885	882
资产总计	6223	6719	7035	7759	8633
流动负债	1427	1337	1218	1268	1342
短期借款	0	100	0	0	0
应付账款	751	544	527	571	636
预收账款	157	108	105	114	127
其他	519	585	586	583	579
长期负债	1331	181	181	181	181
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1331	181	181	181	181
负债合计	2759	1518	1399	1449	1523
股本	785	785	785	785	785
资本公积金	(597)	(597)	(597)	(597)	(597)
留存收益	2820	4516	4935	5587	6364
少数股东权益	456	496	513	534	558
归属于母公司所有者权益	3009	4705	5123	5776	6552
负债及权益合计	6223	6719	7035	7759	8633

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	678	842	899	835	932
净利润	(592)	1697	733	873	1038
折旧摊销	178	188	210	234	257
财务费用	(4)	(6)	(5)	(10)	(14)
投资收益	(32)	(38)	(68)	(68)	(68)
营运资金变动	1083	(1026)	14	(219)	(310)
其它	45	27	16	25	30
投资活动现金流	(353)	(877)	(402)	(402)	(402)
资本支出	(387)	(272)	(470)	(470)	(470)
其他投资	34	(605)	68	68	68
筹资活动现金流	(173)	(5)	(410)	(209)	(247)
借款变动	(1396)	1152	(101)	0	0
普通股增加	(11)	0	0	0	0
资本公积增加	296	0	0	0	0
股利分配	(239)	0	(314)	(220)	(262)
其他	1177	(1157)	5	10	14
现金净增加额	152	(40)	88	223	283

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5341	5139	5303	5818	6522
营业成本	3648	3458	3355	3631	4045
营业税金及附加	88	61	63	69	77
营业费用	473	457	514	535	567
管理费用	324	377	400	439	479
研发费用	179	181	176	193	216
财务费用	(4)	(6)	(5)	(10)	(14)
资产减值损失	(0)	(46)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	40	29	29	29	29
投资收益	32	38	38	38	38
营业利润	706	633	838	999	1189
营业外收入	3	1181	10	10	10
营业外支出	1183	13	10	10	10
利润总额	(474)	1802	838	999	1189
所得税	80	65	88	106	127
少数股东损益	38	40	17	21	25
归属于母公司净利润	(592)	1697	733	873	1038

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	4%	-4%	3%	10%	12%
营业利润	-20%	-10%	32%	19%	19%
归母净利润	-180%	-387%	-57%	19%	19%
获利能力					
毛利率	31.7%	32.7%	36.7%	37.6%	38.0%
净利率	-11.1%	33.0%	13.8%	15.0%	15.9%
ROE	-19.7%	36.1%	14.3%	15.1%	15.8%
ROIC	23.4%	11.4%	13.2%	13.9%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	44.3%	22.6%	19.9%	18.7%	17.6%
净负债比率	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.8	3.1	3.4	3.7
速动比率	1.1	1.6	1.8	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8
存货周转率	2.2	2.1	2.1	2.2	2.3
应收账款周转率	131.0	81.5	77.6	90.3	91.2
应付账款周转率	4.4	5.3	6.3	6.6	6.7
每股资料(元)					
EPS	-0.75	2.16	0.93	1.11	1.32
每股经营净现金	0.86	1.07	1.15	1.06	1.19
每股净资产	3.83	5.99	6.52	7.35	8.34
每股股利	0.00	0.40	0.28	0.33	0.40
估值比率					
PE	-31.7	11.0	25.6	21.5	18.1
PB	6.2	4.0	3.7	3.2	2.9
EV/EBITDA	23.7	25.6	19.6	16.7	14.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。