



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 09 日

基础数据

04 月 08 日收盘价（元）	19.89
总市值（亿元）	155.78
总股本（亿股）	7.83

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】中炬高新 24H1 财报点评：改革推行有起落，业绩表现显阵痛-2024.08.09

【兴证食饮】中炬高新 24Q1 季报点评：改革初显成效，盈利提升超预期-2024.04.24

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009

linjiawen95@xyzq.com.cn

中炬高新(600872.SH)

土地征收贡献额外收入，美味鲜业绩符合预期

投资要点：

事件：公司公告 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 55.19/8.93/6.71 亿元，同比+7.39%/-47.37%/+27.97%，业绩基本落在预告中枢。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 15.73/3.17/1.19 亿元，同比+32.59%/-89.33%/+93.95%。其中，2024 年美味鲜实现营收/归母净利润 50.8/7.1 亿元，同比+2.9%/+26.2%，24Q4 美味鲜实现营收/归母净利润 12.7/1.5 亿元，同比+11.0%/+74.5%。

全年土地征收贡献较大增量，Q4 美味鲜调味品收入符合预期。2024 年公司收入同比+7.39%，拆分如下：1）母公司收入 3.58 亿元，同比+2.24 亿元，主要系集团总部确认征地收入 2.84 亿元与商品房销售收入减少综合影响；2）美味鲜收入同比+2.9%，其中调味品收入同比-0.23%。24Q4 公司收入同比+32.59%，拆分如下：1）母公司收入 2.96 亿元，同比+2.77 亿元，主要系土地征收款确认所致；2）美味鲜收入同比+11.0%，调味品收入同比+8.0%，调味品收入呈现同比高个位数增长，预计与春节备货错峰有关。

成本红利、效率提升、运费调整，三者协同提振毛利率。2024 年毛利率为 39.78%，同比+7.07pct，其中美味鲜毛利率为 36.98%，同比+4.3pct，调味品毛利率提升与成本红利、生产效率提升，及运费口径调整有关，此外预计母公司在商品房销售下降背景下成本下降，但土地征收补偿确认收入较大，综合对公司整体毛利率也产生一定提振。

全年扣非后盈利能力改善，Q4 美味鲜盈利能力维持提升。2024 年归母净利率 16.18%，同比-16.84pct，扣非归母净利率 12.15%，同比+1.95pct，美味鲜归母净利率为 13.9%，同比+2.6pct，毛利率提升对冲费用投入增加，美味鲜盈利能力提升。24Q4 美味鲜归母净利率为 11.8%，同比+4.3pct，毛利率提升叠加备货旺季自然动销好，费用投入收窄，盈利能力维持提升。

盈利预测与投资建议：暂不考虑土地征收带来的额外收入贡献、后续收购增厚业绩的可能，但考虑股权激励费用的影响，我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 60.54/68.48/78.77 亿元，同比+9.7%/+13.1%/+15.0%，实现归母净利润 9.04/10.26/12.43 亿元，同比+1.2%/+13.5%/+21.1%，对应 2025 年 4 月 8 日收盘价，PE 估值为 17/15/13x，维持“增持”评级。

● 风险提示：渠道改革扩张效果低于预期；新团队调整幅度较大、磨合时间较长。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5519	6054	6848	7877
同比增长	7.4%	9.7%	13.1%	15.0%
归母净利润（百万元）	893	904	1026	1243
同比增长	-47.4%	1.2%	13.5%	21.1%
毛利率	39.8%	37.3%	37.1%	37.5%
ROE	15.9%	15.7%	17.2%	20.1%
每股收益（元）	1.14	1.15	1.31	1.59
市盈率	17.4	17.2	15.2	12.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 55.19/8.93/6.71 亿元，同比+7.39%/-47.37%/+27.97%，业绩基本落在预告中枢。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 15.73/3.17/1.19 亿元，同比+32.59%/-89.33%/+93.95%。其中，2024 年美味鲜实现营收/归母净利润 50.8/7.1 亿元，同比+2.9%/+26.2%，24Q4 美味鲜实现营收/归母净利润 12.7/1.5 亿元，同比+11.0%/+74.5%。2024 年公司基本 EPS 为 1.14 元。

点评

全年土地征收贡献较大增量，Q4 美味鲜调味品收入符合预期。2024 年公司收入同比+7.39%，拆分如下：1）母公司收入 3.58 亿元，同比+2.24 亿元，主要系集团总部确认征地收入 2.84 亿元与商品房销售收入减少综合影响；2）美味鲜收入同比+2.9%，其中调味品收入同比-0.23%，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品同比-1.50%/-0.23%/+27.03%/-11.85%，其中酱油量增价减（量同比+3.99%，均价同比-5.27%），价格的下降预计与性价比需求的提升、餐饮产品的推广，及市场竞争下买赠等支持力度提升有关，食用油量增明显（同比+35.16%），预计与公司调整产品策略有关；此外公司加大非强势市场开拓，2024 年末经销商数量 2554 家，同比净增 470 家，其中中西部、北部区域分别净增 143、226 家。24Q4 公司收入同比+32.59%，拆分如下：1）母公司收入 2.96 亿元，同比+2.77 亿元，主要系土地征收款确认所致；2）美味鲜收入同比+11.0%，24Q4 公司收现同比+18.54%，增速略快于美味鲜收入增速，调味品收入同比+8.0%，其中酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品同比+1.66%/-12.36%/+106.14%/-7.87%，美味鲜的调味品收入呈现同比高个位数增长，预计与春节备货错峰有关。

成本红利、效率提升、运费调整，三者协同提振毛利率。2024 年毛利率为 39.78%，同比+7.07pct，其中美味鲜毛利率为 36.98%，同比+4.3pct，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品毛利率为 43.56%/46.14%/13.05%/20.18%，同比分别+5.80pct/+4.14pct/+9.83pct/+2.75pct，调味品毛利率提升与成本红利、生产效率提升，及运费口径调整有关，酱油、鸡精鸡粉直接材料吨成本同比分别-8.37%/-10.02%，此外预计母公司在商品房销售下降背景下成本下降，但土地征收补偿确认收入较大，综合对公司整体毛利率也产生一定提振。24Q4 毛利率 45.84%，同比+12.70%，24Q4 美味鲜毛利率为 35.60%，同比+1.8pct，毛利率同比提升预计与成本红利延续、旺季备货下规模效应，及运费口径调整有关。

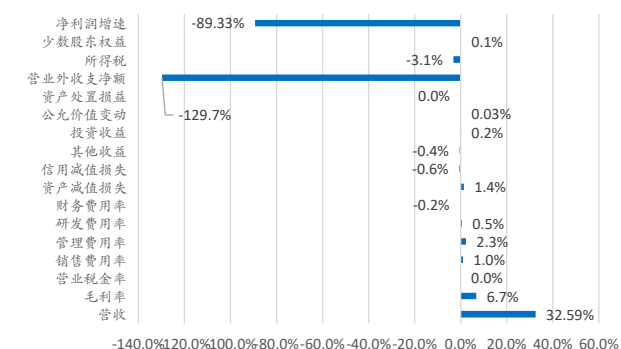
全年扣非后盈利能力改善，Q4 美味鲜盈利能力维持提升。2024 年归母净利率 16.18%，同比-16.84pct，扣非归母净利率 12.15%，同比+1.95pct，由于 2023 年末有诉讼计提冲回因素干扰，公司整体盈利能力看扣非归母净利率更具有代表性，毛利率提升叠加费用投入收窄，盈利能力提升。2024 年美味鲜归母净利率为 13.9%，同比+2.6pct，毛利率提升对冲费用投入增加，美味鲜盈利能力提升，从公司整体的费用情况可侧面说明，2024 年总费率为 19.15%，同比-0.49pct，销售/管理/研发/财务费率为 9.14%/6.92%/2.99%/0.10%，同比+0.24pct/-0.43pct/-0.53pct/+0.22pct，其中销售费率提升预计与美味鲜渠道改造投入加大、促销推广加大有关。24Q4 归母净利率 20.15%，扣非归母净利率 7.54%，同比+2.39pct，24Q4 美味鲜归母净利率为 11.8%，同比+4.3pct，毛利率提升叠加备货旺季自然动销好，费用投入收窄，盈利能力维持提升，24Q4 总费率为 18.54%，同比-6.87pct，销售/管理/研发/财务费率为 8.81%/6.76%/2.71%/0.26%，同比-1.85pct/-4.40pct/-1.03pct/+0.41pct。

激励靴子落地，美味鲜三年剑指百亿。公司发布针对新管理班子团队的激励方案，计划授予不超过 1438.80 万股，占总股本比重 1.84%，股票来源为公司回购账户，授予价格 14.19 元/股，激励对象包括中高层管理、核心骨干等 329 人，认购资金由激励对象自筹。考核三期，考核条件为：1) 24-26 年收入同比增长不低于 12.0%/17.9%/47.7%；2) 24-26 年营业利润率不低于 15.0%/16.5%/18.0%；3) 24-26 年净资产收益率不低于 14.0%/15.5%/20%。同时，公司公告美味鲜三年战略方案，2026 年美味鲜营业收入目标 100 亿元，营业利润目标 15 亿元。战略方案的设定均较有进取意识，其中 2026 年业绩指标较高，暗含收并购可能性，结合激励方案的同步推进，预计新管理团队动力较为充足，期待 2026 年的百亿厨邦。

盈利预测与投资建议：暂不考虑土地征收带来的额外收入贡献、后续收并购增厚业绩的可能，但考虑股权激励费用的影响，我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 60.54/68.48/78.77 亿元，同比+9.7%/+13.1%/+15.0%，实现归母净利润 9.04/10.26/12.43 亿元，同比+1.2%/+13.5%/+21.1%，对应 2025 年 4 月 8 日收盘价，PE 估值为 17/15/13x，维持“增持”评级。

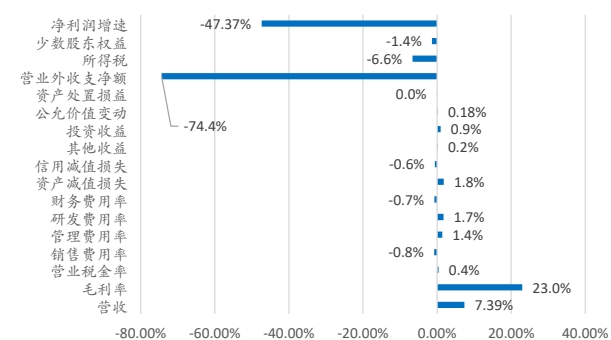
风险提示：渠道改革扩张效果低于预期；新团队调整幅度较大、磨合时间较长。

图1、24Q4 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024 年归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5195	4842	5113	5195
货币资金	693	1578	1838	1774
交易性金融资产	134	177	156	166
应收票据及应收账款	416	89	63	94
预付款项	26	14	18	14
存货	1531	1632	1560	1515
其他	2396	1351	1477	1631
非流动资产	3041	3043	3258	3396
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	2004	2034	2240	2359
在建工程	142	150	157	165
无形资产	169	140	123	105
商誉	2	2	2	2
其他	720	714	733	762
资产总计	8237	7885	8370	8591
流动负债	2244	1714	1997	1980
短期借款	620	180	225	281
应付票据及应付账款	538	546	685	627
其他	1086	988	1087	1071
非流动负债	223	234	246	255
长期借款	50	50	50	50
其他	173	183	196	205
负债合计	2467	1948	2244	2235
股本	783	783	783	783
未分配利润	4644	4716	4797	4896
少数股东权益	156	161	166	172
股东权益合计	5770	5937	6127	6356
负债及权益合计	8237	7885	8370	8591

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	893	904	1026	1243
折旧和摊销	190	141	155	166
营运资金的变动	-267	231	282	-4
经营活动产生现金流量	1088	377	433	154
资本支出	-282	-14	-202	-115
长期投资	-979	82	-24	-1
投资活动产生现金流量	-1239	894	512	543
债券融资	563	-441	45	56
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	338	301	888	1072
现金净变动	187	886	260	-64

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5519	6054	6848	7877
营业成本	3323	3796	4310	4920
税金及附加	58	79	81	93
销售费用	504	543	616	712
管理费用	382	432	481	512
研发费用	165	197	214	251
财务费用	6	-16	-25	-27
投资收益	57	42	46	48
公允价值变动收益	3	2	3	2
信用减值损失	-23	-18	-20	-19
资产减值损失	-5	-13	-17	-12
营业利润	1147	1072	1215	1470
营业外收支	-7	-6	-6	-6
利润总额	1140	1066	1209	1464
所得税	181	160	181	220
净利润	959	906	1028	1244
少数股东损益	66	2	1	2
归属母公司净利润	893	904	1026	1243
EPS (元)	1.14	1.15	1.31	1.59

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	7.4%	9.7%	13.1%	15.0%
营业利润增长率	81.2%	-6.5%	13.4%	21.0%
归母净利润增长率	-47.4%	1.2%	13.5%	21.1%
盈利能力				
毛利率	39.8%	37.3%	37.1%	37.6%
归母净利率	16.2%	15.0%	15.1%	15.8%
ROE	15.9%	15.6%	17.2%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	29.9%	24.7%	26.8%	26.0%
流动比率	2.32	2.82	2.56	2.62
速动比率	1.63	1.87	1.78	1.86
营运能力				
资产周转率	0.74	0.75	0.84	0.93
每股资料 (元)				
每股收益	1.14	1.15	1.31	1.59
每股经营现金	1.39	0.48	0.55	0.20
估值比率 (倍)				
PE	17	17	15	13
PB	2.7	2.6	2.5	2.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn