

中炬高新 (600872.SH)

美味鲜稳健收官，期待改革动能释放

美味鲜 Q4 收入/归母净利润同比+11.0%/+74.4%，利润显著改善。展望 25 年，公司继续推进改革，经历波折后公司改革推进将更稳健，并加大并购与渠道拓展，营收有望延续稳健增长，利润端主业美味鲜受益于成本下降，以及少数股权收回，预计增速快于利润，公司整体利润平稳，我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.19、1.36 元，对应 25 年 18X 估值，预计 25 年美味鲜归母净利润 8.3 亿，维持“强烈推荐”评级。

□ 美味鲜 Q4 收入/归母净利润同比+11.0%/+74.4%，利润显著改善。公司 2024 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 55.19/8.93/6.71 亿元，分别同比 +7.39%/-47.36%/+27.97%，收入增长受益于主业调味品板块增长及土地收入确认，归母净利润下滑主要因工业联合案件撤诉冲回预计负债影响，扣非净利润增长得益于成本下降及费用端降本增效。其中美味鲜收入 50.75 亿，同比+2.89%，归母净利润 7.07 亿，同比+26.1%。24Q4 公司营业收入/归母净利润/扣非净利润分别同比+32.59%/-89.33%/+93.95%，其中美味鲜 Q4 收入/归母净利润同比分别+11.0%/+74.4%。Q4 公司经营性净现金流 1.74 亿元，同比改善 5,850 万元，现金回款 16.67 亿，同比+18.54%。公司 24 年现金分红 3.27 亿，现金回购 1.01 亿，相当于合计分红(含税)4.28 亿，分红率 47.9%。

□ 食用油增长亮眼，渠道下沉策略见效。24 年公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别同比-1.50%/-0.23%/+27.03%/-11.85%，其中食用油增长亮眼主要系渠道下沉与产品结构优化驱动。经销商数量全年净增 470 家至 2554 家，区县开发率达 75.35%，地级市覆盖率提升至 95.81%，渠道网络密度持续增强。分品类量价表现看，酱油收入 29.82 亿元（同比-1.50%，量-1.12%、价-0.38%），鸡精鸡粉 6.74 亿元（同比-0.23%，量+2.15%、价-2.32%），食用油 5.67 亿元（同比+27.03%，量+21.34%、价+4.69%），其他产品 6.31 亿元（同比-11.85%，量-8.97%、价-3.19%），均价普遍承压反映促销力度加大与价格体系调整影响。分区域看，东部/南部/中西部/北部经销商分别新增 132/187/98/53 家，中西部增量贡献显著，显示渠道下沉战略成效。

□ 毛利率显著提升，扣非净利率改善明显。2024 年公司调味品毛利率 37.32%，同比提升 5.13pcts，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品毛利率分别同比 +5.80/+4.14/+9.83/+2.75pcts，主要品类受益原材料采购单价下降及生产效率提升。全年销售费用率 9.14%同比微增 0.24pct，管理费用率 6.92%同比下降 0.43pct，实现扣非净利率 12.15%同比提升 1.95pct。单 Q4 来看，公司毛利率/销售费用率/管理费用率分别同比+12.70/-1.85/-4.40pcts，毛利率显著改善主要在于原材料及部分包材价格下降，以及生产效率提升所致，扣非净利率同比提升 2.39pcts 至 7.54%，Q4 美味鲜净利率 11.8%，同比+4.3pcts，盈利显著改善。

□ 25 年展望：改革推进多渠道发展，盈利能力继续改善。公司 24 年启动改革，推进营销变革、研发创新、运营优化等战略举措，并通过薪酬改革、组织效能强化等措施推动管理机制重塑。此外，公司无偿收回厨邦少数股权，后续年度每年增厚约 6000-8000 万元的净利润，同时加快非主业剥离，完成了中山站及周边 52.97 亩土地的征收工作，总征地价款 2.93 亿元，剩余的土地及

强烈推荐 (维持)

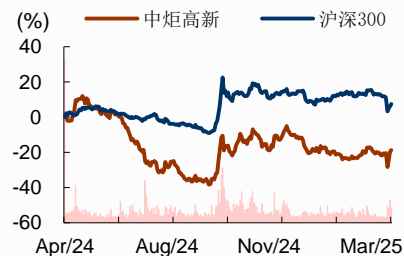
消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 21.4 元

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)	16.8
流通市值 (十亿元)	16.5
每股净资产 (MRQ)	7.2
ROE (TTM)	15.9
资产负债率	29.9%
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	4	0	-20
相对表现	9	7	-26



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中炬高新 (600872) — 改革持续调整中，利润率提升明显》2024-10-28
- 《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

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

tianidi@cmschina.com.cn

房地产业务也在积极推进处理。25 年看，公司继续改革步伐，加大餐饮、定制等渠道发展，并计划通过产业并购，补齐短板或空白品类。利润端看，一方面有望继续享受成本下降带来的红利，另一方面少数股权收回也会增厚利润，预计全年美味鲜利润增速快于收入，盈利能力提升。

□ **投资建议：美味鲜稳健收官，期待改革动能释放，维持“强烈推荐”评级。**

美味鲜 Q4 收入/归母净利润同比+11.0%/+74.4%，利润显著改善。展望 25 年，公司继续推进改革，经历波折后公司改革推进将更稳健，并加大并购与渠道拓展，营收有望延续稳健增长，利润端主业美味鲜受益于成本下降，以及少数股权收回，预计增速快于收入，公司整体利润平稳，我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.19、1.36 元，对应 25 年 18X 估值，预计 25 年美味鲜归母净利润 8.3 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**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5139	5519	5892	6453	7176
同比增长	-4%	7%	7%	10%	11%
营业利润(百万元)	633	1147	1131	1283	1425
同比增长	-10%	81%	-1%	13%	11%
归母净利润(百万元)	1697	893	936	1062	1179
同比增长	-387%	-47%	5%	13%	11%
每股收益(元)	2.16	1.14	1.19	1.36	1.51
PE	9.9	18.8	17.9	15.8	14.2
PB	3.6	3.0	2.7	2.4	2.2

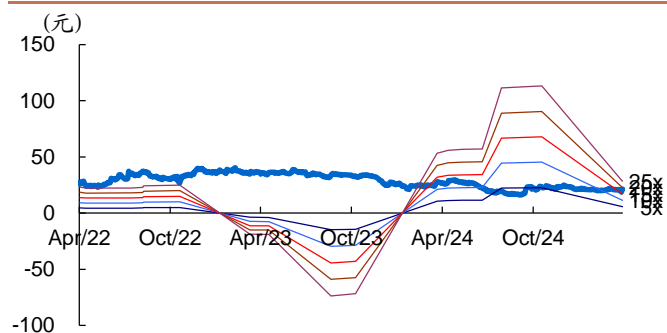
资料来源：公司数据、招商证券

中炬高新单季度利润表

单位: 百万元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2023	2024
一、营业总收入	1367	1288	1299	1186	1485	1134	1328	1573	5139	5519
二、营业总成本	1197	1118	1104	1154	1202	1024	1041	1200	4574	4467
其中: 营业成本	937	869	859	793	936	724	812	852	3458	3323
营业税金及附加	15	15	16	15	14	12	13	19	61	58
营业费用	117	108	105	126	115	168	83	139	457	504
管理费用	88	81	77	132	94	88	93	106	377	382
研发费用	44	46	46	44	43	42	38	43	181	165
财务费用	-1	-2	-2	-2	-2	3	1	4	-6	6
资产减值损失	0	0	0	33	0	2	0	3	33	5
三、其他经营收益	15	12	14	26	24	21	22	27	68	95
其他收益	4	4	5	16	11	8	7	8	29	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	1	1	1	0	3
投资收益	10	9	9	10	13	12	14	18	38	57
四、营业利润	184	182	209	58	307	131	309	400	633	1147
加: 营业外收入	1	1	1	1179	1	0	0	1	1181	3
减: 营业外支出	0	1739	1	-1727	2	3	5	-1	13	9
五、利润总额	185	-1556	209	2964	307	127	304	402	1802	1140
减: 所得税	25	23	27	-10	45	4	53	80	65	181
六、净利润	159	-1580	182	2975	262	124	252	322	1737	959
减: 少数股东损益	10	13	12	5	23	13	25	5	40	66
七、归属母公司净利润	150	-1593	170	2969	239	111	226	317	1697	893
EPS	0.19	-2.03	0.22	3.78	0.30	0.14	0.28	0.40	2.13	1.12
主要比率										
毛利率	31.4%	32.5%	33.9%	33.1%	37.0%	36.2%	38.8%	45.8%	32.7%	39.8%
主营税金率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%
营业费率	8.6%	8.4%	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%	8.8%	8.9%	9.1%
管理费率为	6.4%	6.3%	5.9%	11.2%	6.4%	7.8%	7.0%	6.8%	7.3%	6.9%
营业利润率	13.5%	14.1%	16.1%	4.9%	20.7%	11.5%	23.3%	25.4%	12.3%	20.8%
实际税率	13.6%	-1.5%	12.7%	-0.4%	14.7%	3.0%	17.4%	19.8%	3.6%	15.9%
净利率	11.0%	-123.7%	13.1%	250.3%	16.1%	9.8%	17.1%	20.1%	33.0%	16.2%
YoY										
收入增长率	1.5%	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%	32.6%	-3.8%	7.4%
营业利润增长率	-7.3%	-6.5%	62.4%	-68.5%	67.1%	-28.1%	47.6%	590.2%	-10.3%	81.2%
净利润增长率	-5.5%	-1129.4%	61.3%	-393.7%	59.7%	-107.0%	32.9%	-89.3%	-386.5%	-47.4%

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）—改革持续调整中，利润率提升明显》2024-10-28
- 2、《中炬高新（600872）—Q2 阶段性承压，调整优化改革痛点》2024-08-12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3733	5195	5228	5833	6605
现金	500	693	476	628	839
交易性投资	220	134	134	134	134
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	75	416	424	464	516
其它应收款	16	9	10	11	12
存货	1618	1531	1609	1775	1967
其他	1302	2413	2576	2821	3137
非流动资产	2986	3041	3114	3181	3243
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1906	2004	2097	2182	2260
无形资产商誉	183	171	154	138	124
其他	893	863	860	857	855
资产总计	6719	8237	8343	9014	9848
流动负债	1337	2244	1738	1717	1790
短期借款	100	620	84	0	0
应付账款	544	538	569	627	695
预收账款	108	92	97	107	118
其他	585	994	989	983	977
长期负债	181	223	223	223	223
长期借款	0	50	50	50	50
其他	181	173	173	173	173
负债合计	1518	2467	1961	1940	2013
股本	785	783	783	783	783
资本公积金	(597)	154	154	154	154
留存收益	4516	4677	5283	5971	6725
少数股东权益	496	156	161	166	172
归属于母公司所有者权益	4705	5614	6221	6908	7663
负债及权益合计	6719	8237	8343	9014	9848

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	842	1088	892	834	853
净利润	1737	959	940	1067	1185
折旧摊销	188	188	197	203	209
财务费用	(6)	6	15	(3)	(8)
投资收益	(38)	(57)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	(1026)	(10)	(218)	(392)	(492)
其它	(14)	2	2	4	4
投资活动现金流	(877)	(1239)	(226)	(226)	(226)
资本支出	(272)	(305)	(271)	(271)	(271)
其他投资	(605)	(934)	45	45	45
筹资活动现金流	(5)	338	(883)	(455)	(416)
借款变动	1152	(84)	(539)	(84)	0
普通股增加	0	(2)	0	0	0
资本公积增加	0	751	0	0	0
股利分配	0	(314)	(329)	(374)	(425)
其他	(1157)	(13)	(15)	3	8
现金净增加额	(40)	187	(217)	152	211

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5139	5519	5892	6453	7176
营业成本	3458	3323	3511	3873	4292
营业税金及附加	61	58	62	68	76
营业费用	457	504	556	577	642
管理费用	377	382	437	459	533
研发费用	181	165	176	193	214
财务费用	(6)	6	15	(3)	(8)
资产减值损失	(46)	(28)	(48)	(48)	(48)
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
其他收益	29	35	15	15	15
投资收益	38	57	27	27	27
营业利润	633	1147	1131	1283	1425
营业外收入	1181	3	3	3	3
营业外支出	13	9	9	9	9
利润总额	1802	1140	1124	1276	1418
所得税	65	181	184	209	233
少数股东损益	40	66	5	5	6
归属于母公司净利润	1697	893	936	1062	1179

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	7%	7%	10%	11%
营业利润	-10%	81%	-1%	13%	11%
归母净利润	-387%	-47%	5%	13%	11%
获利能力					
毛利率	32.7%	39.8%	40.4%	40.0%	40.2%
净利率	33.0%	16.2%	15.9%	16.5%	16.4%
ROE	32.6%	15.5%	14.7%	15.0%	15.1%
ROIC	11.4%	14.9%	14.6%	15.0%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	22.6%	29.9%	23.5%	21.5%	20.4%
净负债比率	1.5%	8.2%	1.6%	0.6%	0.5%
流动比率	2.8	2.3	3.0	3.4	3.7
速动比率	1.6	1.6	2.1	2.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3
应收账款周转率	81.5	22.5	14.0	14.5	14.6
应付账款周转率	5.3	6.1	6.3	6.5	6.5
每股资料(元)					
EPS	2.16	1.14	1.19	1.36	1.51
每股经营净现金	1.07	1.39	1.14	1.06	1.09
每股净资产	5.99	7.17	7.94	8.82	9.78
每股股利	0.40	0.42	0.48	0.54	0.60
估值比率					
PE	9.9	18.8	17.9	15.8	14.2
PB	3.6	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	23.1	13.9	13.8	12.5	11.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。