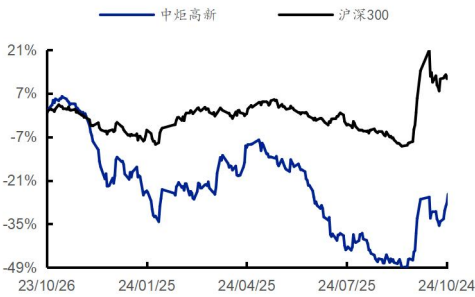


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

三季度业绩环比改善，费用投放显著优化

——中炬高新（600872）2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/10/25		
表现	1M	3M	12M	
中炬高新	32.5%	31.2%	-26.0%	
沪深 300	16.3%	16.4%	12.9%	

市场数据		2024/10/25
当前价格（元）		23.87
52 周价格区间（元）		16.08-34.80
总市值（百万）		18,695.52
流通市值（百万）		18,403.48
总股本（万股）		78,322.24
流通股本（万股）		77,098.79
日均成交额（百万）		602.77
近一月换手（%）		3.38

相关报告

《中炬高新（600872）2024 年半年报点评：改革阵痛期业绩承压，打磨内功蓄力长期（增持）*调味发酵品 II*刘洁铭，秦一方》——2024-08-11

《中炬高新（600872）2024 年一季报点评：Q1 业绩亮眼，改革持续破局（增持）*调味发酵品 II*刘洁铭，秦一方》——2024-04-24

《中炬高新（600872）2023 年报点评：Q4 改革蓄力，三年规划彰显壮志（增持）*调味发酵品 II*刘洁铭，秦一方》——2024-03-31

《中炬高新（600872）2023 年三季度报点评：主业

事件：

2024 年 10 月 25 日，中炬高新发布 2024 年三季度报。2024 年前三季度公司实现营业收入 39.46 亿元，同比-0.2%；实现归母净利 5.76 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 5.52 亿元，同比+19.3%。单季度看，2024Q3 公司实现营业收入 13.28 亿元，同比+2.2%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比+32.9%；实现扣非归母净利润 2.13 亿元，同比+27.7%。

投资要点：

- **渠道改革逐步理顺，主品类销售回暖。**2024Q3 美味鲜实现营业收入 12.52 亿元，同比+2.8%。分渠道看，分销/直销分别实现营收 11.54/0.46 亿元，分别同比-0.9%/+22.6%。公司二季度由于在经营改革调整初期，对渠道进行梳理，与经销商仍在磨合，分销渠道显著承压（单季度同比下滑 19.7%），2024Q3 降幅大幅收窄，整体看改革趋势向好，渠道变革有序推进，同时直销渠道保持较好增速。分品类看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品分别实现营收 7.41/1.81/1.30/1.47 亿元，分别同比+0.5%/+14.0%/-9.2%/-9.1%，主要品类酱油增速较 2024Q2 环比改善（Q2 同比变化为-22%），同时鸡精鸡粉恢复较快增长，我们认为主要因改革推进，渠道配合度及效率持续提升。公司坚持全国化战略，中西部及北部市场加速布局，东部及南部聚焦经销商质量优化，2024Q3 全国经销商数量净增 110 个，其中东部/南部/中西部/北部分别+14/-13/+23/+86 个。
- **毛利率延续高增趋势，费效比环比大幅改善。**2024Q3 公司毛利率持续提升趋势，同比高增 4.96pct 达 38.82%。我们认为主要受益于：1) 原材料采购成本下降；2) 产品结构优化；3) 生产效率提升；4) 随着公司供应链优化，单吨运输成本或有下降。费用端，2024Q3 销售费用率/管理费用率分别同比-1.86/+1.11pct 至 6.26%/7.01%，环比分别-8.57/-0.74pct。公司二季度由于处于改革前期，费用投入较大，2024Q3 已得到有效控制，后续随着改革效果逐步显现，费用投放的精准度预计仍将提升。综合来看，2024Q3 公司归母净利率为 17.05%，同比+3.94pct。
- **改革步伐坚定，立足长远发展。**当前调味品整体进入存量博弈阶段，且我们认为受宏观消费趋势影响，行业渠道切换速度快，对于处于改

表现稳健，期待后续改革进展（增持）*调味发酵品 II *薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-20

《中炬高新（600872）2023 年一季报点评：Q1 调味品主业实现稳增，业绩迎来改善（增持）*调味发酵品 II *薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-27

革期的企业形成更大的挑战。但 2024 年是公司管理变革和转型升级的启动之年，从 Q3 来看公司改革方向坚定，在新管理层的赋能下全方位对组织架构、渠道、营销、供应链等各方面进行改革和重塑，经营整体向好。后续随着渠道、产品、费用管理等方面逐步理顺，公司改革红利有望持续兑现。

- **盈利预测和投资评级：**公司在存量博弈的环境中主动思变，改革步伐坚定，后续改革成效值得期待。我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 55/63/71 亿元，分别同比+7%/15%/13%；归母净利润 7.35/8.89/10.62 亿元，EPS 分别为 0.94/1.13/1.36 元，对应 PE 分别为 25/21/18 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 内部改革进程具有不确定性；2) 原材料价格上涨拉低盈利；3) 竞争加剧导致销售不及预期；4) 产能投放进度不及预期；5) 房地产业务剥离进度不及预期；6) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5139	5495	6302	7118
增长率(%)	-4	7	15	13
归母净利润（百万元）	1697	735	889	1062
增长率(%)	387	-57	21	19
摊薄每股收益（元）	2.17	0.94	1.13	1.36
ROE(%)	36	14	15	16
P/E	12.77	25.45	21.04	17.61
P/B	4.69	3.57	3.19	2.84
P/S	4.29	3.40	2.97	2.63
EV/EBITDA	27.27	17.09	14.16	11.62

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中炬高新盈利预测表

证券代码：	600872				股价：	23.87		投资评级：	增持		日期：	2024/10/25	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	36%	14%	15%	16%	EPS	2.20	0.94	1.13	1.36				
毛利率	33%	33%	34%	34%	BVPS	5.99	6.69	7.48	8.41				
期间费率	16%	15%	14%	14%	估值								
销售净利率	33%	13%	14%	15%	P/E	12.77	25.45	21.04	17.61				
成长能力					P/B	4.69	3.57	3.19	2.84				
收入增长率	-4%	7%	15%	13%	P/S	4.29	3.40	2.97	2.63				
利润增长率	387%	-57%	21%	19%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.79	0.78	0.81	0.83	营业收入	5139	5495	6302	7118				
应收账款周转率	82.25	71.78	77.31	77.25	营业成本	3458	3660	4172	4698				
存货周转率	2.10	2.19	2.27	2.26	营业税金及附加	61	60	69	79				
偿债能力					销售费用	457	445	507	548				
资产负债率	23%	22%	22%	22%	管理费用	377	368	410	448				
流动比	2.79	2.98	3.11	3.22	财务费用	-6	-5	-12	-18				
速动比	0.61	0.89	1.10	1.31	其他费用/（-收入）	181	181	208	221				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	633	857	1025	1233				
现金及现金等价物	721	1183	1671	2289	营业外净收支	1169	1	9	10				
应收款项	75	79	86	100	利润总额	1802	857	1034	1243				
存货净额	1618	1722	1950	2201	所得税费用	65	124	150	180				
其他流动资产	1319	1324	1328	1333	净利润	1737	733	884	1063				
流动资产合计	3733	4307	5036	5923	少数股东损益	40	-2	-4	1				
固定资产	1906	2036	2163	2287	归属于母公司净利润	1697	735	889	1062				
在建工程	242	198	168	138	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	834	814	781	748	经营活动现金流	842	911	954	1154				
长期股权投资	4	3	3	2	净利润	1697	735	889	1062				
资产总计	6719	7358	8151	9100	少数股东损益	40	-2	-4	1				
短期借款	100	90	118	146	折旧摊销	190	190	204	219				
应付款项	544	707	765	856	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	108	149	160	180	营运资金变动	-1090	5	-92	-79				
其他流动负债	585	498	577	657	投资活动现金流	-877	-232	-222	-229				
流动负债合计	1337	1445	1621	1839	资本支出	-271	-272	-292	-302				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-642	22	25	22				
其他长期负债	181	180	180	180	其他	36	18	44	51				
长期负债合计	181	180	180	180	筹资活动现金流	-5	-218	-243	-307				
负债合计	1518	1624	1801	2019	债务融资	-2	-10	28	27				
股本	785	783	783	783	权益融资	0	11	0	0				
股东权益	5201	5734	6350	7081	其它	-3	-218	-271	-335				
负债和股东权益总计	6719	7358	8151	9100	现金净增加额	-40	462	488	618				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。