

中炬高新 (600872.SH)

第三季度收入同比增长 2.23%，经营状况边际改善

优于大市

核心观点

2024 年第三季度收入同比增长 2.23%。公司公布三季度业绩，2024 前三季度实现营业总收入 39.46 亿元，同比减少 0.17%；实现归母净利润 5.76 亿元，同比减少 145.28%；实现扣非归母净利润 5.52 亿元，同比增长 19.25%；2024 第三季度实现营业总收入 13.28 亿元，同比增长 2.23%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比增长 32.90%；实现扣非归母净利润 2.13 亿元，同比增长 27.66%。

美味鲜增速环比改善，直销渠道增速较好。2024 第三季度美味鲜公司实现收入 12.5 亿元，同比+2.7%，增速环比 2024 第二季度改善。虽然 2024 第三季度公司经营状况边际略有改善，但是终端需求仍然处于较弱状态，短期影响公司改革效果释放。2024 第三季度酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品营收分别为 7.4/1.8/1.3/1.5 亿元，同比+0.5%/+14.0%/-9.2%/-9.0%，其中酱油、鸡精鸡粉增长转正。分渠道看，公司经销/直销收入同比-0.9%/+22.6%，其中预计直销渠道受益于礼赠渠道客户增量。

高毛利产品占比提升，短期调整成果有所显现。2024 年第三季度公司毛利率 38.8%，同比增加 5pct，主要受益于（1）原材料成本价格处于低位，材料采购单价、生产费用、物流成本下降；（2）高毛利产品鸡精鸡粉增速较快，占比同比提升 2pct 至 15%。2024 第三季度公司销售/管理费用率 6.3%/7.0%，同比-1.9%/+1.2pct，主因公司注重费效比，费用投放效率提升。2024Q3 公司扣非归母净利润率 16.0%，同比提升 3.2pct，改革调整已在盈利端有所体现。

改革措施持续推进，四季度及 2025 年有望改善。此前公司对部分鸡精鸡粉产品提价，传导梳理效果仍需观察。由于公司处于改革调整阶段，叠加下游需求短期疲弱，公司经营状况正常波动。2024 年乃公司三年战略期的开局之年与蓄势之年，公司不断推动组织架构等改革措施落地，预计未来推进经销商分级管理等工作，叠加成本端压力不大，四季度及明年表现有望逐季改善。

风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：考虑到下游调味品需求较为疲软，叠加公司内部革新需要磨合，我们下调此前盈利预测，2024-2026 年公司实现营业总收入 53.0/57.9/62.9 亿元（前预测值为 55.4/60.8/66.1 亿元），同比 3.1%/9.4%/8.6%；公司原材料成本价格处于低位，毛利率上行带动盈利改善，2024-2026 年公司实现归母净利润 7.0/7.7/9.0 亿元（前预测值为 7.1/7.8/9.4 亿元）。综上，实现 EPS0.89/0.98/1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 26.4/23.8/20.5 倍，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,296	5,794	6,292
(+/-%)	4.4%	-3.8%	3.1%	9.4%	8.6%
净利润(百万元)	-592	1697	695	771	898
(+/-%)	-179.8%	-386.5%	-59.0%	10.9%	16.5%
每股收益(元)	-0.75	2.16	0.89	0.98	1.15
EBIT Margin	11.8%	11.8%	13.3%	14.3%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	-19.7%	36.1%	13.8%	14.2%	15.3%
市盈率 (PE)	-31.1	10.9	26.4	23.8	20.5
EV/EBITDA	26.5	25.4	21.7	18.9	16.2
市净率 (PB)	6.13	3.92	3.64	3.38	3.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

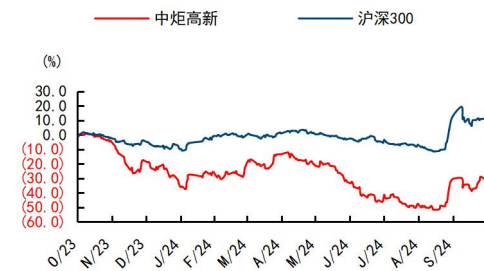
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.47 元
总市值/流通市值	18382/18095 百万元
52 周最高价/最低价	34.80/16.08 元
近 3 个月日均成交额	324.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

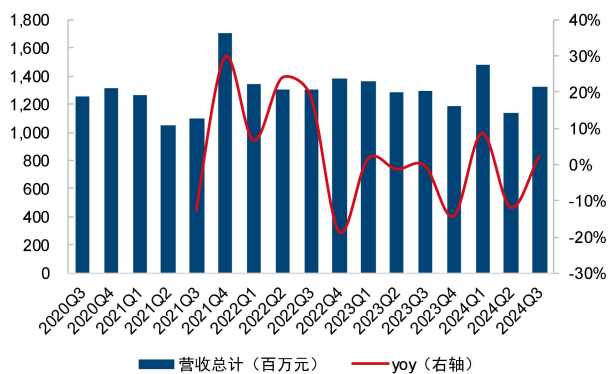
- 《中炬高新 (600872.SH) - 第二季度收入同比减少 12%，改革措施持续推进》——2024-08-12
- 《中炬高新 (600872.SH) - 调味品主业稳步恢复，盈利能力持续改善》——2023-10-23
- 《中炬高新 (600872.SH) - 新增计提负债导致亏损，调味品主业稳步恢复》——2023-09-08
- 《中炬高新 (600872.SH) - 前三季度业绩同比增长 14.3%，调味品主业经营持续恢复》——2022-10-30

中炬高新公布三季度业绩，2024 前三季度实现营业总收入 39.46 亿元，同比减少 0.17%；实现归母净利润 5.76 亿元，同比减少 145.28%；实现扣非归母净利润 5.52 亿元，同比增长 19.25%；2024 第三季度实现营业总收入 13.28 亿元，同比增长 2.23%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比增长 32.90%；实现扣非归母净利润 2.13 亿元，同比增长 27.66%。

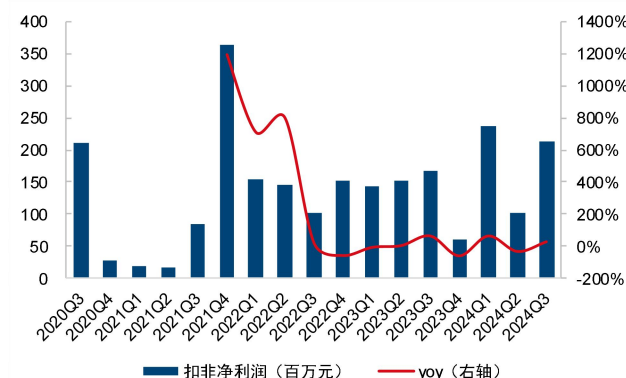
美味鲜增速环比改善，直销渠道增速较好。2024Q3 美味鲜公司实现收入 12.5 亿元，同比+2.7%，增速环比 2024 第二季度改善。虽然 2024 第三季度公司经营状况边际略有改善，但是终端需求仍然处于较弱状态，短期影响公司改革效果释放。2024 第三季度酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品营收分别为 7.4/1.8/1.3/1.5 亿元，同比+0.5%/+14.0%/-9.2%/-9.0%，其中酱油、鸡精鸡粉增长转正。分渠道看，公司经销/直销收入同比-0.9%/+22.6%，其中预计直销渠道受益于礼赠渠道客户增量。

高毛利产品占比提升，短期调整成果有所显现。2024 年第三季度公司毛利率 38.8%，同比增加 5pct，主要受益于（1）原材料成本价格处于低位，材料采购单价、生产费用、物流成本下降；（2）高毛利产品鸡精鸡粉增速较快，占比同比提升 2pct 至 15%。2024 第三季度公司销售/管理费用率 6.3%/7.0%，同比-1.9%/+1.2pct，主因公司注重费效比，费用投放效率提升。2024Q3 公司扣非归母净利润率 16.0%，同比提升 3.2pct，改革调整已在盈利端有所体现。

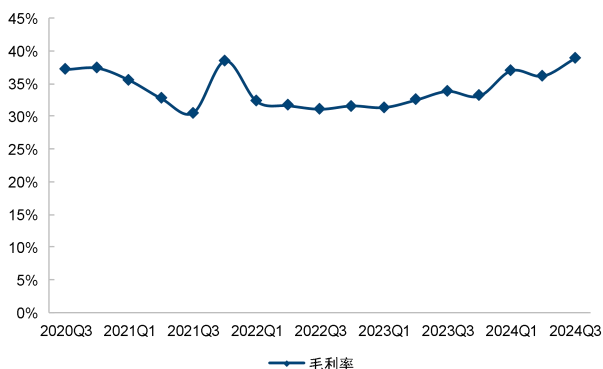
改革措施持续推进，四季度及 2025 年有望改善。此前公司对部分鸡精鸡粉产品提价，传导梳理效果仍需观察。由于公司处于改革调整阶段，叠加下游需求短期疲弱，公司经营状况正常波动。2024 年乃公司三年战略期的开局之年与蓄势之年，公司不断推动组织架构、考核机制等改革措施落地，预计未来持续推进经销商分级管理等工作，叠加成本端压力不大，四季度及明年表现有望逐季改善。

图1：单季度营业收入及增速


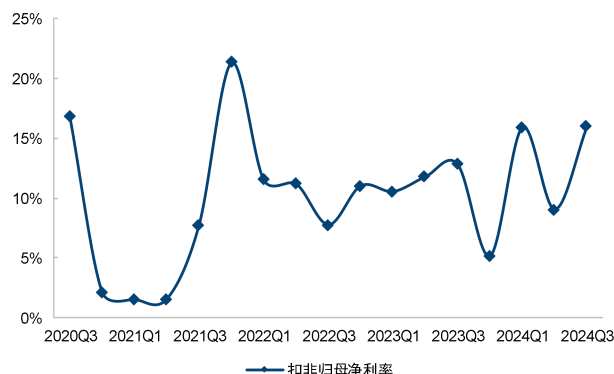
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度扣非归母净利润及增速


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度扣非归母净利润率变化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到下游调味品需求较为疲软, 叠加公司内部革新需要磨合, 我们下调此前盈利预测, 2024-2026 年公司实现营业总收入 53.0/57.9/62.9 亿元 (前预测值为 55.4/60.8/66.1 亿元), 同比 3.1%/9.4%/8.6%; 公司原材料成本价格处于低位, 毛利率上行带动盈利改善, 2024-2026 年公司实现归母净利润 7.0/7.7/9.0 亿元 (前预测值为 7.1/7.8/9.4 亿元)。综上, 实现 EPS0.89/0.98/1.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 26.4/23.8/20.5 倍, 维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现在预测			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5544	6085	6610	5296	5794	6292	-247	-291	-318
收入同比增速%	7.9%	9.8%	8.6%	3.1%	9.4%	8.6%	-4.5%	-4.8%	-4.8%
毛利率%	36.3%	36.3%	36.5%	36.4%	36.4%	36.6%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用率%	10.3%	10.3%	9.2%	10.3%	9.9%	9.1%	0.0%	-0.4%	-0.1%
净利率%	12.9%	12.8%	14.3%	13.1%	13.3%	14.3%	0.3%	0.5%	0.0%
归母净利润 (百万元)	714	778	944	695	771	898	-19	-7	-46
归母净利润同比增速%	-	9.05%	21.33%	-	10.94%	16.47%	-2.60%	-0.91%	-4.89%
EPS (元)	0.91	0.99	1.21	0.89	0.98	1.15	-0.02	-0.01	-0.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024 年 10 月 28 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600872.SH	中炬高新	5.18	23.47	0.89	0.98	26.4	23.8	183.8	优于大市
603288.SH	海天味业	42.16	45.37	1.12	1.24	40.4	36.5	2,522.8	优于大市
603027.SH	千禾味业	25.28	12.90	0.55	0.64	23.4	20.3	132.6	优于大市
600305.SH	恒顺醋业	157.04	8.08	0.13	0.16	60.1	50.2	89.6	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 海天、千禾、恒顺为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	628	500	1207	1418	1694	营业收入	5341	5139	5296	5794	6292
应收款项	71	92	87	79	86	营业成本	3648	3458	3368	3684	3990
存货净额	1670	1618	1559	1703	1845	营业税金及附加	88	61	63	69	75
其他流动资产	868	1302	1059	1159	1258	销售费用	473	457	548	576	575
流动资产合计	3237	3733	4132	4580	5104	管理费用	324	377	416	442	456
固定资产	2106	2148	2138	2208	2259	研发费用	179	181	197	197	208
无形资产及其他	188	182	174	167	160	财务费用	(4)	(6)	0	0	0
投资性房地产	688	652	652	652	652	投资收益	32	38	45	45	45
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	0	34	0	0	0
资产总计	6223	6719	7101	7611	8179	其他收入	(139)	(230)	(117)	(147)	(168)
短期借款及交易性金融负债	2	101	100	100	100	营业利润	706	633	830	921	1072
应付款项	751	544	565	618	669	营业外净收支	(1180)	1169	0	0	0
其他流动负债	675	693	694	753	803	利润总额	(474)	1802	830	921	1072
流动负债合计	1427	1337	1359	1470	1573	所得税费用	80	65	116	129	150
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	38	40	18	20	24
其他长期负债	1331	181	181	181	181	归属于母公司净利润	(592)	1697	695	771	898
长期负债合计	1331	181	181	181	181	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2759	1518	1540	1652	1754	净利润	(592)	1697	695	771	898
少数股东权益	456	496	508	522	538	资产减值准备	0	33	3	1	1
股东权益	3009	4705	5052	5438	5887	折旧摊销	171	179	214	236	256
负债和股东权益总计	6223	6719	7101	7611	8179	公允价值变动损失	(0)	(34)	0	0	0
						财务费用	(4)	(6)	0	0	0
						营运资本变动	1080	(1674)	333	(124)	(145)
						其它	50	7	9	13	15
						经营活动现金流	708	209	1255	897	1025
						资本开支	0	(282)	(200)	(300)	(300)
						其它投资现金流	(0)	(220)	0	0	0
						投资活动现金流	1	(502)	(200)	(300)	(300)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(187)	(1)	(348)	(386)	(449)
						其它融资现金流	(254)	167	(1)	0	0
						融资活动现金流	(629)	165	(348)	(386)	(449)
						现金净变动	80	(128)	706	211	276
						货币资金的期初余额	549	628	500	1207	1418
						货币资金的期末余额	628	500	1207	1418	1694
						企业自由现金流	0	(1193)	953	522	660
						权益自由现金流	0	(1027)	952	522	660

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032