

2024年08月09日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 成本优化利好盈利，高端化战略持续推进

—中炬高新（600872.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月8日，中炬高新发布2024年半年度报告。

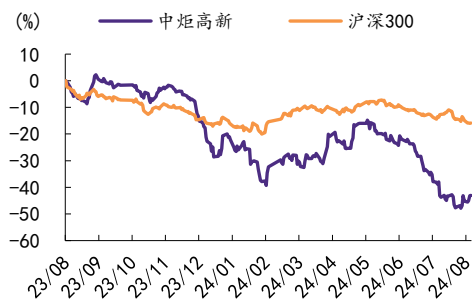
## 投资要点

### 基本数据

2024-08-08

当前股价(元)	19.8
总市值(亿元)	155
总股本(百万股)	783
流通股本(百万股)	771
52周价格范围(元)	18.04-35.88
日均成交额(百万元)	254.29

### 市场表现



### 相关研究

- 《中炬高新（600872）：改革阵痛期业绩承压，关注需求回暖及策略优化》2024-07-10
- 《中炬高新（600872）：改革成效显著，推进酱油高端化策略》2024-04-24
- 《中炬高新（600872）：主业经营稳健，期待改革成效》2024-03-31

### 行业竞争加剧拖累营收，成本降低利好毛利提升

公司2024H1实现营收26.18亿元（同减1%），其中美味鲜营收25.56亿元（同减1%），2024H1归母净利润3.50亿元（2023H1为亏损14.43亿元），其中美味鲜归母净利润3.51亿元（同增11%），主业采购模式优化，单吨运输成本控制成效显著，2024H1扣非归母净利润3.39亿元（同增15%）。其中2024Q2公司营收11.34亿元（同减12%），营收下降一方面是房地产业务收入减少，另一方面受经济环境、竞争加剧影响，公司蚝油/料酒收入同比减少；归母净利润1.11亿元（2023Q2为亏损15.93亿元），扣非归母净利润1.03亿元（同减32%）。盈利端，受益于主要原材料采购单价/生产费用/物流成本下降，2024Q2公司毛利率同增4pct至36.17%；销售费用率同增6pct至14.83%，主要系公司进行渠道改造/加大费投力度所致，管理费用率同增1pct至7.75%，主要系新增财务BP影响薪酬支出增加，以及咨询费/折旧费/物料等费用同比增加影响所致，综合来看，2024Q2公司净利率为10.90%。

### 技改保障高端化升级，推进经销商结构优化

食用油营收增长，酱油、鸡精鸡粉等受竞争加剧影响表现承压，公司2024H1酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品营收分别为15.57/3.27/2.15/3.42亿元，分别同比-4%/-0.1%/+10%/-15%，除食用油收入增长外，其他产品销售均承压，公司后续持续推广零添加与减盐调味品，中山基地产能建设增加日式工艺产线布局，在前期推广铺垫下，预计下半年高端化升级效果不断显现。华东事业部经营效率提升，后续重点招募有行业基础的经销商提升单商体量，公司2024H1东部/南部/中西部/北部区域营收分别为6.11/9.65/5.17/3.49亿元，分别同比+3%/-4%/-6%/-10%，东部区域收入增长主要系主销品1.68L美味鲜酱油贡献增量，同时华东事业部抓住权利下放机会充分调动资源，实现经营效率提升，随着公司针对事业部持续做培训与动员，预计下半年各区域收入将企稳回升。截止2024H1末，公司经销商数量为2285家，较年初净增加

201 家，其中东部/南部/中西部/北部区域分别净增加 8/18/94/81 家。上半年公司持续做经销商切换，引入快消品经销商，短期内增量贡献不明显，后续公司招募有行业经验且能高度捆绑公司战略目标的经销商，来逐步扩大产品受众范围，打造品牌认知。

## ■ 盈利预测

公司董事会改组以来，已完成营销架构及人员调整，渠道改革后厂商关系有待进一步理顺，随着改革深入，阵痛期过后公司渠道不断迈向良性发展，随着外部需求恢复，改革节奏优化，公司经营节奏将稳步向好。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 0.94/1.12/1.30 元（前值为 1.11/1.37/1.69），当前股价对应 PE 分别为 21/18/15 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、餐饮复苏不及预期、原材料价格上行、改革进展不及预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	5,139	5,451	5,893	6,329
增长率（%）	-3.8%	6.1%	8.1%	7.4%
归母净利润（百万元）	1,697	734	881	1,017
增长率（%）	386.5%	-56.7%	20.0%	15.5%
摊薄每股收益（元）	2.16	0.94	1.12	1.30
ROE（%）	32.6%	12.3%	12.9%	12.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	500	1,705	2,306	3,322
应收款	92	45	48	52
存货	1,618	1,280	1,567	1,560
其他流动资产	1,523	1,691	1,876	2,029
流动资产合计	3,733	4,721	5,797	6,963
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	220	320	400	450
固定资产	1,906	1,924	1,854	1,754
在建工程	242	97	39	15
无形资产	182	172	163	155
长期股权投资	4	4	4	4
其他非流动资产	652	652	652	652
非流动资产合计	2,986	2,850	2,713	2,580
资产总计	6,719	7,571	8,510	9,543
<b>流动负债:</b>				
短期借款	100	0	0	0
应付账款、票据	544	738	731	724
其他流动负债	585	585	585	585
流动负债合计	1,337	1,439	1,478	1,474
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	181	181	181	181
非流动负债合计	181	181	181	181
负债合计	1,518	1,620	1,659	1,655
<b>所有者权益</b>				
股本	785	783	783	783
股东权益	5,201	5,951	6,850	7,888
负债和所有者权益	6,719	7,571	8,510	9,543

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1737	751	900	1038
少数股东权益	40	17	19	21
折旧摊销	179	136	137	132
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1115	518	-356	-103
经营活动现金净流量	842	1422	700	1088
投资活动现金净流量	-877	27	48	74
筹资活动现金净流量	1240	-100	0	0
现金流量净额	1,205	1,349	748	1,161

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,139	5,451	5,893	6,329
营业成本	3,458	3,531	3,748	4,000
营业税金及附加	61	63	65	66
销售费用	457	600	636	658
管理费用	377	382	407	430
财务费用	-6	-48	-65	-93
研发费用	181	192	207	222
费用合计	1,009	1,125	1,186	1,218
资产减值损失	-33	-5	-2	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	38	32	25	20
营业利润	633	785	938	1,079
加:营业外收入	1,181	3	3	2
减:营业外支出	13	10	9	8
利润总额	1,802	778	932	1,073
所得税费用	65	27	32	35
净利润	1,737	751	900	1,038
少数股东损益	40	17	19	21
归母净利润	1,697	734	881	1,017

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-3.8%	6.1%	8.1%	7.4%
归母净利润增长率	386.5%	-56.7%	20.0%	15.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.7%	35.2%	36.4%	36.8%
四项费用/营收	19.6%	20.6%	20.1%	19.2%
净利率	33.8%	13.8%	15.3%	16.4%
ROE	32.6%	12.3%	12.9%	12.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.6%	21.4%	19.5%	17.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	56.0	121.7	121.7	121.7
存货周转率	2.1	2.8	2.4	2.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.16	0.94	1.12	1.30
P/E	9.2	21.1	17.6	15.2
P/S	3.0	2.8	2.6	2.5
P/B	3.3	2.9	2.5	2.1

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。