

中炬高新（600872.SH）/食品加工

证券研究报告/公司点评

2024年8月9日

评级：买入（维持）

市场价格：19.80

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

电话：021-20315733

Email: xiongxw@zts.com.cn

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

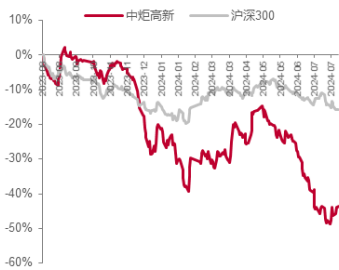
执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	783
流通股本(百万股)	771
市价(元)	19.80
市值(百万元)	15,508
流通市值(百万元)	15,266

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 中炬高新(600872.SH)\_点评报告：业绩超预期，改革红利兑现
- 2 中炬高新(600872.SH)\_点评报告：三年战略规划落地，再造一个新厨邦
- 3 中炬高新(600872.SH)\_点评报告：2023Q4 深蹲蓄势，2024 年期待改善

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341	5,139	5,370	6,221	7,035
增长率 yoy%	4%	-4%	4%	16%	13%
净利润(百万元)	-592	1,697	647	825	1,003
增长率 yoy%	-180%	387%	-62%	28%	22%
每股收益(元)	-0.76	2.17	0.83	1.05	1.28
每股现金流量	0.87	1.07	0.96	0.83	1.09
净资产收益率	-17%	33%	12%	13%	15%
P/E	-26.2	9.1	24.0	18.8	15.5
P/B	5.2	3.3	3.1	2.8	2.5

备注：股价选取自 2024 年 8 月 8 日收盘价

### 投资要点

- **事件：**2024H1 公司实现收入 26.18 亿元，同比增长-1.35%；实现归母净利润 3.50 亿元，同比增长 124.24%；实现扣非后归母净利润 3.39 亿元，同比增长 14.53%。美味鲜实现收入 25.56 亿元，同比增长-0.60%；实现归母净利润 3.51 亿元，同比增长 11.08%，归母净利率提升 1.44 个 pct 至 13.73%。其中 2024Q2 公司实现收入 11.34 亿元，同比增长-11.96%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 106.95%；实现扣非后归母净利润 1.03 亿元，同比增长-32.37%。美味鲜实现收入 10.95 亿元，同比增长-12.09%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长-34.49%，归母净利率下降 3.34 个 pct 至 9.76%。
- **主业全面承压，渠道持续扩张。**2024Q2 调味品主业实现收入 9.99 亿元，同比下降 18.74。分产品看，酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他调味品分别实现收入 6.11、1.46、1.14、1.29 亿元，同比分别增长-21.99、-15.40%、+29.14%、-30.86%。分地区看，东部、南部、中西部、北部区域分别实现收入 2.38、4.43、1.93、1.24 亿元，同比分别增长-18.66%、-11.05%、-25.03%、-31.15%。上半年经销商净增 201 个至 2285 个。
- **毛利率同比提升，销售费用率大幅上升。**2024Q2 公司毛利率同比提升 3.64 个 pct 至 36.17%，主要受益于成本回落。二季度公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别+6.43、+1.48、+0.10、+0.36 个 pct 至 14.83%、7.75%、3.69%、0.23%。
- **盈利预测：**根据公司中报，考虑到改革成果兑现需要时间，短期费用投入加大，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 53.70、62.21、70.35 亿元（原值为 58.60、68.76、78.90 亿元），归母净利润分别为 6.47、8.25、10.03 亿元（原值为 7.90、9.72、11.72 亿元），EPS 分别为 0.83、1.05、1.28 元。我们预计子公司美味鲜 2024-2026 年收入分别为 51.45、59.83、67.82 亿元，增速分别为 4%、16%、13%，归母净利润分别为 6.50、7.84、9.20 亿元，增速分别为 16%、21%、17%，剔除地产业务约 30 亿价值，现在股价对应调味品业务 PE 为 19 倍、16 倍、14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期；研报信息更新不及时的风险

**图表 1：中炬高新三大财务报表预测（单位：百万元）**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	500	735	967	1,401	营业收入	5,139	5,370	6,221	7,035
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,458	3,563	4,100	4,600
应收账款	75	58	75	88	税金及附加	61	64	74	83
预付账款	15	15	17	19	销售费用	457	564	622	689
存货	1,618	1,667	1,918	2,152	管理费用	377	322	342	352
合同资产	0	0	0	0	研发费用	181	177	193	211
其他流动资产	1,525	1,583	1,799	2,006	财务费用	-6	-5	-5	-5
流动资产合计	3,733	4,057	4,776	5,666	信用减值损失	-12	0	0	0
其他长期投资	487	487	487	487	资产减值损失	-33	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,906	1,869	1,835	1,805	投资收益	38	40	40	40
在建工程	242	242	242	242	其他收益	29	30	30	30
无形资产	182	164	147	133	营业利润	633	755	965	1,175
其他非流动资产	165	162	160	158	营业外收入	1,182	10	10	10
非流动资产合计	2,986	2,928	2,875	2,828	营业外支出	13	5	5	5
资产合计	<b>6,719</b>	<b>6,985</b>	<b>7,652</b>	<b>8,495</b>	利润总额	1,802	760	970	1,180
短期借款	100	0	0	0	所得税	65	79	102	124
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,737	681	868	1,056
应付账款	544	560	645	723	少数股东损益	40	34	43	53
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,697	647	825	1,003
合同负债	108	113	131	148	NOPLAT	1,731	676	864	1,051
其他应付款	324	324	324	324	EPS（按最新股本摊薄）	2.17	0.83	1.05	1.28
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	261	239	249	255					
流动负债合计	1,337	1,237	1,349	1,451					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	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	<b>1,518</b>	<b>1,418</b>	<b>1,531</b>	<b>1,632</b>					
归属母公司所有者权益	4,705	5,037	5,548	6,237					
少数股东权益	496	530	573	626					
所有者权益合计	5,201	5,567	6,121	6,863					
负债和股东权益	<b>6,719</b>	<b>6,985</b>	<b>7,652</b>	<b>8,495</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	842	755	653	856
现金收益	1,919	886	1,067	1,250
存货影响	52	-49	-252	-234
经营性应收影响	12	17	-19	-15
经营性应付影响	-172	16	85	79
其他影响	-968	-116	-228	-223
投资活动现金流	-877	-112	-112	-112
资本支出	-224	-155	-154	-154
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-653	43	42	42
融资活动现金流	-5	-409	-309	-309
借款增加	99	-100	0	0
股利及利息支付	-1	-126	-161	-195
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-103	-183	-148	-114

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-3.8%	4.5%	15.9%	13.1%
EBIT增长率	-475.2%	-57.9%	27.8%	21.7%
归母公司净利润增长率	-386.5%	-61.9%	27.6%	21.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.7%	33.7%	34.1%	34.6%
净利率	33.8%	12.7%	14.0%	15.0%
ROE	32.6%	11.6%	13.5%	14.6%
ROIC	13.5%	15.2%	17.5%	18.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.6%	20.3%	20.0%	19.2%
债务权益比	5.4%	3.3%	3.0%	2.7%
流动比率	2.8	3.3	3.5	3.9
速动比率	1.6	1.9	2.1	2.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	4	4	4	4
应付账款周转天数	62	56	53	54
存货周转天数	171	166	157	159
<b>每股指标（元）</b>				
每股收益	2.17	0.83	1.05	1.28
每股经营现金流	1.07	0.96	0.83	1.09
每股净资产	5.99	6.41	7.06	7.94
<b>估值比率</b>				
P/E	9.1	24.0	18.8	15.5
P/B	3	3	3	2

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。