

2023年03月21日

调味品业务稳健恢复，静待经营持续回暖

中炬高新(600872)

评级:	买入	股票代码:	600872
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	42.54/23.12
目标价格:		总市值(亿)	277.55
最新收盘价:	35.34	自由流通市值(亿)	277.55
		自由流通股数(百万)	785.38

事件概述

公司2022年实现营业收入53.41亿元，同比+4.41%；归属母公司的净利润-5.92亿元，同比-179.78%；扣非归母净利润5.56亿元，同比-22.60%；每股收益-0.77元，同比减少1.71元。

分析判断:

► 调味品主业稳健恢复，经营持续好转

22年公司美味鲜/中汇合创/中炬精工/母公司分别实现收入49.54/0.47/0.92/2.38亿元，分别同比+7.3%/-34.31%/+6.74%/-28.68%，调味品主业稳健恢复，精工业务平稳，房地产业务因确认商品房收入减少下滑较多。

公司调味品业务得益于渠道端多措并举，深耕渠道开发，产品端完善1+N多品类产品结构，品牌端形象升级实现收入增长。具体分产品来看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入30.25/5.99/4.99/7.68亿元，分别同比+7.01%/+9.18%/+1.87%/+9.32%，各类调味品均实现恢复性增长；拆分量价来看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品销量分别同比+5.16%/+5.44%/-8.25%/+4.21%，吨价分别同比+1.76%/+3.55%/+11.04%/+4.90%，得益于提价，各品类吨价均有所回升。分区域来看，公司东部/南部/中西部/北部收入分别同比+0.77%/-1.52%/+11.23%/+12.58%，东部增速偏慢主因餐饮销售下滑，各区域经销商均有所增加，整体净增经销商301个，经销商总数达到2003个，累计区县开发率达到68.12%，地级市开发率达到93.47%；同时线上直营销售同比增长53.84%达到1.09亿元。

► 成本上涨影响毛利率，利润端受诉讼影响。

成本端来看，公司调味品毛利率为30.73%，同比-2.72pct，主因原材料价格上涨，特别是核心原材料黄豆价格上涨使得酱油毛利率同比下降4.06pct。费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.75%/+0.43%/-0.09%/-0.55pct，期间费用率累计微增0.54pct，其中销售费用率增加主因销售人员薪酬支出及业务费增加，管理费用率增加主因发放稳岗补贴及计提绩效奖金增加以及管理人员薪酬同比支出增加，整体费用控制较好，费用率变化不大。

另一方面，公司因与工业联合的三宗诉讼，计提预计负债合计11.78亿元，计入营业外支出，也使得公司归母净利润下滑幅度较大；不考虑诉讼影响，公司归母净利润5.86亿元，同比下降约21%。考虑数据可比性，22年扣非归母净利率为10.41%，较去年同期下降3.62pct，主因成本上行影响主业盈利能力。

► 经营改善仍在路上，期待走出盈利低谷

2023年外部环境明显改善，调味品行业有望随着餐饮消费恢复+家庭零售产品升级实现恢复性增长，同时核心原材料黄豆和包材等价格下行预计也将提升行业利润弹性。公司渠道营销端将继续贯彻稳步发展东南沿海，重点提升中北部和东北市场，加速开拓西南区域，逐步推进西北市场的发展策略，推动经销商数量稳步增加；产品端加快中档减盐酱油产品的开发，加快少添加、零添加减盐酱油乃至其他品类减盐新品的开发筹备；品牌端继续稳步提升并夯实品牌知名度，有望推动23年公司调味品主业持续回暖，走出盈利低谷。

股东调整层面，近期公司股东调整取得进展，后续有望逐渐明朗，公司经营管理预计也将持续改善，内部管理效率提升可期。

投资建议

参考公司年报，我们下调公司23/24年营收61.34/68.23亿元的预测至59.34/67.83亿元，新增25年收入预测75.85亿元；下调23/24年EPS1.03/1.24元的预测至0.92/1.10元，新增25年EPS预测1.28元；对应2023年3月21日收盘价35.34元/股，PE分别为38/32/28倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全、实控人变更

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,934	6,783	7,585
YoY (%)	-0.2%	4.4%	11.1%	14.3%	11.8%
归母净利润(百万元)	742	-592	725	861	1,004
YoY (%)	-16.6%	-179.8%	222.4%	18.8%	16.6%
毛利率 (%)	34.9%	31.7%	32.9%	33.3%	33.6%
每股收益 (元)	0.94	-0.77	0.92	1.10	1.28
ROE	19.4%	-19.7%	19.4%	18.7%	17.9%
市盈率	37.47	-46.00	38.29	32.23	27.66

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,341	5,934	6,783	7,585	净利润	-555	771	916	1,068
YoY(%)	4.4%	11.1%	14.3%	11.8%	折旧和摊销	180	122	128	134
营业成本	3,648	3,980	4,525	5,034	营运资金变动	1,104	3	30	129
营业税金及附加	88	101	115	129	经营活动现金流	678	842	1,012	1,260
销售费用	473	516	583	637	资本开支	-341	-236	-236	-236
管理费用	324	326	366	402	投资	-45	0	0	0
财务费用	-4	-9	-12	-16	投资活动现金流	-353	-177	-168	-160
研发费用	179	196	224	250	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	32	59	68	76	筹资活动现金流	-173	0	0	0
营业利润	706	913	1,084	1,262	现金净流量	152	666	844	1,100
营业外收支	-1,180	-6	-6	-6	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	-474	907	1,078	1,256	成长能力 (%)				
所得税	80	136	162	188	营业收入增长率	4.4%	11.1%	14.3%	11.8%
净利润	-555	771	916	1,068	净利润增长率	-179.8%	222.4%	18.8%	16.6%
归属于母公司净利润	-592	725	861	1,004	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-179.8%	222.4%	18.8%	16.6%	毛利率	31.7%	32.9%	33.3%	33.6%
每股收益	-0.77	0.92	1.10	1.28	净利率	-11.1%	12.2%	12.7%	13.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-9.5%	10.0%	10.5%	10.4%
货币资金	628	1,294	2,138	3,238	净资产收益率 ROE	-19.7%	19.4%	18.7%	17.9%
预付款项	18	16	14	16	偿债能力 (%)				
存货	1,670	1,868	1,903	2,096	流动比率	2.27	2.50	2.88	3.03
其他流动资产	922	949	979	1,006	速动比率	0.49	0.83	1.27	1.59
流动资产合计	3,237	4,127	5,034	6,357	现金比率	0.44	0.78	1.22	1.54
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	44.3%	41.3%	37.4%	35.5%
固定资产	1,609	1,637	1,659	1,675	经营效率 (%)				
无形资产	188	188	188	188	总资产周转率	0.88	0.88	0.88	0.85
非流动资产合计	2,986	3,094	3,196	3,293	每股指标 (元)				
资产合计	6,223	7,221	8,230	9,650	每股收益	-0.77	0.92	1.10	1.28
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.83	4.75	5.85	7.13
应付账款及票据	751	1,018	1,026	1,299	每股经营现金流	0.86	1.07	1.29	1.60
其他流动负债	676	636	721	800	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,427	1,654	1,747	2,099	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-46.00	38.29	32.23	27.66
其他长期负债	1,331	1,331	1,331	1,331	PB	9.62	7.43	6.04	4.96
非流动负债合计	1,331	1,331	1,331	1,331					
负债合计	2,759	2,985	3,078	3,430					
股本	785	785	785	785					
少数股东权益	456	502	557	621					
股东权益合计	3,465	4,236	5,152	6,220					
负债和股东权益合计	6,223	7,221	8,230	9,650					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。