

主业稳健增长，静待内部改善

——2022 年报点评

中炬高新(600872)

谨慎推荐(维持)

核心观点:

事件: 3月20日, 公司发布2022年年度报告。

主业全年实现恢复性增长, 全国化与渠道下沉逆势提速。2022年营收53.41亿元, 同比+4.4%, 折合22Q4同比-18.7%。若剔除房地产业务扰动, 子公司美味鲜2022年营收49.54亿元, 同比+7.3%, 折合22Q4同比-1.6%, 主要归因于21Q4提价刺激渠道备货导致报表端高基数。**分产品看,**2022年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入同比+7%/9.2%/1.9%/9.3%, 食用油在涨价因素冲击下增速偏低, 其他产品实现量价齐升, 主要得益于提价与渠道信心提振。**分地区看,**2022年东部/南部/中西部/北部区域收入同比+0.8%/7%/11.2%/12.6%, 除东部区域餐饮销售下滑导致增速趋缓外, 其余地区收入增速扭正, 并且中西部/北部地区实现高增。**渠道方面,**2022年末经销商2003家, 同比+17.7%, 主要来自中西部/北部/南部等新兴市场, 公司加大对地级市和区县空白市场的渗透, 全国化与渠道下沉较2021年明显提速, 同时逆势加快对餐饮、新零售等渠道的渗透。

原料涨价拖累主业盈利能力, 未决诉讼冲减本年利润。净利率:2022年销售净利率约-10.4%, 同比-24.9pct, 折合22Q4约-73.6%, 同比-96.4pct; 若剔除未决诉讼计提预计负债的影响, 2022年销售净利率约10.97%, 同比-4.4pct, 折合22Q4同比-10.45pct。具体拆分来看, **1) 毛利率:**2022年毛利率约31.7%, 同比-3.2pct, 折合22Q4同比-6.8pct, 主要系原料涨价与房地产业务销售下降所致; **2) 费用率:**2022年销售费用率约8.85%, 同比+0.79pct, 折合22Q4同比+3.3pct, 主要系销售人员薪酬增加及业务费增长在年末集中体现。

展望: 短期有望环比改善, 关注中长期反转机会。短期看, 考虑到低基数效应+前期渠道低库存水平运行, 预计23Q1收入端环比提速, 并且随着大豆价格同比下降与减盐、零添加铺市带来产品结构的优化, 利润端亦有望同步改善。**中长期看,**一方面23H2宏观经济强复苏将提振终端需求, 有利于产品结构升级在终端的传导, 另一方面建议继续重点关注公司内部治理问题的梳理情况。

投资建议:结合公司年报, 我们引入2025年盈利预测。预计23~25年归母净利润为7.2/8.5/9.6亿元, 同比+221.7%/17.5%/13.5%, EPS为0.92/1.08/1.22元, 对应PE为39/33/29X, 公司23年PE低于调味品行业均值47X, 但考虑到公司内部治理的梳理仍需时间, 维持“谨慎推荐”评级。

风险提示:终端动销不及预期, 费用投放力度超预期, 食品安全问题等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5341.04	5741.62	6384.68	7157.23
增长率	4.41%	7.50%	11.20%	12.10%
归母净利润(百万元)	-592.25	720.74	846.82	961.25
增长率	-179.82%	221.70%	17.49%	13.51%
摊薄EPS(元)	-0.75	0.92	1.08	1.22
PE	—	38.51	32.78	28.87

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

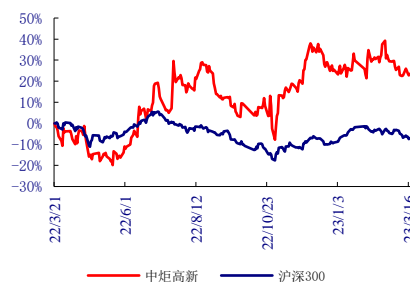
分析师登记编码: S0130522070002

市场数据

2023-03-21

A股收盘价(元)	35.34
股票代码	600872
A股一年内最高价(元)	40.92
A股一年内最低价(元)	23.56
上证指数	3,255.65
市盈率(2023E)	33.0
总股本(万股)	78,538
实际流通A股(万股)	78,538
流通A股市值(亿元)	278

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】公司点评报告_中炬高新: 基本面筑底中, 关注内部改善

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5341.04	5741.62	6384.68	7157.23	流动资产	3237.33	4538.61	5465.68	6457.27
营业成本	3647.88	3845.16	4245.81	4727.35	现金	628.36	1690.35	2455.50	3225.25
营业税金及附加	88.37	110.69	114.36	133.09	应收账款	49.70	41.10	47.41	56.99
营业费用	472.90	508.37	565.30	633.71	其它应收款	20.64	30.29	31.05	33.40
管理费用	323.54	347.81	389.47	436.59	预付账款	17.58	12.17	15.62	18.38
财务费用	-4.19	12.14	26.53	28.08	存货	1669.71	1913.48	2064.65	2271.70
资产减值损失	-0.04	0.47	0.25	0.36	其他	851.35	851.23	851.45	851.54
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	2986.05	3190.55	3405.94	3615.89
投资净收益	32.28	74.64	83.00	93.04	长期投资	4.15	4.15	4.15	4.15
营业利润	705.69	800.11	912.48	1051.21	固定资产	1608.53	1683.78	1725.38	1783.80
营业外收入	2.87	0.00	0.00	0.00	无形资产	188.48	183.92	179.73	175.35
营业外支出	1182.97	0.00	0.00	0.00	其他	1184.89	1318.70	1496.69	1652.59
利润总额	-474.41	800.11	912.48	1051.21	资产总计	6223.38	7729.16	8871.63	10073.16
所得税	80.15	84.41	96.27	110.90	流动负债	1427.26	2217.34	2543.59	2804.82
净利润	-554.56	715.70	816.21	940.31	短期借款	0.00	650.00	767.00	889.72
少数股东损益	37.69	-5.04	-30.60	-20.94	应付账款	651.11	671.15	767.69	841.22
归属母公司净利润	-592.25	720.74	846.82	961.25	其他	776.15	896.19	1008.90	1073.87
EBITDA	809.35	872.40	990.79	1121.06	非流动负债	1331.28	1331.28	1331.28	1331.28
EPS (元)	-0.75	0.92	1.08	1.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	1331.28	1331.28	1331.28	1331.28
					负债合计	2758.54	3548.62	3874.88	4136.10
					少数股东权益	455.71	450.67	420.06	399.13
					归母股东权益	3009.13	3729.87	4576.69	5537.93
					负债和股东权益	6223.38	7729.16	8871.63	10073.16
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	677.65	692.90	950.74	940.16	营业收入	4.41%	7.50%	11.20%	12.10%
净利润	-554.56	715.70	816.21	940.31	营业利润	-19.58%	13.38%	14.04%	15.20%
折旧摊销	179.60	135.15	134.94	135.04	归母净利润	-179.8%	221.70%	17.49%	13.51%
财务费用	1.04	16.25	35.43	41.42	毛利率	31.70%	33.03%	33.50%	33.95%
投资损失	-32.28	-74.64	-83.00	-93.04	净利率	-11.09%	12.55%	13.26%	13.43%
营运资金变动	1103.57	-99.21	47.33	-83.33	ROE	-19.68%	19.32%	18.50%	17.36%
其它	-19.71	-0.36	-0.16	-0.24	ROIC	21.23%	13.65%	13.28%	12.92%
投资活动现金流	-352.79	-264.65	-267.17	-251.71	资产负债率	44.33%	45.91%	43.68%	41.06%
资本支出	-340.82	-339.29	-350.17	-344.75	净负债比率	79.62%	84.88%	77.55%	69.67%
长期投资	-44.78	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.27	2.05	2.15	2.30
其他	32.80	74.64	83.00	93.04	速动比率	1.09	1.18	1.33	1.49
筹资活动现金流	-173.13	633.75	81.58	81.30	总资产周转率	0.86	0.74	0.72	0.71
短期借款	0.00	650.00	117.00	122.72	应收帐款周转率	107.47	139.70	134.67	125.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	8.20	8.55	8.32	8.51
其他	-173.13	-16.25	-35.43	-41.42	每股收益	-0.75	0.92	1.08	1.22
现金净增加额	151.87	1061.99	765.14	769.75					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意，经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入银河证券研究院，覆盖餐饮供应链、调味品、软饮料、乳制品等行业，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人诺勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn