

中炬高新 (600872.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主业良性增长，势能犹在

事件

3月20日，公司发布2022年年报，22年实现营收53.41亿元，yoy+4.4%，归母净利润-5.92亿元，yoy-179.8%；22Q4单实现营收13.85亿元，yoy-18.7%，归母净利润-10.11亿元，yoy-369.6%。

点评内容

酱油为核心健康增长，全国化循序渐进。22年调味品收入48.9亿元，同比+7.1%（美味鲜公司+7.3%）；单22Q4收入13.0亿元，同比-1.8%，主要系基数较高。分产品来看，22年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品同比分别+7.0%/+9.2%/+1.9%/+9.3%；其中，均价分别+1.8%/+3.6%/+11.0%/+4.9%，销量分别+5.2%/+5.4%/-8.3%/+4.2%。食用油在较大幅度提价后销量下滑，增速不佳；酱油作为业务主心骨，在22年厨邦酱油复苏战略下增长强劲。分地区来看，22年公司东部/南部/中西部/北部同比分别+0.8%/+7.0%/+11.2%/+12.6%。区域表现分化，华东或疫情有所拖累，南部大本营稳定增长，中西部和北部区域增速较高。区域拓展来看，22年区县开发率提升8.15pct，经销商数量净增加301个，全国化有序推进。

调味品成本承压，费用小幅上行，盈利能力阶段性走弱。剔除诉讼影响，22年归母净利润5.86亿元，同比-21%，其中美味鲜公司归母净利润5.47亿元，同比-10%。美味鲜公司22年/22Q4毛利率同比分别-2.7/-3.1pct至30.7%/31.2%，主要系成本上涨；22年公司销售费用率/管理费用率分别同比+0.8/+1.1pct。美味鲜毛利率反应至公司，叠加费用上行和地产业务收缩（21年近4亿，22年下降至约2亿），公司22年/22Q4归母净利率同比分别-3.5/-10.0pct至11.0%/12.1%，后续成本回落带来盈利弹性。

烈火淬真金，势能再向上。管理端，股东问题大局已定，高管留置事件影响有限。经营端，公司22年走出21年下滑窘境，在逆境之中兑现增长潜力。我们认为，公司仍为质地优良的调味品龙头标的，历经调整后，凭借更为合理的目标设定、更为市场化的销售体制等，在内部经营管理和外部市场环境共同趋稳向好的背景下，有望持续释放业绩。

盈利预测、估值与评级

看好公司势能向上。根据公告调整盈利预测，充分考虑成本压力，23/24年利润下修12.5%/11.2%，预计公司2023-2025年营业收入增速分别为8.4%/9.8%/7.7%，归母净利润分别为7.0/9.1/11.1亿元，PE分别为39.9/30.4/25.0x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全问题；感染潮影响需求；原材料价格上涨。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

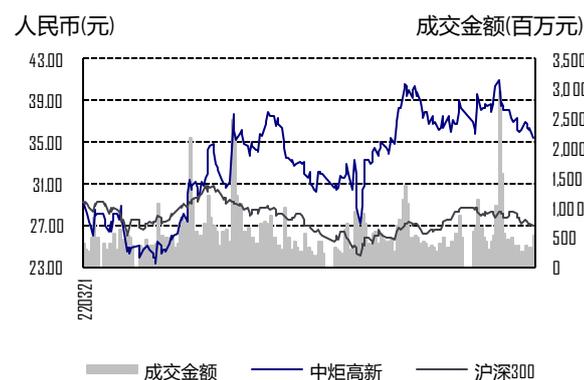
联系人：林晨星

linchenxing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：35.34元

相关报告：

- 《中炬高新2022年业绩预亏点评》，2023.2.1
- 《中炬高新跟踪点评》，2023.1.19
- 《经营向好，盈利能力趋稳-中炬高新22Q3业绩点评》，2022.10.28



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,790	6,355	6,844
营业收入增长率	-0.15%	4.41%	8.41%	9.75%	7.69%
归母净利润(百万元)	742	-592	696	914	1,110
归母净利润增长率	-16.63%	-179.82%	N/A	31.29%	21.51%
摊薄每股收益(元)	0.931	-0.754	0.886	1.163	1.414
每股经营性现金流净额	1.27	0.86	-0.35	1.66	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.36%	-19.68%	21.03%	23.68%	24.54%
P/E	40.77	-48.89	39.88	30.38	25.00
P/B	7.89	9.62	8.39	7.19	6.13

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,123	5,116	5,341	5,790	6,355	6,844	货币资金	242	549	628	489	520	727
增长率	-0.2%	4.4%	4.4%	8.4%	9.8%	7.7%	应收款项	67	58	71	70	74	76
主营业务成本	-3,163	-3,332	-3,648	-3,845	-4,049	-4,249	存货	1,682	1,678	1,670	1,896	1,952	1,979
%销售收入	61.7%	65.1%	68.3%	66.4%	63.7%	62.1%	其他流动资产	2,108	838	868	861	861	862
毛利	1,960	1,784	1,693	1,945	2,307	2,595	流动资产	4,099	3,123	3,237	3,316	3,407	3,644
%销售收入	38.3%	34.9%	31.7%	33.6%	36.3%	37.9%	%总资产	61.6%	52.8%	52.0%	50.8%	49.3%	48.5%
营业税金及附加	-58	-113	-88	-116	-127	-137	长期投资	589	593	549	624	709	804
%销售收入	1.1%	2.2%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	1,685	1,887	2,106	2,226	2,416	2,660
销售费用	-397	-412	-473	-510	-553	-589	%总资产	25.3%	31.9%	33.8%	34.1%	34.9%	35.4%
%销售收入	7.7%	8.1%	8.9%	8.8%	8.7%	8.6%	无形资产	209	212	220	234	246	257
管理费用	-281	-254	-324	-318	-343	-363	非流动资产	2,560	2,795	2,986	3,211	3,508	3,869
%销售收入	5.5%	5.0%	6.1%	5.5%	5.4%	5.3%	%总资产	38.4%	47.2%	48.0%	49.2%	50.7%	51.5%
研发费用	-154	-170	-179	-174	-191	-226	资产总计	6,659	5,918	6,223	6,527	6,916	7,512
%销售收入	3.0%	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.3%	短期借款	360	2	2	919	419	1
息税前利润 (EBIT)	1,070	834	630	828	1,093	1,281	应付款项	762	1,177	1,084	1,145	1,227	1,323
%销售收入	20.9%	16.3%	11.8%	14.3%	17.2%	18.7%	其他流动负债	435	354	341	483	654	821
财务费用	-13	-20	4	-21	-35	-3	流动负债	1,557	1,532	1,427	2,546	2,300	2,145
%销售收入	0.3%	0.4%	-0.1%	0.4%	0.6%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-1	0	0	0	0	其他长期负债	110	135	1,331	136	136	137
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	1,667	1,667	2,759	2,682	2,437	2,282
投资收益	85	37	32	35	35	35	普通股股东权益	4,616	3,832	3,009	3,310	3,858	4,524
%税前利润	7.6%	4.3%	-6.8%	4.0%	3.1%	2.6%	其中：股本	797	797	785	774	774	774
营业利润	1,169	877	706	872	1,122	1,343	未分配利润	3,339	3,527	2,703	3,399	3,947	4,614
营业利润率	22.8%	17.2%	13.2%	15.1%	17.7%	19.6%	少数股东权益	376	418	456	536	621	706
营业外收支	-39	-1	-1,180	0	0	0	负债股东权益合计	6,659	5,918	6,223	6,527	6,916	7,512
税前利润	1,130	877	-474	872	1,122	1,343	比率分析						
利润率	22.1%	17.1%	n.a	15.1%	17.7%	19.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-159	-92	-80	-96	-123	-148	每股指标						
所得税率	14.0%	10.5%	n.a	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	1.117	0.931	-0.754	0.886	1.163	1.414
净利润	971	784	-555	776	999	1,195	每股净资产	5.794	4.811	3.831	4.215	4.913	5.761
少数股东损益	81	42	38	80	85	85	每股经营现金净流	1.542	1.269	0.863	-0.349	1.662	1.964
归属于母公司的净利润	890	742	-592	696	914	1,110	每股股利	0.280	0.680	0.300	0.000	0.472	0.574
净利率	17.4%	14.5%	n.a	12.0%	14.4%	16.2%	回报率						
							净资产收益率	19.28%	19.36%	-19.68%	21.03%	23.68%	24.54%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.36%	12.54%	-9.52%	10.66%	13.21%	14.78%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	17.10%	17.32%	20.75%	15.27%	19.61%	21.54%
净利润	971	784	-555	776	999	1,195	增长率						
少数股东损益	81	42	38	80	85	85	主营业务收入增长率	9.59%	-0.15%	4.41%	8.41%	9.75%	7.69%
非现金支出	156	169	180	169	191	218	EBIT增长率	20.36%	-22.05%	-24.51%	31.42%	32.03%	17.22%
非经营收益	-29	-14	-51	-21	4	-26	净利润增长率	23.96%	-16.63%	-179.82%	N/A	31.29%	21.51%
营运资金变动	130	282	1,104	-1,194	93	134	总资产增长率	11.84%	-11.13%	5.17%	4.89%	5.95%	8.63%
经营活动现金净流	1,229	1,222	678	-271	1,287	1,521	资产管理能力						
资本开支	-327	-366	-341	-324	-398	-478	应收账款周转天数	2.1	2.2	2.7	2.2	2.1	2.0
投资	-857	1,272	-45	-78	-85	-95	存货周转天数	187.5	184.0	167.5	180.0	176.0	170.0
其他	59	39	33	35	35	35	应付账款周转天数	50.6	61.6	64.1	62.0	63.0	65.0
投资活动现金净流	-1,125	944	-353	-367	-448	-538	固定资产周转天数	103.9	114.2	109.9	102.7	97.6	95.6
股权募资	0	0	0	-395	0	0	偿债能力						
债权募资	-150	-360	0	924	-399	-317	净负债/股东权益	-13.23%	-12.87%	-18.09%	11.10%	-2.31%	-13.94%
其他	-257	-1,564	-173	-30	-409	-458	EBIT利息保障倍数	80.4	41.9	-150.3	40.1	30.8	447.6
筹资活动现金净流	-407	-1,924	-173	499	-808	-775	资产负债率	25.04%	28.17%	44.33%	41.08%	35.23%	30.38%
现金净流量	-303	31	152	-139	31	207							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-28	买入	49.23	N/A
2	2021-08-31	买入	31.28	N/A
3	2022-08-19	买入	37.90	N/A
4	2022-08-30	买入	36.35	N/A
5	2022-10-27	买入	33.22	N/A
6	2022-10-28	买入	31.85	N/A
7	2023-01-19	买入	37.91	N/A
8	2023-02-01	买入	36.18	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402