

# 中炬高新 (600872)

## 2023 年一季报点评: 主业稳健增长, 业绩略超预期

增持 (维持)

2023 年 04 月 27 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001  
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001  
wangyj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007  
liyzh@dwzq.com.cn

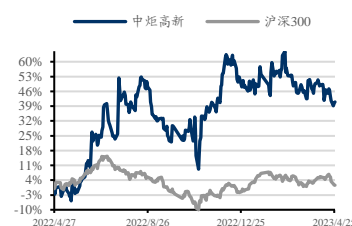
| 盈利预测与估值           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 5,341 | 5,743 | 6,294 | 7,021 |
| 同比                | 4%    | 8%    | 10%   | 12%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | -592  | 682   | 827   | 1,003 |
| 同比                | -180% | 215%  | 21%   | 21%   |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | -0.75 | 0.87  | 1.05  | 1.28  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | -     | 40.27 | 33.20 | 27.37 |

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- 公司发布 2023 年一季报, 业绩略超预期: 2023Q1 公司营收 13.7 亿元, yoy+1.5%; 归母净利润 1.5 亿元, yoy-5.5%; 扣非归母净利润 1.44 亿元, 同比-7%。
- 地产业务下滑, 拖累公司业绩。23Q1 公司毛利率 31.4%, 同比-0.9pct; 归母净利率 11%, 同比-0.8pct; 销售/管理/研发费用率分别同比-0.2/+1.4/+0.3pct。我们认为公司整体盈利能力同比下降主因盈利能力较强的地产业务同比下降较多。
- 调味品业务稳健增长, 春节返乡影响产品结构。23Q1 公司调味品业务主体美味鲜收入 13.3 亿元, 同比+7.9%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比+12.7%。分产品看, 23Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 8.3/1.6/1.1/2.1 亿元, 同比+11%/0.4%/0.98%/5.2%, 我们认为酱油增速较快主因酱油推广政策得到有效实施; 鸡精鸡粉、食用油增速较慢主要因春节期间人口外流导致主销区增速较慢。受春节乡村宴席需求旺盛影响, 我们预计 23Q1 公司 B 端收入增速快于整体。
- 外埠市场稳步扩张, 区县开发率持续提升。23Q1 调味品东部/南部/中西部/北部地区收入分别为 3/5.1/2.9/2.1 亿元, 同比+8%/2.3%/14.5%/12.9%, 经销商分别净增 5/5/16/26 个, 我们预计春节期间东南部人口外流, 导致中西部和北部增速比东南部快。渠道纵深持续延展, 我们预计 23Q1 公司区县开发率达 70.06%, 环比 22 年末提升 1.94pct。
- 成本下行叠加费用收缩, 调味品盈利能力回升。我们预计 23Q1 美味鲜毛利率/销售/管理/研发/财务费用率分别+0.5/-0.5/+0.3/+0.2/-0.04pct, 毛利率提升或因产品结构升级及原材料价格下降, 销售费用率收缩或因业务费及直营电商费用减少, 综上预计美味鲜归母净利率同比+0.5pct 至 11.5%。
- 股权问题持续推进, 公司治理有望优化。截止到 23 年 4 月 14 日, 公司股东火炬集团及其一致行动人持股 15.48%, 23 年 3 月 22 日火炬集团一致行动人鼎晖按邮竞拍公司股份成功, 预计过户完成后火炬集团及其一致行动人持股比例将上升至 17%, 持股比例进一步超越控股股东中山润田。随着火炬集团持股比例提升, 公司股权问题有望继续推进, 待股权问题解决后公司治理有望优化。
- 盈利预测与投资评级: 公司主业略超预期, 我们预期公司 23-25 年收入 57/63/70 亿元, 同比+8%/10%/12%, 上调 23-25 年归母净利润预期至 6.82/8.27/10 亿元 (此前预期为 6.01/7.51/9.03 亿元), 同比+215%/+21%/+21%, 对应 23-25 年 PE 分别为 40/33/27x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格大幅上涨; 行业竞争格局恶化超预期; 食品安全问题; 经济恢复情况不及预期

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 34.97       |
| 一年最低/最高价      | 23.12/42.54 |
| 市净率(倍)        | 8.69        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,464.60   |
| 总市值(百万元)      | 27,464.60   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 4.02   |
| 资产负债率(% ,LF) | 41.71  |
| 总股本(百万股)     | 785.38 |
| 流通 A 股(百万股)  | 785.38 |

### 相关研究

《中炬高新(600872): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 静待 23 年改善》

2023-03-23

《中炬高新(600872): 2022 年业绩预告点评: 未决诉讼计提扰动当期业绩, 23 年轻装上阵业绩可期》

2023-02-02

## 中炬高新三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |              |              |              |               | 利润表(百万元)        |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E         |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>3,237</b> | <b>4,947</b> | <b>5,592</b> | <b>7,223</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>5,341</b> | <b>5,743</b> | <b>6,294</b> | <b>7,021</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 628          | 1,887        | 2,856        | 3,894         | 营业成本(含金融类)      | 3,648        | 3,866        | 4,187        | 4,632        |
| 经营性应收款项          | 68           | 28           | 65           | 38            | 税金及附加           | 88           | 98           | 107          | 119          |
| 存货               | 1,670        | 2,239        | 1,994        | 2,689         | 销售费用            | 473          | 487          | 515          | 553          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0             | 管理费用            | 324          | 362          | 371          | 393          |
| 其他流动资产           | 871          | 793          | 677          | 601           | 研发费用            | 179          | 184          | 195          | 211          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,986</b> | <b>3,080</b> | <b>3,162</b> | <b>3,231</b>  | 财务费用            | -4           | 12           | 19           | 13           |
| 长期股权投资           | 4            | 4            | 4            | 4             | 加:其他收益          | 40           | 40           | 44           | 49           |
| 固定资产及使用权资产       | 1,611        | 1,703        | 1,783        | 1,850         | 投资净收益           | 32           | 40           | 44           | 49           |
| 在建工程             | 497          | 497          | 497          | 497           | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 188          | 183          | 178          | 173           | 减值损失            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 2            | 2            | 2            | 2             | 资产处置收益          | 0            | 1            | 1            | 1            |
| 长期待摊费用           | 30           | 40           | 50           | 60            | <b>营业利润</b>     | <b>706</b>   | <b>816</b>   | <b>989</b>   | <b>1,198</b> |
| 其他非流动资产          | 654          | 651          | 648          | 645           | 营业外净收支          | -1,180       | -5           | -5           | -5           |
| <b>资产总计</b>      | <b>6,223</b> | <b>8,027</b> | <b>8,754</b> | <b>10,454</b> | <b>利润总额</b>     | <b>-474</b>  | <b>811</b>   | <b>984</b>   | <b>1,193</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,427</b> | <b>2,506</b> | <b>2,353</b> | <b>2,985</b>  | 减:所得税           | 80           | 85           | 104          | 126          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2            | 902          | 1,002        | 1,102         | <b>净利润</b>      | <b>-555</b>  | <b>726</b>   | <b>880</b>   | <b>1,067</b> |
| 经营性应付款项          | 751          | 924          | 611          | 1,062         | 减:少数股东损益        | 38           | 44           | 53           | 64           |
| 合同负债             | 157          | 232          | 251          | 278           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>-592</b>  | <b>682</b>   | <b>827</b>   | <b>1,003</b> |
| 其他流动负债           | 517          | 448          | 489          | 544           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | -0.75        | 0.87         | 1.05         | 1.28         |
| 非流动负债            | 1,331        | 1,331        | 1,331        | 1,331         | EBIT            | 669          | 788          | 964          | 1,163        |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0             | EBITDA          | 849          | 954          | 1,142        | 1,353        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0             | 毛利率(%)          | 31.70        | 32.68        | 33.48        | 34.03        |
| 租赁负债             | 1            | 1            | 1            | 1             | 归母净利率(%)        | -11.09       | 11.88        | 13.14        | 14.29        |
| 其他非流动负债          | 1,331        | 1,331        | 1,331        | 1,331         | 收入增长率(%)        | 4.41         | 7.53         | 9.60         | 11.54        |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,759</b> | <b>3,837</b> | <b>3,684</b> | <b>4,316</b>  | 归母净利润增长率(%)     | -179.82      | 215.15       | 21.30        | 21.28        |
| 归属母公司股东权益        | 3,009        | 3,691        | 4,518        | 5,522         |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 456          | 499          | 552          | 616           |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>3,465</b> | <b>4,190</b> | <b>5,070</b> | <b>6,138</b>  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>6,223</b> | <b>8,027</b> | <b>8,754</b> | <b>10,454</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表(百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标      |        |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|-------|
|            | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |                | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流    | 678   | 599   | 1,127 | 1,194 | 每股净资产(元)       | 3.83   | 4.70  | 5.75  | 7.03  |
| 投资活动现金流    | -353  | -223  | -219  | -214  | 最新发行在外股份(百万股)  | 785    | 785   | 785   | 785   |
| 筹资活动现金流    | -173  | 882   | 62    | 58    | ROIC(%)        | 20.26  | 16.47 | 15.45 | 15.63 |
| 现金净增加额     | 152   | 1,258 | 970   | 1,037 | ROE-摊薄(%)      | -19.68 | 18.48 | 18.31 | 18.17 |
| 折旧和摊销      | 180   | 166   | 178   | 191   | 资产负债率(%)       | 44.33  | 47.80 | 42.08 | 41.29 |
| 资本开支       | -341  | -256  | -256  | -256  | P/E(现价&最新股本摊薄) | -      | 40.27 | 33.20 | 27.37 |
| 营运资本变动     | 1,104 | -274  | 70    | -62   | P/B(现价)        | 9.13   | 7.44  | 6.08  | 4.97  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

