

中炬高新 (600872.SH)

短期承压，以退为进

事件：公司发布 2021 年半年度报告。2021 年半年度实现营业收入 23.2 亿元，同比下降 9.3%；归母净利润为 2.8 亿元，同比下降 38.5%；其中 Q2 营收 10.5 亿元，同比下降 24.9%；Q2 归母净利润为 1.1 亿元，同比下降 57.9%。

库存高企渠道分流，收入增长承压。分业务看，2021H1 美味鲜子公司实现营收 22.38 亿元（同比-10.2%）。**1) 分产品：**2021H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油及其他业务营收增速分别为-12.8%/29.3%/-31.5%/-7.1%（其中 2021Q2 增速分别为-28.2%/+11.6%/-56.5%/-2.7%），仅鸡精鸡粉因餐饮渠道复苏实现恢复性增长，其他各项业务均因高库存、渠道分流等影响出现不同程度的下滑；**2) 分地区：**2021Q2 公司共计增加经销商 105 人，新开拓经销商仍然主要集中在北部（+65 人）及中西部地区（+26 人）。上半年来看，公司在东部地区设置标本市场，带动东部地区营收同比微增 0.3%，其他区域均出现下滑，尤其是二季度各地区营收呈现双位数下滑。公司目前积极拥抱新渠道，正在主动跟橙心优选等社区团购企业洽谈合作，预计分流影响将逐步减弱。

成本费用双重压力，利润下滑较为明显。盈利端来看，成本上涨是调味品行业利润端的最大压力之一。2021H1 美味鲜子公司实现净利润 3.29 亿元（同比-33.5%），2021Q2 公司毛利率同比下滑 7.1pct 至 36.22%，主要原因系大豆等原材料成本上涨所致，根据测算，2021H1 大豆等原材料价格上涨造成毛利下降约 8000 万。公司目前采取加大采购力度、合同锁价及对冲等多种手段，来降低采购成本。**费用端来看，**2021Q2 整体费用率同比提升 1.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-1.3pct/+1.1pct/+1.2pct/+0.9pct。其中销售费用率下降主要系运费及业务费有所缩减，但广告宣传费用明显增加（2021H1 广告宣传费 4241 万元，同比+42%）。同时公司在管理费用方面加大了人员薪酬，目前公司推出复合调味料新产品，扩充产品矩阵，研发费用亦出现较为明显抬升。综合来看，在毛利率承压、费用投放加大的背景下，公司 2021Q2 净利率同比下滑 7.8pct 至 10.0%。

以退为进，扩产助力调味品主业发展。疫情影响之下，调味品行业目前短期处于存量竞争状态。公司以退一步进两步的策略，调节奏、去库存、夯实基本盘，提出稳定 KA、发展 BC、提振二批、攻坚餐饮、健康发展线上渠道的渠道策略。并从长期发展的视角，不断剥离非核心业务，对调味品产能进行扩充，以强化规模优势。2021 年 7 月，公司公告计划通过定增方式融资 77.9 亿元用于广西美味鲜食品 300 万吨调味品扩产项目，若方案通过，产能有望实现大幅提升，助力公司长期增长。

投资建议：预计公司 21/22/23 年营收分别为 52.8/63.7/73.9 亿元，同比+3.0%/20.7%/16.0%；归母净利润 8.0/10.1/12.0 亿元，同比-10.4%/+27.2%/+18.0%；对应 PE 为 30/24/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,675	5,123	5,279	6,372	7,388
增长率 yoy (%)	12.2	9.6	3.0	20.7	16.0
归母净利润（百万元）	718	890	797	1,013	1,196
增长率 yoy (%)	18.2	24.0	-10.4	27.2	18.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.90	1.12	1.00	1.27	1.50
净资产收益率 (%)	18.6	19.5	16.4	17.9	18.2
P/E（倍）	33.3	26.9	30.0	23.6	20.0
P/B（倍）	6.1	5.2	4.9	4.2	3.7

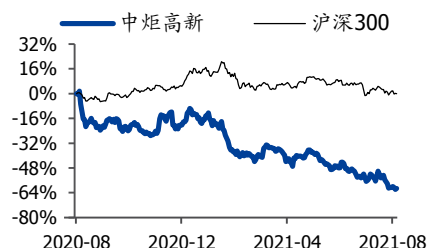
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 31 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
8 月 31 日收盘价(元)	30.05
总市值(百万元)	23,938.95
总股本(百万股)	796.64
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	23.14

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 1、《中炬高新（600872.SH）：销售费用大幅加大，蓄力未来长期增长》2021-04-28
- 2、《中炬高新（600872.SH）：渠道产能加码，冲刺新年高目标》2021-03-24
- 3、《中炬高新（600872.SH）：主业表现符合预期，扩产助力长期增长..》2021-03-13



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3525	4099	5180	5970	6595	营业收入	4675	5123	5279	6372	7388
现金	699	242	1267	1529	1994	营业成本	2826	2994	3228	3818	4424
应收票据及应收账款	26	33	38	42	54	营业税金及附加	61	58	69	83	96
其他应收款	23	33	25	45	36	营业费用	456	566	596	726	850
预付账款	5	5	5	7	7	管理费用	295	281	280	331	369
存货	1568	1682	1822	2322	2480	研发费用	147	154	153	185	207
其他流动资产	1204	2103	2024	2024	2024	财务费用	49	13	40	39	19
非流动资产	2429	2560	2461	2656	2801	资产减值损失	0	-1	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	5	其他收益	19	30	20	20	20
固定资产	1424	1458	1408	1605	1749	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产	211	198	191	185	179	投资净收益	72	85	85	85	85
其他非流动资产	788	900	857	861	868	资产处置收益	0	-3	0	0	0
资产总计	5954	6659	7642	8626	9396	营业利润	931	1169	1019	1295	1529
流动负债	1600	1557	2237	2322	2081	营业外收入	1	2	0	0	0
短期借款	113	360	842	781	360	营业外支出	4	40	0	0	0
应付票据及应付账款	437	552	478	762	663	利润总额	928	1130	1019	1295	1529
其他流动负债	1050	645	917	779	1058	所得税	137	159	148	188	222
非流动负债	108	110	84	115	122	净利润	791	971	871	1108	1307
长期借款	0	0	-26	5	12	少数股东损益	73	81	74	94	111
其他非流动负债	108	110	110	110	110	归属母公司净利润	718	890	797	1013	1196
负债合计	1708	1667	2321	2437	2203	EBITDA	1055	1298	1184	1475	1714
少数股东权益	297	376	450	544	655	EPS (元)	0.90	1.12	1.00	1.27	1.50
股本	797	797	797	797	797	主要财务比率					
资本公积	91	91	91	91	91	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	3044	3711	4321	5096	6011	成长能力					
归属母公司股东权益	3949	4616	4871	5645	6538	营业收入(%)	12.2	9.6	3.0	20.7	16.0
负债和股东权益	5954	6659	7642	8626	9396	营业利润(%)	16.6	25.5	-12.8	27.2	18.0
						归属于母公司净利润(%)	18.2	24.0	-10.4	27.2	18.0
						获利能力					
						毛利率(%)	39.5	41.6	38.9	40.1	40.1
						净利率(%)	15.4	17.4	15.1	15.9	16.2
						ROE(%)	18.6	19.5	16.4	17.9	18.2
						ROIC(%)	17.1	19.5	15.3	17.1	18.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.7	25.0	30.4	28.2	23.4
						净负债比率(%)	-1.8	4.0	-6.9	-10.6	-21.3
						流动比率	2.2	2.6	2.3	2.6	3.2
						速动比率	1.2	0.7	0.9	1.0	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	125.1	171.7	148.4	160.0	154.2
						应付账款周转率	6.5	6.1	6.3	6.2	6.2
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.90	1.12	1.00	1.27	1.50
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.26	1.30	1.06	1.83
						每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.79	6.11	7.09	8.21
						估值比率					
						P/E	33.3	26.9	30.0	23.6	20.0
						P/B	6.1	5.2	4.9	4.2	3.7
						EV/EBITDA	21.8	18.3	19.7	15.7	13.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com