

证券研究报告—动态报告

食品饮料

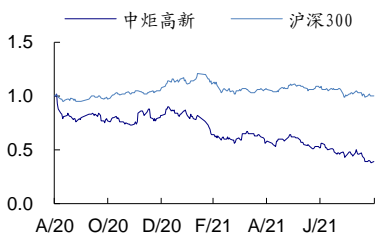
食品

中炬高新(600872)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	797/797
总市值/流通(百万元)	24,919/24,919
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	83.38/30.56

相关研究报告:

《中炬高新-600872-公告点评: 拟向控股股东定增募资, 调味品产能持续加码》——2021-07-27
 《中炬高新-600872-重大事件快评: 稳中求进, 一季度业绩增幅大超预期》——2014-04-16

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
业绩承压明显, 期待下半年经营改善
● 业绩低于预期, Q2 收入承压明显

公司公布 2021 年半年度报告: 21H1 公司实现营业收入 23.2 亿元, 同比-9.3%, 归母净利润 2.8 亿元, 同比-38.5%, 其中 Q2 实现收入 10.5 亿元, 同比-24.9%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比-57.9%, 低于市场预期。收入下滑主要系: 1.前期高基数; 2.Q2 行业性去库存, 叠加消费疲软及社区团购等新兴渠道冲击, 致使 Q2 库存消化节奏较往年偏慢。

● 酱油主业销售承压, 全国性渠道扩张持续推进

分产品看: 21H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油收入分别为 13.8/2.7/2.1 亿元, 同比-12.8%/+29.3%/-31.5%, 酱油主业承压明显, 鸡精鸡粉有所放量; 分区域看: 21H1 东部/南部/中西部/北部收入分别为 5.4/9.0/4.2/3.5 亿元, 同比+0.3%/-10%/-20%/-14%, 东部区域因餐饮占比较高仍维持正增长; 经销商方面: 21H1 经销商数量达到 1636 家, 净增 215 个, 主要来自中西部和北部区域(中西部/北部净增加 57/131 个), 受益于渠道扩张, 公司市场覆盖率持续提升, 地级市开发率达到 92.3%, 区县市场开发率达到 58.2%, 较 20 年末分别提升了 2.3pct/7.2pct。

● 成本上涨致盈利能力承压, 期待下半年公司治理拐点

21H1 毛利率为 37.7%, 同比-4.8pct, 主要系主要原材料价格大幅上涨及会计准则变化所致; 21H1 销售费用率 11.9%, 同比基本持平; 在毛利率波动影响下, 21H1 公司净利率为 13.0%, 同比-6.4pct。展望下半年, 目前公司渠道库存已恢复至良性水平, 同时社区团购冲击边际减弱叠加基数压力消除, 预计 H2 公司业绩将有所改善。中长期看, 张卫华总重新回归管理团队赋能美味鲜, 随着未来股权激励落地, 看好公司在治理改善带动下, 竞争优势不断强化的同时补齐短板。

● 投资建议: 维持“买入”评级

考虑到行业竞争加剧、消费疲软及社区团购对传统渠道持续分流, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 8.0/9.5/11.3 亿元(此前 9.4/11.0/12.8 亿元), 同比-10.7%/19.0%/19.8%, EPS 为 1.00/1.19/1.42 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 为 35/30/25 倍, 维持“买入”评级。**风险提示:** 渠道扩张低于预期; 原料成本大幅波动。

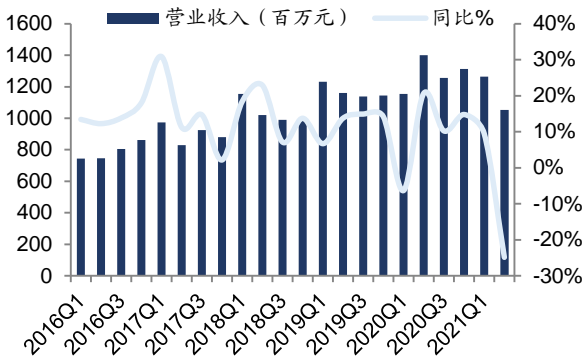
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,675	5,123	5,411	6,290	7,277
(+/-%)	12.2%	9.6%	5.6%	16.2%	15.7%
净利润(百万元)	718	890	795	945	1133
(+/-%)	18.2%	24.0%	-10.7%	19.0%	19.8%
摊薄每股收益(元)	0.90	1.12	1.00	1.19	1.42
EBIT Margin	18.5%	21.4%	16.9%	17.6%	18.5%
净资产收益率(ROE)	18.2%	19.3%	15.4%	16.4%	17.3%
市盈率(PE)	34.7	28.0	31.4	26.4	22.0
EV/EBITDA	26.7	21.4	24.6	20.5	17.1
市净率(PB)	6.31	5.40	4.84	4.31	3.81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

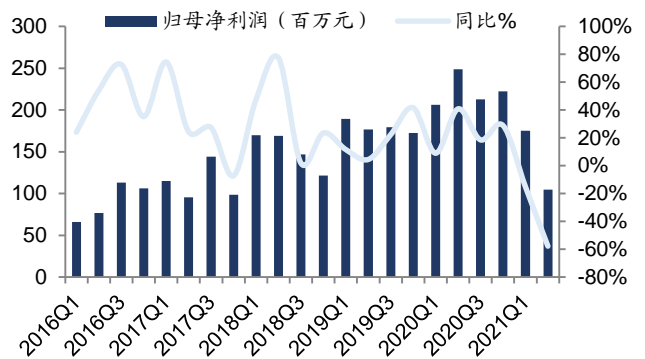
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 中炬高新分季度营业收入及同比增速



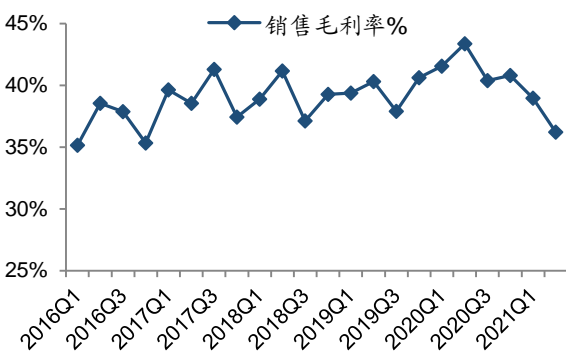
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 中炬高新分季度归母净利润及同比增速



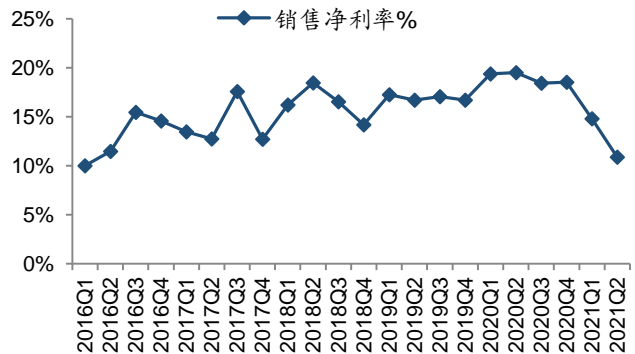
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 中炬高新分季度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 中炬高新分季度净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

考虑到今年行业竞争加剧、终端消费疲软及社区团购对传统渠道持续分流，我们下调此前盈利预测。预计公司 21-23 年收入分别为 54.1/62.9/72.8 亿元（此前为 59.0/68.5/79.0 亿元），同比+5.6%/16.2%/15.7%。考虑到上半年原材料价格上涨较多，预计公司全年毛利率将继续承压，21-23 年毛利率预测调整至 38.8%/39.6%/40.2%，下调 1.3/0.9/0.7pct，费用率仍维持此前预测。综上，预计公司 21-23 年归母净利润为 8.0/9.5/11.3 亿元（此前 9.4/11.0/12.8 亿元），同比-10.7%/19.0%/19.8%。

表 1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5900	6851	7898	5411	6290	7277	-8.3%	-8.2%	-7.9%
收入同比增速%	15.2%	16.1%	15.3%	5.6%	16.2%	15.7%	-9.5pct	0.1pct	0.4pct
毛利率%	40.1%	40.5%	40.8%	38.8%	39.6%	40.2%	-1.3pct	-0.9pct	-0.7pct
销售费用率%	12.0%	12.0%	11.8%	12.0%	12.0%	11.8%	-	-	-
净利率%	15.9%	16.0%	16.2%	14.7%	15.0%	15.6%	-1.2pct	-1.0pct	-0.7pct
归母净利润 (百万元)	938	1096	1282	795	945	1133	-15.3%	-13.7%	-11.6%
归母净利润同比增速%	5.4%	16.8%	17.0%	-10.7%	19.0%	19.8%	-16.2pct	2.2pct	2.8pct
EPS (元)	1.18	1.38	1.61	1.00	1.19	1.42	-15.3%	-13.7%	-11.6%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 2: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 8 月 30 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	股价 (元)	EPS			PE			总市值 (亿元)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600872	中炬高新	29.0	31.28	1.00	1.19	1.42	31.36	26.36	22.00	249.19
可比公司:										
603317	天味食品	45.4	22.04	0.55	0.73	0.97	40.34	30.10	22.65	166.66
603288	海天味业	65.9	105.53	2.17	2.63	3.16	48.67	40.18	33.44	4,445.53
1579.HK	颐海国际	42.6	40.80 港元	0.84	1.04	1.28	40.43	32.72	26.65	427.14 亿港元
603027	千禾味业	118.4	16.99	0.30	0.41	0.54	56.63	41.44	31.46	135.71
300999	金龙鱼	62.3	68.49	1.32	1.59	1.85	51.74	43.05	36.93	3,713.25
600305	恒顺醋业	48.4	14.14	0.33	0.39	0.46	42.54	36.15	30.49	141.82
002507	涪陵榨菜	31.6	26.63	0.87	1.03	1.24	30.59	25.79	21.52	236.38
平均		61.5					45.10	36.55	30.08	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 恒顺、金龙鱼等可比公司 EPS、PE 等数据取自 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	242	515	240	240	营业收入	5123	5411	6290	7277
应收款项	67	74	86	100	营业成本	2994	3311	3799	4355
存货净额	1682	1910	2182	2491	营业税金及附加	58	61	71	82
其他流动资产	1329	1082	1258	1455	销售费用	566	649	755	859
流动资产合计	4099	4582	4966	5786	管理费用	281	333	385	430
固定资产	1685	2018	2608	3150	财务费用	13	9	13	25
无形资产及其他	198	190	182	174	投资收益	85	80	80	80
投资性房地产	672	672	672	672	资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	(130)	(124)	(151)	(173)
资产总计	6659	7467	8432	9788	营业利润	1169	1003	1195	1433
短期借款及交易性金融负债	360	465	544	854	营业外净收支	(39)	5	5	5
应付款项	552	562	642	733	利润总额	1130	1008	1200	1438
其他流动负债	645	752	863	983	所得税费用	159	141	168	201
流动负债合计	1557	1779	2049	2570	少数股东损益	81	73	86	104
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	890	795	945	1133
其他长期负债	110	115	120	125					
长期负债合计	110	115	120	125	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1667	1894	2168	2695	净利润	890	795	945	1133
少数股东权益	376	424	482	552	资产减值准备	2	0	0	0
股东权益	4616	5148	5782	6541	折旧摊销	148	175	218	265
负债和股东权益总计	6659	7467	8432	9788	公允价值变动损失	(2)	0	0	0
					财务费用	13	9	13	25
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1503)	134	(263)	(304)
	2020	2020E	2021E	2022E	其它	56	48	58	69
每股收益	1.12	1.00	1.19	1.42	经营活动现金流	(409)	1152	958	1163
每股红利	0.32	0.33	0.39	0.47	资本开支	(41)	(500)	(800)	(800)
每股净资产	5.79	6.46	7.26	8.21	其它投资现金流	356	(221)	(200)	(300)
ROIC	26%	20%	21%	22%	投资活动现金流	314	(721)	(1000)	(1100)
ROE	19%	15%	16%	17%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	42%	39%	40%	40%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(257)	(262)	(312)	(374)
EBITDA Margin	24%	20%	21%	22%	其它融资现金流	152	105	79	310
收入增长	10%	6%	16%	16%	融资活动现金流	(363)	(157)	(233)	(63)
净利润增长率	24%	-11%	19%	20%	现金净变动	(457)	274	(275)	0
资产负债率	31%	31%	31%	33%	货币资金的期初余额	699	242	515	240
息率	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	货币资金的期末余额	242	515	240	240
P/E	28.0	31.4	26.4	22.0	企业自由现金流	(453)	595	105	319
P/B	5.4	4.8	4.3	3.8	权益自由现金流	(309)	692	172	608
EV/EBITDA	21.4	24.6	20.5	17.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032