

## 2021 年半年报点评: Q2 短期承压, 期待改善 带动提速

2021 年 09 月 02 日

买入 (维持)

证券分析师 于芝欢

执业证号: S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,123	5,313	6,535	7,685
同比 (%)	9.6%	3.7%	23.0%	17.6%
归母净利润 (百万元)	890	793	1,038	1,241
同比 (%)	24.0%	-10.9%	30.8%	19.6%
每股收益 (元/股)	1.12	1.00	1.30	1.56
P/E (倍)	27.98	31.39	23.99	20.07

### 股价走势



**事件:** 公司发布 2021 年中报, 2021H1 实现总营收 23.16 亿元, 同比-9.34%, 归母净利润 2.80 亿元, 同比-38.51%, 扣非归母净利润 2.69 亿元, 同比-39.11%。美味鲜公司 21H1/21Q1/21Q2 分别实现营业收入 22.38/12.35/10.03 亿元, 同比分别-10.16%/+9.97%/-26.73%; 净利润 3.29/1.99/1.3 亿元, 同比分别-33.54%/-10.36%/-52.38%; 归母净利润 3.08/1.88/1.2 亿元, 同比-32.46%/-8.74%/-52.00%, 基本符合我们预期。

### 投资要点:

■ **需求疲软、社团冲击、主动去库致收入承压。** 分产品看, 2021H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油的营收分别为 13.81/2.73/2.06 亿元, 同比-12.78%/+29.29%/-31.50%, 其中 Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油的营收分别为 6.21/1.33/0.71 亿元, 同比-28.17%/+11.60%/-56.52%, 多因素致酱油下滑较多, 鸡精鸡粉受益于餐饮需求复苏。分区域看, 2021Q2 东部/南部/中西部/北部地区分别实现营收 2.42/4.25/1.77/1.43 亿元, 同比分别-18.92%/-24.00%/-32.80%/-39.13%, 中西部、北部市场下滑较多。21H1 公司经销商净增 215 个至 1636, 同比+15.13%, 新增主要来自中西部/北部地区, 分别净增 57/131 个, 公司渠道持续下沉, 其中地级市/县级开发率达 92.3%/58.2%, 同比+2.3pct/+7.2pct。Q2 公司主动梳理库存, 总体库存降至良性。

■ **成本上行致盈利承压。** 美味鲜 2021H1/Q2 毛利率分别为 38.09%/36.55%, 同比分别-4.76pct/-7.22pct, 主要受黄豆、添加剂等原材料价格上涨影响, 上半年原料价格上涨造成毛利下降约 0.8 亿元, 公司将继续采用合同锁价、对冲等多种手段平滑成本。21H1 销售费用率 11.61%, 同比基本持平, 其中 Q2 销售费用率为 11.18%, 同比-1.95pct, 主要源于运费及返利减少, 但仍保持广告费用提升; Q2 管理费用同比+0.87pct 至 4.68%, 主要系 20 年享受社保减免基数低, 今年薪酬增加。综上, 2021H1/Q2 实现净利率 14.70%/12.96%, 同比-5.16pct/-6.98pct, 主要系毛利率拖累。

■ **H2 环比有望好转, “双百” 目标不改。** 展望 2021H2, 当前公司渠道库存健康良性, 我们预计随外部需求环境好转, 股权激励年内有望落地、地产剥离持续推进等治理优化, 有望环比改善。中长期看, 渠道端, 公司持续推进空白市场开发, 加强餐饮市场开发, 通过价格指导, 开发定制产品等措施积极与新渠道合作, 产品端, 不断推进多品类拓展, 丰富产品矩阵, 如复合调料等, 同时产能稳步扩张坚定迈向“五年双百”目标。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司治理不断优化下, 全面推进产品渠道产能扩张, 期待公司收入提速。因行业整体仍有压力, 我们下调 21-23 年 EPS 预测为 1.00/1.30/1.56 元 (前值为 1.24/1.52/1.83), 当前股价对应 PE 分别为 31/24/20 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业竞争加剧, 食品安全风险, 销售不达预期等。

### 市场数据

收盘价(元)	31.26
一年最低/最高价	29.13/83.38
市净率(倍)	6.20
流通 A 股市值(百万元)	23938.95

### 基础数据

每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	32.48
总股本(百万股)	796.64
流通 A 股(百万股)	796.64

### 相关研究

- 1、《中炬高新 (600872) 事件点评报告 (勘误版): 定增彰显发展信心, 机制改善稳步推进》2021-07-26
- 2、《中炬高新 (600872) 事件点评报告: 库存持续下行, 维持全年目标》2021-07-16

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,099	4,129	5,121	5,964	<b>营业收入</b>	5,123	5,313	6,535	7,685
现金	242	137	490	1,203	减:营业成本	2,994	3,236	3,921	4,603
应收账款	33	28	48	42	营业税金及附加	58	72	89	99
存货	1,682	1,830	2,426	2,571	营业费用	566	595	719	845
其他流动资产	2,142	2,134	2,157	2,148	管理费用	281	278	335	365
<b>非流动资产</b>	2,560	2,881	3,246	3,723	研发费用	154	159	196	245
长期股权投资	5	5	5	5	财务费用	13	39	31	22
固定资产	1,458	1,520	1,867	2,219	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	227	342	369	552	加:投资净收益	85	81	84	81
无形资产	198	191	184	178	其他收益	30	25	24	25
其他非流动资产	672	823	820	770	资产处置收益	-3	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	6,659	7,010	8,367	9,687	<b>营业利润</b>	1,169	1,038	1,351	1,609
<b>流动负债</b>	1,557	1,569	2,051	2,307	加:营业外净收支	-39	-13	-15	-17
短期借款	360	360	360	360	<b>利润总额</b>	1,130	1,025	1,336	1,592
应付账款	552	471	782	692	减:所得税费用	159	144	188	224
其他流动负债	645	738	908	1,255	少数股东损益	81	88	110	127
<b>非流动负债</b>	110	110	110	110	<b>归属母公司净利润</b>	890	793	1,038	1,241
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,145	1,041	1,348	1,588
其他非流动负债	110	110	110	110	EBITDA	1,298	1,205	1,566	1,863
<b>负债合计</b>	1,667	1,679	2,161	2,417	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	376	464	574	701	每股收益(元)	1.12	1.00	1.30	1.56
归属母公司股东权益	4,616	4,867	5,632	6,568	每股净资产(元)	5.79	6.11	7.07	8.24
<b>负债和股东权益</b>	6,659	7,010	8,367	9,687	发行在外股份(百万股)	797	797	797	797
					ROIC(%)	19.5%	16.9%	19.1%	19.5%
					ROE(%)	19.5%	16.5%	18.5%	18.8%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	41.6%	39.1%	40.0%	40.1%
经营活动现金流	1,001	880	1,156	1,712	销售净利率(%)	17.4%	14.9%	15.9%	16.1%
投资活动现金流	-1,125	-404	-499	-672	资产负债率(%)	25.0%	24.0%	25.8%	25.0%
筹资活动现金流	-407	-581	-304	-327	收入增长率(%)	9.6%	3.7%	23.0%	17.6%
现金净增加额	-531	-105	353	712	净利润增长率(%)	22.8%	-9.3%	30.3%	19.2%
折旧和摊销	154	164	217	275	P/E	27.98	31.39	23.99	20.07
资本开支	328	286	345	467	P/B	5.40	5.12	4.42	3.79
营运资本变动	-97	-124	-157	126	EV/EBITDA	19.03	20.66	15.74	12.92

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 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>