

业绩短期承压，静待经营改善

中炬高新(600872)

评级:	买入	股票代码:	600872
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	74.71/26.96
目标价格:		总市值(亿)	289.58
最新收盘价:	36.35	自由流通市值(亿)	289.58
		自由流通股数(百万)	796.64

事件概述

公司前三季度实现营业收入 34.12 亿元，同比-10.45%；归母净利润 3.67 亿元，同比-45.09%。单三季度实现营业收入 10.96 亿元，同比-12.70%；归母净利润 0.87 亿元，同比-59.15%。

分析判断:

► 收入端环比好转，主业稳步恢复

公司 Q3 实现营业收入 10.96 亿元，同比-12.70%；其中子公司美味鲜实现营业收入 10.40 亿元，同比-15.47%，主业调味品连续两个季度同比下降，但 Q3 环比 Q2 (-24.85%) 下降幅度已明显减少，主业收入端环比好转。公司调味品主业同比下降主因：1) 家庭零售端需求恢复偏弱，对行业整体增长影响较大；2) 社区团购等新渠道的快速发展影响了公司核心的商超渠道；3) 疫情多点爆发影响；4) 公司渠道库存较为良性，未强制压货；综合影响下使得公司收入端表现一般。

分品类来看，Q3 公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他品类分别实现收入 5.98/1.17/1.55/1.60 亿元，同比-20.97%/-10.31%/-9.56%/+1.74%，酱油产品因零售端需求降速而同比下降，鸡精鸡粉因三季度餐饮恢复较慢影响下降，食用油高基数下同比下降，其他小品类实现同比增长。分渠道来看，Q3 东部/南部/中西部/北部销售收入分别同比-24.7%/-7.8%/-7.1%/-31.5%，区域增长差异与同期基数和区域疫情情况有关，南部和中西部恢复较好，东部和北部市场恢复情况一般；同时公司 Q3 净增经销商 68 家，累计经销商数量达到 1,708 个。

累计前三季度来看，公司实现营业收入 34.12 亿元，同比-10.45%；渠道端截止三季度末，公司地级市开发率 92.3%，较去年提升了 2.3pct；区县市场开发率 60.83%，较去年提升了 9.89pct。

► 毛利率下降+费用率提升，短期利润端承压

公司前三季度毛利率和净利率分别为 33.08%和 11.61%，分别较去年同期-8.75 和-7.5pct，原材料价格上涨影响毛利率叠加市场投放加大提升费用率，使得公司短期盈利能力同比下降。

具体来看，公司前三季度毛利率同比下降主因黄豆和包材等原材料价格上涨使得成本端承压，另外会计准则调整亦有影响，可比口径下下降 4.89pct。费用端来看，公司前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.79%/6.36%/3.67%/0.41%，分别较去年同期-2.35/+1.01/+0.74/+0.32pct，其中销售费用率受会计准则调整影响，可比口径下公司销售费用率为 13.73%，较去年同期+2.44pct，主因公司销售返利、业务费用的增长；管理费用率和研发费用率提升，主因公司收入同比下降，但美味鲜管理人员薪酬福利和研发费用同比增加。综合来看，公司前三季度实现归母净利润 3.67 亿元，同比下降 45.09%，净利率也降至 11.61%，短期成本端承压和费用投放加大对利润影响较为明显。

单三季度公司经营压力仍然较大，毛利率和净利率分别为 23.29%和 8.63%，分别较去年同期-17.08 和-9.8pct，相应的实现归母净利润 0.87 亿元，同比-59.15%。

► 经营改善仍在路上，期待走出盈利低谷

尽管公司短期面临行业自身的多重压力，但仍在持续推进规模提升和销售渠道改革，尽可能弥补业绩缺口。公司持续加速空白市场开发，落实销售人员短期激励和长期扶持相结合的激励措施，市场端稳定 KA、发展

BC、提振二批、攻坚餐饮、健康发展线上渠道。虽然短期行业和公司发展处于阵痛期，但公司仍在积极应对，不断清理包袱，轻装上阵，有望在市场恢复过程中率先受益；长期我们看好公司在营销布局、产能扩张和产品研发等多方面不断深耕，顺应行业发展趋势，强化竞争优势和壁垒。

投资建议

参考最新财务报告，我们下调公司 21-23 年营收 53.92/65.19/77.54 亿元的预测至 48.92/60.19/71.54 亿元，下调 21-23 年 EPS 0.95/1.17/1.45 元的预测至 0.78/0.97/1.19 元，对应 2021 年 10 月 29 日 36.35 元/股收盘价，PE 分别为 47/37/30 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

疫情影响超预期、行业竞争加剧、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,675	5,123	4,892	6,019	7,154
YoY (%)	12.2%	9.6%	-4.5%	23.0%	18.9%
归母净利润(百万元)	718	890	618	775	952
YoY (%)	18.2%	24.0%	-30.6%	25.4%	22.9%
毛利率 (%)	39.5%	41.6%	36.2%	36.9%	37.0%
每股收益 (元)	0.90	1.12	0.78	0.97	1.19
ROE	18.2%	19.3%	11.8%	12.9%	13.7%
市盈率	40.33	32.54	46.86	37.38	30.42

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,123	4,892	6,019	7,154	净利润	971	672	839	1,027
YoY (%)	9.6%	-4.5%	23.0%	18.9%	折旧和摊销	154	810	60	60
营业成本	2,994	3,121	3,798	4,507	营运资金变动	-97	-72	-188	-254
营业税金及附加	58	54	66	79	经营活动现金流	1,001	1,342	624	727
销售费用	566	636	795	909	资本开支	-327	-947	-27	-24
管理费用	281	254	301	379	投资	-857	-100	-100	-100
财务费用	13	6	12	0	投资活动现金流	-1,125	-969	-30	-7
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	85	83	102	122	债务募资	560	0	0	0
营业利润	1,169	780	985	1,207	筹资活动现金流	-407	-14	-14	-14
营业外收支	-39	1	1	1	现金净流量	-531	359	579	706
利润总额	1,130	781	986	1,208					
所得税	159	109	148	181	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	971	672	839	1,027	成长能力				
归属于母公司净利润	890	618	775	952	营业收入增长率	9.6%	-4.5%	23.0%	18.9%
YoY (%)	24.0%	-30.6%	25.4%	22.9%	净利润增长率	24.0%	-30.6%	25.4%	22.9%
每股收益	1.12	0.78	0.97	1.19	盈利能力				
					毛利率	41.6%	36.2%	36.9%	37.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	19.0%	13.7%	13.9%	14.4%
货币资金	242	600	1,179	1,885	总资产收益率 ROA	13.4%	8.3%	9.1%	9.6%
预付款项	5	6	7	8	净资产收益率 ROE	19.3%	11.8%	12.9%	13.7%
存货	1,682	1,781	2,146	2,552	偿债能力				
其他流动资产	2,170	2,317	2,529	2,795	流动比率	2.63	2.88	3.05	3.23
流动资产合计	4,099	4,704	5,861	7,241	速动比率	1.55	1.79	1.93	2.09
长期股权投资	5	5	5	5	现金比率	0.16	0.37	0.61	0.84
固定资产	1,458	1,658	1,708	1,758	资产负债率	25.0%	23.5%	23.8%	23.8%
无形资产	198	188	178	168	经营效率				
非流动资产合计	2,560	2,702	2,673	2,641	总资产周转率	0.77	0.66	0.71	0.72
资产合计	6,659	7,406	8,535	9,881	每股指标 (元)				
短期借款	360	360	360	360	每股收益	1.12	0.78	0.97	1.19
应付账款及票据	552	586	736	901	每股净资产	5.79	6.57	7.54	8.74
其他流动负债	645	686	827	981	每股经营现金流	1.26	1.68	0.78	0.91
流动负债合计	1,557	1,632	1,923	2,243	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	110	110	110	110	PE	32.54	46.86	37.38	30.42
非流动负债合计	110	110	110	110	PB	11.50	5.53	4.82	4.16
负债合计	1,667	1,742	2,033	2,353					
股本	797	797	797	797					
少数股东权益	376	430	493	568					
股东权益合计	4,992	5,663	6,502	7,529					
负债和股东权益合计	6,659	7,406	8,535	9,881					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业研究员，3 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。