

# 中炬高新 (600872)

公司研究/点评报告

## 基本面弱改善，期待内部治理优化

—中炬高新 (600872) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 11 月 01 日

### 一、事件概述

10 月 29 日公司发布公告，2021 年前三季度营收/归母净利润为 34.12/3.67 亿元，同比 -10.5%/-45.1%；21Q3 营收/归母净利润为 10.96/0.87 亿元，同比 -12.7%/-59.2%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 收入端环比弱改善，外埠市场拖累整体表现

2021 年前三季度实现营收 34.12 亿元，同比 -10.5%；21Q3 实现营收 10.96 亿元，同比 -12.7%。三季度终端需求逐渐修复，公司收入端环比有所改善，但 7 月中山疫情冲击导致收入同比仍有下滑。**分产品看**，21Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入同比 -21.0%/-10.3%/-9.6%/+1.7%，核心产品酱油收入下滑拖累整体表现，鸡精鸡粉增速转负，主要系 8 月餐饮消费恢复不及预期所致。**分地区看**，21Q3 东部/南部/中西部/北部收入同比 -24.7%/-7.8%/-7.1%/-31.5%，中西部下降幅度收窄，得益于前期社区团购对经销商的冲击有所减小，但华东与北部市场下滑幅度仍较大，主要受南京疫情与河南洪水影响。**经销商方面**，21Q3 经销商数量为 1708 家，较 2020 年末增加 20.2%，主要来自北部、中西部新兴市场，公司泛全国化战略仍在持续推进。

#### ➤ 成本压力叠加费用加码，净利率仍显著承压

21Q3 毛利率为 23.3%，同比 -17.1pct，主要归因于：1) 加大终端促销力度，费用冲减收入；2) 大豆、包材等原料价格上涨；3) 运费调整至营业成本列示。21Q3 销售费用率 2.3%，同比 -7.4pct，若剔除运费调整因素，21Q3 销售费用率为 16.7%，同比 +7.1pct，主要系销售返利、业务费用增加所致。21Q3 归母净利率为 7.9%，同比 -9.0pct，主要系成本压力与费用加码共同挤压，环比 -2.0pct，盈利能力仍承压明显。

#### ➤ 基本面有望延续改善，长期稳步迈向“双百目标”

**短期看，预计基本面延续改善。**1) 治理优化，今年 4 月张卫华重新担任副总经理，有望重新激活美味鲜公司营销能力，此外公司股权激励方案通过，年内或落地，将有效绑定管理层与核心骨干利益；2) 需求修复，预计 21Q4 零售与餐饮端延续环比修复态势。**长期看，稳步迈向“双百目标”。**1) 产能端，根据公司公告，预计 22H2 中山技改扩产项目正式投产，将为公司长期发展提供产能支撑；2) 渠道端，公司公告 2021 年经销商数量将达到 1700 家，三季度已提前完成任务，预计公司将持续推进渠道下沉与裂变。

### 三、投资建议

我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 5.60/6.86/8.05 亿元，同比 -37.1%/22.5%/17.3%，EPS 为 0.70/0.86/1.01 元，对应 PE 为 52/42/36X。公司 22 年估值低于调味品行业平均 PE 约 50X（基于民生盈利预测），维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

动销不及预期，渠道下沉与裂变不及预期，大股东债务问题，食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,123	4,831	5,710	6,630
增长率 (%)	9.6%	-5.7%	18.2%	16.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	890	560	686	805
增长率 (%)	24.0%	-37.1%	22.5%	17.3%
每股收益 (元)	1.12	0.70	0.86	1.01
PE (现价)	32.54	51.71	42.20	35.99
PB	11.50	5.59	4.94	4.34

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**

维持评级

当前价格： 36.35 元

交易数据

2021-10-29

近 12 个月最高/最低(元)	73.8/28.2
总股本 (百万股)	797
流通股本 (百万股)	797
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	290
流通市值 (亿元)	290

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：王言海

执业证号： S0100521090002

电话： 021-60876735

邮箱： wangyanhai@mszq.com

#### 研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033

电话： 021-60876735

邮箱： liuguangyi@mszq.com

#### 相关研究

1. 中炬高新 (600872) 2021 年半年报点评：需求疲弱叠加成本压力，上半年业绩短期承压

2. 中炬高新 (600872) 2021 年一季报点评：盈利端短期承压，内部治理持续优化

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,123	4,831	5,710	6,630
营业成本	2,994	3,202	3,723	4,326
营业税金及附加	58	59	67	79
销售费用	566	391	468	530
管理费用	281	382	457	527
研发费用	154	121	160	186
EBIT	1,070	677	835	981
财务费用	13	25	35	41
资产减值损失	-1	2	2	2
投资收益	85	63	74	86
营业利润	1,169	715	873	1,025
营业外收支	-39	0	0	0
利润总额	1,130	715	873	1,025
所得税	159	100	123	144
净利润	971	614	751	881
归属于母公司净利润	890	560	686	805
EBITDA	1,224	797	948	1,098
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	242	1,039	1,865	2,768
应收账款及票据	33	29	36	41
预付款项	5	6	6	7
存货	1,682	1,787	2,085	2,419
其他流动资产	2,137	2,131	2,138	2,142
流动资产合计	4,099	4,992	6,131	7,378
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,458	1,512	1,556	1,605
无形资产	198	272	293	321
非流动资产合计	2,560	2,608	2,557	2,534
资产合计	6,659	7,600	8,687	9,912
短期借款	360	650	767	890
应付账款及票据	552	543	659	750
其他流动负债	645	691	795	925
流动负债合计	1,557	1,884	2,221	2,564
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	110	110	110	110
非流动负债合计	110	110	110	110
负债合计	1,667	1,994	2,331	2,674
股本	797	797	797	797
少数股东权益	376	430	495	571
股东权益合计	4,992	5,606	6,357	7,238
负债和股东权益合计	6,659	7,600	8,687	9,912

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	9.6%	-5.7%	18.2%	16.1%
EBIT 增长率	20.4%	-36.8%	23.4%	17.5%
净利润增长率	24.0%	-37.1%	22.5%	17.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.6%	33.7%	34.8%	34.8%
净利润率	19.0%	12.7%	13.1%	13.3%
总资产收益率 ROA	13.4%	7.4%	7.9%	8.1%
净资产收益率 ROE	19.3%	10.8%	11.7%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.63	2.65	2.76	2.88
速动比率	1.55	1.70	1.82	1.93
现金比率	0.16	0.55	0.84	1.08
资产负债率	25.0%	26.2%	26.8%	27.0%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.32	2.16	2.24	2.20
存货周转天数	205.05	203.78	204.41	204.09
总资产周转率	0.77	0.64	0.66	0.67
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.12	0.70	0.86	1.01
每股净资产	5.79	6.50	7.36	8.37
每股经营现金流	1.26	0.80	0.92	1.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	32.54	51.71	42.20	35.99
PB	11.50	5.59	4.94	4.34
EV/EBITDA	43.48	35.86	29.39	24.67
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	971	614	751	881
折旧和摊销	154	120	113	116
营运资金变动	-97	-59	-93	-124
经营活动现金流	1,001	638	732	830
资本开支	-327	-167	-62	-94
投资	-857	0	0	0
投资活动现金流	-1,125	-104	12	-8
股权募资	0	0	0	0
债务募资	560	290	117	123
筹资活动现金流	-407	265	82	81
现金净流量	-531	798	826	903

## 分析师与研究助理简介

**王言海**，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

**刘光意**，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、功能饮料、乳制品板块。

## 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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。