

中炬高新 (600872.SH) 业绩持续承压, 期待业务改善

2021年11月1日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2021/10/29
当前股价(元)	36.35
一年最高最低(元)	74.71/26.96
总市值(亿元)	289.58
流通市值(亿元)	289.58
总股本(亿股)	7.97
流通股本(亿股)	7.97
近3个月换手率(%)	153.05

● 三季度业绩低于预期, 公司仍处调整阶段

中炬高新公布2021年三季报, 前三季度实现营收34.1亿元, 同比降10.4%; 净利3.7亿元, 同比降45.1%。2021Q3营收11.0亿元, 下滑12.7%; 净利0.87亿元, 同比降59.2%。考虑到成本压力, 我们下调全年盈利预测, 预计2021-2023年公司归母净利润分别为5.6、6.9、8.4亿元, EPS分别为0.71(-0.24)、0.87(-0.28)、1.05(-0.34)元, 同比-36.8%、+23.3%、+20.5%, 当前股价对应PE分别为51.5、41.8、34.7倍。2021年调味品整体面临外部环境及成本上行压力, 2022年可预期有明显改善。维持“增持”投资评级。

● 行业压力持续存在, 三季度调味品降幅收窄

2021Q3美味鲜子公司营收下降17.2%, 原因在于调味品整体需求偏弱, 社区团购仍有扰动, 以及疫情导致中山厂区供给受限等。但行业缓慢复苏, 公司三季度营收降幅收窄。分品类来看, 三季度酱油下降21.0%, 降速较多; 食用油降9.6%; 鸡精鸡粉下降10.3%。从经销商数量上看, 三季度净新增经销商72家至1708家水平, 公司持续进行新市场开发。预计2022年公司将持续采取渠道深耕与拆分细化、产品纵向延伸等策略, 调味品业务应有明显改善。

● 毛销差下降, 盈利能力下滑

公司2021Q3净利下滑57.9%, 主要来源于毛利率下降及管理费用率提升。2021Q3公司毛利率下降17.1pct至23.3%, 原因在于一是原料成本提升; 二是会计准则调整, 将运费调整至成本科目。销售费用率同比降7.3%, 也是源于科目调整, 但合计来看毛销差仍然下降, 导致三季度净利率同比降9.8pct, 盈利能力下滑。

● 剥离地产, 规划定增, 股权激励仍是重要看点

公司公告计划剥离地产专注主业, 定增以扩建产能。我们认为公司核心看点还是在于股权激励方案落地后, 员工利益绑定带来的积极性提升。公司已完成第一次回购, 股权激励方案正在实施过程中。一方面可以将新老管理团队利益绑定, 使得管理层与公司整体诉求一致, 优化团队关系; 另一方面提升中层员工士气与经营动力, 解决当前员工积极性的问题。利益诉求一致, 管理改善可期。

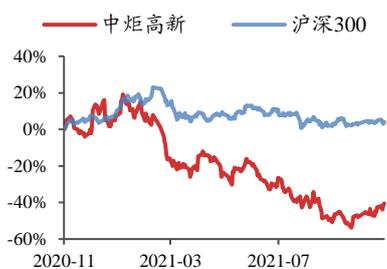
● 风险提示: 原料价格波动风险、疫情扩散导致需求下滑。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,675	5,123	4,891	5,625	6,519
YOY(%)	12.2	9.6	-4.5	15.0	15.9
归母净利润(百万元)	718	890	563	693	836
YOY(%)	18.2	24.0	-36.8	23.3	20.5
毛利率(%)	39.5	41.6	32.4	34.3	34.8
净利率(%)	15.4	17.4	11.5	12.3	12.8
ROE(%)	18.6	19.5	12.3	13.8	14.9
EPS(摊薄/元)	0.90	1.12	0.71	0.87	1.05
P/E(倍)	40.3	32.5	51.5	41.8	34.7
P/B(倍)	7.3	6.3	6.2	5.7	5.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩压力增大, 夯实基础静待花开》-2021.8.31

《公司信息更新报告-利润承压, 前景可期》-2021.4.28

《公司信息更新报告-短期业绩承压, 管理改善可期》-2021.3.24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3525	4099	5171	5571	6168
现金	699	242	1110	1277	1480
应收票据及应收账款	26	33	24	42	34
其他应收款	23	33	20	41	30
预付账款	5	5	4	7	6
存货	1568	1682	1909	2101	2514
其他流动资产	1204	2103	2103	2103	2103
非流动资产	2429	2560	2353	2507	2688
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产	1424	1458	1304	1448	1618
无形资产	211	198	208	215	211
其他非流动资产	788	900	836	839	854
资产总计	5954	6659	7524	8078	8855
流动负债	1600	1557	2394	2429	2577
短期借款	113	360	919	1016	788
应付票据及应付账款	437	552	541	680	725
其他流动负债	1050	645	934	734	1064
非流动负债	108	110	55	80	93
长期借款	0	0	-55	-30	-17
其他非流动负债	108	110	110	110	110
负债合计	1708	1667	2449	2509	2670
少数股东权益	297	376	438	512	598
股本	797	797	797	797	797
资本公积	91	91	91	91	91
留存收益	3044	3711	4096	4555	5084
归属母公司股东权益	3949	4616	4637	5057	5588
负债和股东权益	5954	6659	7524	8078	8855

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1059	1001	761	610	1070
净利润	791	971	625	767	922
折旧摊销	141	154	131	143	164
财务费用	49	13	27	50	65
投资损失	-72	-85	-96	-48	-57
营运资金变动	141	-97	74	-301	-22
其他经营现金流	9	46	-0	-0	-0
投资活动现金流	-128	-1125	172	-248	-286
资本支出	234	328	-207	154	180
长期投资	68	-857	-0	0	-0
其他投资现金流	174	-1654	-35	-94	-106
筹资活动现金流	-631	-407	-624	-292	-352
短期借款	111	248	0	0	0
长期借款	-399	0	-55	24	13
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-191	0	0	0	0
其他筹资现金流	-152	-655	-569	-316	-365
现金净增加额	300	-531	310	70	431

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4675	5123	4891	5625	6519
营业成本	2826	2994	3308	3694	4251
营业税金及附加	61	58	55	64	74
营业费用	456	566	443	504	558
管理费用	295	281	274	309	359
研发费用	147	154	152	158	189
财务费用	49	13	27	50	65
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	19	30	24	27	26
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	72	85	96	48	57
资产处置收益	-0	-3	0	0	0
营业利润	931	1169	752	923	1108
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	40	15	17	19
利润总额	928	1130	740	908	1091
所得税	137	159	115	141	169
净利润	791	971	625	767	922
少数股东损益	73	81	62	74	86
归母净利润	718	890	563	693	836
EBITDA	1055	1298	888	1072	1267
EPS(元)	0.90	1.12	0.71	0.87	1.05

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.2	9.6	-4.5	15.0	15.9
营业利润(%)	16.6	25.5	-35.7	22.8	20.0
归属于母公司净利润(%)	18.2	24.0	-36.8	23.3	20.5
获利能力					
毛利率(%)	39.5	41.6	32.4	34.3	34.8
净利率(%)	15.4	17.4	11.5	12.3	12.8
ROE(%)	18.6	19.5	12.3	13.8	14.9
ROIC(%)	17.1	19.5	11.5	12.8	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	25.0	32.6	31.1	30.2
净负债比率(%)	-1.8	4.0	-3.2	-3.6	-10.0
流动比率	2.2	2.6	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.2	0.7	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	125.1	171.7	171.7	171.7	171.7
应付账款周转率	6.5	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.12	0.71	0.87	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.26	0.96	0.77	1.34
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.79	5.82	6.35	7.01
估值比率					
P/E	40.3	32.5	51.5	41.8	34.7
P/B	7.3	6.3	6.2	5.7	5.2
EV/EBITDA	26.6	22.2	32.0	26.6	22.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn