

2021 年三季度报点评: Q3 短期承压, 期待改善 买入 (维持)

2021 年 11 月 5 日

证券分析师 于芝欢
执业证号: S0600521050002
yuzhizhuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,123	4,714	5,562	6,452
同比 (%)	9.6%	-8.0%	18.0%	16.0%
归母净利润 (百万元)	890	504	762	967
同比 (%)	24.0%	-42.5%	50.6%	26.7%
每股收益 (元/股)	1.12	0.63	0.96	1.21
P/E (倍)	35.39	62.55	41.34	32.57

股价走势



事件: 公司发布 2021 年三季度报, 2021 前三季度实现总营收 34.12 亿元, 同比-10.5%, 归母净利润 3.67 亿元, 同比-45.1%, 扣非归母净利润 3.54 亿元, 同比-45.7%。其中 2021Q3 实现收入 10.96 亿元, 同比-12.7%; 归母净利润 0.87 亿元, 同比-59.15%; 扣非归母净利润 0.85 亿元, 同比-59.6%。其中美味鲜 2021 年前三季度实现营收 32.78 亿元, 同比-11.91%; 净利润 4.27 亿元, 同比-41.39%; 归母净利润 3.98 亿元, 同比-40.70%。

投资要点:

■ **需求较弱、疫情反复、新渠道冲击致收入承压, 但环比好转。** 2021Q3 调味品收入为 10.3 亿元, 同比-15.3%, 环比降幅缩窄, 需求、动销有所恢复, 但仍然较弱。2021Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他营收分别 5.98/1.17/1.55/1.60 亿元, 同比-20.9%/-10.3%/-9.6%/+1.7%, 鸡精鸡粉受 2021Q3 疫情反复影响餐饮而下滑, 其他产品降幅缩窄。分区域, 2021Q3 东部/南部/中西部/北部地区分别营收 2.3/4.4/2.4/1.2 亿元, 同比分别-24.7%/-7.8%/-7.1%/-31.5%, 受疫情及基数影响, 东部、北部下滑仍然较多。2021Q3 公司经销商净增 68 个至 1708, 新增主要来自中西部及北部地区。2021Q3 末公司地级市/区县开发率分别 92.3%/60.83%, 同比 +2.3pct/9.9pct。

■ **成本上涨致盈利承压。** 2021Q3 毛利率为 23.29%, 同比-17.1pct, 源于原料成本上行及会计政策调整, 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别 2.28%/7.25%/3.53%/0.40%, 同比分别-7.35%/+1.44%/+0.47%/+0.21pct, 还原口径销售费用率呈上行趋势, 主要系市场投入费用加大, 毛销差同比下行。整体看, 2021Q3 净利率同比-9.80 pct 至 8.63%。三季度成本压力突显, 随着龙头海天提价, 公司有望跟随提价以缓解净利率压力。

■ **盈利预测与投资评级:** 2021Q3 成本压力致短期盈利承压, 当前行业已拉开提价序幕, 期待公司提价对冲成本压力, 公司持续推进聚焦主业, 提升激励, 优化治理机制, 我们期待公司治理不断优化下带动业绩提速。考虑需求疲软、疫情反复、成本上等因素, 行业整体压力较大, 我们下调 21-23 年 EPS 预测为 0.63/0.96/1.21 元 (前值为 1.00/1.30/1.56 元), 当前股价对应 PE 分别为 63/41/33 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)	37.96
一年最低/最高价	29.13/83.38
市净率(倍)	7.21
流通 A 股市值(亿元)	302

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, 机制改善稳步推行》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
流动资产	4,099	3,793	4,624	5,046	营业收入	5,123	4,714	5,562	6,452
现金	242	156	235	903	减:营业成本	2,994	2,922	3,393	3,839
应收账款	33	22	43	32	营业税金及附加	58	64	76	83
存货	1,682	1,490	2,193	1,974	营业费用	566	745	723	839
其他流动资产	2,142	2,126	2,153	2,137	管理费用	281	247	285	306
非流动资产	2,560	2,728	2,997	3,415	研发费用	154	141	167	206
长期股权投资	5	5	5	5	财务费用	13	36	32	26
固定资产	1,458	1,367	1,619	1,911	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
资产总计	6,659	6,521	7,621	8,461	营业利润	1,169	663	994	1,257
流动负债	1,557	1,403	1,935	2,015	加:营业外净收支	-39	-13	-15	-17
短期借款	360	360	360	360	利润总额	1,130	650	978	1,239
应付账款	552	372	712	517	减:所得税费用	159	91	137	174
其他流动负债	645	671	862	1,138	少数股东损益	81	56	81	99
非流动负债	110	110	110	110	归属母公司净利润	890	504	762	967
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,145	665	994	1,244
其他非流动负债	110	110	110	110	EBITDA	1,298	826	1,203	1,506
负债合计	1,667	1,513	2,045	2,125	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	376	431	512	611	每股收益(元)	1.12	0.63	0.96	1.21
归属母公司股东权益	4,616	4,577	5,064	5,725	每股净资产(元)	5.79	5.75	6.36	7.19
负债和股东权益	6,659	6,521	7,621	8,461	发行在外股份(百万股)	797	797	797	797
					ROIC(%)	19.5%	11.4%	15.5%	17.3%
					ROE(%)	19.5%	11.1%	15.1%	16.8%
					毛利率(%)	41.6%	38.0%	39.0%	40.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	17.4%	10.7%	13.7%	15.0%
经营活动现金流	1,001	740	779	1,598	资产负债率(%)	25.0%	23.2%	26.8%	25.1%
投资活动现金流	-1,125	-248	-395	-600	收入增长率(%)	9.6%	-8.0%	18.0%	16.0%
筹资活动现金流	-407	-578	-304	-331	净利润增长率(%)	22.8%	-42.5%	50.6%	26.7%
现金净增加额	-531	-86	80	667	P/E	32.54	62.55	41.34	32.57
折旧和摊销	154	142	175	203	P/B	6.27	6.33	5.72	5.06
资本开支	328	133	249	407	EV/EBITDA	22.15	34.99	24.03	18.81
营运资本变动	-97	65	-219	325					

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>

