

# 中炬高新 (600872)

## 全国化布局持续推进，改革势能释放可期

**事件：**7月19日，公司发布公告，控股股东中山润田被动减持总股本的1.60%，持股比例从19.44%减少至17.84%。公司二股东火炬集团的一致行动人鼎晖隼禹等通过大宗增持公司股份，增持比例1.09%，目前持股比例上升至12.31%。

**大股东持续被动减持，二股东的一致行动人增持公司股份。**本次权益变动前，中山润田投资有限公司持有公司1.55亿股，占公司总股本的19.44%；本次权益变动后，中山润田合计持有公司1.42亿股，占公司总股本的17.84%。其中，集中竞价交易减持比例为0.09%，大宗交易减持比例为1.50%。此外，公司二股东火炬集团的一致行动人鼎晖隼禹等通过大宗增持公司股份，此次增持股份后，天津鼎晖隼禹股权投资合伙企业（有限合伙）及其一致行动人中山火炬集团有限公司、Guotai Junan Financial Products Limited (QFII) 合计持有本公司股份的比例由11.22%增加至12.31%，未来预计持股比例或将进一步提升。

**公司全国化持续推进，渠道持续完善。**2021年，公司加大渠道的精耕和全国化布局，主销区市场重点发力细分渠道及空白区县，非主销区加快渠道下沉及空白区县的开发，年度内实现新增经销商281个至1702个，累计全国地级市覆盖率达到92.28%，区县开发率达到59.97%。此外，公司电商渠道发展迅速，已经布局了传统电商和新零售、社区团购以及直播带货；在复合调味品方面公司2021年已推出五款火锅底料，今年3月初已经推出小龙虾调味料，持续丰富产品品类。

**短期看需求恢复良好，成本仍有压力，长期看公司全国化布局推进，改革势能或释放。**短期来看，随着疫情影响的减弱以及公司渠道恢复良性、提价完成、费效比提升，我们预计公司业绩有望迎来拐点。长期来看，公司加大全国化布局，同时不断丰富产品矩阵，打开餐饮市场。未来随着公司持续推进渠道下沉，发力餐饮渠道，在产能扩张的持续推进下，公司有望维持稳健增长。此外，公司改革近年来持续推进，通过市场化的激励机制，有望激发销售和员工动力，支撑业绩增长。

**盈利预测：**预计公司22-24年实现营收59.77/70.94/83.59亿元，同比增长16.83%/18.69%/17.83%，实现净利润8.33/10.39/13.04亿元，同比增长12.31%/24.67%/25.55%，EPS分别为1.05/1.30/1.64元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；食品安全风险；新冠疫情风险；成本持续上涨风险；房地产剥离进展不及预期风险；近期股价波动较大风险；控股股东因未按公开承诺完成股份增持计划被证监局出具警示函。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,123.37	5,115.65	5,976.80	7,093.89	8,358.83
增长率(%)	9.59	(0.15)	16.83	18.69	17.83
EBITDA(百万元)	1,460.52	1,195.13	1,211.90	1,464.59	1,778.99
净利润(百万元)	889.93	741.96	833.31	1,038.88	1,304.30
增长率(%)	23.96	(16.63)	12.31	24.67	25.55
EPS(元/股)	1.12	0.93	1.05	1.30	1.64
市盈率(P/E)	34.08	40.88	36.39	29.19	23.25
市净率(P/B)	6.57	7.91	5.92	5.28	4.66
市销率(P/S)	5.92	5.93	5.07	4.28	3.63
EV/EBITDA	35.70	24.61	24.02	18.68	15.61

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/调味发酵品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.07元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	796.64
流通A股股本(百万股)	796.64
A股总市值(百万元)	30,327.98
流通A股市值(百万元)	30,327.98
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	24.03
一年内最高/最低(元)	41.30/23.12

### 作者

吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	
刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《中炬高新-年报点评报告:Q4环比显著改善，Q1成本及疫情致压力仍存》 2022-04-25
- 2 《中炬高新-半年报点评:多因素致公司短期承压，静待公司内部机制改善》 2021-09-02
- 3 《中炬高新-年报点评报告:调味品主业持续改善，全国化渠道网络建设加速推进》 2021-03-24

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	241.70	548.66	1,340.32	2,884.87	2,458.09
应收票据及应收账款	33.39	30.45	62.52	42.31	75.04
预付账款	5.11	10.19	5.84	12.12	10.16
存货	1,681.91	1,677.53	2,492.28	2,277.57	3,117.58
其他	2,136.53	856.14	780.52	1,000.83	893.56
<b>流动资产合计</b>	<b>4,098.64</b>	<b>3,122.96</b>	<b>4,681.48</b>	<b>6,217.71</b>	<b>6,554.43</b>
长期股权投资	5.07	4.90	4.90	4.90	4.90
固定资产	1,458.03	1,600.59	1,449.55	1,298.51	1,147.47
在建工程	227.22	286.16	286.16	286.16	286.16
无形资产	197.60	192.30	183.32	174.34	165.36
其他	672.37	710.75	741.26	741.19	738.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,560.28</b>	<b>2,794.69</b>	<b>2,665.18</b>	<b>2,505.10</b>	<b>2,342.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,658.92</b>	<b>5,917.65</b>	<b>7,346.66</b>	<b>8,722.80</b>	<b>8,896.94</b>
短期借款	360.24	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	552.23	921.06	443.79	1,227.56	813.81
其他	460.10	404.85	1,193.11	1,108.26	859.27
<b>流动负债合计</b>	<b>1,372.57</b>	<b>1,325.91</b>	<b>1,636.90</b>	<b>2,335.82</b>	<b>1,673.07</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	109.93	134.97	117.51	120.80	124.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>109.93</b>	<b>134.97</b>	<b>117.51</b>	<b>120.80</b>	<b>124.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,667.28</b>	<b>1,667.28</b>	<b>1,754.41</b>	<b>2,456.62</b>	<b>1,797.50</b>
少数股东权益	375.76	418.02	466.56	522.57	588.56
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64
资本公积	91.47	91.47	145.66	145.66	145.66
留存收益	3,711.33	3,911.58	4,494.89	5,222.11	6,135.12
其他	16.45	(967.33)	(311.49)	(420.79)	(566.54)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,991.64</b>	<b>4,250.37</b>	<b>5,592.26</b>	<b>6,266.18</b>	<b>7,099.43</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,658.92</b>	<b>5,917.65</b>	<b>7,346.66</b>	<b>8,722.80</b>	<b>8,896.94</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	971.37	784.22	833.31	1,038.88	1,304.30
折旧摊销	153.53	157.41	160.02	160.02	160.02
财务费用	10.20	19.58	(13.99)	(31.30)	(39.58)
投资损失	(85.45)	(37.43)	(64.84)	(62.57)	(54.95)
营运资金变动	(1,311.04)	678.76	(1,054.48)	977.27	(1,331.16)
其它	1,262.39	(390.05)	69.34	80.02	94.27
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,001.00</b>	<b>1,212.49</b>	<b>(70.64)</b>	<b>2,162.31</b>	<b>132.90</b>
资本支出	27.12	324.40	17.46	(3.29)	(3.62)
长期投资	(0.04)	(0.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,152.18)	619.96	(6.81)	65.86	58.57
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,125.10)</b>	<b>944.20</b>	<b>10.65</b>	<b>62.57</b>	<b>54.95</b>
债权融资	(186.11)	(378.56)	412.42	(235.37)	(49.31)
股权融资	(541.68)	(1,215.07)	439.24	(444.97)	(565.32)
其他	320.62	(330.12)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(407.18)</b>	<b>(1,923.75)</b>	<b>851.66</b>	<b>(680.34)</b>	<b>(614.63)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(531.28)</b>	<b>232.94</b>	<b>791.66</b>	<b>1,544.55</b>	<b>(426.78)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,123.37</b>	<b>5,115.65</b>	<b>5,976.80</b>	<b>7,093.89</b>	<b>8,358.83</b>
营业成本	3,163.31	3,331.84	3,849.06	4,518.81	5,249.34
营业税金及附加	58.07	112.60	65.74	74.49	83.38
销售费用	396.99	412.42	567.80	659.73	777.37
管理费用	280.65	254.49	328.72	375.98	426.30
研发费用	154.13	170.11	179.30	223.46	259.12
财务费用	13.32	19.90	(13.99)	(31.30)	(39.58)
资产/信用减值损失	(2.34)	(1.13)	(1.22)	(1.00)	(1.42)
公允价值变动收益	1.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	85.45	37.43	64.84	62.57	54.95
其他	(195.98)	(99.51)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,168.76</b>	<b>877.50</b>	<b>1,063.79</b>	<b>1,334.30</b>	<b>1,656.41</b>
营业外收入	1.61	7.02	3.30	3.98	4.76
营业外支出	40.30	7.99	17.49	21.93	15.80
<b>利润总额</b>	<b>1,130.08</b>	<b>876.52</b>	<b>1,049.59</b>	<b>1,316.35</b>	<b>1,645.38</b>
所得税	158.70	92.30	146.94	197.45	246.81
<b>净利润</b>	<b>971.37</b>	<b>784.22</b>	<b>902.65</b>	<b>1,118.90</b>	<b>1,398.57</b>
少数股东损益	81.44	42.26	69.34	80.02	94.27
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>889.93</b>	<b>741.96</b>	<b>833.31</b>	<b>1,038.88</b>	<b>1,304.30</b>
每股收益(元)	1.12	0.93	1.05	1.30	1.64

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.59%	-0.15%	16.83%	18.69%	17.83%
营业利润	25.55%	-24.92%	21.23%	25.43%	24.14%
归属于母公司净利润	23.96%	-16.63%	12.31%	24.67%	25.55%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.26%	34.87%	35.60%	36.30%	37.20%
净利率	17.37%	14.50%	13.94%	14.64%	15.60%
ROE	19.28%	19.36%	16.26%	18.09%	20.03%
ROIC	40.25%	21.94%	30.15%	28.31%	49.53%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.04%	28.17%	23.88%	28.16%	20.20%
净负债率	2.37%	-12.87%	-16.81%	-43.91%	-34.00%
流动比率	2.63	2.04	2.86	2.66	3.92
速动比率	1.55	0.94	1.34	1.69	2.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	171.71	160.26	128.57	135.34	142.46
存货周转率	3.15	3.05	2.87	2.97	3.10
总资产周转率	0.81	0.81	0.90	0.88	0.95
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.12	0.93	1.05	1.30	1.64
每股经营现金流	1.26	1.52	-0.09	2.71	0.17
每股净资产	5.79	4.81	6.43	7.21	8.17
<b>估值比率</b>					
市盈率	34.08	40.88	36.39	29.19	23.25
市净率	6.57	7.91	5.92	5.28	4.66
EV/EBITDA	35.70	24.61	24.02	18.68	15.61
EV/EBIT	39.73	28.23	27.68	20.97	17.15

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com