

中炬高新 (600872.SH)

股权结构新进展，期待经营业绩改善

核心观点：

- **中山中炬联合一致行动人增持中炬高新股份 1.09pct 至 12.31%**。7月19日，公司发布《关于5%以上股东的一致行动人增持达1%的提示性公告》，公告称鼎晖雋禺通过大宗交易的方式增持公司股份 1.09pct，中山国资委旗下中山火炬、国泰君安 QFII-CC 为其一致行动人。此次权益变动属于增持，不触及要约收购。
- **股权结构新进展，公司发展有望迎来新周期**。截止7月19日，鼎晖雋禺、中山国资委旗下中山火炬、国泰君安 QFII-CC 三方共计持有中炬高新 12.31%的股份。宝能系旗下中山润田目前对中炬高新持股比例由此前的 19.44%降至 17.84%。我们认为鼎晖雋禺作为专业投资机构入驻公司，整体股权结构朝更合理的方向发展，有望进一步推动公司市场化经营，经营决策或将更趋于公平公正。
- **Q2 经营有望环比改善，期待公司业绩和估值修复**。在销售团队薪酬结构优化、积极性略有提升背景下，公司进一步精耕渠道，并且分地区、分渠道、分产品对经销商细化。综合考虑去年公司调味品业务基数较低，我们预计 22Q2 调味品营收有望恢复双位数增长。目前公司经营最差的时期已过，预计明年公司调味品收入增速有望恢复至双位数增长。同时我们预期明年成本压力或有缓解，竞争趋缓、规模效应可能带来费用节约，盈利弹性待释放，调味品业务净利率有望恢复至 15%+。
- **盈利预测与投资建议**：预计 22-24 年收入 53.95/60.51/65.89 亿元，同比增长 5.46%/12.15%/8.90%；归母净利润 7.23/9.18/10.23 亿元，同比 -2.52%/+26.96%/+11.45%；对应 PE 为 40/32/28 倍。建议重视公司经营拐点带来的长期布局机会。参考可比公司及历史估值，我们给予 22 年 50 倍 PE 估值，对应合理价值 45.40 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示**：疫情持续反复；原材料成本上升；股权变更不确定性风险。

盈利预测：

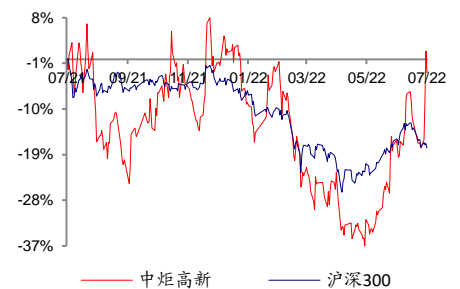
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,123	5,116	5,395	6,051	6,589
增长率(%)	9.59	-0.15	5.46	12.15	8.90
EBITDA(百万元)	1,224	993	1,078	1,328	1,471
归母净利润(百万元)	890	742	723	918	1,023
增长率(%)	23.96	-16.63	-2.52	26.96	11.45
EPS (元/股)	1.12	0.93	0.91	1.15	1.28
市盈率 (P/E)	59.66	40.77	40.16	31.63	28.38
ROE (%)	19.28	19.37	17.91	21.32	22.35
EV/EBITDA	43.49	29.90	26.51	21.32	19.02

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	36.46 元
合理价值	45.40 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-22

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001

021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn



分析师：

方一苇



SAC 执证号：S0260522030001

021-38003800



fangyiwei@gf.com.cn

请注意，刘景瑜、方一苇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中炬高新 (600872.SH) : 公司基本面底部，静待行业和管理改善	2022-04-26
中炬高新 (600872.SH) : 基本面底部，期待经营拐点	2021-11-01

请务必阅读末页的免责声明

一、股权结构新进展，公司发展有望迎来新周期

7月19日，公司发布《关于5%以上股东的一致行动人增持达1%的提示性公告》，公告称鼎晖隼禹通过大宗交易的方式增持公司股份1.09pct，中山国资委旗下中山火炬、国泰君安QFII-CC为其一致行动人。截止7月19日，中山火炬、鼎晖隼禹及国泰君安QFII-CC共计持有中炬高新12.31%的股份。此次权益变动属于增持，不触及要约收购。

经过此次股权变动，宝能系旗下中山润田目前对中炬高新持股比例由此前的19.44%降至17.84%。鼎晖隼禹为鼎晖投资旗下的精品投资平台，我们认为鼎晖隼禹作为专业投资机构入驻公司，整体股权结构朝更合理的方向发展，有望进一步推动公司市场化经营，经营决策或将更趋于公平公正。

二、Q2 经营有望环比改善，期待公司业绩和估值修复

在销售团队薪酬结构优化、积极性略有提升背景下，公司进一步精耕渠道，并且分地区、分渠道、分产品对经销商细化。同时考虑到21Q2竞争加剧、社区团购冲击等影响，21Q2公司调味品业务营收同比下滑超20%，我们预计22Q2调味品营收有望恢复双位数增长。

我们认为鼎晖隼禹入股有望进一步推动公司市场化经营，助力公司恢复正常经营、实现业绩改善。目前公司经营最差的时期已过，改善拐点将至，我们预计明年公司调味品收入增速有望恢复双位数增长，同时我们预期明年成本压力或有缓解，竞争趋缓、规模效应可能带来费用节约，盈利弹性待释放，调味品业务净利率有望恢复至15%+。

三、盈利预测

我们按照产品对中炬高新收入进行拆分，核心假设如下：

- (1) 调味品业务：今年内部管理仍处于梳理调整之中，同时疫情影响下餐饮渠道以及流通渠道推进受阻，综合考虑去年低基数（社区团购冲击+行业竞争加剧）的影响，我们预计22年公司调味品业务缓慢恢复，预计调味品业务营收同比增长5.83%。我们预计未来行业竞争格局、公司治理体系均有望优化，在疫情防控手段日趋成熟的背景下，餐饮渠道需求亦有望缓慢恢复，我们预计公司23-24年调味品营收增速或将出现回暖，预计23-24年调味品营收增速分别为15.14%、14.54%。细分品类来看，我们预计22-24年酱油营收增速分别为6.08%/15.87%/14.74%；鸡精鸡粉营收增速分别为8.86%/17.00%/16.00%；其他调味营收增速分别为3.84%/12.48%/13.32%。

- (2) 房地产业务：“岐江东岸”房地产业务有望增厚营收及利润，22Q1由于“岐江东岸”房地产项目销售收入确认，公司总部22Q1实现营收0.83亿元，同比增加0.75亿元。我们预计全年有望带来4亿元营收贡献。
- (3) 盈利能力：22年调味品业务成本端压力较大，提价仅部分对冲难以完全覆盖成本压力，我们预计今年调味品的毛利率环比略下降至31.91%。展望23-24年，我们认为原材料成本压力有望缓解，在此背景下，调味品业务毛利率可能实现恢复，我们预计23-24年调味品毛利率分别为34.93%、35.69%。我们预计22-24年公司整体毛利率为33.95%/36.24%/36.17%。我们认为成本压力有望缓解，在今年低基数背景下，毛利率修复或成为利润弹性释放的核心支撑。

表1：中炬高新业务拆分及预测

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
酱油总收入	3122.92	2826.79	2998.65	3474.60	3986.62
YOY	8.43%	-9.48%	6.08%	15.87%	14.74%
酱油平均价格(元/吨)	6232	5912	6030	6151	6212
YOY	-3.63%	-0.20%	2.00%	2.00%	1.00%
酱油销量(吨)	501150	478141	497267	564895	641721
YOY	12.51%	-4.59%	4.00%	13.60%	13.60%
鸡精鸡粉总收入	494.09	545.77	594.14	695.15	806.37
YOY	-6.20%	10.46%	8.86%	17.00%	16.00%
鸡精鸡粉吨价(元)	18263	18111	18256	18256	18256
YOY	0.73%	-0.83%	0.80%	0.00%	0.00%
鸡精鸡粉销量(吨)	27054	30134	32545	38077	44169
YOY	-6.88%	11.39%	8.00%	17.00%	16.00%
其他调味品销售收入	1313.18	1192.46	1238.22	1392.78	1578.26
YOY	27.50%	-9.19%	3.84%	12.48%	13.32%
调味品销售收入合计	4930.19	4565.01	4831.02	5562.53	6371.25
YOY	11.12%	-7.41%	5.83%	15.14%	14.54%
毛利率	41.51%	33.08%	31.91%	34.93%	35.69%
房地产及服务销售收入	52.62	71.27	400.00	300.00	50.00
YOY	-58.12%	35.44%	461.25%	-25.00%	-83.33%
毛利率	40.00%	50.00%	52.00%	52.00%	52.00%
其他业务销售收入	140.56	479.37	164.00	188.00	168.00
YOY	25.12%	241.04%	-65.79%	14.63%	-10.64%
销售收入小计	5123.37	5115.65	5395.02	6050.53	6589.25
yoy	9.59%	-0.15%	5.46%	12.15%	8.90%
平均毛利率	41.56%	34.87%	33.95%	36.24%	36.17%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

预计22-24年收入53.95/60.51/65.89亿元，同比增长5.46%/12.15%/8.90%；归母净利润7.23/9.18/10.23亿元，同比-2.52%/+26.96%/+11.45%；对应PE为40/32/28

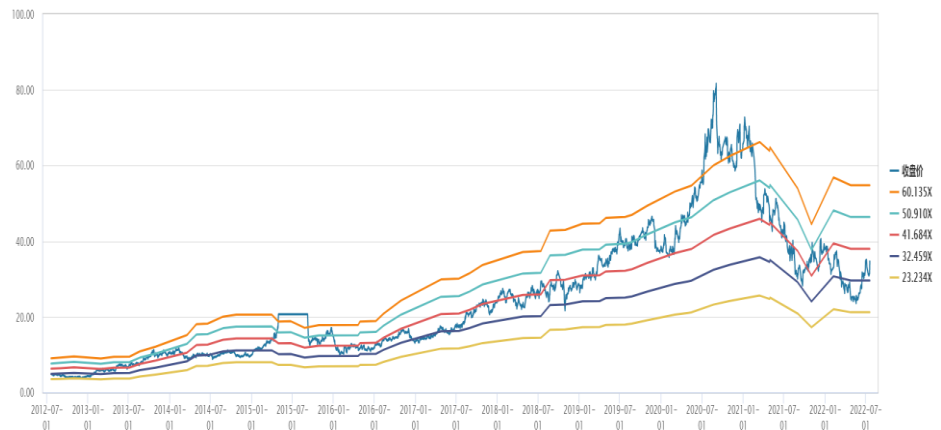
倍。建议重视公司经营拐点带来的长期布局机会。参考可比公司及历史估值，我们给予22年50倍PE估值，对应合理价值45.40元/股，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (截止2022年7月21日收盘价)

公司名称	公司代码	业务类型	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE估值水平	
				2022E	2023E	2022E	2023E
海天味业	603288.SH	调味品	83.88	1.61	1.90	52	44
千禾味业	603027.SH	调味品	16.22	0.32	0.42	51	39
恒顺醋业	600305.SH	调味品	11.90	0.17	0.23	71	51
涪陵榨菜	002507.SZ	调味品	30.35	1.13	1.32	27	23
平均值	--	--	--	0.81	0.97	50	39

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测

图 1: 12年以来中炬高新PE (TTM) 平均估值约44倍 (收盘价单位: 元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

疫情持续反复。若22年疫情反复，消费经济能力受限，将较大影响收入、业绩增长。

原材料成本上升。若等原材料成本上升，将影响收入、业绩增长。

股权变更不确定性风险。目前股权变更仍存在一定不确定性，可能会对投资造成风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,099	3,123	3,368	3,591	4,008	经营活动现金流	1,001	1,212	777	1,125	1,304
货币资金	242	549	800	800	1,056	净利润	971	784	788	993	1,103
应收及预付	39	41	38	45	49	折旧摊销	153	159	179	200	221
存货	1,682	1,678	1,673	1,884	2,039	营运资金变动	-97	282	-205	-77	-27
其他流动资产	2,137	856	857	862	865	其它	-27	-13	15	10	7
非流动资产	2,560	2,791	2,926	2,925	2,941	投资活动现金流	-1,125	944	-327	-205	-243
长期股权投资	5	5	5	5	5	资本支出	-327	-366	-357	-205	-243
固定资产	1,458	1,601	1,691	1,672	1,654	投资变动	-857	1,272	0	0	0
在建工程	227	286	330	349	383	其他	59	39	30	0	0
无形资产	198	192	192	192	192	筹资活动现金流	-407	-1,924	-199	-920	-805
其他长期资产	672	707	707	707	707	银行借款	-150	-360	320	-266	-54
资产总计	6,659	5,914	6,294	6,516	6,949	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	1,557	1,532	1,641	1,520	1,600	其他	-257	-1,564	-519	-654	-751
短期借款	360	0	320	54	0	现金净增加额	-531	233	251	0	256
应付及预收	552	921	669	748	826	期初现金余额	686	155	549	800	800
其他流动负债	645	611	652	718	774	期末现金余额	155	388	800	800	1,056
非流动负债	110	132	132	132	132						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	110	132	132	132	132						
负债合计	1,667	1,665	1,773	1,652	1,733						
股本	797	797	797	797	797						
资本公积	91	91	91	91	91						
留存收益	3,711	3,910	4,134	4,402	4,675						
归属母公司股东权益	4,616	3,831	4,038	4,306	4,580						
少数股东权益	376	418	483	557	636						
负债和股东权益	6,659	5,914	6,294	6,515	6,949						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,123	5,116	5,395	6,051	6,589
营业成本	3,163	3,332	3,564	3,858	4,206
营业税金及附加	58	113	103	115	125
销售费用	397	412	432	484	514
管理费用	281	254	243	290	303
研发费用	154	170	156	175	191
财务费用	13	20	-10	-12	-18
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	85	37	30	0	0
营业利润	1,169	877	922	1,160	1,288
营业外收支	-39	-1	-6	-6	-6
利润总额	1,130	877	916	1,154	1,282
所得税	159	92	128	162	180
净利润	971	784	788	993	1,103
少数股东损益	81	42	65	74	79
归属母公司净利润	890	742	723	918	1,023
EBITDA	1,224	993	1,078	1,328	1,471
EPS (元)	1.12	0.93	0.91	1.15	1.28

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	9.6%	-0.2%	5.5%	12.2%	8.9%
营业利润增长	25.5%	-24.9%	5.1%	25.8%	11.0%
归母净利润增长	24.0%	-16.6%	-2.5%	27.0%	11.4%
获利能力					
毛利率	38.3%	34.9%	33.9%	36.2%	36.2%
净利率	19.0%	15.3%	14.6%	16.4%	16.7%
ROE	19.3%	19.4%	17.9%	21.3%	22.3%
ROIC	21.2%	20.2%	19.1%	23.6%	25.8%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	28.2%	28.2%	25.4%	24.9%
净负债比率	5.4%	0.0%	5.1%	0.9%	0.0%
流动比率	2.63	2.04	2.05	2.36	2.50
速动比率	1.55	0.94	1.03	1.12	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.81	0.88	0.94	0.98
应收账款周转率	171.71	160.26	180.84	171.95	172.68
存货周转率	1.95	1.98	2.13	2.05	2.06
每股指标 (元)					
每股收益	1.12	0.93	0.91	1.15	1.28
每股经营现金流	1.26	1.52	0.98	1.41	1.64
每股净资产	5.79	4.81	5.07	5.41	5.75
估值比率					
P/E	59.66	40.77	40.16	31.63	28.38
P/B	11.50	7.90	7.19	6.75	6.34
EV/EBITDA	43.49	29.90	26.51	21.32	19.02

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
田荣振：高级研究员，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。