

## 食品饮料

2022年08月18日

## 中炬高新 (600872)

——Q2 表现超预期 内部治理已现改善迹象

报告原因：有业绩公布需要点评

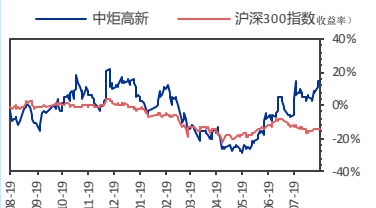
增持 (维持)

市场数据： 2022年08月18日	
收盘价(元)	37.9
一年内最高/最低(元)	41.3/23.12
市净率	7.7
息率(分红/股价)	0.79
流通A股市值(百万元)	29766
上证指数/深证成指	3277.54/12517.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年06月30日	
每股净资产(元)	4.91
资产负债率%	29.24
总股本/流通A股(百万)	785/785
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《中炬高新(600872)点评：成本压力持续，静待需求恢复及内部改善》  
2022/04/24

《中炬高新(600872)点评：21Q4 收入利润超预期，等待内部边际改善》  
2022/02/06

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com  
周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com

## 联系人

曹欣之  
(8621)23297818x  
caoxz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **事件**：公司发布 2022 年中报，22H1 公司实现营业收入 26.5 亿，同比增长 14.5%，归母净利润 3.1 亿，同比增长 12%，扣非归母净利润 3 亿，同比增长 12.2%。22Q2 公司实现营业收入 13.05 亿，同比增长 24%，归母净利润 1.55 亿，同比增长 48%，扣非归母净利润 1.46 亿，同比增长 48%，收入与利润表现超预期。
- **投资评级与估值**：维持盈利预测，预测 2022-24 年归母净利润分别为 7.5 亿、8.7 亿、10.1 亿，分别同比增长 1%、17%、16%，当前股价对应 2022-24 年 PE 分别为 40x、34x、29x，维持增持评级。短期内，调味品终端需求恢复较慢，叠加成本压力及费用力度加大调味品行业依然面临一定压力。但从公司角度来看，我们认为经营处于边际改善过程，且治理存在优化可能；而放眼中长期，若公司理顺治理体系、有序落实地产剥离、专业化经营调味品业务、建立人才梯队，则有望再次回归加速通道，进一步稳固调味品龙二地位，长期仍将有广阔的成长空间。
- **22Q2 美味鲜表现环比改善**。22H1 公司本部与美味鲜分别实现收入 1.06 亿与 24.62 亿，分别同比增加 1.05 亿与增长 10%；分别实现归母净利润 0.25 亿与 2.86 亿，分别同比 +171.32%与 -7.1%。其中公司本部收入与利润高增主要系确认岐江东岸商品房销售收入。单二季度，美味鲜实现收入 12.35 亿，同比增长 23%，实现归母净利润 1.5 亿，同比增长 25%，表现环比显著改善。
- **22Q2 调味品收入环比改善，夯实完善渠道实力**。单二季度，美味鲜分品类看，酱油/鸡精/鸡粉/食用油/其他分别实现收入 7.53/1.43/1.13/2.06 亿，分别同比增长 21%/7.5%/60.5%/26%，主要系 1) 去年同期基数较低，2) 通过营销改善，经销商积极性提升，3) 其他品类实现较好增长，其中料酒收入 22H1 增长超 30%、蚝油增长超 10%。分区域看，22Q2 东部/南部/中西部/北部收入分别同比增长 21%/19%/31%/29%，区域结构进一步均衡，其中中西部增长较快主要系低基数及较少的疫情影响。根据渠道反馈，公司今年起在主销区与非主销区采取不同程度的渠道裂变，经销商招商稳步推进，22Q2 经销商数量环比净增 145 家至 1893 家。各层级市场开发率进一步完善，截至 22H1，地级市开发率 93.5%，同比 +1.2pct，区县市场开发率 66.25%，同比提升 8.1pct。
- **22Q2 美味鲜盈利能力环比企稳回升**。22Q2 美味鲜实现毛利率 31.4%，同比 -3.1pct，主要系原料、包材、能源等价格持续上行，但受益于提价传导基本完毕，调味品毛利率环比 Q1 提升 0.7pct。费用率方面，22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.7%/4.7%/3.7%/0.1%，分别同比 +0.15/+0.02/-0.76/-0.51pct，其中销售费用率提升主因薪酬、电商费用提升，研发费用率下降主因相关项目将于下半年开展，而财务费用率下降主因本期无银行贷款。此外，预计去年同期有效税率偏高，而今年回归常态，综合 22Q2 美味鲜实现归母净利率 12.2%，同比环比分别提升 0.2pct 与 1.2pct。

## 财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,116	2,652	5,434	6,266	7,152
同比增长率(%)	-0.2	14.5	6.2	15.3	14.1
归母净利润(百万元)	742	313	746	873	1,012
同比增长率(%)	-16.6	11.9	0.6	16.9	15.9
每股收益(元/股)	0.93	0.39	0.95	1.11	1.29
毛利率(%)	34.9	32.0	33.2	34.3	34.3
ROE(%)	19.4	8.0	17.2	17.5	17.7
市盈率	40		40	34	29

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

**估值修复 + 经营边际改善，关注美味鲜内在价值。**近期公司控股股东中山润田因借款合同纠纷处置遭被动减持，且后续依然面临清偿债务而被动减持的可能性，而二股东火炬集团及一致行动人通过增持提升持股比例至 12.31%，建议关注潜在股权结构变更对内部经营边际改善的催化。另一方面，2022 年为张卫华总回归的第一个完整年，整体军心得到稳固。为保障业务团队积极性，公司优化考核任务，全年调味品增长目标分为确保任务 6%、挑战目标 10%、冲刺目标 15%，其中基础目标 6% 的增长更加务实，且各层级目标对应奖金规模丰厚，并提升业务人员基础薪酬以确保到手收入。渠道上采取精耕细作原则，主销区进行分品类、分渠道裂变，而非主销进入区县市场裂变阶段，全年经销商招募有序推进。餐饮端，成立专项基金，聚焦投入如深圳、广州等规模大且增速快的核心餐饮市场，开拓对接具有餐饮资源的客户，而终端客户则由以往主打性价比的大排档、夫妻老婆店转向关注品质且粘性相对更高的连锁餐饮。我们认为公司内部经营的至暗时刻已过，叠加潜在可能的股权结构变化，建议把握公司估值修复与业绩改善的布局机会。

**股价表现的催化剂：**调味品收入增速超预期、机制和激励改善

**核心假设风险：**增发方案和地产剥离的不确定性、行业竞争加剧、成本上涨超预期、食品安全事件

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,123	5,116	5,434	6,266	7,152
其中: 营业收入	5,123	5,116	5,434	6,266	7,152
减: 营业成本	3,163	3,332	3,632	4,119	4,700
减: 税金及附加	58	113	84	102	128
主营业务利润	1,902	1,671	1,718	2,045	2,324
减: 销售费用	397	412	485	543	598
减: 管理费用	281	254	288	320	355
减: 研发费用	154	170	196	215	237
减: 财务费用	13	20	23	17	12
经营性利润	1,057	814	726	950	1,122
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	114	64	139	114	115
营业利润	1,169	877	865	1,064	1,237
加: 营业外净收入	-39	-1	4	2	2
利润总额	1,130	877	869	1,066	1,239
减: 所得税	159	92	85	148	174
净利润	971	784	785	919	1,065
少数股东损益	81	42	38	46	53
归属于母公司所有者的净利润	890	742	746	873	1,012
全面摊薄总股本	797	797	785	785	785
每股收益 (元)	1.12	0.94	0.95	1.11	1.29

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。