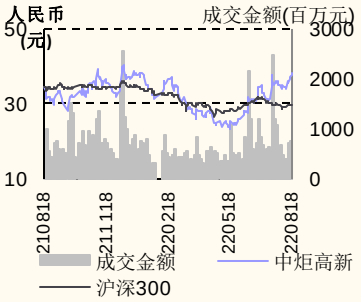
中炬高新 (600872.SH) 买入（维持评级） 公司点评

市场价格（人民币）： 37.90 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.85
已上市流通 A 股(亿股)	7.85
总市值(亿元)	297.66
年内股价最高最低(元)	40.24/23.37
沪深 300 指数	4180
上证指数	3278



相关报告

1.《多重调整致业绩低于预期，静待改革红利释放-中炬高新 21 年中报…》，2021.8.31

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

基本面逐步改善，经营面催化可期

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,123	5,116	5,508	6,076	6,831
营业收入增长率	9.59%	-0.15%	7.67%	10.31%	12.44%
归母净利润(百万元)	890	742	752	925	1,069
归母净利润增长率	23.96%	-16.63%	1.31%	23.02%	15.62%
摊薄每股收益(元)	1.117	0.931	0.957	1.177	1.361
每股经营性现金流净额	1.27	1.52	0.83	1.02	1.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.28%	19.36%	17.60%	19.16%	19.55%
P/E	59.66	40.77	39.60	32.19	27.84
P/B	11.50	7.89	6.97	6.17	5.44

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 8 月 18 日发布 22 年半年报，22H1 公司实现营收 26.52 亿元，同比+14.52%；归母净利实现 3.13 亿元，同比+11.91%。其中单 22Q2 实现营收 13.05 亿元，同比+23.98%；归母净利 1.55 亿元，同比+47.58%。

经营分析

- **低基数+疫后修复快，主业增速超预期。**美味鲜 22Q2 营收同比+23.11%，系大本营疫情影响可控，且 5 月环比改善，料酒、蚝油等品类高速增长。分产品来看，22Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他品类分别同比+21.24%/+7.52%/+60.45%/+26.00%，其中酱油、食用油高增主要系去年同期低基数，另外食用油今年 5 月提价致经销商囤货。分地区来看，22Q2 东部/南部/中西部/北部营收分别同比+21.17%/+18.70%/+31.19%/+28.58%，薄弱区域加速开拓。
- **成本持续承压，控费保证利润。**公司 22Q2 毛利率同比-1.07pct，主要系黄豆、面粉等原材料价格持续上涨，且超过综合提价幅度 5%。公司主动优化费率提振净利率，22Q2 公司整体净利率同比+1.90pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.62pct/-0.31pct/-0.74pct/-0.50pct，但电商费用及管理人员薪酬仍在稳步提升。最终致 22Q2 美味鲜净利润同比+22.31%，净利率基本持平。我们预计下半年大豆价格回落，进一步释放利润弹性。
- **股权激励、地产剥离持续推进，经营管理稳步向好。**今年 4 月公司回购股份用于股权激励，绑定员工利益。同时合理设置三档目标及奖金区分度，激发销售人员积极性。近期大股东被动减持，经营管理有望边际改善。渠道方面，今年进一步向区县及社区下沉，22H1 公司经销商数量达 1893 家，稳步开拓中西部/北部空白市场，Q2 分别增加 46/56 家。公司在聚焦主业的基础上，持续开拓新品类，预计料酒/蚝油增速超 20%。

盈利调整及投资建议

- 考虑今年 H1 成本压力仍存，或在 23 年显著缓解，我们下调 22 年净利润 6%，上调 23 年净利润 5%，预计公司 22-24 年归母净利增速为+1%/23%/16%，EPS 为 0.96/1.18/1.36 元， PE 为 40/32/28 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 食品安全风险、原材料价格上涨风险、疫情反复风险、股权变更风险

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**4,675**	**5,123**	**5,116**	**5,508**	**6,076**	**6,831**
增长率		9.6%	-0.2%	7.7%	10.3%	12.4%
主营业务成本	-2,826	-3,163	-3,332	-3,733	-3,901	-4,333
%销售收入	60.5%	61.7%	65.1%	67.8%	64.2%	63.4%
毛利	1,849	1,960	1,784	1,775	2,175	2,498
%销售收入	39.5%	38.3%	34.9%	32.2%	35.8%	36.6%
营业税金及附加	-61	-58	-113	-110	-122	-137
%销售收入	1.3%	1.1%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-456	-397	-412	-386	-462	-533
%销售收入	9.8%	7.7%	8.1%	7.0%	7.6%	7.8%
管理费用	-295	-281	-254	-259	-304	-362
%销售收入	6.3%	5.5%	5.0%	4.7%	5.0%	5.3%
研发费用	-147	-154	-170	-160	-182	-205
%销售收入	3.1%	3.0%	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%
息税前利润（EBIT）	889	1,070	834	861	1,105	1,261
%销售收入	19.0%	20.9%	16.3%	15.6%	18.2%	18.5%
财务费用	-49	-13	-20	-16	-45	-38
%销售收入	1.0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.7%	0.6%
资产减值损失	1	-2	-1	-37	-1	-3
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	72	85	37	100	50	50
%税前利润	7.7%	7.6%	4.3%	10.7%	4.4%	3.9%
营业利润	931	1,169	877	938	1,140	1,301
营业利润率	19.9%	22.8%	17.2%	17.0%	18.8%	19.0%
营业外收支	-3	-39	-1	-3	-5	-4
税前利润	928	1,130	877	935	1,135	1,297
利润率	19.9%	22.1%	17.1%	17.0%	18.7%	19.0%
所得税	-137	-159	-92	-103	-125	-143
所得税率	14.7%	14.0%	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	791	971	784	832	1,010	1,154
少数股东损益	73	81	42	80	85	85
归属于母公司的净利润	**718**	**890**	**742**	**752**	**925**	**1,069**
净利率	15.4%	17.4%	14.5%	13.6%	15.2%	15.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	791	971	784	832	1,010	1,154
少数股东损益	73	81	42	80	85	85
非现金支出	140	153	160	204	190	219
非经营收益	-13	-28	-14	-79	8	1
营运资金变动	141	-97	282	-303	-403	106
经营活动现金净流	**1,059**	**1,000**	**1,212**	**653**	**804**	**1,480**
资本开支	-232	-327	-366	-322	-403	-482
投资	68	-857	1,272	-775	-185	-295
其他	37	59	39	100	50	50
投资活动现金净流	**-128**	**-1,125**	**944**	**-997**	**-538**	**-727**
股权募资	0	0	0	-11	0	0
债权募资	-392	-150	-360	822	210	-185
其他	-239	-257	-1,564	-328	-428	-480
筹资活动现金净流	**-631**	**-407**	**-1,924**	**483**	**-217**	**-664**
现金净流量	**300**	**-521**	**233**	**140**	**49**	**89**

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	699	242	549	687	736	824
应收款项	49	67	58	67	71	76
存货	1,568	1,682	1,678	1,804	1,843	1,978
其他流动资产	1,209	2,108	838	1,707	2,308	2,509
流动资产	3,525	4,099	3,123	4,266	4,958	5,387
%总资产	59.2%	61.6%	52.8%	58.5%	59.8%	59.3%
长期投资	363	589	593	668	753	848
固定资产	1,790	1,685	1,887	2,008	2,199	2,444
%总资产	30.1%	25.3%	31.9%	27.5%	26.5%	26.9%
无形资产	226	209	212	227	241	253
非流动资产	2,429	2,560	2,795	3,032	3,331	3,693
%总资产	40.8%	38.4%	47.2%	41.5%	40.2%	40.7%
资产总计	**5,954**	**6,659**	**5,918**	**7,298**	**8,290**	**9,081**
短期借款	533	360	2	823	932	646
应付款项	644	762	1,177	1,102	1,177	1,344
其他流动负债	423	435	354	467	633	816
流动负债	1,600	1,557	1,532	2,391	2,742	2,806
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	110	135	137	137	138
负债	**1,708**	**1,667**	**1,667**	**2,528**	**2,880**	**2,944**
普通股股东权益	**3,949**	**4,616**	**3,832**	**4,272**	**4,827**	**5,468**
其中：股本	797	797	797	785	785	785
未分配利润	2,748	3,339	3,527	3,978	4,533	5,174
少数股东权益	297	376	418	498	583	668
负债股东权益合计	**5,954**	**6,659**	**5,918**	**7,298**	**8,290**	**9,081**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.901	1.117	0.931	0.957	1.177	1.361
每股净资产	4.957	5.794	4.811	5.440	6.146	6.963
每股经营现金净流	1.329	1.269	1.522	0.832	1.024	1.885
每股股利	0.280	0.680	0.300	0.383	0.471	0.545
回报率						
净资产收益率	18.18%	19.28%	19.36%	17.60%	19.16%	19.55%
总资产收益率	12.06%	13.36%	12.54%	10.30%	11.16%	11.77%
投入资本收益率	15.80%	17.10%	17.32%	13.55%	15.37%	16.41%
增长率						
主营业务收入增长率	12.20%	9.59%	-0.15%	7.67%	10.31%	12.44%
EBIT增长率	21.60%	20.36%	-22.05%	3.19%	28.41%	14.11%
净利润增长率	18.19%	23.96%	-16.63%	1.31%	23.02%	15.62%
总资产增长率	-0.50%	11.84%	-11.13%	23.33%	13.59%	9.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0
存货周转天数	204.2	187.5	184.0	180.0	176.0	170.0
应付账款周转天数	50.4	50.6	61.6	62.0	63.0	65.0
固定资产周转天数	111.2	103.9	114.2	107.5	101.7	95.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.63%	-13.23%	-12.87%	-7.64%	-7.47%	-15.94%
EBIT利息保障倍数	18.2	80.4	41.9	52.6	24.6	33.4
资产负债率	28.69%	25.04%	28.17%	34.64%	34.74%	32.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	10	17	24	50
增持	0	6	12	15	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.38**	**1.41**	**1.38**	**1.06**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

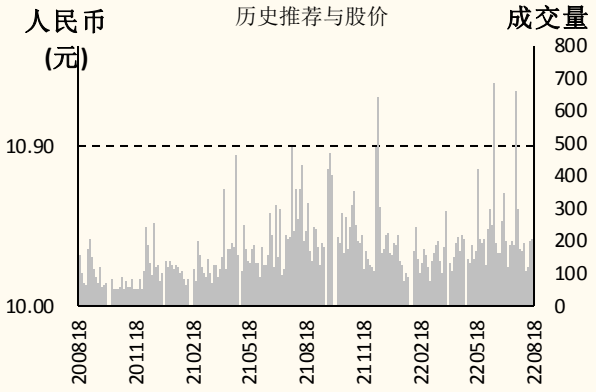
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-23	买入	80.86	N/A
2	2020-11-01	买入	62.85	N/A
3	2021-03-15	买入	48.86	N/A
4	2021-03-25	买入	45.80	N/A
5	2021-04-28	买入	49.23	N/A
6	2021-08-31	买入	31.28	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402