

公司研究

改革成效初显，业绩逐步改善

——中炬高新（600872.SH）2022年中报点评

要点

事件：中炬高新发布 2022 年半年度报告，2022H1 实现营业收入 26.52 亿元、yoy+14.52%，归母净利润 3.13 亿元、yoy+11.91%。其中 2022Q2 实现营业收入 13.05 亿元、yoy+23.98%，归母净利润 1.55 亿元、yoy+47.58%。

收入恢复加速，拓商稳步推进。单看子公司美味鲜，22H1/Q2 实现收入 24.64/12.35 亿元，yoy+10.09%/+23.11%。22H1 收入增长的主要原因是下游需求有所回暖，经销商积极性增加，产品动销恢复，渠道库存正常化，且去年同期基数较低。分产品看：22Q2 鸡精鸡粉增速放缓，实现收入 1.43 亿元，yoy+7.53%，酱油有所恢复，食用油增长亮眼，酱油/食用油分别实现收入 7.53/1.13 亿元，yoy+21.24%/+60.45%。分区域看：22Q2 各区域收入均稳步提升，东部/南部/中西部/北部区域收入 yoy+21.17%/+18.70%/+31.19%/+28.58%。截至 22Q2，公司在全国拥有 1893 家经销商，单季度净增 191 家，其中北部/中西部区域分别净增 51/72 家。分渠道看：22Q2 分销及直营渠道收入 yoy+22.60%/+38.24%。

成本端继续承压，费用投放企稳。22H1/Q2 公司综合毛利率 31.99%/31.68%，yoy-2.26/-1.07pcts，主要系原材料大豆、包材、能源等继续上涨。22H1 公司费用投放较稳定，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.15%/5.38%/3.22%，yoy 分别为-0.26/-0.57/-0.52pcts，主要由于营收增速较快导致费用占比有所下降，其中 22H1 销售费用 yoy+10.99%，主要系美味鲜销售人员数量增长致使职工薪酬增加，以及电商费用同比增加。综合来看，22Q2 公司成本端继续承压，期间费用率有所下降，22Q2 公司净利率为 12.63%，yoy+1.73pcts。

品类多元化发展，全国化持续推进，业绩有望持续改善。公司坚持“1+N”发展战略，加快布局多品类产品结构，同时精耕细作拓展市场，主销市场实施“三分一特约”细分开发策略，非主销区加快渠道下沉及空白区县开发。今年以来公司目标规划更加合理，分为完成、调整、冲刺三档，同时提高基本工资比例，团队士气和稳定性得到强化，此外提价梳理完成缓解部分成本压力，费用投放亦趋合理，加上疫情限制减弱，终端消费回暖，公司有望恢复较快增长。

盈利预测、估值与评级：我们维持中炬高新 2022-2024 年归母净利润预测分别为 7.75/8.97/10.08 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 0.99/1.14/1.28 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 38x/33x/30x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；食品安全风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,123	5,116	5,456	5,929	6,360
营业收入增长率	9.59%	-0.15%	6.66%	8.67%	7.27%
净利润（百万元）	890	742	775	897	1,008
净利润增长率	23.96%	-16.63%	4.39%	15.78%	12.39%
EPS（元）	1.12	0.93	0.99	1.14	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.28%	19.36%	17.73%	17.86%	17.53%
P/E	34	41	38	33	30
P/B	6.5	7.9	6.8	5.9	5.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-18（注：2021-2022 年总股本数分别为 7.97/7.85 亿股）

增持（维持）

当前价：37.90 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.85
总市值(亿元)	297.66
一年最低/最高(元)	22.94/40.97
近 3 月换手率	172.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.60	56.35	26.69
绝对	10.38	62.16	13.57

资料来源：Wind

相关研报

调味品业务承压，静待需求回暖——中炬高新（600872.SH）2021 年报及 22 年一季度业绩点评（2022-04-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,123	5,116	5,456	5,929	6,360
营业成本	3,163	3,332	3,574	3,839	4,087
折旧和摊销	148	153	161	189	222
税金及附加	58	113	120	131	140
销售费用	397	412	420	451	477
管理费用	281	254	251	273	293
研发费用	154	170	169	184	197
财务费用	13	20	62	58	51
投资收益	85	37	19	20	22
营业利润	1,169	877	907	1,045	1,170
利润总额	1,130	877	906	1,048	1,180
所得税	159	92	95	110	124
净利润	971	784	810	938	1,055
少数股东损益	81	42	36	41	48
归属母公司净利润	890	742	775	897	1,008
EPS(元)	1.12	0.93	0.99	1.14	1.28

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,001	1,212	335	1,022	1,176
净利润	890	742	775	897	1,008
折旧摊销	148	153	161	189	222
净营运资金增加	1,311	-838	726	201	183
其他	-1,348	1,155	-1,327	-265	-237
投资活动产生现金流	-1,125	944	-433	-466	-548
净资本支出	-327	-366	-392	-466	-550
长期投资变化	5	5	0	0	0
其他资产变化	-804	1,306	-41	0	2
融资活动现金流	-407	-1,924	329	21	-39
股本变化	0	0	-11	0	0
债务净变化	-173	-359	398	0	0
无息负债变化	132	359	27	415	381
净现金流	-531	233	231	577	588

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.3%	34.9%	34.5%	35.3%	35.7%
EBITDA 率	24.5%	19.9%	20.4%	21.5%	22.4%
EBIT 率	21.5%	16.8%	17.4%	18.3%	18.9%
税前净利润率	22.1%	17.1%	16.6%	17.7%	18.5%
归母净利润率	17.4%	14.5%	14.2%	15.1%	15.8%
ROA	14.6%	13.3%	11.7%	11.7%	11.5%
ROE (摊薄)	19.3%	19.4%	17.7%	17.9%	17.5%
经营性 ROIC	21.7%	20.7%	18.8%	20.5%	21.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	25%	28%	30%	31%	31%
流动比率	2.63	2.04	2.19	2.52	2.82
速动比率	1.55	0.94	0.98	1.28	1.56
归母权益/有息债务	12.81	2435.92	10.93	12.57	14.38
有形资产/有息债务	17.80	3582.53	16.73	19.51	22.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	6,659	5,918	6,915	8,024	9,179
货币资金	242	549	780	1,357	1,945
交易性金融资产	779	0	0	0	0
应收账款	33	30	32	34	37
应收票据	1	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	33	28	30	32	35
存货	1,682	1,678	2,145	2,304	2,452
其他流动资产	1,324	828	879	950	1,015
流动资产合计	4,099	3,123	3,877	4,690	5,497
其他权益工具	39	35	54	54	54
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	1,458	1,601	1,797	2,072	2,375
在建工程	227	286	286	250	228
无形资产	198	192	188	185	181
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	39	33	54	54	54
非流动资产合计	2,560	2,795	3,037	3,334	3,682
总负债	1,667	1,667	2,093	2,507	2,888
短期借款	360	0	0	0	0
应付账款	493	631	677	727	774
应付票据	60	290	311	334	356
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24	21	23	25	28
流动负债合计	1,557	1,532	1,768	1,860	1,947
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	82	77	309	631	925
非流动负债合计	110	135	325	647	941
股东权益	4,992	4,250	4,822	5,517	6,291
股本	797	797	785	785	785
公积金	464	476	495	495	495
未分配利润	3,339	3,527	4,054	4,708	5,435
归属母公司权益	4,616	3,832	4,368	5,022	5,748
少数股东权益	376	418	454	495	543

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.75%	8.06%	7.70%	7.60%	7.50%
管理费用率	5.48%	4.97%	4.60%	4.60%	4.60%
财务费用率	0.26%	0.39%	1.14%	0.98%	0.81%
研发费用率	3.01%	3.33%	3.10%	3.10%	3.10%
所得税率	14%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.68	0.30	0.31	0.36	0.40
每股经营现金流	1.26	1.52	0.43	1.30	1.50
每股净资产	5.79	4.81	5.56	6.39	7.32
每股销售收入	6.43	6.42	6.95	7.55	8.10

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	34	41	38	33	30
PB	6.5	7.9	6.8	5.9	5.2
EV/EBITDA	24.3	30.1	27.4	23.6	20.8
股息率	1.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE