

# 中炬高新 (600872)

证券研究报告

2022年08月19日

## 美味鲜恢复态势显著，公司机制改革有望提速

**事件：**公司发布 22 年中报，22 年上半年实现营业收入 26.52 亿元，同比增长 14.52%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比增长 11.91%。其中，22Q2 实现营业收入 13.05 亿元，同比增长 23.98%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 47.58%。

**营收端：美味鲜强劲恢复，全国化布局持续推进。**公司 Q1-Q2 实现营收 13.47/13.05 亿元，Q1/Q2 同比增速为 6.63%/23.98%，我们认为主要原因系：1) 去年二三季度由于疫情反复、控货消化库存、新渠道冲击等影响，同期基数较低；2) 经销商开拓加速，美味鲜销售情况表现较好。

产品端来看，2022 年上半年美味鲜公司营业收入 24.64 亿元，同期增额 2.26 亿元，同期增幅 10.09%；实现归母公司净利润 2.86 亿元，同比减少 7.09%，我们预计利润下滑主要原因为原材料成本上涨。其中，美味鲜公司 Q2 实现营收 12.35 亿元，同比+23.13%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比+25%。公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别实现营业收入 15.04/2.97/2.19/4.10 亿元，同比+8.9%/9.0%/6.3%/17.0%。其中 Q2 分别+21%/8%/60%/26%。

渠道端来看，2022 年上半年，公司分销/直销模式销售额为 23.49/0.82 亿元，同比+8.67%/66.91%。2022 年上半年末，公司经销商数量为 1893 家，相比 2021 年年末增加 191 家，同比增长 15.71%。公司在维护老客户的同时开发了一批优质新客户，持续推动渠道开发。全国地级市开发率达 93.47%，区县市场累计开发率 66.25%。公司 2022 年上半年东/南/中西/北部营收分别同比+5.1%/10.8%/18.2%/5.7%，中西部区域增长较快，我们预计主要系受疫情影响较少。

**利润端：短期看成本仍然压力较大，费效比提升 Q2 利润显著改善。**公司 Q1-Q2 实现归母净利润 1.58/1.55 亿元，同比-9.46%/+47.58%。公司 22 年上半年实现毛利率 31.99%，同比减少 2.26pcts，我们预计主要原因系 1) 原材料成本压力仍然较大，大豆、包材、能源等成本都处于上升周期；2) 疫情反复下物流费用或有所提升；3) 毛利率较低的其他业务板块占比提升。销售/管理/研发费用率分别为 8.15%/5.38%/3.22%，同比-0.26/-0.57/-0.53pct。净利率为 12.58%，同比-0.44pcts。其中，Q2 实现毛利率 31.68%，同比-1.07pcts。销售/管理/研发费用率分别为 7.49%/5.73%/3.53%，同比-0.62/-0.26/-0.74pct。我们预计二季度公司减少销售费用，营销投入精准化，利润率显著提升。二季度公司实现净利率 12.63%，同比增加 1.73pcts。

**短期看需求和成本处于改善通道，长期看公司机制变革有望加速推进。**短期来看，疫情影响公司物流和终端消费需求，但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。同时随着原材料成本的改善，预计盈利能力有望持续提升。另一方面，公司持续推进终端渠道的良性建设，市场运作成熟度持续提升。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。看好机制改革预期下，公司的长期发展。

**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 12.30%/24.66%/25.55%，EPS 分别为 1.06/1.32/1.66 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；新冠疫情风险；成本持续上涨风险

### 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	37.9 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	785.38
流通 A 股股本(百万股)	785.38
A 股总市值(百万元)	29,765.75
流通 A 股市值(百万元)	29,765.75
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	29.24
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

- 《中炬高新-公司点评:全国化布局持续推进，改革势能释放可期》 2022-07-21
- 《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
- 《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

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	833.24	1,038.75	1,304.16
增长率(%)	23.96	(16.63)	12.30	24.66	25.55
EPS(元/股)	1.13	0.94	1.06	1.32	1.66
市盈率(P/E)	33.45	40.12	35.72	28.66	22.82
市净率(P/B)	6.45	7.77	5.82	5.19	4.58
市销率(P/S)	5.81	5.82	4.98	4.20	3.56
EV/EBITDA	35.70	24.61	23.57	18.30	15.30

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 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	1,329.01	2,873.46	2,446.58
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>4,670.17</b>	<b>6,206.30</b>	<b>6,542.92</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>7,335.35</b>	<b>8,711.39</b>	<b>8,885.42</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	522.56	588.54
股本	796.64	796.64	785.38	785.38	785.38
资本公积	91.47	91.47	145.66	145.66	145.66
留存收益	3,711.33	3,911.58	4,494.85	5,221.97	6,134.88
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>5,580.94</b>	<b>6,254.77</b>	<b>7,087.92</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,658.92</b>	<b>5,917.65</b>	<b>7,335.35</b>	<b>8,711.39</b>	<b>8,885.42</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	971.37	784.22	833.24	1,038.75	1,304.16
折旧摊销	153.53	157.41	160.02	160.02	160.02
财务费用	10.20	19.58	(13.91)	(31.13)	(39.41)
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	80.01	94.26
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,001.00</b>	<b>1,212.49</b>	<b>(70.63)</b>	<b>2,162.34</b>	<b>132.92</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)	412.34	(235.54)	(49.48)
股权融资	(541.68)	(1,215.07)	428.00	(444.93)	(565.27)
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>840.33</b>	<b>(680.46)</b>	<b>(614.75)</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>780.35</b>	<b>1,544.45</b>	<b>(426.88)</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	(13.91)	(31.13)	(39.41)
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>1,063.70</b>	<b>1,334.13</b>	<b>1,656.24</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>1,049.51</b>	<b>1,316.18</b>	<b>1,645.21</b>
所得税	158.70	92.30	146.93	197.43	246.78
<b>净利润</b>	<b>971.37</b>	<b>784.22</b>	<b>902.58</b>	<b>1,118.75</b>	<b>1,398.42</b>
少数股东损益	81.44	42.26	69.34	80.01	94.26
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>889.93</b>	<b>741.96</b>	<b>833.24</b>	<b>1,038.75</b>	<b>1,304.16</b>
每股收益(元)	1.13	0.94	1.06	1.32	1.66

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%	21.22%	25.42%	24.14%
归属于母公司净利润	23.96%	-16.63%	12.30%	24.66%	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%	16.29%	18.12%	20.07%
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%	23.92%	28.20%	20.23%
净负债率	2.37%	-12.87%	-16.65%	-43.81%	-33.89%
流动比率	2.63	2.04	2.85	2.66	3.91
速动比率	1.55	0.94	1.33	1.68	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	1.13	0.94	1.06	1.32	1.66
每股经营现金流	1.27	1.54	-0.09	2.75	0.17
每股净资产	5.88	4.88	6.51	7.30	8.28
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.45	40.12	35.72	28.66	22.82
市净率	6.45	7.77	5.82	5.19	4.58
EV/EBITDA	35.70	24.61	23.57	18.30	15.30
EV/EBIT	39.73	28.23	27.15	20.55	16.81

### 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