



增持(维持)

所属行业: 食品饮料
当前价格(元): 37.90

证券分析师

花小伟

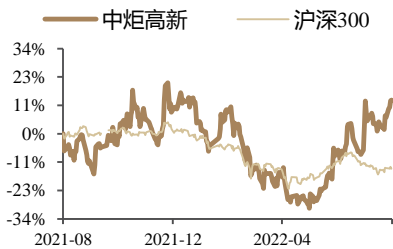
资格编号: S0120521020001
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

林晨星

资格编号: S0120121070007
邮箱: lincx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.44	22.84	58.26
相对涨幅(%)	24.06	25.83	53.55

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《中炬高新(600872.SH)深度报告: 稳中求变, 制胜舌尖》, 2022.7.28

中炬高新(600872.SH)半年报点评: 主业回暖, 缩费减税显利润弹性

投资要点

- 事件:** 中炬高新发布 2022 年度半年报, 公司 22H1 实现营业收入 26.5 亿元, 同比增长 14.5%; 归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 11.9%; 扣非归母净利润 3.0 亿元, 同比增长 12.2%。单 Q2 实现营业收入 13.1 亿元, 同比增长 24.0%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 47.6%; 扣非归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 47.9%。
- 低基数背景支撑良好收入表现, 按部就班推进全国化。分产品来看,** 22Q2 调味品业务收入同比增长 23.0%, 其中酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品分别实现收入 7.5/1.4/1.1/2.1 亿元, 同比分别+21.2%/+7.5%/+60.5%/+26.0%, 在低基数背景下均录得较高增长。此外, 其他产品 22H1 蚝油增速超过 10%, 料酒增速则超过 30%。**分地区来看,** 22Q2 东部/南部/中西部/北部区域分别实现收入 2.9/5.0/2.3/1.8 亿元, 同比分别+21.2%/+18.7%/+31.2%/+28.6%, 各区域均表现出较好增长态势。**经销商数量来看,** 22H1 末经销商数量 1893 个, 较 21 年末净增加 191 个, 地级市开发率 93.47%, 较 21 年末提升 1.19pct; 区县市场开发率 66.25%, 较 21 年末提升 6.28pct, 全国化有序推进。
- 费用收缩应对成本压力, 叠加税率下降, 利润表现亮眼。** 22Q2 公司归母净利润表现超预期, 同比增长 47.6%, 主要系费用收缩和税率下降双因共振。公司于 21 年半年报中尚未将运费移至营业成本, 而 21 年年报中进行了移动, 因而需对 2021 年报表数据作回溯处理。剔除会计准则影响后, 22Q2 单季毛利率 31.7%, 同比下降 1.1pct, 我们判断主要系成本上涨, 为压制利润的因素。**反观利润的释放, 则主要来源于两方面:** (1) 22Q2 单季销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.5%/5.7%/3.5%/0.0%, 同比分别-0.6pct/-0.3pct/-0.7pct/-0.5pct, 期间费用率同比共下降 2.2pct, 创造盈利空间; (2) 除毛利率和期间费用率外, 注意到 22Q2 单季所得税率为 14.6%, 同比-5.3pct, 所得税率下降亦贡献同比利润弹性。综合来看利润端, 22Q2 单季销售净利率 12.6%, 同比+1.7pct。此外, 就美味鲜公司而言, 22Q2 单季收入同比+23.1%, 归母净利润同比+25%; 毛利率 31.4%, 同比-3.1pct。
- 基本面稳固, 存在管理改善预期。** 一方面, 公司作为酱油龙头, 主业稳固、改善可期。公司于 2022 年 5 月公告推出“特别激励计划及核心团队稳定计划”, 并提到拟推出核心员工(约 300 人)的稳定计划, 以激励团队在不利的市场环境中迎难而上。公司作为龙头, 有望在逆境之中释放增长潜力, 充分把握市占率提升的机遇。同时, 公司 21Q3 和 Q4 调味品业务基数均较低, 在行业回暖趋势下有望释放更大业绩弹性, 2022 年有望成为公司走出困境、稳中求进的一年。**另一方面,** 伴随股权质押相继到期, 大股东持股下降, 密切关注股东变化。据公司 8 月 13 日公告, 重庆国际信托 2200 万股经法院裁定将被变价(约占公司总股数 2.8%), 大股东和二股东的持股比例差距将进一步缩小。
- 投资建议: 调味玫瑰, 花开有时。** 根据公司半年报, 我们对公司业务收入结构进行调整, 并小幅上修盈利能力。预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 54.3/59.0/65.5 亿元, 同比增长 6.1%/8.8%/11.0%; 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 8.0/9.0/10.5 亿元, 增速分别为 8.1%/11.7%/17.0%, 对应 PE 分别为 37.1/33.2/28.4X。公司作为国内酱油前三甲和调味品龙头之一, 优势稳固、空间广阔, 待管理改善后有望迎来估值修复。
- 风险提示:** 原材料价格上涨, 疫情反复, 房地产业务剥离受阻

股票数据

总股本(百万股):	785.38
流通 A 股(百万股):	785.38
52 周内股价区间(元):	23.37-40.24
总市值(百万元):	29,765.75
总资产(百万元):	6,151.96
每股净资产(元):	4.98

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,123	5,116	5,426	5,903	6,551
(+/-)YOY(%)	9.6%	-0.2%	6.1%	8.8%	11.0%
净利润(百万元)	890	742	802	899	1,043
(+/-)YOY(%)	24.0%	-16.6%	8.1%	12.1%	15.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.13	0.94	1.02	1.15	1.33
毛利率(%)	38.3%	34.9%	34.5%	35.8%	36.8%
净资产收益率(%)	19.3%	19.4%	20.0%	19.1%	18.8%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.02	1.15	1.33
每股净资产	4.81	5.12	6.01	7.05
每股经营现金流	1.52	0.73	1.65	1.18
每股股利	0.29	0.25	0.28	0.33
价值评估(倍)				
P/E	40.26	37.09	33.10	28.55
P/B	7.89	7.40	6.31	5.38
P/S	5.90	5.49	5.04	4.54
EV/EBITDA	29.15	26.80	23.11	19.84
股息率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.9%	34.5%	35.8%	36.8%
净利润率	15.3%	15.6%	16.1%	16.8%
净资产收益率	19.4%	20.0%	19.1%	18.8%
资产回报率	12.5%	13.8%	12.9%	13.5%
投资回报率	18.1%	17.4%	16.9%	16.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.2%	6.1%	8.8%	11.0%
EBIT 增长率	-21.8%	5.6%	13.5%	16.0%
净利润增长率	-16.6%	8.1%	12.1%	15.9%
偿债能力指标				
资产负债率	28.2%	23.1%	24.8%	21.0%
流动比率	2.0	2.4	2.4	3.0
速动比率	0.4	0.2	0.7	1.0
现金比率	0.4	0.2	0.6	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.2	2.0	2.1	2.1
存货周转天数	181.5	174.0	175.0	176.8
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8
固定资产周转率	3.2	2.8	2.8	2.9

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	742	802	899	1,043
少数股东损益	42	46	51	59
非现金支出	160	195	213	232
非经营收益	-14	-70	-71	-71
营运资金变动	282	-400	204	-333
经营活动现金流	1,212	573	1,296	930
资产	-366	-370	-351	-351
投资	1,272	0	0	0
其他	39	71	73	72
投资活动现金流	944	-299	-278	-279
债权募资	-360	0	0	0
股权募资	0	-384	0	0
其他	-1,564	-231	-201	-225
融资活动现金流	-1,924	-615	-201	-225
现金净流量	233	-341	818	426

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,116	5,426	5,903	6,551
营业成本	3,332	3,555	3,787	4,139
毛利率%	34.9%	34.5%	35.8%	36.8%
营业税金及附加	113	84	96	117
营业税金率%	2.2%	1.5%	1.6%	1.8%
营业费用	412	434	502	557
营业费用率%	8.1%	8.0%	8.5%	8.5%
管理费用	254	309	325	360
管理费用率%	5.0%	5.7%	5.5%	5.5%
研发费用	170	163	195	216
研发费用率%	3.3%	3.0%	3.3%	3.3%
EBIT	860	908	1,031	1,196
财务费用	20	-8	-3	-15
财务费用率%	0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	37	71	73	72
营业利润	877	986	1,105	1,281
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	877	986	1,105	1,281
EBITDA	1,019	1,103	1,244	1,427
所得税	92	138	155	179
有效所得税率%	10.5%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	42	46	51	59
归属母公司所有者净利润	742	802	899	1,043

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	549	208	1,025	1,451
应收账款及应收票据	30	32	38	40
存货	1,678	1,759	1,923	2,144
其它流动资产	866	862	870	876
流动资产合计	3,123	2,861	3,856	4,510
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,601	1,922	2,117	2,258
在建工程	286	146	95	78
无形资产	192	185	178	171
非流动资产合计	2,795	2,969	3,106	3,224
资产总计	5,918	5,829	6,961	7,734
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	921	490	829	649
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	611	721	764	839
流动负债合计	1,532	1,211	1,593	1,488
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	135	135	135	135
非流动负债合计	135	135	135	135
负债总计	1,667	1,346	1,728	1,623
实收资本	797	785	785	785
普通股股东权益	3,832	4,020	4,718	5,536
少数股东权益	418	464	515	574
负债和所有者权益合计	5,918	5,829	6,961	7,734

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。