

Q2 业绩超预期，营销改善推动利润高增

中炬高新(600872)

评级:	买入	股票代码:	600872
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	41.3/23.12
目标价格:		总市值(亿)	294.99
最新收盘价:	37.56	自由流通市值(亿)	294.99
		自由流通股数(百万)	785.38

事件概述

公司上半年营业收入 26.52 亿元，同比+14.52%；归属于净利润 3.13 亿元，同比+11.91%；EPS 0.41 元。

Q2 营业收入 13.05 亿元，同比+23.98%；归母净利润 1.55 亿元，同比+47.58%。

分析判断:

► Q2 收入高增，美味鲜营销改善持续兑现

Q2 子公司美味鲜实现收入 10.03 亿元，同比+23.13%，调味品主业增长超预期，一方面得益于去年同期低基数，核心在于公司今年以来推进的各项营销改善带动渠道扩张和经销商信心恢复；本部/中汇合创/中炬精工亦贡献增量，主要为公司确认岐江东岸商品房的销售收入。

分产品来看，Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 7.53/1.43/1.13/2.06 亿元，分别同比+21.2%/+7.5%/+60.5%/+26.0%，酱油恢复双位数增长，食用油受提价推动，小品类中料酒和酱油增长较好。分区域来看，Q2 东部/南部/中西部/北部分别实现收入 2.94/5.04/2.33/1.84 亿元，分别同比+21.2%/+18.7%/+31.2%/+28.6%，去年下滑的弱势市场中西部和北部快速恢复，分别新增 72 和 51 个经销商，全国化进程快速推进。

上半年综合来看，虽然一季度收入端有所承压，但二季度市场快速恢复，带动上半年整体实现收入 26.52 亿元，同比+14.52%，渠道端地级市开发率达到 93.47%，同比+1.17pct，区县市场开发率达到 66.25%，同比+8.05pct。

► 调味品主业净利率恢复，地产贡献部分利润增量

Q2 调味品毛利率和净利润率分别为 31.42%和 12.96%，分别同比-3.1%/+0.0%，主业虽然成本端依旧承压，但公司通过提价和内部提效，净利率走出下滑困境，实现同比持平和环比提升。

成本端来看，公司毛利下降主因大豆、包材、能源等成本上涨，虽然已提价应对，并未能完全覆盖，但 Q2 环比 Q1 已有所改善。费用端来看，Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.62/-0.31/-0.74/-0.50pct，综合下降 2.17pct，费用投放效率明显提升。另一方面，上半年公司本部实现归母净利润 2537 万元，较去年同期增加 6094 万元，主要为地产业务贡献，亦对利润增长有所贡献。主业高增+地产贡献增量，公司 Q2 归母净利润达到 1.55 亿元，同比+47.6%，净利率同比提升 1.7pct 至 12.6%，经营效率明显提升。

公司上半年整体实现归母净利润 3.13 亿元，同比+11.9%，对应净利率 12.6%，同比-0.44pct，Q2 对业绩提振明显。

► 主业恢复提振市场信心，走出盈利低谷

Q3 公司各项营销改善举措仍将持续推进，预计渠道扩张和经销商信心恢复仍将持续兑现，去年同期净利率基数更低，业绩低基数下主业有望持续高增。公司走出经营低谷，净利率回升的趋势持续验证。

公司积极应对市场和行业变化，不断清理包袱，轻装上阵，在市场恢复过程中率先受益，提振市场信心。长期我们看好公司在营销布局、产能扩张和产品研发等多方面不断深耕，顺应行业发展趋势，强化竞争优势和壁垒。

投资建议

参考最新中报，我们下调公司 22-24 年营收 56.02/63.34/69.23 亿元的预测至 55.02/62.34/69.23 亿元；调整 22-24 年 EPS 0.97/1.13/1.29 元的预测至 0.97/1.16/1.33 元，对应 2022 年 8 月 19 日收盘价 37.56 元/股，PE 分别为 39/32/28 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

疫情影响超预期、行业竞争加剧、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,123	5,116	5,502	6,234	6,923
YoY (%)	9.6%	-0.2%	7.5%	13.3%	11.1%
归母净利润(百万元)	890	742	761	908	1,044
YoY (%)	24.0%	-16.6%	2.5%	19.4%	15.0%
毛利率 (%)	38.3%	34.9%	32.2%	32.9%	33.7%
每股收益 (元)	1.13	0.94	0.97	1.16	1.33
ROE	19.3%	19.4%	16.6%	16.5%	16.0%
市盈率	33.15	39.76	38.78	32.48	28.25

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,116	5,502	6,234	6,923	净利润	784	809	966	1,111
YoY (%)	-0.2%	7.5%	13.3%	11.1%	折旧和摊销	159	810	60	60
营业成本	3,332	3,730	4,183	4,590	营运资金变动	282	-434	-157	-150
营业税金及附加	113	61	69	76	经营活动现金流	1,212	1,147	826	973
销售费用	412	495	530	575	资本开支	-366	-983	-88	-98
管理费用	254	303	324	346	投资	1,272	-100	-100	-100
财务费用	20	18	16	22	投资活动现金流	944	-1,049	-149	-155
研发费用	170	165	199	222	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	400	0	0	0
投资收益	37	39	44	48	筹资活动现金流	-1,924	0	0	0
营业利润	877	940	1,136	1,306	现金净流量	233	98	677	818
营业外收支	-1	1	1	1					
利润总额	877	941	1,137	1,307	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	92	132	170	196	成长能力				
净利润	784	809	966	1,111	营业收入增长率	-0.2%	7.5%	13.3%	11.1%
归属于母公司净利润	742	761	908	1,044	净利润增长率	-16.6%	2.5%	19.4%	15.0%
YoY (%)	-16.6%	2.5%	19.4%	15.0%	盈利能力				
每股收益	0.94	0.97	1.16	1.33	毛利率	34.9%	32.2%	32.9%	33.7%
					净利率	15.3%	14.7%	15.5%	16.0%
					总资产收益率 ROA	12.5%	11.5%	11.7%	11.5%
					净资产收益率 ROE	19.4%	16.6%	16.5%	16.0%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	549	646	1,323	2,141	流动比率	2.04	2.56	2.98	3.33
预付款项	10	9	10	12	速动比率	0.94	1.19	1.62	2.02
存货	1,678	1,945	2,163	2,370	现金比率	0.36	0.45	0.83	1.18
其他流动资产	887	1,043	1,252	1,510	资产负债率	28.2%	23.5%	22.3%	21.4%
流动资产合计	3,123	3,643	4,749	6,032	经营效率				
长期股权投资	5	5	5	5	总资产周转率	0.86	0.83	0.80	0.76
固定资产	1,601	1,801	1,851	1,901	每股指标 (元)				
无形资产	192	182	172	162	每股收益	0.94	0.97	1.16	1.33
非流动资产合计	2,795	2,972	3,005	3,048	每股净资产	4.88	5.85	7.00	8.33
资产合计	5,918	6,616	7,754	9,080	每股经营现金流	1.54	1.46	1.05	1.24
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	921	700	810	918	估值分析				
其他流动负债	611	721	783	891	PE	40.12	39.13	32.78	28.51
流动负债合计	1,532	1,421	1,593	1,809	PB	7.78	6.48	5.41	4.55
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	135	135	135	135					
非流动负债合计	135	135	135	135					
负债合计	1,667	1,556	1,728	1,944					
股本	797	797	797	797					
少数股东权益	418	467	525	591					
股东权益合计	4,250	5,060	6,026	7,136					
负债和股东权益合计	5,918	6,616	7,754	9,080					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。