

中炬高新 (600872.SH)

美味鲜运营逐步正常，期待管理持续改善

核心观点：

- **低基数+渠道渗透，美味鲜收入超预期。**公司披露 22 年半年报，22Q2 收入/归母净利润分别为 13.05/1.55 亿元（同比+23.98%/47.58%），美味鲜收入/归母净利润分别为 12.35/1.50 亿元（同比+23.13%/25.00%），收入利润超预期。分产品：除鸡精鸡粉因餐饮渠道受阻，22Q2 酱油/食用油/其他分别同比增长 21.24%/60.45%/26.00%。渠道端：22H1 区县市场开发率提升至 66.25%。现金流层面，22Q2 公司销售商品、提供劳务收到的现金 16.58 亿元（同比+25.67%）；合同负债 1.44 亿元（同比-57.73%），主要系预收货款减少；经营活动现金流净额 4.61 亿元，同比增长 178.87%，主要系收到税费返还。
- **22Q2 费用收缩，盈利能力逐步回暖。**公司 22Q2 毛利率/净利率分别为 31.68%/11.85%（同比变动-1.07pct/+1.90pct），其中美味鲜归母净利润率 12.15%（同比提升 0.18pct），呈现环比改善态势。我们认为费用收缩为主要原因：22Q2 公司整体费用率同比下降 2.18pct，其中销售费用率下降 0.62pct 至 7.49%，管理费用率同比收窄 0.32pct。成本端看，二季度黄豆价格仍持续走高，但自 6 月起黄豆价格已经出现高点回落态势。22Q2 公司毛利率同比下降 1.07pct 至 31.68%，其中调味品业务毛利率同比仍承压，但提价效应下呈现逐季改善态势。展望下半年及明年，我们认为成本下行的红利有望逐步释放，利润弹性或将显现。预计明年调味品净利率有望恢复至 15%+。
- **盈利预测和投资建议。**预计 22-24 年收入分别为 54.19/60.51/65.89 亿元，同比增长 5.93%/11.65%/8.90%；归母净利润 7.65/9.79/10.65 亿元，同比增长 3.09%/27.95%/8.83%；对应 PE 为 39/30/28 倍。建议关注公司管理改善，经营拐点有望来临。参考可比公司给予 22 年 45 倍 PE 估值，对应合理价值 43.82 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情持续反复。渠道去库存不及预期。原材料成本上升。

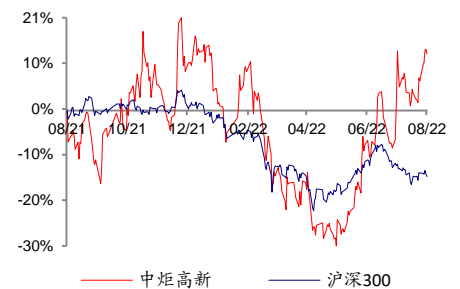
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,123	5,116	5,419	6,051	6,589
增长率（%）	9.59	-0.15	5.93	11.65	8.90
EBITDA（百万元）	1,224	993	1,086	1,370	1,491
归母净利润（百万元）	890	742	765	979	1,065
增长率（%）	23.96	-16.63	3.09	27.95	8.83
EPS（元/股）	1.12	0.93	0.97	1.25	1.36
市盈率（P/E）	59.66	40.77	38.92	30.41	27.95
ROE（%）	19.28	19.37	18.80	22.26	22.60
EV/EBITDA	43.49	29.90	26.93	21.11	19.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	37.56 元
合理价值	43.82 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-19

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



021-38003630



gfljuyingyu@gf.com.cn

分析师：

方一苇



SAC 执证号：S0260522030001



021-38003800



fangyiwei@gf.com.cn

请注意，刘景瑜、方一苇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

中炬高新 (600872.SH) : 股	2022-07-22
权结构新进展，期待经营业绩改善	
中炬高新 (600872.SH) : 公	2022-04-26
司基本面底部，静待行业和管理改善	
中炬高新 (600872.SH) : 基	2021-11-01
本面底部，期待经营拐点	

公司披露22年半年报，公告22H1收入/归母净利润分别为26.52/3.13亿元（同比+14.52%/+11.91%），其中美味鲜22H1收入/归母净利润分别为24.64/2.86亿元（同比+10.09%/-7.09%）；22Q2收入/归母净利润分别为13.05/1.55亿元（同比+23.98%/+47.58%），22Q2美味鲜收入/归母净利润分别为12.35/1.50亿元（同比+23.13%/+25.00%）。收入利润表现均超市场预期，点评如下：

一、低基数+渠道渗透，美味鲜收入增长超预期

公司22H1实现收入26.52亿元，同比增长14.52%；其中美味鲜22H1收入24.64亿元，同比增长10.09%，其中美味鲜22Q2收入12.35亿元，同比增长23.13%。22Q2营收端增速大幅改善，我们认为主要系：（1）21Q2社区团购等新渠道冲击，去年同期基数较低；（2）公司今年加大渠道布局及渗透。截至22H1，公司经销商数量达1893人，较年初净增191人，22Q2期间增加145人。此外，22H1公司地级市开发率为93.47%，同比提升1.17pct，区县市场开发率66.25%，较21年底提升6.28pct；（3）华东地区非公司主销售地区，上海疫情对公司影响相对较小。

分品类看：除鸡精鸡粉因餐饮渠道受阻及高基数影响，22Q2酱油/食用油/其他收入增长较快，分别同比增长21.24%/60.45%/26.00%，其中料酒、蚝油增长较好。

现金流层面，22Q2公司销售商品、提供劳务收到的现金为16.58亿元，同比增长25.67%；22Q2公司合同负债1.44亿元，同比减少57.73%，主要系预收货款同比降低；公司22Q2经营活动现金流净额为4.61亿元，同比增长178.87%，主要系美味鲜原材料采购单价上涨，可抵扣进项税额增加，导致本期增值税及附加税支出减少。

二、22Q2 费用收缩，盈利能力逐步回暖

公司22Q2实现归母净利润1.55亿元，同比提升47.58%，毛利率/净利率分别为31.68%/11.85%（同比变动-1.07pct/+1.90pct）。其中22Q2美味鲜实现归母净利润1.50亿元，同比增长25.00%，归母净利润率为12.15%（同比提升0.18pct）。尽管美味鲜归母净利率尚未恢复到疫情前15%以上的水平，但提价效应下呈现环比改善态势，我们认为费用收缩为主要原因：22Q2公司销售费用率下降0.62pct至7.49%，管理费用率亦同比收窄0.32pct。综合来看，22Q2公司整体费用率同比下降2.18pct。

从成本端来看，二季度黄豆价格仍持续走高，但自6月起黄豆价格已经出现高点回落态势。22Q2公司毛利率同比下降1.07pct至31.68%，其中调味品业务毛利率同比仍承压，但呈现出逐季改善态势。展望明年，我们认为成本下行的红利有望逐步释放，利润弹性或将显现。预计明年公司调味品收入增速有望恢复至15%左右，净利率有望恢复至15%+。

三、盈利预测和投资建议

我们预计 22-24 年收入分别为 54.19/60.51/65.89 亿元，同比增长 5.93%/11.65%/8.90%；归母净利润 7.65/9.79/10.65 亿元，同比增长 3.09%/27.95%/8.83%；对应 PE 为 39/30/28 倍。建议关注公司管理改善，经营拐点有望来临。参考可比公司给予 22 年 45 倍 PE 估值，对应合理价值 43.82 元/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值对比（截止 2022 年 8 月 19 日收盘价）

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
海天味业	603288.SH	78.17	1.61	1.90	49	41
千禾味业	603027.SH	15.04	0.32	0.41	47	36
恒顺醋业	600305.SH	11.37	0.16	0.22	72	52
涪陵榨菜	002507.SZ	30.19	1.14	1.33	27	23
平均值	/	/	0.81	0.96	49	38

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：盈利预测为 Wind 一致预测

四、风险提示

疫情持续反复。若 22 年疫情反复，消费经济能力受限，将较大影响收入、业绩增长。

渠道去库存不及预期。若渠道去库存不及预期，将影响收入、业绩增长。

原材料成本上升。若等原材料成本上升，将影响收入、业绩增长。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,099	3,123	3,374	3,636	4,153	经营活动现金流	1,001	1,212	777	1,159	1,318
货币资金	242	549	798	845	1,201	净利润	971	784	833	1,058	1,148
应收及预付	39	41	38	45	49	折旧摊销	153	159	179	200	221
存货	1,682	1,678	1,681	1,884	2,039	营运资金变动	-97	282	-208	-75	-27
其他流动资产	2,137	856	857	862	865	其它	-27	-13	-28	-23	-24
非流动资产	2,560	2,791	2,926	2,925	2,941	投资活动现金流	-1,125	944	-280	-170	-213
长期股权投资	5	5	5	5	5	资本支出	-327	-366	-320	-205	-243
固定资产	1,458	1,601	1,691	1,672	1,654	投资变动	-857	1,272	0	0	0
在建工程	227	286	330	349	383	其他	59	39	40	35	30
无形资产	198	192	192	192	192	筹资活动现金流	-407	-1,924	-247	-941	-750
其他长期资产	672	707	707	707	707	银行借款	-150	-360	286	-286	0
资产总计	6,659	5,914	6,299	6,561	7,093	股权融资	0	0	-11	0	0
流动负债	1,557	1,532	1,612	1,466	1,600	其他	-257	-1,564	-522	-656	-750
短期借款	360	0	286	0	0	现金净增加额	-531	233	249	48	355
应付及预收	552	921	672	748	826	期初现金余额	686	155	549	798	845
其他流动负债	645	611	654	718	774	期末现金余额	155	388	798	845	1,201
非流动负债	110	132	132	132	132						
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	110	132	132	132	132						
负债合计	1,667	1,665	1,745	1,598	1,733						
股本	797	797	785	785	785						
资本公积	91	91	91	91	91						
留存收益	3,711	3,910	4,175	4,504	4,819						
归属母公司股东权益	4,616	3,831	4,068	4,397	4,712						
少数股东权益	376	418	486	566	648						
负债和股东权益	6,659	5,914	6,299	6,561	7,093						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,123	5,116	5,419	6,051	6,589
营业成本	3,163	3,332	3,580	3,858	4,206
营业税金及附加	58	113	76	91	99
销售费用	397	412	428	454	494
管理费用	281	254	271	303	329
研发费用	154	170	157	175	191
财务费用	13	20	-8	-11	-21
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	85	37	40	35	30
营业利润	1,169	877	975	1,236	1,341
营业外收支	-39	-1	-6	-6	-6
利润总额	1,130	877	969	1,230	1,335
所得税	159	92	136	172	187
净利润	971	784	833	1,058	1,148
少数股东损益	81	42	68	79	83
归属母公司净利润	890	742	765	979	1,065
EBITDA	1,224	993	1,086	1,370	1,491
EPS (元)	1.12	0.93	0.97	1.25	1.36

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	9.6%	-0.2%	5.9%	11.7%	8.9%
营业利润增长	25.5%	-24.9%	11.1%	26.8%	8.4%
归母净利润增长	24.0%	-16.6%	3.1%	28.0%	8.8%
获利能力					
毛利率	38.3%	34.9%	33.9%	36.2%	36.2%
净利率	19.0%	15.3%	15.4%	17.5%	17.4%
ROE	19.3%	19.4%	18.8%	22.3%	22.6%
ROIC	21.2%	20.2%	19.3%	24.4%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	28.2%	27.7%	24.4%	24.4%
净负债比率	5.4%	0.0%	4.6%	0.0%	0.0%
流动比率	2.63	2.04	2.09	2.48	2.59
速动比率	1.55	0.94	1.04	1.19	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.81	0.89	0.94	0.97
应收账款周转率	171.71	160.26	180.84	171.95	172.68
存货周转率	1.95	1.98	2.13	2.05	2.06
每股指标 (元)					
每股收益	1.12	0.93	0.97	1.25	1.36
每股经营现金流	1.26	1.52	0.99	1.48	1.68
每股净资产	5.79	4.81	5.18	5.60	6.00
估值比率					
P/E	59.66	40.77	38.92	30.41	27.95
P/B	11.50	7.90	7.32	6.77	6.32
EV/EBITDA	43.49	29.90	26.93	21.11	19.16

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
高鸿：资深分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
田荣振：高级分析师，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
廖承帅：研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。