

中炬高新 (600872)

证券研究报告

2021年09月02日

多因素致公司短期承压，静待公司内部机制改善

事件：公司发布 2021 年半年度报告，2021 年上半年实现营收 23.16 亿元，比 2020 年同期-9.34%；实现归母净利润 2.80 亿元，比 2020 年同期-38.51%。其中 2Q21 实现营收 10.53 亿元，比 2020 年同期-24.85%；实现归母净利润 1.05 亿元，比 2020 年同期-57.86%。

多重因素致使上半年营收承压，渠道网络持续下沉。2021 年上半年实现营收 23.16 亿元，同比下降 9.34%，其中调味品实现营收 22.11 亿元，占比 95.45%维持高位，主业地位稳固。2021 年上半年，公司受到前期高库存、社区团购对线下渠道价格的冲击、原材料成本上涨等不利因素的影响，短期经营受到冲击。分品类看，公司 2021 年上半年酱油/鸡精鸡粉/食用油分别实现营收 13.81/2.73/2.06 亿元，同比-12.78%/29.29%/-31.50%，其中酱油呈现下跌，我们判断与公司主动进行渠道库存清理有关。渠道方面，公司持续加快渠道网络建设，2021 年上半年，经销商数量较年初净增 215 个至 1636 个，同比增长 15.13%。分区域看，北部/中西部/南部全年营收同比-13.87%/-20.43%/-10.04%，东部营收同比微增 0.29%；北部/中西部经销商数量净增 131/57 家，渠道网络加速下沉。展望 21 年下半年，我们预计公司渠道网络建设仍将提速，加快布局多品类产品结构，同时坚定不移推动营销变革，提振经销商与营销人员的信心，促进营销增长。

原料价格上涨拖累毛利率，高研发投入促进产品结构完善。公司 2021 年上半年实现归母净利润 2.80 亿元，同比下降 38.51%；归母净利率为 12.08%，相比去年同期-5.73pcts。其中美味鲜贡献净利 3.29 亿元，同比减少 33.54%。21 年上半年公司调味品主营收入毛利率同比-5.04pcts 至 37.35%，我们判断主因黄豆、添加剂等原材料价格上升增加成本所致。费用方面，21 年上半年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 11.87%/5.95%/3.75%/0.42%，费用同比-9.35%/+5.12%/+18.35%/907.32pcts，其中销售费用下降是由于公司应对社区团购价格冲击，主动规范市场价格，销售返利减少；研发费用提升明显，公司正积极布局各品类产品的系列化延伸，以进一步满足不同消费群体、不同渠道、不同场景的多方面需求。

短期系列措施有望提振业绩，长期静待改革红利释放。短期内，随着公司稳定 KA、发展 BC、提振二批、攻坚餐饮、健康发展线上渠道等一系列措施落地，公司业绩有望复苏。我们认为公司核心价值的增长主要来自两方面，一是调味品全国化渠道建设及餐饮渠道占比的提升。公司 21 年上半年经销商数量超 1600 家，全国化呈现加速迹象，落实短期激励和长期扶持相结合的措施，支持经销网络全国化扩展。餐饮方面，公司通过厨师培训等发力中高端餐饮，推广初显成效，疫情后有望成为另一增长点。二是公司通过完善产品结构推动业绩增长。为顺应饮食消费升级趋势，公司对现有产品结构进行完善，蚝油、料酒等系列产品占比逐步提升。长期来看，随着公司地产业务的推出，以及定增等规划的落地，公司内部机制有望理顺，静待公司基本面向上。

投资建议：根据公司 21 年中报和未来展望，我们将公司 2021-2023 年收入由 62.90/77.72/95.04 亿元，调整至 52.53/64.50/76.55 亿元，同比 +2.54%/22.79%/18.68%，归母净利润由 10.02/12.72/15.93 亿元调整至 7.28/9.31/11.29 亿元，同比 -18.17%/+27.83%/21.26%，EPS 分别为 0.91/1.17/1.42 元，下调公司评级至“持有”评级。

风险提示：全国化进展不及预期，餐饮渠道拓展缓慢，食品安全风险等。

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	持有 (调低评级)
当前价格	31.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	796.64
流通 A 股股本(百万股)	796.64
A 股总市值(百万元)	24,902.88
流通 A 股市值(百万元)	24,902.88
每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	32.48
一年内最高/最低(元)	83.38/29.13

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070003
wuwende@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中炬高新-年报点评报告:调味品主业持续改善，全国化渠道网络建设加速推进》 2021-03-24
- 《中炬高新-季报点评:调味品主业持续增长，全国化进程加速推进》 2020-11-02
- 《中炬高新-半年报点评:调味品业务改善显著，全国化进程持续加速》 2020-08-21

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,674.84	5,123.37	5,253.31	6,450.28	7,655.07
增长率(%)	12.20	9.59	2.54	22.79	18.68
EBITDA(百万元)	1,244.08	1,460.52	1,088.83	1,358.24	1,625.80
净利润(百万元)	717.94	889.93	728.22	930.90	1,128.83
增长率(%)	18.19	23.96	(18.17)	27.83	21.26
EPS(元/股)	0.90	1.12	0.91	1.17	1.42
市盈率(P/E)	33.34	26.90	32.87	25.72	21.21
市净率(P/B)	6.06	5.19	4.64	4.12	3.62
市销率(P/S)	5.12	4.67	4.56	3.71	3.13
EV/EBITDA	24.05	35.70	20.19	15.93	12.71

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	698.82	241.70	1,413.49	1,472.14	2,496.09
应收票据及应收账款	26.29	33.39	48.33	46.99	60.48
预付账款	4.91	5.11	11.66	5.58	14.28
存货	1,567.92	1,681.91	1,818.11	2,294.30	2,426.32
其他	1,226.66	2,136.53	1,801.78	1,643.59	1,857.86
流动资产合计	3,524.61	4,098.64	5,093.37	5,462.60	6,855.02
长期股权投资	5.10	5.07	4.07	4.37	4.87
固定资产	1,424.21	1,458.03	1,595.68	1,571.91	1,566.79
在建工程	366.03	227.22	75.22	79.27	79.22
无形资产	211.47	197.60	201.06	202.27	203.22
其他	422.31	672.37	725.15	741.19	747.14
非流动资产合计	2,429.12	2,560.28	2,601.17	2,599.00	2,601.23
资产总计	5,953.73	6,658.92	7,694.54	8,061.60	9,456.25
短期借款	112.68	360.24	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	437.32	552.23	450.91	782.54	683.57
其他	1,050.30	644.89	1,406.07	772.70	1,351.84
流动负债合计	1,600.29	1,557.36	1,856.98	1,555.24	2,035.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	132.99	44.33	59.11
其他	107.64	109.93	89.00	102.19	100.37
非流动负债合计	107.64	109.93	222.00	146.52	159.48
负债合计	1,707.93	1,667.28	2,078.98	1,701.76	2,194.90
少数股东权益	296.82	375.76	452.19	544.84	656.17
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64
资本公积	91.47	91.47	145.66	145.66	145.66
留存收益	3,135.92	3,802.79	4,366.74	5,018.37	5,808.55
其他	(75.05)	(75.02)	(145.66)	(145.66)	(145.66)
股东权益合计	4,245.80	4,991.64	5,615.56	6,359.84	7,261.36
负债和股东权益总	5,953.73	6,658.92	7,694.54	8,061.60	9,456.25

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	791.33	971.37	728.22	930.90	1,128.83
折旧摊销	140.93	153.53	132.11	139.32	148.29
财务费用	49.66	10.20	5.22	(4.42)	(6.08)
投资损失	(71.64)	(85.45)	(84.26)	(80.45)	(83.39)
营运资金变动	1,665.92	(1,126.25)	459.41	(328.82)	183.66
其它	(1,517.34)	1,077.60	97.41	102.65	97.68
经营活动现金流	1,058.87	1,001.00	1,338.11	759.18	1,468.99
资本支出	149.07	27.12	142.14	107.63	145.89
长期投资	(1.03)	(0.04)	(1.00)	0.30	0.50
其他	(275.67)	(1,152.18)	(294.27)	(178.29)	(184.74)
投资活动现金流	(127.63)	(1,125.10)	(153.13)	(70.36)	(38.36)
债权融资	533.03	360.24	532.99	177.66	103.55
股权融资	(237.59)	(11.46)	34.35	6.25	7.91
其他	(926.56)	(755.96)	(580.54)	(814.09)	(518.14)
筹资活动现金流	(631.12)	(407.18)	(13.19)	(630.18)	(406.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	300.12	(531.28)	1,171.79	58.64	1,023.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,674.84	5,123.37	5,253.31	6,450.28	7,655.07
营业成本	2,826.06	2,993.92	3,230.79	3,895.97	4,593.04
营业税金及附加	60.99	58.07	57.79	67.73	76.36
营业费用	456.29	566.39	630.40	761.13	880.33
管理费用	295.10	280.65	320.45	393.47	459.30
研发费用	147.19	154.13	157.60	203.18	237.31
财务费用	48.87	13.32	5.22	(4.42)	(6.08)
资产减值损失	(0.00)	(1.42)	4.82	0.33	0.94
公允价值变动收益	0.00	1.01	20.99	10.00	(13.66)
投资净收益	71.64	85.45	84.26	80.45	83.39
其他	(162.24)	(196.91)	(210.50)	(180.90)	(139.44)
营业利润	930.95	1,168.76	951.50	1,223.33	1,483.59
营业外收入	1.26	1.61	1.39	1.42	1.48
营业外支出	4.19	40.30	17.26	20.58	26.05
利润总额	928.02	1,130.08	935.63	1,204.18	1,459.02
所得税	136.69	158.70	130.99	180.63	218.85
净利润	791.33	971.37	804.65	1,023.55	1,240.17
少数股东损益	73.39	81.44	76.42	92.65	111.34
归属于母公司净利润	717.94	889.93	728.22	930.90	1,128.83
每股收益(元)	0.90	1.12	0.91	1.17	1.42

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	12.20%	9.59%	2.54%	22.79%	18.68%
营业利润	16.58%	25.55%	-18.59%	28.57%	21.27%
归属于母公司净利润	18.19%	23.96%	-18.17%	27.83%	21.26%
获利能力					
毛利率	39.55%	41.56%	38.50%	39.60%	40.00%
净利率	15.36%	17.37%	13.86%	14.43%	14.75%
ROE	18.18%	19.28%	14.10%	16.01%	17.09%
ROIC	20.76%	40.25%	22.48%	32.25%	35.72%
偿债能力					
资产负债率	28.69%	25.04%	27.02%	21.11%	23.21%
净负债率	-3.90%	2.37%	-15.68%	-20.35%	-32.95%
流动比率	2.20	2.63	2.74	3.51	3.37
速动比率	1.22	1.55	1.76	2.04	2.18
营运能力					
应收账款周转率	125.06	171.71	128.57	135.34	142.46
存货周转率	2.96	3.15	3.00	3.14	3.24
总资产周转率	0.78	0.81	0.73	0.82	0.87
每股指标(元)					
每股收益	0.90	1.12	0.91	1.17	1.42
每股经营现金流	1.33	1.26	1.68	0.95	1.84
每股净资产	4.96	5.79	6.48	7.30	8.29
估值比率					
市盈率	33.34	26.90	32.87	25.72	21.21
市净率	6.06	5.19	4.64	4.12	3.62
EV/EBITDA	24.05	35.70	20.19	15.93	12.71
EV/EBIT	27.01	39.73	22.98	17.75	13.98

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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