

2023 年 02 月 01 日
中炬高新 (600872. SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

调味品

大额减值计提导致业绩预亏，2023 年轻装上阵

事件

公司发布 2022 年业绩预亏公告，2022 年预计实现归母净利润-3.14 至-6.14 亿元，同比下降 142.32%至 182.75%；扣非归母净利润 5.56 亿元，同比下降 22.60%。其中，22Q4 预计实现归母净利润-7.33 至-10.33 亿元，同比下降 295.27%至 375.22%；扣非归母净利润 1.53 亿元，同比下降 58.01%。剔除未决诉讼计提预计负债影响，2022 年预计实现归母净利润 5.86 亿元，同比下滑 21.02%，其中 22Q4 实现归母净利润 1.67 亿元，同比下滑 55.42%。

计提减值导致业绩亏损，后续财务处理需等待诉讼判决

2022 年归母大幅下滑主要系公司与工业联合土地纠纷，判令公司赔偿名下的工业用地共计 16.73 万平方米、返还原告购地款 0.33 亿元、赔偿原告损失 6.02 亿元，并支付相关土地物业过户税费诉讼费等相关费用，出于谨慎性选择，公司针对未决诉讼拟计提预计负债共计 9-12 亿元，将减少 2022 年归母净利润 9-12 亿元。目前诉讼尚未判决，若胜诉或和解，大额减值有望转回，后续财务处理仍需持续跟踪。

成本压力+房地产规模收缩，2022 年利润承压

收入端，22Q4 美味鲜收入同比约持平，房地产收入大幅下滑（根据公司公告，21Q4 存在大额房地产销售收入确认且净利率近 40%，22Q1-3 房地产收入约 2 亿元，净利率约 20-25%，22Q4 房地产收入确认较少），我们预计全年美味鲜收入约 7%左右增长。成本端，大豆价格持续高位，22Q4 美味鲜成本压力持续，净利率水平或与前三季度接近，叠加房地产利润同比大幅收缩，综合导致 22Q4 净利润有较大下滑。展望 2023 年，我们预计在餐饮复苏/渠道下沉/区域开拓之下，收入端有望实现 10%左右增长，随着成本下行，净利润修复可期。同时股东变动靴子落地，估值压制有望解除。

投资建议：

我们预计公司 2022 年-2024 年收入分别为 53.9、59.8、66.3 亿元，净利润分别为-3.5、8.2、10.5 亿元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 46.87 元，相当于 2023 年 45x 的动态市盈率。

风险提示：宏观经济及政策风险，食品安全问题

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5,123.4	5,115.6	5,390.7	5,974.6	6,628.4
净利润	889.9	742.0	-349.6	818.0	1,046.4
每股收益(元)	1.13	0.94	-0.45	1.04	1.33

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	46.87 元
股价 (2023-01-31)	36.18 元

交易数据

总市值(百万元)	28,414.90
流通市值(百万元)	28,414.90
总股本(百万股)	785.38
流通股本(百万股)	785.38
12 个月价格区间	23.56/40.53 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.2	15.0	22.0
绝对收益	-1.9	33.5	13.1

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

侯雅楠

联系人

houyn2@essence.com.cn

相关报告

经营稳步改善，盈利能力修复	2022-10-28
股权纠纷理顺，估值修复可期	2022-10-26
员工持股计划出台，目标稳健，激发经营活力	2022-08-30
销售改革初见成效，美味鲜业绩超预期	2022-08-19
中炬高新：短期业绩承压，	2022-04-24

每股净资产(元)	5.88	4.88	5.65	6.38	7.31
----------	------	------	------	------	------

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	31.9	38.3	-81.3	34.7	27.2
市净率(倍)	6.2	7.4	6.4	5.7	4.9
净利润率	17.4%	14.5%	-6.5%	13.7%	15.8%
净资产收益率	19.3%	19.4%	-7.9%	16.3%	18.2%
股息收益率	1.9%	0.8%	0.0%	0.9%	1.1%
ROIC	40.3%	21.9%	20.8%	38.8%	43.0%

静待长期拐点

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,123.4	5,115.6	5,390.7	5,974.6	6,628.4	成长性					
减:营业成本	3,163.3	3,331.8	3,659.5	3,916.8	4,255.0	营业收入增长率	9.6%	-0.2%	5.4%	10.8%	10.9%
营业税费	58.1	112.6	118.6	131.5	145.9	营业利润增长率	25.5%	-24.9%	-14.2%	38.1%	27.3%
销售费用	397.0	412.4	438.9	376.7	443.4	净利润增长率	24.0%	-16.6%	-147.1%	-334.0%	27.9%
管理费用	280.7	254.5	302.3	396.1	346.4	EBITDA 增长率	19.1%	-21.5%	-14.1%	31.1%	24.2%
研发费用	154.1	170.1	175.2	182.2	187.7	EBIT 增长率	20.5%	-24.7%	-15.8%	37.4%	27.7%
财务费用	13.3	19.9	-19.4	-32.3	-37.0	NOPLAT 增长率	21.6%	-21.0%	-22.3%	37.4%	27.7%
资产减值损失	-1.4	-	-	1.0	1.0	投资资本增长率	45.0%	-18.2%	-26.2%	15.0%	15.9%
加:公允价值变动收益	1.0	-	-	-	-	净资产增长率	17.6%	-14.9%	13.6%	13.2%	14.8%
投资和汇兑收益	85.4	37.4	37.4	37.4	37.4						
营业利润	1,168.8	877.5	753.0	1,039.9	1,323.5	利润率					
加:营业外净收支	-38.7	-1.0	-1,198.5	-3.5	-3.5	毛利率	38.3%	34.9%	32.1%	34.4%	35.8%
利润总额	1,130.1	876.5	-445.5	1,036.4	1,320.0	营业利润率	22.8%	17.2%	14.0%	17.4%	20.0%
减:所得税	158.7	92.3	-66.8	155.5	198.0	净利润率	17.4%	14.5%	-6.5%	13.7%	15.8%
净利润	889.9	742.0	-349.6	818.0	1,046.4	EBITDA/营业收入	25.5%	20.0%	16.3%	19.3%	21.6%
						EBIT/营业收入	22.6%	17.0%	13.6%	16.9%	19.4%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	101	108	102	84	68
货币资金	241.7	548.7	2,073.8	2,284.5	2,706.6	流动营业资本周转天数	88	103	88	86	88
交易性金融资产	779.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	268	254	273	309	308
应收帐款	65.9	57.6	72.0	68.5	89.9	应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
应收票据	0.8	0.7	1.0	0.8	1.2	存货周转天数	114	118	128	121	119
预付帐款	5.1	10.2	5.1	10.5	7.5	总资产周转天数	443	443	454	463	439
存货	1,681.9	1,677.5	2,170.5	1,860.1	2,520.9	投资资本周转天数	217	234	174	143	149
其他流动资产	1,324.2	828.3	740.5	964.3	844.3						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.3%	19.4%	-7.9%	16.3%	18.2%
长期股权投资	5.1	4.9	4.9	4.9	4.9	ROA	14.6%	13.3%	-4.9%	11.5%	13.2%
投资性房地产	545.1	553.4	553.4	553.4	553.4	ROIC	40.3%	21.9%	20.8%	38.8%	43.0%
固定资产	1,458.0	1,600.6	1,463.0	1,325.4	1,187.8	费用率					
在建工程	227.2	286.2	286.2	286.2	286.2	销售费用率	7.7%	8.1%	8.1%	6.3%	6.7%
无形资产	197.6	192.3	183.3	174.3	165.4	管理费用率	5.5%	5.0%	5.6%	6.6%	5.2%
其他非流动资产	127.3	157.3	133.6	133.6	131.0	研发费用率	3.0%	3.3%	3.3%	3.0%	2.8%
资产总额	6,658.9	5,917.7	7,687.3	7,666.5	8,499.1	财务费用率	0.3%	0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
短期债务	360.2	-	-	-	-	四费/营业收入	16.5%	16.8%	16.6%	15.4%	14.2%
应付帐款	700.3	884.9	705.7	1,015.4	899.1	偿债能力					
应付票据	59.6	290.0	105.4	152.9	171.2	资产负债率	25.0%	28.2%	37.2%	28.7%	26.2%
其他流动负债	437.3	357.4	728.4	513.2	498.6	负债权益比	33.4%	39.2%	59.2%	40.3%	35.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.63	2.04	3.29	3.09	3.93
其他非流动负债	109.9	135.0	1,320.0	521.6	658.9	速动比率	1.55	0.94	1.88	1.98	2.33
负债总额	1,667.3	1,667.3	2,859.5	2,203.2	2,227.8	利息保障倍数	86.96	43.81	-37.76	-31.21	-34.80
少数股东权益	375.8	418.0	388.9	451.9	527.6	分红指标					
股本	796.6	796.6	785.4	785.4	785.4	DPS(元)	0.69	0.29	-	0.31	0.40
留存收益	3,802.8	4,003.0	3,653.4	4,226.0	4,958.5	分红比率	60.9%	31.2%	0.0%	30.0%	30.0%
股东权益	4,991.6	4,250.4	4,827.7	5,463.3	6,271.4	股息收益率	1.9%	0.8%	0.0%	0.9%	1.1%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	971.4	784.2	-349.6	818.0	1,046.4	EPS(元)	1.13	0.94	-0.45	1.04	1.33
加:折旧和摊销	153.5	157.4	146.6	146.6	146.6	BVPS(元)	5.88	4.88	5.65	6.38	7.31
资产减值准备	1.4	-	-	-	-	PE(X)	31.9	38.3	-81.3	34.7	27.2
公允价值变动损失	-1.0	-	-	-	-	PB(X)	6.2	7.4	6.4	5.7	4.9
财务费用	10.2	19.6	-19.4	-32.3	-37.0	P/FCF	-67.9	27.1	49.5	72.3	43.2
投资收益	-85.4	-37.4	-37.4	-37.4	-37.4	P/S	5.5	5.6	5.3	4.8	4.3
少数股东损益	81.4	42.3	-29.1	63.0	75.6	EV/EBITDA	39.9	28.7	29.8	22.5	17.9
营运资金的变动	-1,126.1	700.4	662.2	-478.3	-548.3	CAGR(%)	-3.2%	12.7%	-178.2%	-3.2%	12.7%
经营活动产生现金流量	1,001.0	1,212.5	373.2	479.5	645.8	PEG	-10.0	3.0	0.5	-10.8	2.1
投资活动产生现金流量	-1,125.1	944.2	37.4	37.4	37.4	ROIC/WACC	3.8	2.1	2.0	3.7	4.1
融资活动产生现金流量	-407.2	-1,923.8	1,114.6	-306.3	-261.1	REP	3.7	4.7	6.0	2.8	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心**深圳市****地 址：** 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼**邮 编：** 518026**上海市****地 址：** 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层**邮 编：** 200080**北京市****地 址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：** 100034