

调味品主业稳健增长，静候股权问题解决

2023 年 03 月 22 日

➤ **事件:** 公司发布 22 年年报, 全年公司实现总营收 53.41 亿元 (yoy+4.41%), 归母净利润-5.92 亿元 (yoy-179.82%), 扣非归母净利润 5.56 亿元 (yoy-22.50%); 其中, 22Q4 实现总营收 13.85 亿元 (yoy-18.71%), 归母净利润-10.11 亿元 (yoy-369.42%), 扣非归母净利润 1.53 亿元 (yoy-57.95%)。

➤ **调味品营收稳健增长, 全国营销网络持续下沉。** 营收方面, 公司 22 年实现营收 53.41 亿元 (yoy+4.41%), 其中美味鲜子公司实现营收 49.55 亿元 (yoy+7.30%), 公司调味品业务增速稳健。 **(1) 按产品分,** 调味品业务营收 48.88 亿元 (yoy+7.07%), 其中酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品分别实现营收 30.25/5.96/4.99/7.68 亿元, 分别占调味品营收的 61.89%/12.19%/10.21%/15.71%, 同比增速分别为 7.01%/9.18%/1.87%/9.32%。 **(2) 按地区分,** 东部/南部/中西部/北部区域调味品营收分别为 11.33/20.41/10.06/7.09 亿元, 在调味品营收中占比分别为 23.18%/41.75%/20.57%/14.50%, 同比增速分别为 0.77%/7.01%/11.23%/12.58%, 中西部和北部区域增速亮眼。截至 2022 年底, 公司经销商数量超 2003 家, 在全国地级市开发率达 93.47%, 区县市场累计开发率为 68.12%, 全国营销网络持续下沉。 **利润方面,** 公司受工业联合诉讼一审判决影响, 于 22 年计提预计负债 11.78 亿元是造成公司业绩亏损的主要原因, 若剔除该影响公司 22 年归母净利润 5.86 亿元 (yoy-21.02%)。

➤ **原料成本上涨压制毛利率, 期间费用率提升。** 22 年公司毛利率 31.70% (yoy-3.17pcts), 主要系原材料采购单价上涨。22 年公司期间费用率 18.17% (yoy+1.42pcts), 其中销售费用率 8.85% (yoy+0.79pcts), 主要系销售人员薪酬支出增加及业务费用增加; 管理费用率 6.06% (yoy+1.09pcts), 主要系本年发放稳岗补贴及计提绩效奖金增加、管理人员薪酬支出同比增加所致; 财务费用率-0.08% (yoy-0.47pcts), 主要系本年美味鲜本期无银行贷款, 同比利息费用支出减少, 存款利息收入增加所致。22 年公司归母净利率-11.08% (yoy-25.58pcts), 盈利能力承压。

➤ **投资建议:** 公司是全国性调味品龙头, 主业在局部疫情、原材料上涨、诉讼纠纷等影响下保持稳健增长。展望 2023 年, 公司预计将加快新品开发筹备节奏, 加速开拓空白市场。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 59.12/65.93/72.59 亿元, 同比增长 10.7%/11.5%/10.1%, 归母净利润分别为 6.51/7.69/9.00 亿元, 同比增长 209.9%/18.1%/17.1%, 当前股价 (3 月 21 日收盘价) 对应 PE 分别为 43/36/31X, 维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示:** 控股股东债务风险, 消费复苏不及预期, 宏观经济及政策风险, 食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5341	5912	6593	7259
增长率 (%)	4.4	10.7	11.5	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-592	651	769	900
增长率 (%)	-179.8	209.9	18.1	17.1
每股收益 (元)	-0.75	0.83	0.98	1.15
PE	-	43	36	31
PB	9.2	8.0	7.4	7.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 3 月 21 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

35.34 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书: S0100521100002

电话: 021-80508453

邮箱: lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书: S0100122100005

电话: 021-80508452

邮箱: dushan@mszq.com

相关研究

1. 中炬高新 (600872.SH) 2022 年三季报点评: 主业稳健增长, 静待经营改善与估值修复 -2022/10/30
2. 中炬高新 2021 年业绩快报点评: 四季度盈利改善, 2022 年未来可期-2022/02/09
3. 中炬高新 (600872) 2021 年三季报点评: 基本面弱改善, 期待内部治理优化-2021/11/01
4. 中炬高新 (600872) 2021 年半年报点评: 需求疲弱叠加成本压力, 上半年业绩短期承压 -2021/08/30
5. 中炬高新 (600872) 2021 年一季报点评: 盈利端短期承压, 内部治理持续优化-2021/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5341	5912	6593	7259
营业成本	3648	4069	4445	4841
营业税金及附加	88	118	132	147
销售费用	473	479	527	581
管理费用	324	343	376	407
研发费用	179	195	218	232
EBIT	669	749	928	1088
财务费用	-4	-8	-12	-15
资产减值损失	0	-4	-4	-5
投资收益	32	35	40	44
营业利润	706	787	974	1140
营业外收支	-1180	0	0	0
利润总额	-474	787	974	1140
所得税	80	94	136	160
净利润	-555	693	838	981
归属于母公司净利润	-592	651	769	900
EBITDA	849	954	1181	1382

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	628	975	1249	1420
应收账款及票据	51	43	48	53
预付款项	18	13	14	15
存货	1670	2021	2207	2404
其他流动资产	871	881	885	889
流动资产合计	3237	3933	4404	4781
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1609	1894	2154	2175
无形资产	188	193	198	203
非流动资产合计	2986	3026	3043	3067
资产合计	6223	6960	7447	7848
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	751	891	973	1060
其他流动负债	676	763	834	907
流动负债合计	1427	1654	1807	1967
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1331	1331	1331	1331
非流动负债合计	1331	1331	1331	1331
负债合计	2759	2985	3138	3299
股本	785	785	785	785
少数股东权益	456	497	566	646
股东权益合计	3465	3974	4309	4550
负债和股东权益合计	6223	6960	7447	7848

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.41	10.69	11.51	10.11
EBIT 增长率	-22.19	11.96	23.89	17.19
净利润增长率	-179.82	209.94	18.08	17.08
盈利能力 (%)				
毛利率	31.70	31.17	32.58	33.31
净利率	-11.09	11.01	11.66	12.40
总资产收益率 ROA	-9.52	9.36	10.32	11.47
净资产收益率 ROE	-19.68	18.73	20.54	23.06
偿债能力				
流动比率	2.27	2.38	2.44	2.43
速动比率	0.49	0.63	0.74	0.77
现金比率	0.44	0.59	0.69	0.72
资产负债率 (%)	44.33	42.90	42.14	42.03
经营效率				
应收账款周转天数	3.40	2.61	2.61	2.61
存货周转天数	167.07	181.64	181.64	181.64
总资产周转率	0.88	0.90	0.92	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	-0.75	0.83	0.98	1.15
每股净资产	3.83	4.43	4.77	4.97
每股经营现金流	0.86	0.94	1.28	1.51
每股股利	0.00	0.26	0.31	0.36
估值分析				
PE	-	43	36	31
PB	9.2	8.0	7.4	7.1
EV/EBITDA	31.96	28.08	22.45	19.06
股息收益率 (%)	0.00	0.73	0.86	1.01

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-555	693	838	981
折旧和摊销	180	204	252	294
营运资金变动	1104	-127	-48	-51
经营活动现金流	678	740	1008	1186
资本开支	-341	-246	-271	-319
投资	-45	0	0	0
投资活动现金流	-353	-210	-231	-275
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-173	-183	-203	-240
现金净流量	152	347	274	171

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026