

中炬高新 (600872.SH) 计提预计负债导致亏损，期待股权解决经营改善

2023 年 03 月 22 日

——公司信息更新报告

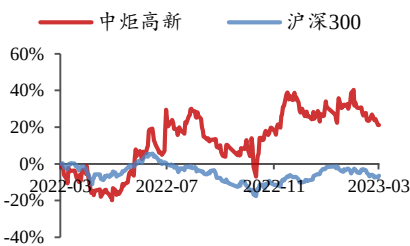
投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/3/21
当前股价(元)	35.34
一年最高最低(元)	42.54/23.12
总市值(亿元)	277.55
流通市值(亿元)	277.55
总股本(亿股)	7.85
流通股本(亿股)	7.85
近 3 个月换手率(%)	98.76

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩如期增长，关注股权结构变化

——公司信息更新报告》-2022.10.31

《业绩超预期，期待更多改善——公司信息更新报告》-2022.8.20

《2022Q1 业绩低于预期，期待疫情后行业复苏——公司信息更新报告》-2022.4.25

● 计提预计负债导致亏损

中炬高新公布 2022 年年报，实现收入 53.4 亿元，同比增 4.4%；归母净利亏 5.9 亿元。其中 2022Q4 营收 13.9 亿元，同比降 18.7%；净亏损 10.1 亿元。亏损主因是与工业联合的三宗诉讼，计提预计负债合计 11.8 亿，已计入 2022 年当期营业外支出。考虑到市场扩张费用投入，我们略下调 2023 与 2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年利润分别为 8.0 (-0.2)、9.4 (-0.4)、11.5 亿元，EPS 分别为 1.02 (-0.03)、1.20 (-0.05)、1.46 元，同比分别扭亏、17.0%、22.1%。当前股价对应 PE 分别为 34.6、29.6、24.2 倍。调味品业务复苏，主业稳健成长。股权问题解决可能会带来经营改善，维持“增持”评级。

● 高基数叠加疫情影响，2022Q4 调味品营收略有下滑

2021Q4 提价刺激渠道备货，导致同期基数较高。此外 2022 年底疫情影响厂家发货与市场动销，美味鲜 2022Q4 实现营收 13.2 亿元，同比下降 1.6%。但全年美味鲜子公司实现 7.3% 增长，符合此前预期。分品类来看酱油营收增长 7.0%，承担大部分增量；鸡精鸡粉与其他产品（小调味品类）实现 9% 以上增长，增速较快。分区域来看，东部市场餐饮渠道下滑增速较慢，中西部与北部市场实现双位数增长，叠加经销商数量净新增 301 家年末达 2003 家，表明渠道扩张卓有成效。往 2023 年展望行业呈现复苏态势，市场动销良好，渠道库存低位，预计全年美味鲜子公司可实现加速增长。

● 成本与费用率提升影响四季度利润水平，预计 2023 年利润率应可改善

2022Q4 公司毛利率同比降 6.8pct，主因原料成本上涨。销售与管理费用率分别增 3.3 与 3.1pct，应是销售人员薪酬与业务费用增加，以及本年发放稳岗补贴及计提绩效奖金增加（2021 年未完成考核目标、未计提相关费用）影响。往 2023 年展望，预计原料成本可能回落，公司利润压力应有缓解。

● 行业迎来复苏，期待股权问题解决经营改善

疫情防控政策优化后，餐饮明显改善，消费回暖给调味品行业带来复苏机会。公司一方面加快空白市场开发与核心市场下沉，另一方面打造产品矩阵，形成多品类齐发展势头。建议关注公司股权结构变化带来的预期经营改善机会，股权问题解决可能成为公司短期股价催化剂。

● 风险提示：市场风险、原料价格波动风险、食品安全事件、股权结构变化。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,776	6,591	7,692
YOY(%)	-0.2	4.4	8.2	14.1	16.7
归母净利润(百万元)	742	-592	802	939	1,146
YOY(%)	-16.6	-179.8	-235.4	17.0	22.1
毛利率(%)	34.9	31.7	33.0	33.1	33.7
净利率(%)	14.5	-11.1	13.9	14.2	14.9
ROE(%)	18.5	-16.0	19.4	19.2	19.6
EPS(摊薄/元)	0.94	-0.75	1.02	1.20	1.46
P/E(倍)	37.4	-46.9	34.6	29.6	24.2
P/B(倍)	7.2	9.2	7.3	6.2	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3123	3237	4298	5004	6056
现金	549	628	1485	1878	2572
应收票据及应收账款	30	51	37	63	54
其他应收款	28	21	32	28	42
预付账款	10	18	12	22	18
存货	1678	1670	1882	2162	2521
其他流动资产	828	850	850	850	850
非流动资产	2795	2986	2990	3106	3291
长期投资	5	4	3	3	2
固定资产	1601	1609	1703	1875	2097
无形资产	192	188	176	164	150
其他非流动资产	997	1185	1108	1064	1043
资产总计	5918	6223	7288	8110	9348
流动负债	1532	1427	1656	1758	2088
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	921	751	1023	997	1342
其他流动负债	611	676	633	761	746
非流动负债	135	1331	1331	1332	1333
长期借款	0	0	0	1	2
其他非流动负债	135	1331	1331	1331	1331
负债合计	1667	2759	2987	3091	3422
少数股东权益	418	456	490	516	532
股本	797	785	785	785	785
资本公积	91	3	3	3	3
留存收益	3912	2804	3380	4046	4934
归属母公司股东权益	3832	3009	3811	4503	5394
负债和股东权益	5918	6223	7288	8110	9348

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1212	678	934	900	1294
净利润	784	-555	836	965	1162
折旧摊销	157	178	159	184	217
财务费用	20	-4	9	9	3
投资损失	-37	-32	-96	-48	-57
营运资金变动	282	1104	26	-210	-30
其他经营现金流	6	-13	-0	-0	-0
投资活动现金流	944	-353	-67	-252	-345
资本支出	367	387	5	116	186
长期投资	1272	-45	1	1	1
其他投资现金流	2583	-11	-62	-134	-158
筹资活动现金流	-1924	-173	-10	-255	-255
短期借款	-360	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	1	1
普通股增加	0	-11	0	0	0
资本公积增加	0	-88	0	0	0
其他筹资现金流	-1564	-74	-10	-256	-256
现金净增加额	233	152	857	393	693

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5116	5341	5776	6591	7692
营业成本	3332	3648	3870	4407	5103
营业税金及附加	113	88	96	109	127
营业费用	412	473	497	526	610
管理费用	254	324	265	297	342
研发费用	170	179	180	185	223
财务费用	20	-4	9	9	3
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	27	40	33	37	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	32	96	48	57
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	877	706	990	1144	1376
营业外收入	7	3	3	4	4
营业外支出	8	1183	4	5	6
利润总额	877	-474	989	1142	1375
所得税	92	80	153	177	213
净利润	784	-555	836	965	1162
少数股东损益	42	38	34	27	16
归属母公司净利润	742	-592	802	939	1146
EBITDA	1017	-315	1117	1276	1525
EPS(元)	0.94	-0.75	1.02	1.20	1.46

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-0.2	4.4	8.2	14.1	16.7
营业利润(%)	-24.9	-19.6	40.3	15.5	20.3
归属于母公司净利润(%)	-16.6	-179.8	-235.4	17.0	22.1
获利能力					
毛利率(%)	34.9	31.7	33.0	33.1	33.7
净利率(%)	14.5	-11.1	13.9	14.2	14.9
ROE(%)	18.5	-16.0	19.4	19.2	19.6
ROIC(%)	19.7	-18.7	20.9	20.2	20.2
偿债能力					
资产负债率(%)	28.2	44.3	41.0	38.1	36.6
净负债比率(%)	-11.1	-16.1	-32.9	-36.0	-42.2
流动比率	2.0	2.3	2.6	2.8	2.9
速动比率	0.4	0.5	0.9	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	160.3	131.4	131.4	131.4	131.4
应付账款周转率	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	-0.75	1.02	1.20	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	0.86	1.19	1.15	1.65
每股净资产(最新摊薄)	4.88	3.83	4.85	5.73	6.87
估值比率					
P/E	37.4	-46.9	34.6	29.6	24.2
P/B	7.2	9.2	7.3	6.2	5.1
EV/EBITDA	27.2	-87.7	24.0	20.7	16.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn