

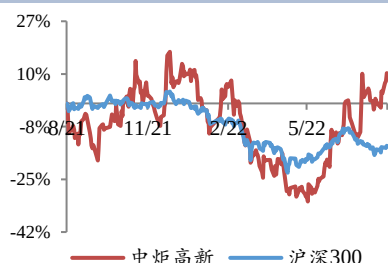
经营逐步改善，内外治理价值凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	37.83
近12个月最高/最低（元）	40.24/23.37
总股本（百万股）	785
流通股本（百万股）	785
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	297
流通市值（亿元）	297

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

相关报告

1. 产销研升级，助力走出行业低谷期
2021-08-31

主要观点：

● 事件描述

8月18日晚，中炬高新发布2022年业绩中报，22H1/Q2分别实现营业收入26.52亿元/13.05亿元，同比变动分别为14.52%/23.98%；22H1/Q2分别实现归母净利润3.13亿元/1.55亿元，同比增长11.91%/47.58%；其中公司本部22H1实现营业收入1.06亿元，较上年同期增加1.05亿元；实现归母净利润2537万元，同比增加6094万元，增幅171.32%；其中22H1美味鲜公司营业收入24.64亿元，同比增长10.09%；实现归母净利润2.86亿元，同比减少7.09%。

● 蚝油料酒实现高增，渠道下沉积极推进

1) 分产品来看：22H1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别实现同比增长8.92%/9.02%/6.30%/16.95%，其中料酒领跑细分品类、蚝油实现双位数增长；二季度以来公司加快调整多品类产品布局，加快营销步伐，22Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他分别同比增涨21.24%/7.53%/60.45%/26.00%；2) 分区域来看：东部/西部/中西部/北部区域22H1分别实现收入5.7/10.01/4.9/3.7亿元，同比增长分别为5.08%/10.75%/18.23%/5.69%，疫情扰动使得区域表现分化，同时中西部地区存在低基数效应；3) 渠道下沉：22H1经销商总数达到1893个（比年初净增经销商191个），同比增长15.71%；地级市开发率93.47%（较去年提升1.17PCT），区县市场开发率66.25%（较去年提升8.05PCT），未来公司有望加大力度拓展营销区域，进一步向区县及社区下沉。

● 成本上涨毛利承压，控费效果较为显著

美味鲜公司22H1及22Q2毛利率分别为31.05%/31.42%，同比分别下滑3.2PCT/3.09PCT，主因原材料成本上涨，其中大豆、包材等成本22H1仍处于上涨周期；美味鲜22H2期间费用率为16.45%，同比减少0.5PCT；其中销售费用率8.42%，同比上升0.39PCT，主因薪酬福利费以及电商费用同比增加；管理费用率22H2为4.63%，同比减少0.02PCT，主因薪酬福利费以及物流辅助服务费同比增加；研发费用费用率同比减少0.42PCT，公司计划下半年实施研发项目。

● 火炬集团及其一致行动人增持，公司治理持续演进

22年7月，中山润田持股比例由19.44%被动减持至17.84%，同时火炬集团及其一致行动人鼎晖隼禺等增持股本使得股权比例由11.22%提升为12.31%。未来持续关注公司治理情况，看好未来在管理层治理中的业绩改善与估值修复双主线。

● 投资建议与盈利预测

公司具备规模优势、品类优势和渠道优势，二季度加速拓展应对市场存量竞争。我们预计公司2022/2023/2024年收入分别为56.07/63.16/71.60亿元，同比增长分别为9.6%/12.7%/13.4%，归母净

利润为 7.81/8.86/10.70 亿元，同比增长 5.3%/13.4%/20.8%，对应 EPS 分别为 0.98/1.11/1.34 元/股，对应 PE 为 39/34/28X，维持“买入”评级。

● 风险提示

- 1) 成本压力及行业竞争：原材料价格大幅上涨，运输费用压力等，公司新品推展不顺利，行业竞争加剧；
- 2) 疫情控制及恢复不及预期：餐饮端恢复不及预期；
- 3) 公司相关债务及管理层治理问题；
- 4) 食品安全风险：食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5116	5607	6316	7160
收入同比（%）	-0.2%	9.6%	12.7%	13.4%
归属母公司净利润	742	781	886	1070
净利润同比（%）	-16.6%	5.3%	13.4%	20.8%
毛利率（%）	34.9%	34.0%	34.6%	35.8%
ROE（%）	19.4%	16.9%	16.1%	16.3%
每股收益（元）	0.94	0.98	1.11	1.34
P/E	40.26	38.65	34.07	28.21
P/B	7.89	6.54	5.49	4.60
EV/EBITDA	29.49	29.10	25.50	20.74

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3123	3810	4983	6432	营业收入	5116	5607	6316	7160
现金	549	1257	2243	3501	营业成本	3332	3699	4129	4594
应收账款	30	28	31	35	营业税金及附加	113	112	126	145
其他应收款	28	32	35	39	销售费用	412	468	556	644
预付账款	10	12	13	14	管理费用	254	281	328	372
存货	1678	1652	1832	2014	财务费用	20	8	-3	-17
其他流动资产	829	829	828	828	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2795	2666	2537	2408	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	4	4	投资净收益	37	67	82	100
固定资产	1601	1484	1366	1247	营业利润	877	977	1116	1349
无形资产	192	192	192	192	营业外收入	7	8	9	9
其他非流动资产	997	985	974	964	营业外支出	8	7	8	8
资产总计	5918	6476	7520	8840	利润总额	877	978	1117	1350
流动负债	1532	1251	1337	1499	所得税	92	138	159	193
短期借款	350	350	350	350	净利润	784	840	958	1157
应付账款	631	557	600	680	少数股东损益	42	59	72	87
其他流动负债	551	343	387	470	归属母公司净利润	742	781	886	1070
非流动负债	135	135	135	135	EBITDA	1019	1007	1110	1304
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.94	0.98	1.11	1.34
其他非流动负债	135	135	135	135					
负债合计	1667	1386	1472	1634	主要财务比率				
少数股东权益	418	477	549	635	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	797	797	797	797	成长能力				
资本公积	91	91	91	91	营业收入	-0.2%	9.6%	12.7%	13.4%
留存收益	2944	3725	4612	5682	营业利润	-24.9%	11.3%	14.3%	20.9%
归属母公司股东权益	3832	4614	5500	6570	归属于母公司净利	-16.6%	5.3%	13.4%	20.8%
负债和股东权益	5918	6476	7520	8840	获利能力				
					毛利率（%）	34.9%	34.0%	34.6%	35.8%
					净利率（%）	14.5%	13.9%	14.0%	14.9%
					ROE（%）	19.4%	16.9%	16.1%	16.3%
					ROIC（%）	16.7%	13.9%	13.1%	13.3%
					偿债能力				
					资产负债率（%）	28.2%	21.4%	19.6%	18.5%
					净负债比率（%）	39.2%	27.2%	24.3%	22.7%
					流动比率	2.04	3.05	3.73	4.29
					速动比率	0.94	1.72	2.35	2.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	0.87	0.84	0.81
					应收账款周转率	172.04	201.66	202.78	203.91
					应付账款周转率	5.28	6.64	6.89	6.76
					每股指标（元）				
					每股收益	0.94	0.98	1.11	1.34
					每股经营现金流薄）	1.52	0.82	1.15	1.46
					每股净资产	4.81	5.79	6.90	8.25
					估值比率				
					P/E	40.26	38.65	34.07	28.21
					P/B	7.89	6.54	5.49	4.60
					EV/EBITDA	29.49	29.10	25.50	20.74

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。