

中炬高新 (600872)

公司研究/点评报告

毛利率推动盈利能力显著改善, 2021 年收入有望提速

—中炬高新 (600872) 2020 年业绩快报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 15 日

一、事件概述

3 月 12 日, 公司发布业绩快报, 2020 年公司实现营收 51.23 亿元, 同比+9.59%; 实现归母净利润 8.9 亿元, 同比+23.96%。美味鲜公司实现营收 49.78 亿元, 同比+11.42%; 实现归母净利润 8.61 亿元, 同比+18.10%。

二、分析与判断

➤ 一头一尾两个旺季未能有亮眼表现, 收入略低于年初规划

2020 年公司实现营收 51.23 亿元, 同比+9.6%, 折合 20Q4 同比+14.8%。其中, 美味鲜公司 2020 年实现营收 49.78 亿元, 同比+11.4%, 折合 20Q4 同比+13.1%。总体看, 全年收入略低于公司 2019 年年报中披露的 53 亿收入规划 (+13.3%), 判断主要原因在于:

(1) 20Q1 春节提前+疫情冲击拖累调味品主业, 美味鲜公司全年收入仅增长+11.4%, 未完成年初规划; (2) 20Q4 美味鲜收入增长 13.1%, 一方面由于 19Q4 基数偏高, 另一方面 2021 年春节延后导致渠道备货节奏延后。全年一头一尾两个旺季未能有亮眼表现, 故整体收入表现未达规划。不过, 公司在 2020 年末并未为强行完成业绩目标而给渠道施加过多压力, 良性的库存水平有利于 21Q1 迎接开门红。

➤ 业绩增速超年初规划, 毛利率改善推动盈利能力改善明显

2020 年公司实现归母净利润 8.90 亿元, 同比+24.0%, 显著好于 2019 年年报 8.34 亿元的规划。其中, 美味鲜公司 2020 年实现归母净利润 8.61 亿元, 同比+18.1%, 折合 20Q4 同比+1.9%。总体看, 全年利润端增速明显高于收入端, 主要得益于毛利率与净利率提升, 而美味鲜公司 20Q4 增速下滑, 主要系四季度拆除美味鲜山西厂区厂房计提资产处置损失 3634 万元, 扣除该业务影响后归母净利润为 8.97 亿元, 同比增长 23.09%。

毛利率方面: 2020 年美味鲜公司毛利率为 41.75%, 同比+2.19ppt, 主要系报告期间增值税税率变动影响 (变相提价) 及 20H1 包材价格有所下行, 同时公司搭赠政策力度控制较好。净利率方面: 2020 年公司归母净利率 17.37%, 同比+2.01ppt, 毛利率的改善是提振盈利能力的核心推手。

➤ 短期波动不改长期向好趋势, 2021 年收入端有望提速

虽然疫情对公司 2020 年经营造成一定冲击, 但我们判断不改公司长期向好趋势。**展望 2021 年, 收入端:** (1) 由于 2021 年春节延后导致渠道备货集中在 1 月, 叠加 20Q1 超低基数, 预计 21Q1 公司将有望体现收入弹性; (2) 2020 年经销商数量明显增加, 全年 1300 家新增目标超额完成, 但当年收入增量未充分体现, 预计新增经销商收入将在 2021 年明显放量, 叠加公司持续推进渠道下沉及渠道分裂, 将进一步拉动 2021 年收入增长。**利润端:** (1) 成本方面, 虽然今年酱油行业面临较大原料价格上涨压力, 但公司仍可通过技改项目降本增效来对冲成本压力; (2) 费用方面, 预计公司仍将严格控制管理费用, 但为配合渠道下沉与裂变动作, 预计销售费用仍将延续扩张态势。综上, 我们预计公司 2021 年毛利率与净利率整体保持稳定。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 51.23/60.20/69.95 亿元, 同比+9.6%/+17.5%/+16.2%; 实现归母净利润 8.90/10.72/13.09 亿元, 同比+24.0%/+20.4%/+22.2%, 折合 EPS 为 1.12/1.35/1.64 元, 对应 PE 为 44/36/30 倍。公司估值低于可比公司 2021 年平均 53 倍估值 (Wind 一致预期, 算数平均法)。考虑到内部改革/营销/渠道/产能齐发力, 预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。维持“推荐”评级。

推荐

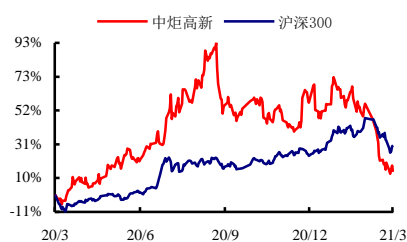
维持评级

当前价格: 48.86 元

交易数据 2021-3-12

近 12 个月最高/最低(元)	82.85/40.55
总股本 (百万股)	797
流通股本 (百万股)	797
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	389
流通市值 (亿元)	389

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004

电话: 010-85127513

邮箱: yujie@mszq.com

研究助理: 刘光意

执业证号: S0100120070033

电话: 021-60876735

邮箱: liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 中炬高新 (600872) 调研简报: 产能扩张叠加渠道优化, 持续夯实发展动能
2. 中炬高新 (600872) 2020 年三季度点评: Q3 调味品主业增长环比提速, 技改扩产有序推进

四、风险提示

渠道下沉与裂变不及预期、成本快速上涨、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,675	5,123	6,020	6,995
增长率 (%)	12.2	9.6	17.5	16.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	718	890	1,072	1,309
增长率 (%)	18.2	24.0	20.4	22.2
每股收益 (元)	0.90	1.12	1.35	1.64
PE (现价)	54.2	43.7	36.3	29.7
PB	9.9	8.3	7.0	5.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,675	5,123	6,020	6,995
营业成本	2,826	2,984	3,492	3,987
营业税金及附加	61	76	84	98
销售费用	456	468	574	660
管理费用	295	318	343	385
研发费用	147	154	175	196
EBIT	889	1,124	1,353	1,670
财务费用	49	28	32	29
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	72	72	72	72
营业利润	931	1,188	1,421	1,740
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	928	1,184	1,417	1,736
所得税	137	174	209	256
净利润	791	1,009	1,209	1,480
归属于母公司净利润	718	890	1,072	1,309
EBITDA	1,030	1,268	1,506	1,832
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	699	1225	2143	3139
应收账款及票据	26	44	43	55
预付款项	5	8	7	9
存货	1568	1871	2094	2467
其他流动资产	69	69	69	69
流动资产合计	3525	4398	5516	6938
长期股权投资	5	77	148	220
固定资产	1424	1529	1619	1716
无形资产	211	205	199	193
非流动资产合计	2429	2565	2596	2640
资产合计	5954	6963	8113	9578
短期借款	113	113	113	113
应付账款及票据	437	487	555	642
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	1600	1748	1911	2140
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债合计	1708	1855	2018	2247
股本	797	797	797	797
少数股东权益	297	416	553	724
股东权益合计	4246	5108	6095	7331
负债和股东权益合计	5954	6963	8113	9578

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	12.2	9.6	17.5	16.2
EBIT 增长率	21.6	26.4	20.4	23.4
净利润增长率	18.2	24.0	20.4	22.2
盈利能力				
毛利率	39.5	41.8	42.0	43.0
净利润率	15.4	17.4	17.8	18.7
总资产收益率 ROA	12.1	12.8	13.2	13.7
净资产收益率 ROE	18.2	19.0	19.3	19.8
偿债能力				
流动比率	2.2	2.5	2.9	3.2
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.1
现金比率	1.1	1.4	1.7	2.0
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	2.8	3.9	3.3	3.6
存货周转天数	201.4	207.4	204.4	205.9
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.1	1.3	1.6
每股净资产	5.0	5.9	7.0	8.3
每股经营现金流	1.3	1.1	1.6	1.8
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	54.2	43.7	36.3	29.7
PB	9.9	8.3	7.0	5.9
EV/EBITDA	32.9	26.9	22.2	17.9
股息收益率	0.6	0.5	0.6	0.6

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	791	1,009	1,209	1,480
折旧和摊销	141	144	153	162
营运资金变动	141	(200)	(37)	(197)
经营活动现金流	1,060	915	1,288	1,407
资本开支	232	159	117	138
投资	68	0	0	0
投资活动现金流	(128)	(159)	(117)	(138)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(392)	0	0	0
筹资活动现金流	(631)	(230)	(253)	(273)
现金净流量	301	526	918	996

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。