

中炬高新 (600872.SH) 扣非利润略超预期，管理改善是长期趋势

2021年03月14日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

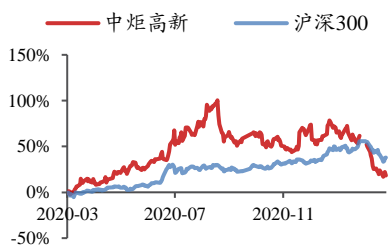
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2021/3/12
当前股价(元)	48.86
一年最高最低(元)	83.38/39.07
总市值(亿元)	389.24
流通市值(亿元)	389.24
总股本(亿股)	7.97
流通股本(亿股)	7.97
近3个月换手率(%)	75.52

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩如期增长，前景乐观展望》-2020.10.31

《公司信息更新报告-二季度业绩超预期，全年增长确定性增强》-2020.8.21

《公司信息更新报告-业绩符合预期，未来更加从容》-2020.4.30

● 预告扣非利润略超预期，估值已回落至布局区间

中炬高新发布业绩快报，预计2020年收入51.2亿元，同比增9.6%；归母净利润8.90亿元，同比增24.0%；扣非净利8.97亿元，同比增30.1%。考虑到四季度费用率可能收缩，我们上调2020年盈利预测；考虑渠道扩张时费用投入可能增多，略下调2022年盈利预测，预计2020-2022年净利分别为8.9(+0.1)、10.6、12.7(-0.2)亿元，EPS分别为1.12元(+0.02)、1.33元、1.59元(-0.03)，分别增长24%、19%、20%，当前股价对应PE分别为43.7、36.7、30.6倍。公司稳健经营，当前估值已回落至布局区间，长期趋势不变，维持“买入”评级。

● 西厂区拆除形成资产处置损失，扣除影响后利润率明显提升

根据业绩预告测算2020Q4实现收入13.1亿元，同比增14.8%；归母净利2.2亿元，同比增28.9%。其中美味鲜收入12.6亿元，同比增13.1%；归母净利1.9亿元，同比增2.1%。美味鲜净利增速较低，主要是受西厂区拆除形成资产处置损失。扣除该业务影响美味鲜净利为2.26亿元，同比增21.4%，净利率有明显提升。

● 2020年公司调味品未完成全年目标，疫情影响区域不平衡问题凸显

公司主销区集中在广东、浙江等东南部省份，疫情导致此些省份人口流入减少，影响销售任务达成。往2021年展望，疫情得到有效控制后经济逐步复苏，公司产品类及渠道多元化发展，主营调味品业务应可恢复正常增长。考虑到公司可能对部分区域进行深化调整，预计全年调味品营收应在15%以上。

● 短期成本略有压力，长期利润趋势向好

预计2020年美味鲜毛利率同比增2.2pct，主因在于宝能加强管控后采购成本下降。测算单四季度毛利率同比下滑0.6pct，估计原因一是2019Q4开始严格管控，毛利率基数已高；二是原料成本价格已有回升。中山厂区改造拆除影响利润，扣非后2020Q1净利率仍有提升，应是是费用率下降贡献。2021年成本上涨带来利润压力，公司可能调整产品结构，部分程度对冲成本的不利影响。中山厂区扩建，规模效果应会逐渐显现，预计少数股权可能减少，也有利于后续利润释放。

● 风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,166	4,675	5,123	5,977	7,019
YOY(%)	15.4	12.2	9.6	16.7	17.4
归母净利润(百万元)	607	718	890	1,059	1,270
YOY(%)	34.0	18.2	24.0	19.0	19.9
毛利率(%)	39.1	39.5	40.9	41.5	42.0
净利率(%)	14.6	15.4	17.4	17.7	18.1
ROE(%)	17.3	18.6	19.9	19.6	19.5
EPS(摊薄/元)	0.76	0.90	1.12	1.33	1.59
P/E(倍)	64.1	54.2	43.7	36.7	30.6
P/B(倍)	10.8	9.9	8.4	7.1	5.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3621	3525	4384	4990	6249
现金	397	699	1268	1615	2458
应收票据及应收账款	48	26	56	40	72
其他应收款	25	23	30	32	40
预付账款	8	5	10	7	13
存货	1594	1568	1817	2093	2463
其他流动资产	1548	1204	1204	1204	1204
非流动资产	2363	2429	2509	2733	2999
长期投资	6	5	4	3	2
固定资产	1350	1424	1543	1764	2010
无形资产	210	211	224	240	254
其他非流动资产	796	788	739	726	733
资产总计	5984	5954	6893	7723	9248
流动负债	1587	1600	1740	1496	1743
短期借款	2	113	503	113	113
应付票据及应付账款	435	437	497	582	675
其他流动负债	1150	1050	740	801	955
非流动负债	448	108	133	187	228
长期借款	399	0	25	80	120
其他非流动负债	49	108	108	108	108
负债合计	2036	1708	1873	1683	1971
少数股东权益	343	297	404	530	676
股本	797	797	797	797	797
资本公积	282	91	91	91	91
留存收益	2510	3044	3734	4552	5532
归属母公司股东权益	3605	3949	4616	5510	6601
负债和股东权益	5984	5954	6893	7723	9248

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	724	1059	927	1160	1335
净利润	681	791	998	1184	1417
折旧摊销	130	141	137	162	191
财务费用	54	49	15	-11	-30
投资损失	-96	-72	-96	-48	-57
营运资金变动	-1	141	-127	-128	-185
其他经营现金流	-46	9	0	0	0
投资活动现金流	-307	-128	-121	-338	-399
资本支出	355	234	81	224	267
长期投资	-162	68	1	1	1
其他投资现金流	-114	174	-39	-112	-131
筹资活动现金流	-271	-631	-627	-84	-93
短期借款	-13	111	0	0	0
长期借款	-517	-399	25	55	41
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-191	0	0	0
其他筹资现金流	259	-152	-652	-139	-133
现金净增加额	145	300	178	738	843

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4166	4675	5123	5977	7019
营业成本	2537	2826	3026	3495	4072
营业税金及附加	69	61	67	78	92
营业费用	431	456	487	568	681
管理费用	276	295	307	344	400
研发费用	122	147	159	167	204
财务费用	54	49	15	-11	-30
资产减值损失	-2	-0	0	0	0
其他收益	23	19	21	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	96	72	96	48	57
资产处置收益	1	-0	0	0	0
营业利润	799	931	1179	1404	1679
营业外收入	1	1	8	4	4
营业外支出	7	4	6	6	6
利润总额	793	928	1181	1402	1677
所得税	111	137	183	217	260
净利润	681	791	998	1184	1417
少数股东损益	74	73	108	125	147
归母净利润	607	718	890	1059	1270
EBITDA	938	1055	1307	1541	1817
EPS(元)	0.76	0.90	1.12	1.33	1.59

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	12.2	9.6	16.7	17.4
营业利润(%)	30.7	16.6	26.6	19.1	19.6
归属于母公司净利润(%)	34.0	18.2	24.0	19.0	19.9
获利能力					
毛利率(%)	39.1	39.5	40.9	41.5	42.0
净利率(%)	14.6	15.4	17.4	17.7	18.1
ROE(%)	17.3	18.6	19.9	19.6	19.5
ROIC(%)	15.3	17.1	18.9	20.0	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	34.0	28.7	27.2	21.8	21.3
净负债比率(%)	13.8	-1.8	-12.9	-21.7	-28.9
流动比率	2.3	2.2	2.5	3.3	3.6
速动比率	0.3	1.2	1.4	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	72.2	125.1	125.1	125.1	125.1
应付账款周转率	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.90	1.12	1.33	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.33	1.16	1.46	1.68
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.96	5.79	6.92	8.29
估值比率					
P/E	64.1	54.2	43.7	36.7	30.6
P/B	10.8	9.9	8.4	7.1	5.9
EV/EBITDA	42.5	36.0	28.7	24.0	20.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，属于机密材料，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16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