

中炬高新(600872)

年度业绩增长 24%， “五年双百” 目标进展顺利

——中炬高新点评报告

点评报告

行业公司研究—食品加工行业—

证券研究报告

✎：邓晖 执业证书编号：S1230520040002
☎：021-80106029
✉：denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

3月12日，公司公告2020年业绩快报。2020年，公司实现营业收入51.23亿元，同比+9.59%（其中，美味鲜公司营收49.78亿元，同比+11.42%）；归母净利润8.90亿元，同比+23.96%（其中，美味鲜公司归母净利润8.61亿元，同比+18.10%）；扣非归母净利润8.97亿元，同比+30.07%。

□ 2020年业绩增长24%， “五年双百” 目标进展顺利

1) 2020年业绩目标达成：2020年，公司实现营业收入同比增长9.59%，归母净利润同比增长23.96%，归母净利率约17.37%（同比+2.01pct），扣非归母净利润同比增长30.07%。公司归母净利增速较营收增速快的主要原因为美味鲜公司毛利率同比+2.19pct（至41.75%），增利约0.98亿元；扣非归母净利高于归母净利的主要原因为四季度实施美味鲜公司中山厂区技改项目，拆除西厂区厂房，形成的资产处置损失3,634万元为非经常性损益；公司克服疫情影响，仍然超额完成2020年业绩增长16%的目标。

2) 2020Q4业绩增长亮眼：2020Q4公司营业收入约13.13亿元（同比+14.77%）；归母净利润约2.22亿元（同比+29.07%），归母净利率约16.91%（同比+1.88pct）；扣非归母净利润约2.43亿元（同比+42.94%）。四季度业绩增速高于全年增速，疫情好转趋势下公司业务恢复态势良好。

□ 坚持渠道下沉，规划产能超92万吨支撑成长

1) 坚持渠道下沉，重视营销开拓市场：2020Q1-Q3公司分销模式营收35.91亿元（占比97.34%），截至2020Q3，公司拥有经销商1,329家，较2020年初净增278家，公司持续加强薄弱地区渠道布局，中西部/北部地区经销商338/481家（较年初净增58/140家），截至2020H1，地级市开发率87.70%（较年初提升4.30pct），公司计划2020年实现经销商数量超1,300家，地级市开发率达87.83%，区县开发率达46.23%；公司加强餐饮端渠道建设，餐饮渠道消费比例逐年提升；2) 规划产能超92万吨支撑成长：公司现有总产能约60万吨，规划产能92万吨，公司中山产区产能基本饱和（31.43万吨/年），拟投资12.75亿元进行技术升级改造，规划新增产能27万吨/年，预计2022年底建成；阳西美味鲜项目规划年产能65万吨（包括食用油/蚝油/醋/料酒年产能30/20/10/5万吨），首期已达产；厨邦三期酱油扩产项目预计在2020年下半年带料投产；公司规划产能支持产品品类扩张、支撑各业务放量成长；3) “五年双百” 目标指引公司发展：2019年3月，新管理层提出“五年双百”目标，以内生为主、外延为辅，通过兼并收购、内外并举，实现“2019-2023年食品产业年营收过百亿、年销量过百万吨”目标；公司将继续做大做强调味品主业，2020年净利润增长目标16%，收入增长目标13%。

□ 强品牌力与研发力构筑核心壁垒，把握调味品行业发展机遇

1) 强品牌力与研发力构筑核心壁垒：公司品牌知名度高，旗下拥有“美味鲜”、“厨邦”两大知名品牌，“厨邦酱油美味鲜，晒足180天”口号深入人心，在Chnbrand（中企品研）公布的2020年中国顾客酱油推荐排行榜中，厨邦位列第一名；2019年公司获发明专利授权6项、实用新型专利授权16项，研发费用1.43亿元（占比3.20%，高出同行平均水平）；2020年建立厨邦食品研究院，重视研发、加强核心人才培养；2) 调味品行业优质赛道未来增长空间可观：据欧睿数据，2019年我国零售端调味品行业CR5约21.4%（日本CR5约25.9%，美国CR5约34.9%），美味鲜市占率2.8%，伴随消费升级（居民人均可支配收入13-19CAGR为9.01%）、餐饮行业持续较快增长（据中国饭店协会数据，14-19年餐饮收入CAGR为9.7%），调味品市场规模持续扩大（14-19CAGR为10.73%），公司作为调味品领先企业，将持续受益于行业发展及市场集中度提升；3) 机制改革持续激发公司活力：公司于2019年3月完成实控人变更，实现由国有控股向混合所有制的机制转换，注入民营机制活力，调整薪酬结构、提升薪酬水平，保障并激发一线营销队伍战斗力。

□ 投资建议

公司是酱油调味品领先企业，坚持渠道下沉，规划产能超92万吨支撑成长，强品牌力与研发力构筑核心壁垒，把握调味品行业发展机遇。预计2020-2022年归母净利润为8.87/10.65/12.47亿元，增速为23.52%/20.05%/17.11%，对应3月12日估值为43.89/36.56/31.22倍（市值389亿元）。

□ 风险提示

食品安全控制风险；原材料价格波动风险；产能扩张不及预期风险

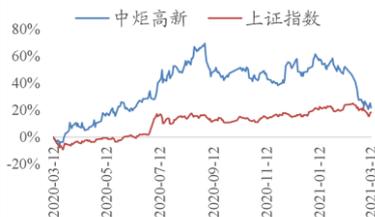
评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥48.86

季度业绩 元/股

Q3/2020 0.84
Q2/2020 0.57
Q1/2020 0.26
Q4/2019 0.90



公司简介

公司以酱油为主营业务，旗下拥有“美味鲜”和“厨邦”两大品牌。从规模看，公司是A股第二大酱油公司，仅次于海天味业。

相关报告

- 《Q3业绩增长19%，中西部开发率持续提升》2020.10.31
- 《中炬高新：中报业绩增长24%，中西部持续高增长》2020.08.21
- 《Q1销售波动，不改“五年双百”目标》2020.04.30
- 《主业增长稳健，新激励机制更加积极》2019.08.30
- 《预估未来五年的营收增长将提速》2019.07.22

分析师 邓晖
联系人 邓晖、杨骥、赵璐

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	4675	5118	6013	6941
(+/-)	12.20%	9.49%	17.48%	15.43%
净利润	718	887	1065	1247
(+/-)	18.19%	23.52%	20.05%	17.11%
每股收益(元)	0.90	1.11	1.34	1.56
P/E	54.22	43.89	36.56	31.22

表 1：中炬高新分季度财务数据一览表

	2020Q1-Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要								
营业总收入	3,809.59	1,255.20	1,401.04	1,153.35	1,144.26	1,138.43	1,161.05	1,231.10
YOY	7.90%	10.26%	20.67%	-6.32%	14.20%	14.93%	13.78%	6.72%
毛利率	41.83%	40.37%	43.37%	41.55%	40.62%	37.89%	40.29%	39.38%
毛利	1,593.49	506.72	607.59	479.18	464.85	431.30	467.84	484.79
YOY	15.14%	17.49%	29.87%	-1.16%	18.15%	17.30%	11.39%	8.08%
期间费用率	19.51%	18.69%	20.57%	19.11%	21.32%	18.62%	21.32%	19.82%
其中：销售费用	424.23	120.90	180.69	122.64	111.35	99.28	120.81	124.85
销售费用率	11.14%	9.63%	12.90%	10.63%	9.73%	8.72%	10.41%	10.14%
其中：管理费用	203.88	72.87	70.24	60.77	84.15	67.01	78.26	65.69
管理费用率	5.35%	5.81%	5.01%	5.27%	7.35%	5.89%	6.74%	5.34%
其中：研发费用	111.73	38.44	42.67	30.61	40.87	35.15	34.86	36.30
研发费用率	2.93%	3.06%	3.05%	2.65%	3.57%	3.09%	3.00%	2.95%
其中：财务费用	3.36	2.39	-5.40	6.37	7.59	10.48	13.58	17.23
财务费用率	0.09%	0.19%	-0.39%	0.55%	0.66%	0.92%	1.17%	1.40%
归母净利润	667.81	212.75	248.77	206.29	172.35	179.53	176.69	189.36
YOY	22.40%	18.50%	40.79%	8.94%	41.65%	22.32%	4.43%	11.53%
归母净利率	17.53%	16.95%	17.76%	17.89%	15.06%	15.77%	15.22%	15.38%
扣非归母净利润	653.57	211.88	238.05	203.63	169.22	173.84	167.17	179.29
YOY	25.61%	21.89%	42.40%	13.57%	65.62%	22.13%	3.03%	8.63%
扣非归母净利率	17.16%	16.88%	16.99%	17.66%	14.79%	15.27%	14.40%	14.56%
资产负债表摘要								
货币资金	1,350.55	1,350.55	1,033.82	905.63	698.82	674.75	997.89	625.11
交易性金融资产	543.00	543.00	828.80	1,078.58	1,134.80	1,042.10	1,149.10	0.00
应收票据及应收账款	49.53	49.53	27.83	20.83	26.29	31.89	26.20	57.44
YOY	55.31%	55.31%	6.25%	-63.74%	-45.78%	-56.51%	-64.72%	-19.53%
存货	1,611.86	1,611.86	1,535.18	1,515.50	1,567.92	1,510.16	1,499.15	1,509.95
YOY	6.73%	6.73%	2.40%	0.37%	-1.64%	7.03%	8.08%	8.76%
预付账款	11.41	11.41	9.09	16.04	4.91	18.22	19.26	17.25
YOY	-37.37%	-37.37%	-52.81%	-7.03%	-41.86%	-8.46%	39.96%	10.49%
应付账款及应付票据	616.86	616.86	630.44	580.64	437.32	575.44	567.59	541.92
YOY	7.20%	7.20%	11.07%	7.15%	0.46%	75.99%	89.55%	91.02%
其它应付款	234.91	234.91	247.81	223.70	206.45	246.07	459.50	247.21
现金流量表摘要								
经营活动现金净流量	891.74	219.09	290.39	382.26	170.82	214.09	288.12	385.84
筹资活动现金净流量	-683.62	-129.55	-331.53	-222.54	-2.18	-714.32	107.45	-22.06
投资活动现金净流量	415.61	199.99	181.21	34.41	-132.98	168.80	-27.66	-135.78
资本开支	245.27	100.24	75.58	69.45	44.72	57.39	58.08	72.19
ROE	16.01%	4.96%	5.97%	5.09%	4.46%	4.87%	4.91%	5.25%
YOY(+/-)	1.23%	0.09%	1.06%	-0.16%	1.03%	0.57%	-0.18%	-0.01%
资产负债率	22.50%	22.50%	24.58%	25.65%	28.69%	29.51%	38.14%	34.88%
YOY(+/-)	-7.01%	-7.01%	-13.57%	-9.22%	-5.34%	-3.04%	3.25%	1.67%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3525	4056	5425	6994	营业收入	4675	5118	6013	6941
现金	699	913	2016	3301	营业成本	2826	3002	3516	4043
交易性金融资产	1135	1135	1135	1135	营业税金及附加	61	73	84	96
应收账款	26	62	59	64	营业费用	456	515	596	688
其它应收款	23	40	37	43	管理费用	295	280	324	369
预付账款	5	10	10	11	研发费用	147	175	205	237
存货	1568	1829	2101	2374	财务费用	49	19	7	(10)
其他	69	69	68	66	资产减值损失	(1)	(1)	0	0
非流动资产	2429	2484	2505	2503	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	31	29	20	投资净收益	72	72	72	72
长期投资	5	14	8	9	其他经营收益	18	23	21	21
固定资产	1424	1481	1546	1577	营业利润	931	1149	1374	1612
无形资产	211	228	229	233	营业外收支	(3)	0	0	0
在建工程	366	326	298	261	利润总额	928	1149	1374	1612
其他	422	405	395	403	所得税	137	172	200	238
资产总计	5954	6540	7930	9497	净利润	791	977	1173	1374
流动负债	1600	1254	1460	1645	少数股东损益	73	91	109	127
短期借款	113	43	53	70	归属母公司净利润	718	887	1065	1247
应付款项	437	466	564	634	EBITDA	1064	1271	1493	1724
预收账款	225	278	320	360	EPS (最新摊薄)	0.90	1.11	1.34	1.56
其他	826	467	523	581	主要财务比率				
非流动负债	108	62	73	81		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	108	62	73	81	营业收入	12.20%	9.49%	17.48%	15.43%
负债合计	1708	1317	1533	1726	营业利润	16.58%	23.44%	19.53%	17.35%
少数股东权益	297	387	496	624	归属母公司净利润	18.19%	23.52%	20.05%	17.11%
归属母公司股东权益	3949	4836	5900	7147	获利能力				
负债和股东权益	5954	6540	7930	9497	毛利率	39.55%	41.35%	41.53%	41.76%
					净利率	16.93%	19.10%	19.51%	19.80%
					ROE	17.52%	18.73%	18.32%	17.60%
					ROIC	17.56%	20.33%	19.79%	18.90%
					偿债能力				
					资产负债率	28.69%	20.14%	19.33%	18.17%
					净负债比率	31.21%	3.29%	3.44%	4.03%
					流动比率	2.20	3.23	3.72	4.25
					速动比率	1.22	1.78	2.28	2.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.82	0.83	0.80
					应收帐款周转率	127.94	118.88	101.96	116.04
					应付帐款周转率	7.24	7.58	7.74	7.63
					每股指标(元)				
					每股收益	0.90	1.11	1.34	1.56
					每股经营现金	1.33	1.03	1.46	1.64
					每股净资产	4.96	6.07	7.41	8.97
					估值比率				
					P/E	54.22	43.89	36.56	31.22
					P/B	9.86	8.05	6.60	5.45
					EV/EBITDA	28.52	29.36	24.32	20.41

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1059	818	1165	1310
净利润	791	977	1173	1374
折旧摊销	141	105	114	124
财务费用	49	19	7	(10)
投资损失	(72)	(72)	(72)	(72)
营运资金变动	1560	35	213	168
其它	(1411)	(247)	(272)	(274)
投资活动现金流	(128)	(114)	(60)	(48)
资本支出	(71)	(110)	(140)	(107)
长期投资	36	(48)	20	3
其他	(93)	44	60	57
筹资活动现金流	(631)	(490)	(1)	22
短期借款	111	(69)	9	17
长期借款	0	0	0	0
其他	(742)	(420)	(11)	5
现金净增加额	300	214	1103	1285

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>