

中炬高新(600872.SH) 买入 (维持评级)

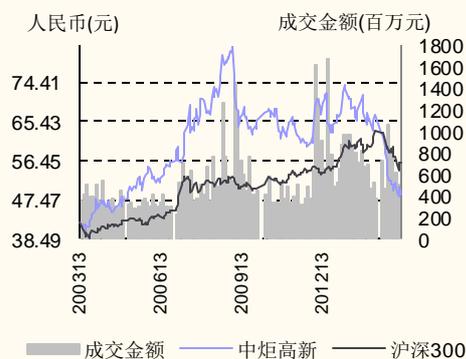
公司点评

市场价格(人民币):

业绩略超预期, 调味品稳健增长

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.97
已上市流通A股(亿股)	7.97
总市值(亿元)	389.24
年内股价最高最低(元)	82.85/40.33
沪深300指数	5146
上证指数	3453



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.76	0.90	1.12	1.41	1.79
每股净资产(元)	4.53	4.96	5.77	6.85	8.29
每股经营性现金流(元)	0.82	0.91	1.33	1.42	1.29
市盈率(倍)	38.64	43.66	43.74	34.68	27.22
净利润增长率(%)	34.01%	18.19%	23.95%	26.12%	27.41%
净资产收益率(%)	16.85%	18.18%	19.35%	20.56%	21.66%
总股本(百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年度业绩快报: 营收 51.23 亿元, 同比+9.59%; 归母净利润 8.90 亿元, 同比+23.96%; 4Q20 营收 13.13 亿元, 同比+14.77%; 归母净利润 2.22 亿元, 同比+29.07%。

经营分析

- 美味鲜实现稳健增长, 盈利能力逐步改善。美味鲜公司 2020 年预计实现营收 49.78 亿元, 同比+11.42%; 归母净利润 8.61 亿元, 同比+18.10%, 4Q 拆除西厂区厂房形成资产处置损失 3,634 万元, 扣除该业务影响后的归母净利润 8.97 亿元, 同比+23.09%。4Q20 美味鲜营收 12.56 亿元, 同比+13.05%, 归母净利润 1.9 亿元, 同比+2.13%, 扣除技改资产处置损失影响后归母净利润 2.26 亿元, 同比+21.68%。美味鲜公司全年综合毛利率预计 41.75%, 同比+2.19pcts; 4Q20 约 40.65%, 同比 4Q19 微下滑, 主要系成本压力。4Q20 归母净利率实现约 18% (扣除技改资产处置损失影响), 同比+1.28pcts, 主要系公司费效优化效果显现。
- 1Q21 预计调味品收入同增约 15%, 渠道库存处于良性。近期调研反馈, ① 公司全年调味品业务收入增速目标 15-20%, 1-2 月同增 14-15%, 3 月份发货额有望环比加速。21 年餐饮端仍是公司重点发力对象, 疫情平稳后前期中高端餐饮推广成效有望推动放量加速。② C 端消费普遍增长, 春节前经销商库存消化速度快, 大多在 1 个月左右, 看好居民消费+公司产品结构“双升级”下的营收及盈利双增长。
- 21 年全面发力渠道开拓与营销投入, 产能陆续释放保障规模加速扩张。① 渠道端: 20 年底经销商同比净增 370 家至 1421 家, 21 年目标 1800 家, 并将细化市场划分, 推动渠道下沉及餐饮端覆盖。② 营销端: 公司计划 21 年积极压缩与规模增长无关费用, 全力支持营销投放。③ 产能端: 20 年起产能将密集释放, 23 年预计实现总产能 148 万吨, 产能释放有望进一步强化规模效应, 优化成本平滑能力。

盈利预测

- 短期公司降本增效+产品结构升级将有效应对成本压力, 行业头部竞争加剧趋势下建议重点关注规模扩张; 中长期, 公司在产能扩张及渠道拓展的基础上将充分享受行业集中度提升红利。鉴于公司降本增效成效加速释放, 未来激励计划推出更有望激发员工活力, 我们调整盈利预测: 预计 20-22 年营收同比+9.6%/+19.0%/+18.0%; 净利润同比+24.0%/+26.1%/+27.4%; 对应 EPS 分别为 1.12/1.41/1.79 (较上次预测分别调整+4.4%/+9.2%/+9.5%); 对应 PE 分别为 44/35/27 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 终端消费恢复不及预期风险; 疫情反复风险; 区域市场竞争态势变化风险。

相关报告

- 1.《中炬高新三季报点评-调味品延续预期增长态势, 利润有序提升》, 2020.11.1
- 2.《中炬高新中报点评-美味鲜贡献收入成长, 管理提效带来利润释放》, 2020.8.23
- 3.《调味品业务全面向好, 扩产加快产能布局-中炬高新年报点评》, 2020.3.17

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,609	4,166	4,675	5,123	6,097	7,194	货币资金	241	397	699	807	1,104	1,955
增长率		15.4%	12.2%	9.6%	19.0%	18.0%	应收款项	113	73	49	80	101	120
主营业务成本	-2,192	-2,537	-2,826	-2,982	-3,524	-4,050	存货	1,413	1,594	1,568	1,618	1,738	1,886
%销售收入	60.7%	60.9%	60.5%	58.2%	57.8%	56.3%	其他流动资产	1,349	1,556	1,209	1,450	1,702	1,935
毛利	1,417	1,630	1,849	2,142	2,573	3,144	流动资产	3,116	3,621	3,525	3,954	4,646	5,896
%销售收入	39.3%	39.1%	39.5%	41.8%	42.2%	43.7%	%总资产	58.7%	60.5%	59.2%	59.4%	62.5%	67.3%
营业税金及附加	-48	-69	-61	-52	-71	-82	长期投资	418	345	363	378	398	418
%销售收入	1.3%	1.7%	1.3%	1.0%	1.2%	1.1%	固定资产	1,481	1,719	1,790	1,929	1,971	2,012
销售费用	-426	-431	-456	-584	-671	-791	%总资产	27.9%	28.7%	30.1%	29.0%	26.5%	23.0%
%销售收入	11.8%	10.4%	9.8%	11.4%	11.0%	11.0%	无形资产	224	226	226	232	239	245
管理费用	-348	-276	-295	-256	-296	-338	非流动资产	2,189	2,363	2,429	2,705	2,788	2,870
%销售收入	9.6%	6.6%	6.3%	5.0%	4.9%	4.7%	%总资产	41.3%	39.5%	40.8%	40.6%	37.5%	32.7%
研发费用	0	-122	-147	-129	-177	-209	资产总计	5,305	5,984	5,954	6,658	7,434	8,766
%销售收入	0.0%	2.9%	3.1%	2.5%	2.9%	2.9%	短期借款	15	501	533	254	131	0
息税前利润(EBIT)	595	731	889	1,120	1,358	1,724	应付款项	518	669	644	973	853	992
%销售收入	16.5%	17.6%	19.0%	21.9%	22.3%	24.0%	其他流动负债	376	417	423	286	360	456
财务费用	-60	-54	-49	-46	-53	-63	流动负债	908	1,587	1,600	1,513	1,344	1,448
%销售收入	1.7%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	长期贷款	20	0	0	0	0	0
资产减值损失	-23	2	0	0	0	0	其他长期负债	926	448	108	175	186	197
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,855	2,036	1,708	1,688	1,530	1,645
投资收益	71	96	72	75	80	85	普通股股东权益	3,141	3,605	3,949	4,600	5,459	6,602
%税前利润	11.7%	12.1%	7.7%	6.6%	5.7%	4.8%	其中：股本	797	797	797	797	797	797
营业利润	611	799	931	1,169	1,405	1,766	未分配利润	1,762	2,214	2,748	3,399	4,259	5,402
营业利润率	16.9%	19.2%	19.9%	22.8%	23.1%	24.5%	少数股东权益	309	343	297	371	445	519
营业外收支	-2	-6	-3	-37	-3	-3	负债股东权益合计	5,305	5,984	5,954	6,658	7,434	8,766
税前利润	609	793	928	1,132	1,402	1,763	比率分析						
利润率	16.9%	19.0%	19.9%	22.1%	23.0%	24.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-98	-111	-137	-168	-206	-259	每股收益	0.569	0.762	0.901	1.117	1.409	1.795
所得税率	16.1%	14.0%	14.7%	14.9%	14.7%	14.7%	每股净资产	3.943	4.525	4.957	5.774	6.853	8.288
净利润	511	681	791	964	1,196	1,504	每股经营现金净流	0.817	0.908	1.330	1.422	1.294	2.025
少数股东损益	58	74	73	74	74	74	每股股利	0.180	0.230	0.280	0.300	0.330	0.360
归属于母公司的净利润	453	607	718	890	1,122	1,430	回报率						
净利率	12.6%	14.6%	15.4%	17.4%	18.4%	19.9%	净资产收益率	14.43%	16.85%	18.18%	19.35%	20.56%	21.66%
							总资产收益率	8.54%	10.15%	12.06%	13.37%	15.10%	16.31%
							投入资本收益率	11.40%	12.95%	15.80%	18.21%	19.15%	20.60%
							增长率						
							主营业务收入增长率	14.29%	15.43%	12.20%	9.59%	19.00%	18.00%
							EBIT增长率	20.75%	22.93%	21.60%	26.01%	21.23%	26.90%
							净利润增长率	25.08%	34.01%	18.19%	23.95%	26.12%	27.41%
							总资产增长率	8.02%	12.80%	-0.50%	11.84%	11.64%	17.93%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	5.6	5.0	2.9	3.5	4.0	4.0
							存货周转天数	229.4	216.3	204.2	198.0	180.0	170.0
							应付账款周转天数	40.6	46.5	50.4	50.0	52.0	53.0
							固定资产周转天数	122.8	118.3	111.2	97.1	78.1	66.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	20.01%	12.75%	-30.63%	-37.98%	-42.47%	-51.81%
							EBIT利息保障倍数	9.8	13.5	18.2	24.1	25.7	27.5
							资产负债率	34.96%	34.02%	28.69%	25.35%	20.58%	18.77%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	14	21	86
增持	0	3	5	7	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.35	1.31	1.03

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价目标价
1	2019-04-29	买入	34.29/40.00~40.00
2	2019-07-04	买入	42.83 N/A
3	2019-08-23	买入	39.15 N/A
4	2019-10-31	买入	43.70 N/A
5	2020-03-02	买入	37.80 N/A
6	2020-03-17	买入	41.57 N/A
7	2020-08-23	买入	80.86 N/A
8	2020-11-01	买入	62.85 N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402