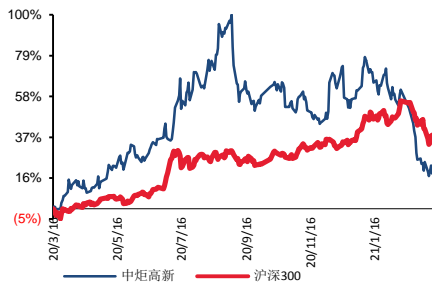


日常消费 食品、饮料与烟草

## 中炬高新业绩快报点评：利润目标超额完成，管理改善持续期待

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7977797
总市值/流通(百万元)	38,924/38,924
12个月最高/最低(元)	82.85/40.55

### 相关研究报告：

#### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

#### 证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

#### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

**点评事件：**中炬高新发布2020年业绩快报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为51.23亿元、8.90亿元、8.97亿元，同比+9.59%、+23.96%、+30.07%。Q4营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为13.14、2.22、2.43亿元，同比+14.81%、+28.88%、+43.77%。

年初公司指定2020年目标，预计收入53亿，同增13.3%，净利润9.2亿，归母净利润8.34亿，同增16%，加权平均ROE不低于2019年水平，其中美味鲜收入51亿元，同增14.15%，归母净利润8.37亿，同增15%。疫情下公司积极应对，虽然公司及美味鲜收入未达成，但经销商开拓、渠道细化等变化积极，利润目标均超额完成。

### 业绩分析：疫情后经营逐步恢复正常，资产处置因素影响Q4美味鲜表现利润

公司全年实现营收51.23亿元，同比+9.59%（Q1/Q2/Q3/Q4增速分别为-6%/+21%/+10%/+15%）。其中美味鲜公司全年实现营收49.78亿，同比+11.42%（Q1/Q2/Q3/Q4增速分别为-4%/+25%/+12%/+11%），除四季度外，美味鲜各个季度表现均好于其他板块，凸显出调味品行业较强的抗风险能力。美味鲜全年收入增速波动较大，主要是受疫情影响，Q1疫情影响了公司开工、物流和需求，Q2受益于疫情后补货等需求，Q3疫情引发了一些经营节奏的变化和同比错位，Q4基本恢复正常。

公司全年实现归母净利润8.90亿元，同比+23.96%（Q1/Q2/Q3/Q4增速分别为+9%/+41%/+19%/+29%）。其中美味鲜公司全年实现归母净利润8.61亿，同比+18.10%（Q1-Q4增速分别为+11%/+42%/+20%/+2%），除四季度外美味鲜利润增速均高于收入增速，主要是疫情下2C端消费占比提升，产品结构带动毛利率提升，同时费用投放略少的原因，Q4利润增速低主要是公司拆除西厂区厂房，形成资产处置损失3624万元，如果剔除该因素，Q4美味鲜利润增速21%。调味品公司来，全年毛利率41.75%，同比提升2.2pct，与产品结构调整及成本管控有关，其中Q4毛利率同比下滑0.5pct，原因是原材料大豆及包材价格上涨。

### 经营层面：短期低基数下弹性大，中期展望双百目标

**短期跟踪：**20 年公司经营在一定程度上受疫情影响，展望 21 年，我们认为：1) 收入端：21 年春节延后以及就地过年政策利好 20 端调味品公司，叠加去年基数较低，一季度公司收入增速有保证；展望全年，20 年下半年公司大幅招商、加强薄弱市场，渠道红利有望在 21 年释放；2) 利润端：21 年调味品可能面临一定的成本压力，但是我们认为在公司技改及控费下净利率有望保持稳定。

**中期跟踪：**2019 年公司制定长中期目标，用五年时间，即 2019-2023 年，通过内生+外延战略，实现收入过百亿、销量过百万吨的双百目标。战略上，公司坚持三步走战略，聚焦调味品主业，力争在较短时间内，把公司从区域性品牌打造成全国性强势品牌，并适当采用兼并收购方式进行公司外延扩张，规模向百亿奋进。

五年双百目标，一方面，根据产能释放周期，公司收入增速更快将集中在 2022 年下半年和 2023 年，21 年目标从产能角度大概率比 20 年增速略高。另一方面，品类、渠道上公司将继续乏力，力争两位数增长。1) 品类：进一步打造酱油、蚝油、黄豆酱三大核心品类的市场领先优势，酱油高端产品占比由现在的 40%提升至 50%，做大蚝油体量，加强黄豆酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育；2) 渠道：织厚渠道网络，加强对三四线城市空白和薄弱市场开发，推动收入稳步增长。

**长期跟踪：**渠道、销售、品类三方面不平衡逐步改善。1) 渠道上，公司餐饮渠道公司设立渠道专员，推出实惠装产品，给经销商合理利润，未来餐饮端将有较好发展；经销商开拓上稳步扎实，平衡新经销商关系，逐步解决经销商回款慢的问题；2) 区域上，东部精耕细作，西南、东南加大力度，经销商队伍扩大；3) 品类上，酱油、鸡精鸡粉、食用油三大品类外，还将考虑料酒、蚝油、复合调味料等品类；同时谋划产品升级，适时推出更高端产品。

#### **管理层面：三大期待继续跟踪，机制改善逐步完善**

2019 年以来公司管理改善沿着相对乐观的预期路径在走，主要体现在以下几个方面：1) 人才激励：公司分三个层次进行激励，股东层面、管理层面、员工层面均有积极变化；2) 人才引进：以内培为主，谨慎引进，内部两批认定人才，外部引进销售、IT、管理、技术等人才；3) 运营效率：目前处于整合阶段，效率上有短暂下降，之后会大幅提升。4) 宝能：作为战略投资者，坚定不移持有中炬高新。

**重申逻辑：**经营层面长期看不平衡补齐，中期看指引，短期看动销，

### 管理层面看三个改善

公司子公司美味鲜公司作为调味品二梯队领头羊，我们重申公司基本面及跟踪逻辑：

**经营层面：**1) 核心竞争力：早年公司凭借专一品牌、差异化战略，将厨邦从地区性小品牌做到区域性大品牌，未来公司考虑引入日式发酵工艺，打造广式、日式相结合生产方式，继高鲜酱油之后，再次引领市场，公司核心竞争力不断加强。2) 长期逻辑：收入端，公司现在面临三个不平衡，即渠道不平衡、销售区域不平衡、品类不平衡，未来随着三个不平衡逐步打破，收入增速高增长可期；利润端，公司信息化水平、自动化水平、管理水平较行业龙头仍有较大差距，未来三大水平提升，有望带来净利率不断上行；3) 中短期逻辑：中期跟指引，短期看动销。2014年公司制定高管绩效考核制度，并在2019年进行了修正，将高管薪酬与年度经营目标完成度挂钩，即营业收入、净利润、净资产收益率，制度制定后公司每年完成率均在100%+，这也给了我们很好的中期跟踪指引。消费品短期终端库存、动销是公司收入的先行指标，短期值得跟踪关注。

**管理层面：**2018年11月公司换届完成，2019年3月公司实控人由中山火炬高新技术产业开发区管理委员会变更为姚振华先生，公司正式从国企变更为民企。宝能入主，公司预期在激励机制、运营效率、人才引进力度等三个方面有较大改善。

### 盈利预测与评级：维持“买入”评级

疫情引发的经营节奏的变化以及同比错位，2020年全年各个季度报表波动较大，但考虑到这是正常经营环节中可能产生的一些季度波动，同时看到品类的趋势较好、招商进度提前超额完成、薄弱市场在快速加强、餐饮渠道有所好转等，公司基本面并没有出现问题。产能释放红利叠加渠道快速扩张，配套营销力度的强化，我们继续看好公司未来几年持续、快速增长的前景。

鉴于20年业绩基数较低、提前招商也将快速显现效果，判断21年、22年公司的业绩弹性比较大。美味鲜的增速中枢有望提高到20%以上甚至达到30%。随着规模扩大和管理能力提升，降本增效也将更加显著。

调整盈利预测，测算2021-2022年的收入增速分别为23%、20%；归母净利润增速分别为26%、24%。预计21、22年归母净利分别为11.2亿

和 13.95 亿，按 21 年业绩给 41 倍左右 PE，叠加地产估值 40 亿，对应 500 亿总市值，目标股价 63 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题；

#### ■ 主要财务指标

	2019	2020A	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4675	5123	6279	7511
增长率 (%)	12%	10%	23%	20%
净利润(百万元)	718	893	1124	1395
增长率 (%)	18%	24%	26%	24%
摊薄每股收益(元)	0.90	1.12	1.41	1.75

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。