

调味品主业稳健增长，经营改善持续可期

中炬高新(600872)

评级:	买入	股票代码:	600872
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	83.38/39.07
目标价格:		总市值(亿)	392.34
最新收盘价:	49.25	自由流通市值(亿)	392.34
		自由流通股数(百万)	796.64

事件概述

公司发布业绩快报，2020年实现营业收入51.23亿元，同比+9.59%；归母净利润8.9亿元，同比+23.96%；EPS1.12元。美味鲜实现营业收入49.78亿元，同比+11.42%；归母净利润8.61亿元，同比+18.10%。

分析判断:

► 收入略低于预期，轻装上阵迎新成长

公司去年整体收入同比增长9.59%，略低于年初给出的业绩目标，主因Q1业绩受疫情冲击，对全年影响较大。其中美味鲜公司全年增长11.42%，下半年基本恢复至常态化增长，Q3/Q4收入增速分别为12.3%/13.1%，Q4公司并没有为了完成业绩目标而给予渠道过多压力，整体渠道库存较为良性，也为新一年的增长奠定了较好的基础，使得2021年轻装上阵，有望迎来新一轮成长。分品类来看，预计鸡精鸡粉受餐饮渠道影响同比有所下降，而酱油需求基本恢复，增长稳健；分区域来看，预计大本营南部区域受高基数以及疫情双重影响增长较慢，而中西部、北部等弱势区域实现高增，2021年南部区域市场恢复预计将是带动公司收入增长的重要推动力，餐饮渠道需求恢复叠加公司重点发力，也将是重要的增长点。

► 毛利率提升带动利润超预期增长，盈利能力不断提升

公司全年归母净利润同比增长23.96%，高于年初业绩目标，主要得益于毛利率提升和管理费用管控效率提升。2020年美味鲜实现毛利率41.75%，相较于去年同期提升2.19pct，相应的预计公司整体毛利率提升幅度也在2个pct以上，主要得益于包材价格下行、产品结构提升以及生产效率优化。费用端来看，预计销售费用率因公司整体营销推广更加积极而小幅提升；管理费用率因费用管控能力提升而同比下降；财务费用因年初公司债兑付摘牌后利息支出减少，费用率同比下降。另一方面，因拆除中山西厂区厂房，形成资产处置损失3634万元，对利润有一定的影响。综合来看，公司全年实现净利率17.37%，同比提升2.01pct，盈利能力不断提升。

► 战略目标清晰，增长弹性持续可期

公司调味品去年下半年增长和需求已基本恢复，今年年初至今整体销售仍然较为稳健，渠道库存已基本恢复良性。公司今年将重点发力在餐饮渠道开拓、销售团队积极性提升以及激励政策优化、品牌力提升和管理效率提升等多个环节，提升公司收入规模的同时提升业绩弹性。我们长期看好公司在营销布局、产能扩张和产品研发等多方面不断深耕，顺应行业发展趋势，强化竞争优势和壁垒。

投资建议

参考业绩快报，我们调整了盈利预测，我们预计公司20-22年收入分别为51.2/60.5/72.5亿元，同比+9.59%/+18.00%/+20.00%，上次预测为同比+12.2%/+21.0%/+19.8%；归母净利润分别为8.9/10.8/13.4亿元，同比+23.96%/+21.75%/+24.03%，上次预测为同比+17.7%/27.3%/27.4%；EPS为1.12/1.36/1.69元，当前股价对应估值分别为44/36/29倍，维持买入评级。

风险提示

疫情影响超预期、行业竞争加剧、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4166.46	4674.84	5123.37	6045.58	7254.70
YoY (%)	15.43	12.20	9.59	18.00	20.00

归母净利润(百万元)	607.43	717.94	889.93	1083.53	1343.93
YoY (%)	34.01	18.19	23.96	21.75	24.03
毛利率 (%)	39.11	39.55	41.90	41.70	42.20
每股收益 (元)	0.76	0.90	1.12	1.36	1.69
ROE	16.85	18.18	19.35	19.99	20.75
市盈率	64.59	54.65	44.09	36.21	29.19

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4674.84	5123.37	6045.58	7254.70	净利润	791.33	966.20	1156.36	1414.83
YoY (%)	12.20	9.59	18.00	20.00	折旧和摊销	435.36	134.62	141.44	151.86
营业成本	2826.06	2976.68	3524.57	4193.22	营运资金变动	140.65	112.42	-98.86	392.97
营业税金及附加	60.99	61.48	72.55	87.06	经营活动现金流	1353.97	1175.51	1153.14	1900.88
销售费用	456.29	543.08	665.01	812.53	资本开支	232.38	268.08	191.00	201.00
管理费用	295.10	271.00	314.37	362.73	投资	-67.89	80.00	80.00	85.00
财务费用	48.87	54.81	44.15	46.76	投资活动现金流	-127.63	-188.08	-111.00	-116.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	71.64	60.00	70.00	75.00	债务募资	-392.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	930.95	1133.08	1356.70	1658.78	筹资活动现金流	-631.12	103.20	-587.25	-239.65
营业外收支	-2.92	-3.00	-3.00	-3.00	现金净流量	595.23	1090.64	454.88	1545.24
利润总额	928.02	1130.08	1353.70	1655.78					
所得税	136.69	163.88	197.34	240.96	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	791.33	966.20	1156.36	1414.83	成长能力				
归属于母公司净利润	717.94	889.93	1083.53	1343.93	营业收入增长率	12.20	9.59	18.00	20.00
YoY (%)	18.19	23.96	21.75	24.03	净利润增长率	18.19	23.96	21.75	24.03
每股收益	0.90	1.12	1.36	1.69	盈利能力				
					毛利率	39.55	41.90	41.70	42.20
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	15.36	17.37	17.92	18.52
货币资金	698.82	1789.46	2244.34	3789.58	总资产收益率 ROA	12.03	13.77	14.70	12.75
预付款项	4.91	8.93	10.57	12.58	净资产收益率 ROE	18.18	19.35	19.99	20.75
存货	1567.92	1342.61	1633.69	1487.92	偿债能力				
其他流动资产	1252.95	1288.17	1304.40	1323.66	流动比率	220.25	234.58	289.30	311.40
流动资产合计	3524.61	4429.17	5193.01	6613.74	速动比率	122.27	163.47	198.29	241.34
长期股权投资	5.10	-14.90	-24.90	-34.90	现金比率	114.58	154.88	188.25	231.86
固定资产	1424.21	1362.88	1304.80	1306.37	资产负债率	28.69	28.64	24.49	24.19
无形资产	211.47	216.18	220.81	225.38	经营效率				
非流动资产合计	2429.12	2539.58	2576.14	2612.28	总资产周转率	78.32	79.29	82.04	85.37
资产合计	5953.73	6968.75	7769.15	9226.02	每股指标 (元)				
短期借款	112.68	474.15	170.98	231.34	每股收益	0.90	1.12	1.36	1.69
应付账款及票据	437.32	467.34	572.74	693.14	每股净资产	4.96	5.77	6.80	8.13
其他流动负债	1050.30	946.63	1051.32	1199.40	每股经营现金流	1.70	1.48	1.45	2.39
流动负债合计	1600.29	1888.12	1795.04	2123.88	每股股利	0.28	0.30	0.33	0.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	107.64	107.64	107.64	107.64	PE	54.65	44.09	36.21	29.19
非流动负债合计	107.64	107.64	107.64	107.64	PB	9.94	8.53	7.24	6.06
负债合计	1707.93	1995.75	1902.68	2231.51					
股本	796.64	796.64	796.64	796.64					
少数股东权益	296.82	373.09	445.91	516.82					
股东权益合计	4245.80	4973.00	5866.47	6994.51					
负债和股东权益合计	5953.73	6968.75	7769.15	9226.02					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星，华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟，华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。