

中炬高新 (600872)

公司研究/点评报告

渠道裂变叠加产能扩张，长期成长逻辑仍然清晰

—中炬高新 (600872) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 24 日

一、事件概述

3 月 23 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%；实现归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%。美味鲜公司实现营收 49.78 亿元，同比+11.42%；实现归母净利润 8.61 亿元，同比+18.10%。

二、分析与判断

➤ 核心产品酱油稳健增长，北部、中西部等新兴地区快速渗透

2020 年公司实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%，折合 20Q4 同比+14.80%。总体看，全年收入略低于 2019 年初规划，主要归因于全年一头一尾两个旺季未能有亮眼表现。不过，公司在 2020 年末并未为强行完成业绩目标而给渠道施加过多压力，良性的库存水平有利于 21Q1 迎接开门红。(1) **分产品看**，2020 年酱油/鸡精粉/食用油/其他品类收入分别+8%/-6%/+35%/+22%，核心产品酱油仍实现稳健增长，鸡精鸡粉受餐饮疲软影响呈现负增长，食用油等其他小品类表现亮眼。(2) **分地区看**，2020 年东部/南部/中西部/北部收入分别同比+1%/7%/31%/16%，东部、南部市场增速较低主要系去年本地市场竞争较为激烈；北部、中西部新兴市场增速高于整体水平，主要得益于去年疫情期间人口滞留以及公司积极的渠道扩张政策。(3) **经销商方面**，2020 年净增加 370 家，超额完成目标，东部/南部/中西部/北部分别净增加 77/36/83/174 家，其中北部、中西部等新兴市场明显增加较多，充分反映公司正积极推进渠道下沉与裂变。(4) **渠道方面**，2020 年家庭端/餐饮端分别同比+17%/-2%，疫情冲击导致餐饮端占比下降至 25%。

其他业务表现疲软：2020 年公司本部收入同比-30%，净利润 7.7 亿元，同比扭亏 8.1 亿元，主要系美味鲜向本部分红 7.5 亿元；中汇合创同比-41%，主因商品房销售收入减少拖累；中炬精工收入同比-19%，主要系疫情导致出口及内销皮带轮等销售减少。

➤ 经营改善与降本增效推动盈利能力明显提升

2020 年公司实现归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%，主要得益于毛利率提升。(1) **毛利率**：2020 年毛利率为 41.56%，同比+2.02ppt，主要系 20H1 包材价格有所下行以及成本管理与控制得以加强。(2) **净利率**：2020 年归母净利率 17.37%，同比+2.01ppt，提升幅度基本与毛利率提升匹配。(3) **费用率**：2020 年期间费用率为 19.80%，同比-0.47ppt。其中销售费用率 11.05%，同比+1.29ppt，主要系公司为配合渠道下沉与裂变而加大广告与促销等费用投放；管理费用率 5.48%，同比-0.83ppt，主要得益于疫情期间社保减免优惠政策；财务费用率 0.26%，同比-0.79ppt，主要系公司总部债券利息支出同比减少。

➤ 2021 年收入端有望提速，长期稳步迈向“双百”目标

短期看，收入端：(1) 春节备货延后叠加超低基数，21Q1 有望释放收入弹性；(2) 2020 年公司经销商数量明显增加，但收入增长未充分体现，考虑今年公司将持续推进渠道下沉及分裂，预计 2021 年 19% 的收入增速目标大概率实现。**利润端**：(1) 成本方面，虽然今年行业面临成本上涨压力，但公司仍可通过技改项目降本增效来予以对冲；(2) 费用方面，预计公司仍将严格控制管理费用，但为配合渠道下沉与裂变动作，销售费用将大概率延续扩张态势。**长期看，产能**：2021 年 3 月中山技改扩产项目顺利开工，预计 22H2 正式投产，将为公司长期发展提供产能基础保障。**渠道**：公司进一步加快空白市场开发，计划 2021 年经销商数量达到 1700 家（比 2020 年末增加 20%）。**营销**：优化销售人员激励方案，C 端通过电视、新媒体等平台扩大消费者覆盖面，餐饮端通过点对点模式努力塑造品牌形象与增强用户粘性。

推荐

维持评级

当前价格：**48.3 元**

交易数据 **2021-3-23**

近 12 个月最高/最低(元)	82.85/41.5
总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	385
流通市值(亿元)	385

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 中炬高新 (600872) 2020 年业绩快报点评：毛利率推动盈利能力显著改善，2021 年收入有望提速
2. 中炬高新 (600872) 调研简报：产能扩张叠加渠道优化，持续夯实发展动能

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 61.05/69.95/80.54 亿元，同比+19.2%/+14.6%/+15.1%；实现归母净利润 10.25/12.45/14.58 亿元，同比+15.2%/+21.4%/+17.1%，折合 EPS 为 1.29/1.56/1.83 元，对应 PE 为 38/31/26 倍。公司估值低于可比公司 2021 年平均 45 倍估值（Wind 一致预期，算数平均法）。考虑到内部改革/营销/渠道/产能齐发力，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。维持“推荐”评级。

四、风险提示

渠道下沉与裂变不及预期、成本快速上涨、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,123	6,105	6,995	8,054
增长率（%）	9.6%	19.2%	14.6%	15.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	890	1,025	1,245	1,458
增长率（%）	24.0%	15.2%	21.4%	17.1%
每股收益（元）	1.12	1.29	1.56	1.83
PE（现价）	43.24	37.54	30.92	26.39
PB	11.50	6.82	5.59	4.61

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,123	6,105	6,995	8,054
营业成本	2,994	3,530	3,980	4,475
营业税金及附加	58	74	82	96
销售费用	566	736	874	1,095
管理费用	281	342	364	403
研发费用	154	183	196	226
EBIT	1,070	1,240	1,499	1,759
财务费用	13	11	5	5
资产减值损失	-1	2	2	2
投资收益	85	79	91	105
营业利润	1,169	1,308	1,584	1,858
营业外收支	-39	0	0	0
利润总额	1,130	1,308	1,584	1,858
所得税	159	184	222	261
净利润	971	1,124	1,362	1,597
归属于母公司净利润	890	1,025	1,245	1,458
EBITDA	1,224	1,360	1,612	1,875
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	242	956	2,282	3,811
应收账款及票据	33	37	44	50
预付款项	5	6	7	8
存货	1,682	1,971	2,229	2,502
其他流动资产	2,137	2,138	2,146	2,151
流动资产合计	4,099	5,107	6,708	8,522
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,458	1,512	1,556	1,605
无形资产	198	272	293	321
非流动资产合计	2,560	2,608	2,557	2,534
资产合计	6,659	7,715	9,265	11,056
短期借款	360	0	0	0
应付账款及票据	552	599	705	776
其他流动负债	645	791	873	996
流动负债合计	1,557	1,390	1,577	1,772
长期借款	0	100	100	100
其他长期负债	110	110	110	110
非流动负债合计	110	210	210	210
负债合计	1,667	1,600	1,787	1,982
股本	797	797	797	797
少数股东权益	376	475	592	731
股东权益合计	4,992	6,116	7,477	9,075
负债和股东权益合计	6,659	7,715	9,265	11,056

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	9.6%	19.2%	14.6%	15.1%
EBIT 增长率	20.4%	15.9%	20.9%	17.4%
净利润增长率	24.0%	15.2%	21.4%	17.1%
盈利能力				
毛利率	41.6%	42.2%	43.1%	44.4%
净利润率	19.0%	18.4%	19.5%	19.8%
总资产收益率 ROA	13.4%	13.3%	13.4%	13.2%
净资产收益率 ROE	19.3%	18.2%	18.1%	17.5%
偿债能力				
流动比率	2.63	3.68	4.25	4.81
速动比率	1.55	2.25	2.84	3.39
现金比率	0.16	0.69	1.45	2.15
资产负债率	25.0%	20.7%	19.3%	17.9%
经营效率				
应收账款周转天数	2.32	2.16	2.24	2.20
存货周转天数	205.05	203.78	204.41	204.09
总资产周转率	0.77	0.79	0.76	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.29	1.56	1.83
每股净资产	5.79	7.08	8.64	10.47
每股经营现金流	1.26	1.35	1.64	1.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	43.24	37.54	30.92	26.39
PB	11.50	6.82	5.59	4.61
EV/EBITDA	43.48	27.67	22.52	18.54
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	971	1,124	1,362	1,597
折旧和摊销	154	120	113	116
营运资金变动	-97	-103	-86	-90
经营活动现金流	1,001	1,073	1,303	1,524
资本开支	-327	-168	-63	-95
投资	-857	0	0	0
投资活动现金流	-1,125	-88	28	10
股权募资	0	0	0	0
债务募资	560	-260	0	0
筹资活动现金流	-407	-271	-5	-5
现金净流量	-531	714	1,327	1,529

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。