

2021年03月23日

中炬高新 (600872.SH)

公司快报

务实发展，踏实前行

事件：公司发布20年年报，2020年公司实现营收51.23亿元，同比+9.59%；实现归母净利润8.90亿元，同比+23.96%，扣非后归母净利润8.97亿元，同比+30.07%。其中，美味鲜实现收入49.78亿元，同比+11.42%，中汇合创实现营收5262万元。

投资要点

◆ **收入良性增长，业绩基本符合预期：**20年全年美味鲜实现营收49.78亿元，同比+11.4%。季度收入方面，Q1-Q4分别实现11.23/13.69/12.30/12.56亿元的销售额，同比-3.8%/25.0%/12.3%/13.2%，保持良性增长。利润方面，Q1-Q4分别实现2.06/2.5/2.16/1.89亿元的归母净利润，同比+10.8%/42.0%/19.3%/1.6%，其中由于公司四季度实施中山厂区技改，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，Q4归母净利润增长约21%。

◆ **美味鲜业务收入稳定发展，新兴区域较快发展**

(1) 分产品来看，酱油实现收入31.23亿元，同比+8.43%，近几年增速有所放缓，但酱油占总营收的比重依然还在60%以上，目前占调味品营收的63.34%。酱油吨价同比-3.63%，我们预计主要系公司更有性价比的新品/次新品（如厨邦金标，实惠装产品等）获得较多的增量。鸡精鸡粉实现收入4.94亿元，同比-6.20%，由于鸡精鸡粉走餐饮渠道较多，上半年受疫情影响较大，Q1/Q2收入同比-33%/-10%，下半年逐季恢复，Q3/Q4收入同比+5%和15%。食用油实现收入6.03亿元，同比+34.99%，持续高速增长，占调味品营收比重提升到12.23%。此外，估计蚝油和料酒也保持较高的增速。

(2) 从区域划分角度来看，中西部地区在去年保持较快增速，迈上了10亿的台阶，同比+31.48%，主要系中西部积极扩大经销商数量（截至期末有经销商363，同比+29.64%），填补空白市场，同时我们预计公司性价比较高的调味品也在中西部获得了较好的认可，比如食用油销售额占比16%，更高于其它区域。东部和南部成熟区域酱油产品的占比更大，受竞争激烈以及年末的影响，区域Q4收入分别同比-7.91%和1.72%，对全年该区域收入贡献有所拖累。从经销商数量来看，公司着重开拓中西部和北部，新兴区域继续取得较快的发展。

◆ **毛利率有较大提升，控费增效效果显现：**全年实现净利率18.96%，同比+2.03pcts，主要系毛利率的增长所致，费用率控制较好。(1) 毛利端：美味鲜实现调味品毛利率41.51%，同比+2.04pcts。由于20年部分原材料价格有所下降，生产效率提升和规模效应显现，公司主要品类的毛利率均有不同程度的提升，其中酱油48.69%（同比+2.87pcts）、鸡精鸡粉43.12%（同比+3.66pcts）、食用油14.85%（同比+1.79pcts）、料酒35%（同比+7.7pcts）。(2) 销售费用同比+24.19%，销售费用率实现11.21%，同比+1.15pcts，为发展和开拓渠道，费用的绝对额还是会继续有较大幅度的增加，20年公司增加促销推广费、广告费、运输费，同时前端销售人员年中有一次薪酬的调整也增加了部分费用。管理费用同比-5.21%，管理费用率

食品饮料 | 调味品 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2021-03-23)

48.30元

交易数据

总市值(百万元)	38,477.58
流通市值(百万元)	38,477.58
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12个月价格区间	40.00/83.38元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.91	-26.86	-7.22
绝对收益	-22.25	-25.23	17.03

分析师

陈振志
 SAC 执业证书编号：S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

报告联系人

王颖洁
 wangyingjie@huajinsec.cn
 021-20377191

相关报告

中炬高新：产品销售稳健，继续降本增效
 2020-11-02

中炬高新：销售表现优秀，业绩超预期
 2020-08-21

中炬高新：调味品业务销售正常，Q1 利润略超预期
 2020-05-01

中炬高新：调味品稳健增长，19 年顺利收官
 ---中炬高新 2019 年报点评
 2020-03-17

中炬高新：中炬高新公司快报
 2019-12-04

实现 4.4%，同比-0.77pcts，主要还是享受疫情期间社保减免优惠政策，根据公司披露，还有薪酬奖励预提项目调整，减少了部分奖励支出影响。

◆ **务实发展，踏实前行。**公司一方面，对外加快营销人员和经销商的队伍扩充及建设，提升县级市场开发率（2020 年为 51%，相较年初提升了 12.7pcts），规划 21 年经销商总量超过 1700 家；同时对于餐饮渠道继续接洽和积累。另一方面，对内完善各层级激励，依然按照“营收”和“扣非归母净利润”为主要效益目标进行考核，增加奖惩力度；同时产能先行，通过技改和阳西基地建设扩充产能，整合研发团队成立厨邦食品研究院，积极部署品类的横向和纵向扩充。公司依然向着双百目标计划进发，有压力，但是各项工作仍然在较好的推进。受包材、大豆等原材料价格上涨的趋势影响，以及公司技改扩产仍在继续，我们预计今年毛利率继续大幅提升的可能性较小，或将维持相对稳定。明年公司计划营收确保 61 亿（同+19.06%），归母净利润实现 9.85 亿元（同+10.68%），目标审慎，我们认为达成可期。

◆ **投资建议：**我们预计公司 21-22 年收入增长 19.1%和 18.2%，利润增长 10.3%和 18.5%，EPS 分别为 1.23/1.46，当前维持买入-A 评级。

◆ **风险提示：**调味品销售不达预期，公司改革不达预期，区域扩张不达预期

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,675	5,123	6,100	7,212	8,660
YoY(%)	12.2	9.6	19.1	18.2	20.1
净利润(百万元)	718	890	981	1,163	1,483
YoY(%)	18.2	24.0	10.3	18.5	27.5
毛利率(%)	39.5	41.6	41.5	42.0	42.9
EPS(摊薄/元)	0.90	1.12	1.23	1.46	1.86
ROE(%)	18.6	19.5	19.4	20.4	22.4
P/E(倍)	53.6	43.2	39.2	33.1	26.0
P/B(倍)	9.7	8.3	7.6	6.8	5.9
净利率(%)	15.4	17.4	16.1	16.1	17.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3525	4099	5757	6192	7198	营业收入	4675	5123	6100	7212	8660
现金	699	242	1385	1637	1966	营业成本	2826	2994	3568	4185	4945
应收票据及应收账款	26	33	38	46	55	营业税金及附加	61	58	74	85	104
预付账款	5	5	7	7	10	营业费用	456	566	683	822	987
存货	1568	1682	2191	2352	3015	管理费用	295	281	366	433	476
其他流动资产	1227	2137	2137	2149	2153	研发费用	147	154	186	220	263
非流动资产	2429	2560	2822	3089	3434	财务费用	49	13	60	78	82
长期投资	5	5	5	5	5	资产减值损失	-0	-1	0	0	0
固定资产	1424	1458	1702	1948	2265	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产	211	198	208	215	211	投资净收益	72	85	81	83	82
其他非流动资产	788	900	907	921	954	营业利润	931	1169	1264	1496	1909
资产总计	5954	6659	8580	9281	10633	营业外收入	1	2	0	0	0
流动负债	1600	1557	2890	2841	3197	营业外支出	4	40	0	0	0
短期借款	113	360	1260	1283	1134	利润总额	928	1130	1264	1496	1909
应付票据及应付账款	437	552	627	756	878	所得税	137	159	190	224	286
其他流动负债	1050	645	1003	801	1186	税后利润	791	971	1074	1272	1622
非流动负债	108	110	165	194	206	少数股东损益	73	81	93	109	140
长期借款	0	0	55	84	96	归属母公司净利润	718	890	981	1163	1483
其他非流动负债	108	110	110	110	110	EBITDA	1055	1298	1436	1710	2145
负债合计	1708	1667	3055	3034	3403						
少数股东权益	297	376	469	578	718	主要财务比率					
股本	797	797	797	797	797	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	91	91	91	91	91	成长能力					
留存收益	3044	3711	4184	4756	5487	营业收入(%)	12.2	9.6	19.1	18.2	20.1
归属母公司股东权益	3949	4616	5055	5669	6512	营业利润(%)	16.6	25.5	8.2	18.4	27.5
负债和股东权益	5954	6659	8580	9281	10633	归属于母公司净利润(%)	18.2	24.0	10.3	18.5	27.5
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	39.5	41.6	41.5	42.0	42.9
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	15.4	17.4	16.1	16.1	17.1
经营活动现金流	1059	1001	1104	1181	1655	ROE(%)	18.6	19.5	19.4	20.4	22.4
净利润	791	971	1074	1272	1622	ROIC(%)	17.1	19.5	17.0	18.2	20.9
折旧摊销	141	154	146	179	215	偿债能力					
财务费用	49	13	60	78	82	资产负债率(%)	28.7	25.0	35.6	32.7	32.0
投资损失	-72	-85	-81	-83	-82	流动比率	2.2	2.6	2.0	2.2	2.3
营运资金变动	141	-97	-96	-265	-181	速动比率	1.2	0.7	0.8	0.9	0.9
其他经营现金流	9	46	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-128	-1125	-327	-364	-477	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
筹资活动现金流	-631	-407	-533	-588	-700	应收账款周转率	125.1	171.7	171.7	171.7	171.7
						应付账款周转率	6.5	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.12	1.23	1.46	1.86	P/E	53.6	43.2	39.2	33.1	26.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.26	1.39	1.48	2.08	P/B	9.7	8.3	7.6	6.8	5.9
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.79	6.35	7.12	8.17	EV/EBITDA	35.6	29.5	26.6	22.3	17.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn