

2021年03月23日

短期加大投放谋规模提升，铸长期竞争壁垒

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:	83.38/40.0
目标价格:		总市值(亿)	384.78
最新收盘价:	48.3	自由流通市值(亿)	384.78
		自由流通股数(百万)	796.64

事件概述

公司发布年报，2020年实现营收51.23亿元，同比+9.59%；归母净利润8.9亿元，同比+23.96%；EPS1.12元，拟每10股派发现金红利6.8元(含税)

分析判断:

▶ 弱势区域持续发力，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受疫情冲击，对全年影响较大。年底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，公司2020年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他品类分别同比+8.43%/-6.2%/+34.99%/+21.76%，其中酱油Q1受疫情影响较大，后续需求基本恢复；食用油因商超渠道需求大增，产品结构优化，实现量价高增；小品类也实现不错增长；鸡精鸡粉受餐饮渠道影响同比有所下降，但下半年已实现同比增长。**分渠道来看**，公司全年净增经销商370家，达到1421家，新增销售人员300余人，全国区县级行政区开发率从年初的38.3%提升至51%，提升12.7pct，其中公司家庭消费和餐饮消费渠道收入分别同比+17.76%和-1.96%，受疫情影响公司营销重点向家庭方向转移。**分区域来看**，全年东部/南部/中西部/北部分别同比+0.87%/+6.66%/+31.48%/+16.41%，大本营南部区域受高基数以及疫情双重影响增长较慢，东部因竞争和疫情原因增长趋缓，而中西部、北部等弱势区域实现高增。2021年南部和东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，净利率持续提升

公司全年归母净利润同比高增23.96%，主要得益于毛利率提升和管理费用管控效率提升。2020年公司实现毛利率41.56%，同比+2.01pct，主要得益于原材料价格下行、产品结构提升以及生产效率优化。费用端来看，公司全年销售费用率和管理费用率分别为11.05%和5.48%，分别较同期+1.29pct和-0.83pct，销售费用率因公司整体营销推广更加积极而有所提升，管理费用率因费用管控能力提升而同比下降。综合来看，公司全年实现净利率18.96%，同比提升2.03pct，净利率持续增长，盈利能力不断提升。

▶ 2021年加大市场投入谋规模提升，短期利润承压

公司2021年经营目标中收入同比增长19.06%至61亿元，归母净利润同比增长10.68%至9.85亿元。2021年将是公司规模快速增长的一年，公司将持续推进团队建设、渠道开发与下沉（经销商总数超过1700个）、1+N品类扩张、多渠道品牌传播、分层级市场推广以及优化加强团队激励，特别是在激励层面拉大差距，给予大区、办事处更大的灵活自主权通过政策激励，细化业绩贡献，强化激励导向。公司计划加大市场投放、品牌传播和员工激励的同时势必需要销售费用支持，因此公司全年利润目标增速低于收入目标增速，预计销售费用率提升将是2021年影响净利率的核心因素。我们认为公司短期费用投放将加大领先优势，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

参考公司经营目标，我们调整了盈利预测。我们预计公司 21-23 年收入分别为 61.5/71.3/81.0 亿元，同比 +20.0%/+15.9%/+13.6%，上次预测 21 年和 22 年收入增速分别为 +18.0%/+20.0%；归母净利润分别为 9.9/12.2/14.8 亿元，同比 +10.9%/+23.1%/+21.8%，上次预测 21 和 22 年归母净利润增速分别为 +21.75%/+24.03%；EPS 为 1.24/1.53/1.86 元，当前股价对应估值分别为 39/32/26 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,675	5,123	6,150	7,130	8,100
YoY (%)	12.2%	9.6%	20.0%	15.9%	13.6%
归母净利润(百万元)	718	890	987	1,216	1,480
YoY (%)	18.2%	24.0%	10.9%	23.1%	21.8%
毛利率 (%)	39.5%	41.6%	41.0%	41.5%	41.9%
每股收益 (元)	0.90	1.12	1.24	1.53	1.86
ROE	18.2%	19.3%	17.6%	17.8%	17.8%
市盈率	53.59	43.24	38.98	31.65	25.99

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,123	6,150	7,130	8,100	净利润	971	1,073	1,316	1,597
YoY (%)	9.6%	20.0%	15.9%	13.6%	折旧和摊销	154	810	60	60
营业成本	2,994	3,629	4,171	4,706	营运资金变动	-97	-170	-158	-220
营业税金及附加	58	68	78	89	经营活动现金流	1,001	1,624	1,112	1,315
销售费用	566	830	913	972	资本开支	-327	-947	-28	-24
管理费用	281	320	357	405	投资	-857	-100	-100	-100
财务费用	13	6	5	-17	投资活动现金流	-1,125	-948	-12	9
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	85	105	121	138	债务募资	560	0	0	0
营业利润	1,169	1,247	1,547	1,878	筹资活动现金流	-407	-14	-14	-14
营业外收支	-39	1	1	1	现金净流量	-531	662	1,086	1,309
利润总额	1,130	1,248	1,548	1,879					
所得税	159	175	232	282	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	971	1,073	1,316	1,597	成长能力				
归属于母公司净利润	890	987	1,216	1,480	营业收入增长率	9.6%	20.0%	15.9%	13.6%
YoY (%)	24.0%	10.9%	23.1%	21.8%	净利润增长率	24.0%	10.9%	23.1%	21.8%
每股收益	1.12	1.24	1.53	1.86	盈利能力				
					毛利率	41.6%	41.0%	41.5%	41.9%
					净利率	19.0%	17.4%	18.5%	19.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	13.4%	12.3%	12.7%	13.0%
货币资金	242	903	1,990	3,299	净资产收益率 ROE	19.3%	17.6%	17.8%	17.8%
预付款项	5	7	8	9	偿债能力				
存货	1,682	2,070	2,357	2,665	流动比率	2.63	2.89	3.32	3.76
其他流动资产	2,170	2,333	2,543	2,807	速动比率	1.55	1.76	2.18	2.62
流动资产合计	4,099	5,314	6,897	8,780	现金比率	0.16	0.49	0.96	1.41
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	25.0%	24.3%	22.9%	21.4%
固定资产	1,458	1,658	1,708	1,758	经营效率				
无形资产	198	188	178	168	总资产周转率	0.77	0.77	0.75	0.71
非流动资产合计	2,560	2,702	2,673	2,641	每股指标 (元)				
资产合计	6,659	8,016	9,570	11,420	每股收益	1.12	1.24	1.53	1.86
短期借款	360	360	360	360	每股净资产	5.79	7.03	8.56	10.42
应付账款及票据	552	681	808	941	每股经营现金流	1.26	2.04	1.40	1.65
其他流动负债	645	800	912	1,032	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,557	1,841	2,080	2,333	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	43.24	38.98	31.65	25.99
其他长期负债	110	110	110	110	PB	11.50	6.87	5.64	4.64
非流动负债合计	110	110	110	110					
负债合计	1,667	1,951	2,190	2,443					
股本	797	797	797	797					
少数股东权益	376	462	562	678					
股东权益合计	4,992	6,065	7,380	8,977					
负债和股东权益合计	6,659	8,016	9,570	11,420					

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7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

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。