



2021年3月24日

中炬高新 (600872) : 调味品业务稳步增长, 盈利能力持续提升

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 45.80元

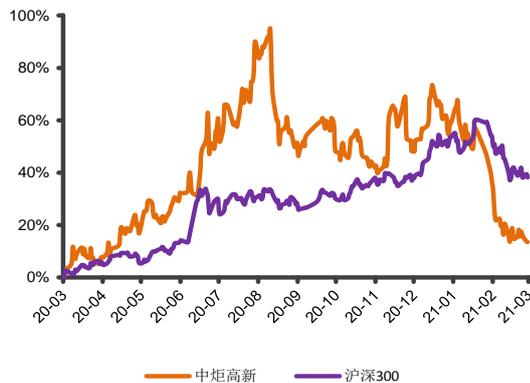
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,123	6,108	7,183	8,159
(+/-)	9.6%	19.2%	16.9%	14.3%
营业利润	1,169	1,393	1,643	1,883
(+/-)	25.5%	19.2%	17.9%	14.6%
归属母公司净利润	890	1,078	1,287	1,488
(+/-)	24.0%	21.1%	19.4%	15.6%
EPS (元)	1.12	1.35	1.62	1.87
市盈率	43.2	35.7	29.9	25.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	7.97 / 7.97
流通市值 (亿元)	365
每股净资产 (元)	5.79
资产负债率 (%)	25.0

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司于 3 月 23 日晚间发布 2020 年报。报告期内, 公司实现营业收入 51.23 亿元, 同比增长 9.59%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8.9 亿元, 同比增长 23.96%; 扣非后净利润 8.97 亿元, 同比增长 30.07%; 每股收益 1.12 元。其中 Q4 单季实现营业收入 13.14 亿元, 同比增长 14.81%; 归母净利润 2.22 亿元, 同比增长 28.88%; 每股收益 0.28 元。拟每 10 股派发现金红利 6.8 元 (含税)。

● 收入稳中有升, 新兴市场实现高增。2020 年公司实现了稳中有升, 收入略低于年初公司目标, 主要还是受到了疫情影响。毛利率同比大幅上升 2.01pct 至 41.56%, 创历史新高, 主要是材料价格同比下降减少成本所致。分产品来看, 酱油收入 31.23 亿元, 同比+8.43%, 销售占比 60.95%, 毛利率 48.69%, 同比增 2.87pct; 食用油收入 6.03 亿元, 同比大幅+34.99% (产量+15.88%), 销售占比 11.77%, 毛利率 14.85%, 同比增 1.79pct; 鸡精收入 4.94 亿元, 同比-6.20%, 主要受餐饮渠道疲软拖累, 销售占比 9.64%, 毛利率 43.12%, 同比增 3.66pct。分地区来看, 南部和东部已经属于成熟市场, 增速较缓, 分别同比增 3.81%和 0.48%; 中西部和北部新兴市场实现高增, 分别同比增 31.48%和 16.41%, 主要系公司积极渠道扩张所致。分渠道来看, 全年新增经销商客户 370 家, 比年初增 35.20%; 区县级行政区开发率从 38.3%提升至 51%, 比年初增 12.7pct。

● 全年期间费用率控制有效, 净利率持续增长。全年期间费用率 19.80%, 同比下降 0.47pct, 其中销售费用率 11.05%, 同比增加 1.29pct, 主要是工资福利、广告费、促销推广费和运输费增加; 管理费用率 8.49%, 同比下降 0.97pct, 主要是疫情期间享受社保减免优惠政策影响; 财务费用率 0.26%, 同比下降 0.79pct, 主要是债券利息支出同比减少; 研发费用率基本保持稳定。公司全年净利率 18.96%, 同比增长 2.03pct。

● 公司未来看点。(1) 公司积极扩张产能, 将投资 12.75 亿



元对中山基地进行技术升级和扩产改造，项目达产后，年生产能力将从 31.43 万吨大幅提升至 58.43 万吨；（2）公司大力拓展营销区域并且推进渠道下沉，规划开发经销商总量超 1700 家，目前经销商已超过 1400 家；（3）公司加大高端产品的投入，坚持以高端产品为主布局，随着消费者品牌和健康意识的增强，再加上调味品具有显著的刚性需求，未来的市场上升空间大。公司指定 2021 年收入目标 61 亿元，归母净利润 9.85 亿元，我们认为随着渠道开发速度加快，考核激励方案优化，五年双百的战略目标有望达成。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 61.08、71.38 和 81.59 亿元，EPS 分别为 1.35、1.62 和 1.87 元，当前股价对应 PE 分别为 35.7、29.9 和 25.9 倍，估值具有一定优势，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；渠道下沉不及预期；原材料价格波动风险；食品安全问题。



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>