

## 食品饮料

## 中炬高新 (600872.SH)

## 维持评级

报告原因：年报点评

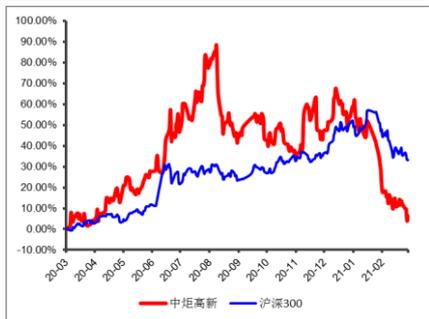
调味品业务稳健增长，2021 年收入目标提速

买入

2021 年 3 月 25 日

公司研究/点评报告

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2021 年 3 月 25 日

收盘价(元):	46.80
年内最高/最低(元):	74.71/45.40
流通 A 股/总股本(亿):	7.97/7.97
流通 A 股市值(亿):	376
总市值(亿):	376

## 基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益	1.12
每股净资产(元):	5.79
净资产收益率:	20.96%

分析师:

和芳芳

执业登记编码: S0760519110004

邮箱: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.c

## 事件描述

- 公司晚间发布 2020 年年报称，2020 年归属于母公司所有者的净利润 8.9 亿元，同比增长 23.96%；营业收入 51.23 亿元，同比增长 9.59%；基本每股收益 1.1171 元，同比增长 23.96%。

## 事件点评

美味鲜业务稳健增长，中西部区域增速较快。公司 2020 年实现营业收入 51.23 亿元，同比+9.59%，（其中美味鲜实现销售收入 49.78 亿元，同比增加 5.1 亿元，增幅为 11.42%）；归母净利润 8.9 亿元，同比+23.96%，总体看，全年收入略低于 2019 年初规划。其中单 Q4 收入 13.14 亿，同比+14.81%；归母净利润 2.2 亿，同比+28.88%。1) 分品类看，酱油稳健增长，食用油业务延续高增态势。2020 年公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品实现营收 31.23/4.94/6.03/7.10 亿元，同比+8.43%/-6.2%/+34.99%/+21.76%；2) 分区域来看，中西部区域增速较快，2020 年东/南/中西/北部区域分别实现收入 11.03/20.12/10.38/7.76 亿元，同比+0.87%/+6.66%/+31.48%/+16.41%。3) 分渠道来看，2020 年分销渠道实现营业收入 48.01 亿元，同比+10.53%，直销渠道实现营业收入 1.29 亿元，同比+38.78%。

- 毛利提升及财务费用率下降，助力净利率提高。公司 2020 年销售净利率 18.96%，同比增加 2.03pct，主要是项目的不断升级改造，生产产能和效率得到进一步的提升，同时，受益原材料成本下降，毛利率显著提升。具体来看：1) 2020 年销售毛利率为 41.56%，同比增加 2.01pct；2) 2020 年销售期间费用率 19.80%，同比减少 0.47pct，其中销售费用率为 11.05%，同比增加 1.29pct，主要是今年对营销队伍进行了适度扩大，主要希望经过 2-3 年培养，为未来投产后做铺垫；管理费用率 8.49%，同比减少 0.97pct，主要是疫情期间享受社保减免优惠政策，影响减少管理人员薪酬支出；薪酬奖励预提项目调整，影响减少奖励支出；财务费用率为 0.26%，同比减少 0.79pct，主要是本期兑付到期公司债，债券利息支出同比减少。
- 公司聚焦调味品核心业务，大力布局营销网络及产能扩张。营销方面，



加快营销人员和经销商“两支队伍”的建设，2020年新增营销人员 300 余人，新增经销商客户 370 家，比年初数据分别增长 24.25% 和 35.20%；全国区县级行政区开发率从年初的 38.3%，提升至 51%，提升了 12.7 个百分点。产能方面，公司将投资 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，提升至 58.43 万吨，同时，阳西生产基地产能也在稳步推进。通过营销体系与产能扩张相互作用、相互促进，助力公司迈向“五年双百”目标。

- **公司发展战略已经明晰，2021 收入目标较前期提速。**公司制定双百目标，即从 2019 年到 2023 年，公司用五年的时间，按照三步走发展战略，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。2021 年实现营业收入确保目标 61 亿元，同比增幅 19.06%；实现归属于母公司的净利润 9.85 亿元（其中扣除非经常性损益后归母净利润 9.65 亿元），同比增幅 10.68%，收入目标较 2020 年提速。

#### 投资建议

受新冠肺炎疫情影响，短期业绩承压。从中长期看，公司制定双百目标，业绩确定性强，因此通过产能释放、全国化市场开拓、发展餐饮渠道以及品类外拓等策略，促进公司双百目标实现。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.31/1.62/2.03 元，对应当前股价，2021-2023 年 PE 分别为 36X/29X/23X，维持“买入”评级。

#### 存在风险

- 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险，市场风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,099	5,811	7,049	8,745	<b>营业收入</b>	5,123	6,097	7,255	8,561
现金	242	1,402	2,475	2,731	营业成本	2,994	3,548	4,208	4,923
应收账款	66	68	83	101	营业税金及附加	58	79	94	111
其他应收款	33	35	41	51	销售费用	566	686	805	899
预付账款	5	3	0	(2)	管理费用	281	378	443	514
存货	1,682	1,944	2,306	2,697	财务费用	13	6	(11)	(22)
其他流动资产	2,071	2,359	2,143	3,166	资产减值损失	(1)	1	(0)	0
<b>非流动资产</b>	2,560	2,315	2,282	2,251	公允价值变动收益	1	(100)	(100)	(100)
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	85	60	60	60
固定资产	1,458	1,366	1,273	1,181	<b>营业利润</b>	1,169	1,359	1,677	2,096
无形资产	198	184	172	161	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	900	760	831	904	营业外支出	40	5	5	5
<b>资产总计</b>	6,659	8,126	9,331	10,996	<b>利润总额</b>	1,130	1,356	1,674	2,093
<b>流动负债</b>	1,557	1,991	2,142	2,392	所得税	159	203	251	314
短期借款	360	358	351	344	<b>净利润</b>	971	1,152	1,423	1,779
应付账款	493	540	635	768	少数股东损益	81	109	129	160
其他流动负债	704	1,094	1,155	1,281	<b>归属母公司净利润</b>	890	1,043	1,294	1,620
<b>非流动负债</b>	110	265	222	261	EBITDA	1,461	1,470	1,770	2,178
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.12	1.31	1.62	2.03
其他非流动负债	110	265	222	261					
<b>负债合计</b>	1,667	2,256	2,363	2,654	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	376	485	614	774	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	797	797	797	797	<b>成长能力</b>				
资本公积	91	91	91	91	营业收入	9.59%	19.00%	19.00%	18.00%
留存收益	3,711	4,496	5,465	6,680	营业利润	25.55%	16.24%	23.42%	25.02%
归属母公司股东权					归属于母公司净利润	23.96%	17.18%	24.08%	25.17%
益	4,616	5,384	6,353	7,569	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6,659	8,126	9,331	10,996	毛利率(%)	41.56%	41.80%	42.00%	42.50%
					净利率(%)	17.37%	17.10%	17.83%	18.92%
					ROE(%)	19.46%	19.63%	20.42%	21.33%
					ROIC(%)	38.44%	31.28%	30.07%	36.17%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	25.04%	27.77%	25.33%	24.14%
					净负债比率(%)	18.70%	-1.61%	-14.59%	-12.05%
					流动比率	2.63	2.92	3.29	3.66
					速动比率	1.55	1.94	2.21	2.53
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.81	0.82	0.83	0.84
					应收账款周转率	175.99	184.82	192.69	185.80
					应付账款周转率	11.67	11.81	12.34	12.20
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1,001	881	1,218	345
净利润	971	1,043	1,294	1,620
折旧摊销	154	106	105	104
财务费用	10	6	(11)	(22)
投资损失	(85)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(1,157)	(223)	(138)	(1,356)
其他经营现金流	1,108	11	28	60
<b>投资活动现金流</b>	(1,125)	(145)	260	280
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他投资现金流	(1,125)	(145)	260	280



筹资活动现金流	(407)	174	(473)	(434)	每股收益(最新摊薄)	1.12	1.31	1.62	2.03
短期借款	248	(2)	(7)	(7)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.11	1.53	0.43
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.79	6.76	7.98	9.50
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	41.9	35.8	28.8	23.0
其他筹资现金流	(655)	176	(466)	(427)	P/B	8.1	6.9	5.9	4.9
现金净增加额	(531)	909	1,005	190	EV/EBITDA	35.73	24.90	20.23	16.52

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

