

2021年04月08日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

## 中炬高新：回购股份股权激励，焕发前进新动能

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,123	6,101	7,288	8,734
同比（%）	9.6%	19.1%	19.5%	19.8%
归母净利润（百万元）	890	988	1,192	1,445
同比（%）	24.0%	11.0%	20.7%	21.2%
每股收益（元/股）	1.12	1.24	1.50	1.81
P/E（倍）	48.82	43.99	36.44	30.08

### 事件：

公司控股股东提议以自有资金回购股份，用以股权激励，回购资金总额上限人民币6亿元，回购股份比例上限占公司总股本1.26%。

### 投资要点

- **回购股份用以股权激励，彰显未来发展信心。**公司控股股东拟以不低于3亿元、不超过6亿元的自有资金回购股份，用于股权激励。以每股不超过人民币60元的回购价格计算，回购股份数量下限为500万股，占公司总股本0.63%；数量上限为1000万股，占公司总股本1.26%。自有资金回购股份用于股权激励，展现公司对未来发展价值的信心，有利于充分绑定员工利益，建立健康有效的长效激励机制。
- **酱油品类稳健增长，调料格局多元发展。**2020年美味鲜营收49.8亿元（+11.42%）。调味品业务中，酱油/鸡精粉/食用油/其他全年营收分别为31.2/4.94/6.03/7.10亿元，同比增长8.4%/-6.2%/35.0%/21.8%，食用油及蚝油、料酒、醋等品类增速亮眼，多品类产品格局雏形初现。疫情冲击餐饮承压，2020年公司餐饮渠道略微下滑，营收12.4亿元（-1.96%）；居家红利推动C端发展，家庭消费收入37.4亿元（+16.8%）。
- **加快区县开发布局，全国化进程有条不紊。**2020年底公司共有经销商1421家，同比增长35.2%，东部/中西部/北部经销商增长较快，分别净增加77/83/174家。公司加快全国经销网络布局，全国地级市开发率达89.0%，区县市场累计开发率51.0%。随空白市场开发及经销渠道下沉，我们预计2021年底公司有望实现1700家经销商开发目标。
- **产能营销双向发力，加速迈进“五年双百”。**产能方面，厨邦三期及阳西基地三期扩产有序推进，产能将逐步释放；中山厂区技改于今年动工，酱油/料酒产能分别扩大25/2万吨。2021年公司将实行销售大区裂变，变革营销模式，并进一步加快经销商渠道下沉、开发餐饮专项经销商，强化渠道精细管理。产能奠基叠加营销助力，“五年双百”目标不改，前景可期。
- **盈利预测与投资评级：**公司潜在股权激励计划激活业绩弹性，21年收入目标积极，看好未来业绩增长态势。考虑短期成本压力，我们将21/22EPS自1.29/1.55元下调至1.24/1.50元，预计21-23年公司营收增速19/20/20%；净利增速11/21/21%，对应PE为44/36/30X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期，提价不及预期，环保政策趋严限产，食品安全问题，疫情控制不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	54.54
一年最低/最高价	44.34/83.38
市净率(倍)	9.41
流通A股市值(百万元)	43448.59

### 基础数据

每股净资产(元)	5.79
资产负债率(%)	25.04
总股本(百万股)	796.64
流通A股(百万股)	796.64

### 相关研究

- 1、《中炬高新（600872）：深耕渠道看全国化，产能推进助双百目标》2020-11-01
- 2、《中炬高新（600872）：业绩超预期，看好全国化》2020-08-21
- 3、《中炬高新（600872）：业绩符合预期，期待环比改善》2020-04-30

中炬高新三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,099</b>	<b>4,842</b>	<b>5,605</b>	<b>6,997</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,123</b>	<b>6,101</b>	<b>7,288</b>	<b>8,734</b>
现金	242	278	1,016	1,482	减:营业成本	2,994	3,607	4,284	5,104
应收账款	33	49	42	71	营业税金及附加	58	69	120	144
存货	1,682	2,371	2,389	3,282	营业费用	566	689	827	996
其他流动资产	2,142	2,144	2,157	2,162	管理费用	435	521	594	704
<b>非流动资产</b>	<b>2,560</b>	<b>2,823</b>	<b>3,118</b>	<b>3,460</b>	研发费用	154	188	222	267
长期股权投资	5	5	5	5	财务费用	13	50	49	48
固定资产	1,458	1,702	1,972	2,287	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	227	239	261	294	加:投资净收益	85	78	83	79
无形资产	198	208	215	211	其他收益	30	22	23	24
其他非流动资产	672	668	664	664	资产处置收益	-3	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>6,659</b>	<b>7,664</b>	<b>8,722</b>	<b>10,456</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,169</b>	<b>1,265</b>	<b>1,521</b>	<b>1,841</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,557</b>	<b>1,971</b>	<b>1,968</b>	<b>2,419</b>	加:营业外净收支	-39	-11	-7	-7
短期借款	360	360	360	360	<b>利润总额</b>	<b>1,130</b>	<b>1,254</b>	<b>1,514</b>	<b>1,834</b>
应付账款	552	599	792	851	减:所得税费用	159	176	213	258
其他流动负债	645	1,012	815	1,208	少数股东损益	81	90	109	132
<b>非流动负债</b>	<b>110</b>	<b>165</b>	<b>198</b>	<b>209</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>890</b>	<b>988</b>	<b>1,192</b>	<b>1,445</b>
长期借款	0	55	88	99	EBIT	1,145	1,269	1,519	1,822
其他非流动负债	110	110	110	110	EBITDA	1,298	1,416	1,699	2,038
<b>负债合计</b>	<b>1,667</b>	<b>2,136</b>	<b>2,166</b>	<b>2,628</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	376	466	575	707	每股收益(元)	1.12	1.24	1.50	1.81
归属母公司股东权益	4,616	5,062	5,981	7,121	每股净资产(元)	5.79	6.35	7.51	8.94
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,659</b>	<b>7,664</b>	<b>8,722</b>	<b>10,456</b>	发行在外股份(百万股)	797	797	797	797
					ROIC(%)	28.9%	28.1%	31.7%	32.6%
					ROE(%)	19.5%	19.5%	19.8%	20.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
					毛利率(%)	41.6%	40.9%	41.2%	41.6%
经营活动现金流	1,001	890	1,408	1,278	销售净利率(%)	17.4%	16.2%	16.4%	16.5%
投资活动现金流	-1,125	-331	-393	-479	资产负债率(%)	25.0%	27.9%	24.8%	25.1%
筹资活动现金流	-407	-522	-277	-333	收入增长率(%)	9.6%	19.1%	19.5%	19.8%
现金净增加额	-531	37	738	466	净利润增长率(%)	24.0%	11.0%	20.7%	21.2%
折旧和摊销	154	146	181	217	P/E	48.82	43.99	36.44	30.08
资本开支	328	262	295	342	P/B	9.41	8.58	7.26	6.10
营运资本变动	-97	-306	-40	-484	EV/EBITDA	33.31	30.64	25.18	20.83

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>