

中炬高新(600872)

Q1 收入增长 10%，鸡精板块恢复良好
——中炬高新点评报告

✎ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎ : 021-80106029
✉ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

4月28日,公司公告2021年一季报。2021Q1,公司实现营收12.63亿元(同比+9.51%,其中美味鲜公司实现营收12.35亿元,同比+10.01%),归母净利润1.75亿元(同比-15.17%),扣非归母净利润1.70亿元(同比-16.53%)。

□ Q1 收入增长稳健,鸡精板块恢复良好

1)2021Q1,公司营收同比+9.51%。分产品看,酱油/鸡精鸡粉/食用油实现营收7.60/1.40/1.36亿元(占比60.19%/11.09%/10.75%),同比+5.72%/+52.16%/-2.34%,酱油/鸡精鸡粉后销售恢复良好(20Q1营收同比-3.89%/-33.38%);分地区看,南部/东部/中西部/北部实现营收4.79/3.00/2.37/2.06亿元(占比38%/24%/19%/16%),同比+7.4%/+24.0%/-7.7%/+21.0%,南部/东部/北部地区销售增长较快。

2)2021Q1,公司归母净利同比-15.17%,扣非归母净利同比-16.53%。归母净利增速较营收增速低的主要原因为:a)毛利率-2.60pct(至38.94%,减利约0.30亿),我们认为主要由于21年大宗原材料及包材成本上涨;b)销售费用率+1.48pct(至12.11%,减利约0.17亿),主要由于本期促销推广及运输费用增加;c)研发费用率+0.65pct(至3.31%,减利约0.08亿),主要由于本期美味鲜及其子公司厨邦、阳西美味鲜公司研发项目增加,相应研发材料支出增加。

□ 持续加强渠道开发及下沉,“五年双百”目标指引发展

1)加强薄弱地区开发,持续挖掘渠道增量:2020/2021Q1年公司分销模式分别实现营收48.01/11.98亿元,占比97.38%/94.84%;截至2021Q1,公司拥有经销商1,531家,较年初净增110家,2021年经销商开发目标(1,700家)有望超额完成;公司持续加强薄弱地区渠道布局,截至21Q1中西部/北部地区经销商分别为394/581家(较年初净增31/66家);2020年,公司全国地级市开发率达89.02%(较年初提升5.62pct,目标87.83%),区县开发率51.04%(较年初+12.74pct,目标46.23%),超额完成渠道开发目标。

2)规划产能超92万吨支撑成长,“五年双百”目标指引发展:公司现有总产能约70万吨,规划产能92万吨,公司中山产区产能基本饱和(31.43万吨/年),拟投资12.75亿元进行技术升级改造,规划新增产能27万吨/年,预计2022年底建成;阳西美味鲜项目规划年产能65万吨(包括食用油/蚝油/醋/料酒年产能30/20/10/5万吨),首期已达产;厨邦三期酱油扩产项目产能逐步释放,进一步支撑公司成长。2019年3月,公司新管理层提出“五年双百”目标,计划以内生为主、外延为辅,通过兼并收购、内外并举,实现“2019-2023年食品产业年营收过百亿、年销量过百万吨”目标,2021年营收目标61亿元(同比增幅19.06%),归母净利目标9.85亿元(同比增幅10.68%,其中扣非归母净利目标9.65亿元,同比增幅7.58%)。

□ 强品牌力与研发力构筑核心壁垒,把握调味品行业发展红利

1)强品牌力与研发力构筑核心壁垒:公司品牌知名度高,旗下拥有“美味鲜”、“厨邦”两大知名品牌,“厨邦酱油美味鲜,晒足180天”广告语深入人心,厨邦品牌在Chnbrand(中企品研)公布的“2020年中国顾客酱油推荐排行榜”中位列第一名;公司已建立厨邦食品研究院,加强核心研发人才培养,2020年公司共有研发人员820人,占员工总数比例达16.02%;公司持续投入研发,为产品力提升奠定坚实基础,2020年/2021Q1,公司研发费用分别为1.54/0.42亿元(占比3.01%/3.31%,高出同行平均水平)。

2)调味品行业优质赛道空间广阔:据欧睿数据,2020年我国零售端调味品行业CR5约19.5%(对标日本CR5约24.9%,美国CR5约34.5%),美味鲜市占率2.3%,伴随消费升级(居民人均可支配收入13-19CAGR为9.01%)、餐饮行业持续较快增长(据中国饭店协会数据,14-19年餐饮收入CAGR为9.7%),调味品市场规模持续扩大(14-19CAGR达10.73%),公司作为调味品领先企业,有望持续受益于行业发展及市场集中度提升。

□ 投资建议

公司是酱油调味品领先企业,坚持渠道下沉,规划产能超92万吨支撑成长,强品牌力与研发力构筑核心壁垒,享受调味品行业发展红利。预计2021-2023年归母净利润为10.29/12.28/14.75亿元,增速为15.61%/19.40%/20.08%,对应4月27日估值为38.12/31.93/26.59倍(市值392亿元)。

□ 风险提示

食品安全风险;原材料价格波动风险;产能扩张不及预期风险

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥49.23

季度业绩

元/股

Q1/2021

0.22

Q4/2020

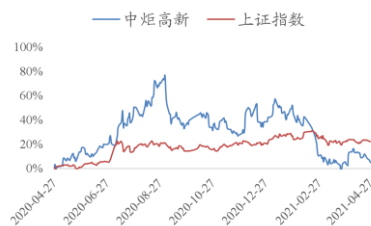
0.28

Q3/2020

0.27

Q2/2020

0.31



公司简介

公司以酱油为主营业务,旗下拥有“美味鲜”和“厨邦”两大品牌。从规模看,公司是A股第二大酱油公司,仅次于海天味业。

相关报告

- 1《中炬高新:年报业绩增长24%,渠道目标超额完成》2021.03.24
- 2《中炬高新:年度业绩增长24%，“五年双百”目标进展顺利》2021.03.15
- 3《中炬高新:Q3业绩增长19%，中西部开发率持续提升》2020.10.31

分析师 邓晖

联系人 邓晖、杨骥、赵璐

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5,123	6,126	7,355	8,941
(+/-)	9.59%	19.57%	20.06%	21.57%
净利润	890	1,029	1,228	1,475
(+/-)	24.19%	15.61%	19.40%	20.08%
每股收益(元)	1.12	1.29	1.54	1.85
P/E	44.07	38.12	31.93	26.59

表 1：中炬高新分季度财务数据一览表

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要									
营业总收入	1,263.09	1,313.78	1,255.20	1,401.04	1,153.35	1,144.26	1,138.43	1,161.05	1,231.10
YOY	9.51%	14.82%	10.26%	20.67%	-6.32%	14.20%	14.93%	13.78%	6.72%
毛利率	38.94%	40.80%	40.37%	43.37%	41.55%	40.62%	37.89%	40.29%	39.38%
毛利	491.90	535.97	506.72	607.59	479.18	464.85	431.30	467.84	484.79
YOY	2.65%	15.30%	17.49%	29.87%	-1.16%	18.15%	17.30%	11.39%	8.08%
期间费用率	21.61%	20.65%	18.69%	20.57%	19.11%	21.32%	18.62%	21.32%	19.82%
其中：销售费用	152.98	142.16	120.90	180.69	122.64	111.35	99.28	120.81	124.85
销售费用率	12.11%	10.82%	9.63%	12.90%	10.63%	9.73%	8.72%	10.41%	10.14%
其中：管理费用	74.04	76.78	72.87	70.24	60.77	84.15	67.01	78.26	65.69
管理费用率	5.86%	5.84%	5.81%	5.01%	5.27%	7.35%	5.89%	6.74%	5.34%
其中：研发费用	41.78	42.40	38.44	42.67	30.61	40.87	35.15	34.86	36.30
研发费用率	3.31%	3.23%	3.06%	3.05%	2.65%	3.57%	3.09%	3.00%	2.95%
其中：财务费用	4.12	9.96	2.39	-5.40	6.37	7.59	10.48	13.58	17.23
财务费用率	0.33%	0.76%	0.19%	-0.39%	0.55%	0.66%	0.92%	1.17%	1.40%
归母净利润	175.00	222.12	212.75	248.77	206.29	172.35	179.53	176.69	189.36
YOY	-15.17%	28.88%	18.50%	40.79%	8.94%	41.65%	22.32%	4.43%	11.53%
归母净利率	13.85%	16.91%	16.95%	17.76%	17.89%	15.06%	15.77%	15.22%	15.38%
扣非归母净利润	169.96	243.29	211.88	238.05	203.63	169.22	173.84	167.17	179.29
YOY	-16.53%	43.77%	21.89%	42.40%	13.57%	65.62%	22.13%	3.03%	8.63%
扣非归母净利率	13.46%	18.52%	16.88%	16.99%	17.66%	14.79%	15.27%	14.40%	14.56%
资产负债表摘要									
货币资金	421.76	241.70	1,350.55	1,033.82	905.63	698.82	674.75	997.89	625.11
交易性金融资产	451.63	779.01	543.00	828.80	1,078.58	1,134.80	1,042.10	1,149.10	0.00
应收票据及应收账款	33.50	33.39	49.53	27.83	20.83	26.29	31.89	26.20	57.44
YOY	60.86%	27.02%	55.31%	6.25%	-63.74%	-45.78%	-56.51%	-64.72%	-19.53%
存货	1,730.27	1,681.91	1,611.86	1,535.18	1,515.50	1,567.92	1,510.16	1,499.15	1,509.95
YOY	14.17%	7.27%	6.73%	2.40%	0.37%	-1.64%	7.03%	8.08%	8.76%
预付账款	15.95	5.11	11.41	9.09	16.04	4.91	18.22	19.26	17.25
YOY	-0.51%	4.08%	-37.37%	-52.81%	-7.03%	-41.86%	-8.46%	39.96%	10.49%
应付账款及应付票据	516.89	552.23	616.86	630.44	580.64	437.32	575.44	567.59	541.92
YOY	-10.98%	26.28%	7.20%	11.07%	7.15%	0.46%	75.99%	89.55%	91.02%
其它应付款	239.55	209.43	234.91	247.81	223.70	206.45	246.07	459.50	247.21
现金流量表摘要									
经营活动现金净流量	232.44	109.26	219.09	290.39	382.26	170.82	214.09	288.12	385.84
筹资活动现金净流量	394.53	276.44	-129.55	-331.53	-222.54	-2.18	-714.32	107.45	-22.06
投资活动现金净流量	-456.09	-1,540.71	199.99	181.21	34.41	-132.98	168.80	-27.66	-135.78
资本开支	75.48	81.37	100.24	75.58	69.45	44.72	57.39	58.08	72.19
ROE	3.72%	4.93%	4.96%	5.97%	5.09%	4.46%	4.87%	4.91%	5.25%
YOY(+/-)	-1.37%	0.47%	0.09%	1.06%	-0.16%	1.03%	0.57%	-0.18%	-0.01%
资产负债率	29.08%	25.04%	22.50%	24.58%	25.65%	28.69%	29.51%	38.14%	34.88%
YOY(+/-)	3.43%	-3.65%	-7.01%	-13.57%	-9.22%	-5.34%	-3.04%	3.25%	1.67%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4099	5425	7113	9153	营业收入	5123	6126	7355	8941
现金	242	2395	3731	5211	营业成本	2994	3593	4300	5207
交易性金融资产	779	779	779	779	营业税金及附加	58	107	132	163
应收账款	33	50	52	67	营业费用	566	690	852	1068
其它应收款	33	35	42	53	管理费用	281	352	421	509
预付账款	5	8	8	10	研发费用	154	189	229	283
存货	1682	2090	2434	2967	财务费用	13	(4)	(34)	(53)
其他	1324	68	67	66	资产减值损失	2	(1)	0	0
非流动资产	2560	2353	2276	2183	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	19	6	8	投资净收益	85	85	85	85
长期投资	5	5	5	5	其他经营收益	28	24	25	26
固定资产	1458	1487	1473	1432	营业利润	1169	1310	1566	1877
无形资产	198	186	174	160	营业外收支	(39)	0	0	0
在建工程	227	171	96	22	利润总额	1130	1310	1566	1877
其他	672	484	522	556	所得税	159	187	225	267
资产总计	6659	7778	9389	11337	净利润	971	1123	1341	1610
流动负债	1557	1575	1832	2171	少数股东损益	81	94	112	135
短期借款	360	158	210	243	归属母公司净利润	890	1029	1228	1475
应付款项	552	612	730	910	EBITDA	1298	1409	1641	1938
预收账款	0	215	204	187	EPS (最新摊薄)	1.12	1.29	1.54	1.85
其他	645	590	687	830	主要财务比率				
非流动负债	110	89	102	100		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	110	89	102	100	营业收入	9.59%	19.57%	20.06%	21.57%
负债合计	1667	1664	1934	2271	营业利润	25.73%	12.09%	19.51%	19.89%
少数股东权益	376	470	582	717	归属母公司净利润	24.19%	15.61%	19.40%	20.08%
归属母公司股东权益	4616	5645	6873	8348	获利能力				
负债和股东权益	6659	7778	9389	11337	毛利率	41.56%	41.35%	41.53%	41.76%
					净利率	18.96%	18.33%	18.23%	18.01%
					ROE	19.27%	18.53%	18.10%	17.86%
					ROIC	19.77%	19.25%	18.48%	18.18%
					偿债能力				
					资产负债率	25.04%	21.39%	20.60%	20.03%
					净负债比率	21.61%	9.52%	10.88%	10.70%
					流动比率	2.63	3.45	3.88	4.22
					速动比率	1.55	2.12	2.55	2.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.85	0.86	0.86
					应收账款周转率	175.99	153.15	154.10	163.31
					应付账款周转率	6.82	6.91	7.19	7.13
					每股指标(元)				
					每股收益	1.12	1.29	1.54	1.85
					每股经营现金	1.26	2.73	1.51	1.67
					每股净资产	5.79	7.09	8.63	10.48
					估值比率				
					P/E	44.07	38.12	31.93	26.59
					P/B	8.50	6.95	5.71	4.70
					EV/EBITDA	40.69	26.02	21.63	17.64

现金流量表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1001	2176	1200	1333
净利润	971	1123	1341	1610
折旧摊销	154	106	113	117
财务费用	13	(4)	(34)	(53)
投资损失	(85)	(85)	(85)	(85)
营运资金变动	(1149)	1435	214	277
其它	1097	(399)	(348)	(533)
投资活动现金流	(1125)	165	56	60
资本支出	105	(68)	(11)	9
长期投资	(241)	148	(19)	(37)
其他	(989)	85	86	89
筹资活动现金流	(407)	(189)	79	86
短期借款	248	(202)	52	33
长期借款	0	0	0	0
其他	(655)	13	27	54
现金净增加额	(531)	2153	1336	1480

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>