

中炬高新 (600872.SH)

销售费用大幅加大，蓄力未来长期增长

事件: 公司发布 2021 年一季度报告。2021 年一季度公司实现营收 12.63 亿元，同比增长 9.51%；实现归母净利润 1.75 亿元，同比下滑 15.17%。其中美味鲜子公司 2021 年一季度营收 12.35 亿元，同比增长 9.97%；实现归母净利润 1.88 亿元，同比下滑 8.97%。

鸡精鸡粉表现亮眼，招商力度持续加大。 分业务看，主业调味品美味鲜子公司实现营收 12.35 亿元，同比增长 10%，其他业务板块均出现一定程度的下滑。

1) 分产品: 2021Q1 酱油、鸡精鸡粉、食用油及其他业务增速分别为 5.7%/52.2%/-2.3%/13.0%，其中酱油业务增速环比保持稳定，鸡精鸡粉因去年低基数及餐饮渠道复苏的影响，增速实现大幅提升，此外食用油业务在去年高基数背景下略有下滑；**2) 分地区:** 2020Q1 公司共计增加经销商 110 人至 1531 人，仍然主要集中在北部 (+66 人) 及中西部地区 (+31 人)，由于去年基数影响，营收增速分别约 21.0%、-7.7%，东部地区营收同增 24.0%，南部大本营地区亦实现正增长，营收同比增幅约 7.4%。

成本上涨毛利承压，销售投入同比提升。 盈利角度来看，2021Q1 美味鲜子公司毛利率同比下滑 2.39pct 至 39.35%，主要原因系大豆等原材料成本上涨所致(根据国家统计局数据，2021Q1 黄豆全国市场平均价同比提升约 31%)，同时非酱油等业务占比提升、餐饮渠道复苏，低毛利率产品占比提升亦会带来结构性整体毛利率下降。**在费用端来看，**2021Q1 整体费用率同比下滑 1.9pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别变动 +1.48pct/+0.59pct/+0.66pct/-0.22pct。其中销售费用率提升主要系去年同期疫情影响，销售费用投放为低基数，同时今年公司增加营销费用投放，同时在管理费用方面加大了人员薪酬，目前公司推出复合调味料新产品，扩充产品矩阵，研发费用亦出现较为明显抬升。综合来看，在毛利率承压、费用投放加大的背景下，公司 2021Q1 净利率同比下滑 4.0pct 至 13.85%，归母净利润同比下滑 15%。

渠道+营销双点发力，扩产助力长期增长。 根据公司规划，2021 年营收目标为 61 亿元 (同比+19%)，归母净利润目标为 9.85 亿元 (同比+11%)。与此同时，考虑到成本上行、非酱油品类占比提升、餐饮渠道复苏等影响，我们认为利润增速将慢于收入增长，在渠道及营销双重加码之下，公司目标可执行性较高。在原材料价格大幅上涨的背景下，目前调味品行业处于加速出清状态，行业竞争加剧。在产能方面，公司推进中山厂区技改，有望于 2024 年实现酱油、料酒产能扩产 25 万吨、2 万吨，为份额收割奠定基础，为公司长期增长赋能。

投资建议: 预计公司 21/22/23 年营收分别为 60.7/70.8/82.9 亿元，同比 +18.4%/16.7%/17.0%；归母净利润 10.0/11.8/14.6 亿元，同比 +11.8%/18.2%/24.0%；对应 PE 为 37/31/25 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,675	5,123	6,068	7,079	8,285
增长率 yoy (%)	12.2	9.6	18.4	16.7	17.0
归母净利润 (百万元)	718	890	995	1,176	1,459
增长率 yoy (%)	18.2	24.0	11.8	18.2	24.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.90	1.12	1.25	1.48	1.83
净资产收益率 (%)	18.6	19.5	19.6	19.7	20.5
P/E (倍)	50.9	41.0	36.7	31.0	25.0
P/B (倍)	9.2	7.9	7.2	6.1	5.2

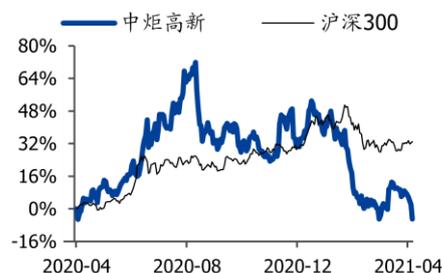
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	45.85
总市值(百万元)	36,525.82
总股本(百万股)	796.64
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	10.19

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱: fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 《中炬高新 (600872.SH): 渠道产能加码, 冲刺新年高目标》2021-03-24
- 《中炬高新 (600872.SH): 主业表现符合预期, 扩产助力长期增长...》2021-03-13
- 《中炬高新 (600872.SH): 主业稳定增长, 业绩符合预期》2020-10-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3525	4099	5780	6118	7169
现金	699	242	1456	1699	2115
应收票据及应收账款	26	33	48	40	67
其他应收款	23	33	33	44	47
预付账款	5	5	7	7	9
存货	1568	1682	2211	2303	2906
其他流动资产	1204	2103	2024	2024	2024
非流动资产	2429	2560	2724	2872	3059
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产	1424	1458	1631	1791	1974
无形资产	211	198	191	185	179
其他非流动资产	788	900	897	891	901
资产总计	5954	6659	8504	8989	10228
流动负债	1600	1557	2822	2306	2298
短期借款	113	360	1227	766	360
应付票据及应付账款	437	552	593	758	788
其他流动负债	1050	645	1002	782	1150
非流动负债	108	110	144	159	165
长期借款	0	0	35	49	55
其他非流动负债	108	110	110	110	110
负债合计	1708	1667	2966	2465	2462
少数股东权益	297	376	468	577	713
股本	797	797	797	797	797
资本公积	91	91	91	91	91
留存收益	3044	3711	4473	5373	6489
归属母公司股东权益	3949	4616	5069	5947	7053
负债和股东权益	5954	6659	8504	8989	10228

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1059	1001	1062	1288	1513
净利润	791	971	1087	1286	1594
折旧摊销	141	154	163	194	226
财务费用	49	13	54	50	20
投资损失	-72	-85	-85	-85	-85
营运资金变动	1514	-1257	-156	-156	-242
其他经营现金流	-1364	1205	0	0	0
投资活动现金流	-128	-1125	-162	-256	-328
资本支出	234	328	164	148	187
长期投资	68	-857	0	0	0
其他投资现金流	174	-1654	2	-109	-141
筹资活动现金流	-631	-407	-552	-328	-363
短期借款	111	248	-0	0	0
长期借款	-399	0	35	15	5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-191	0	0	0	0
其他筹资现金流	-152	-655	-587	-342	-368
现金净增加额	300	-531	347	704	822

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4675	5123	6068	7079	8285
营业成本	2826	2994	3586	4158	4799
营业税金及附加	61	58	79	92	108
营业费用	456	566	686	807	953
管理费用	295	281	322	368	414
研发费用	147	154	176	205	232
财务费用	49	13	54	50	20
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	19	30	20	20	20
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	72	85	85	85	85
资产处置收益	-0	-3	0	0	0
营业利润	931	1169	1272	1504	1865
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	4	40	0	0	0
利润总额	928	1130	1272	1504	1865
所得税	137	159	184	218	270
净利润	791	971	1087	1286	1594
少数股东损益	73	81	92	109	136
归属母公司净利润	718	890	995	1176	1459
EBITDA	1055	1298	1458	1713	2069
EPS (元)	0.90	1.12	1.25	1.48	1.83

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.2	9.6	18.4	16.7	17.0
营业利润(%)	16.6	25.5	8.8	18.2	24.0
归属于母公司净利润(%)	18.2	24.0	11.8	18.2	24.0
获利能力					
毛利率(%)	39.5	41.6	40.9	41.3	42.1
净利率(%)	15.4	17.4	16.4	16.6	17.6
ROE(%)	18.6	19.5	19.6	19.7	20.5
ROIC(%)	17.1	19.5	17.2	18.9	20.8
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	25.0	34.9	27.4	24.1
净负债比率(%)	-1.8	4.0	-1.9	-12.1	-20.6
流动比率	2.2	2.6	2.0	2.7	3.1
速动比率	1.2	0.7	0.8	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	125.1	171.7	148.4	160.0	154.2
应付账款周转率	6.5	6.1	6.3	6.2	6.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.12	1.25	1.48	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.26	1.33	1.62	1.90
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.79	6.36	7.47	8.85
估值比率					
P/E	50.9	41.0	36.7	31.0	25.0
P/B	9.2	7.9	7.2	6.1	5.2
EV/EBITDA	33.8	28.0	24.8	20.8	16.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com