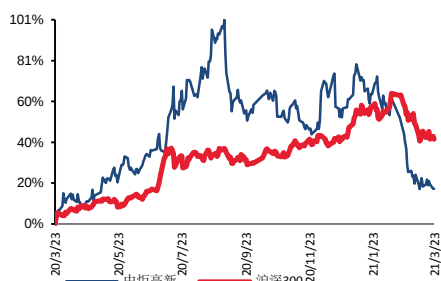


日常消费 食品、饮料与烟草

中炬高新一季报点评：成本上涨短期承压，期待长期激励落地

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	797/797
总市值/流通(百万元)	39,904/39,904
12 个月最高/最低(元)	82.85/45.80

相关研究报告：

中炬高新(600872)《中炬高新年报点评：营销产能管理三管齐下，五年双百持续可期》--2021/03/23

中炬高新(600872)《中炬高新业绩快报点评：利润目标超额完成，管理改善持续期待》--2021/03/15

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：黄付生

点评事件：中炬高新发布 2021 年一季度报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 12.63 亿元、1.75 亿元、1.70 亿元，同比+9.51%、-15.17%、-16.53%。收入利润增速符合我们预期，低于市场预期。

收入分析：低基数下增速中庸，餐饮业复苏鸡精粉收入激增

收入拆分：Q1 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，同比+9.97%，低基数下增速中庸，我们认为与行业因素有一定关系；母公司收入 819 万元，同比+35.87%；中炬精工实现营收 0.17 亿元，同比+24.01%；中汇合创营收 39 万元，同比-95.50%。

1) 分品类来看，酱油、鸡精粉、食用油分别实现营收 7.60 亿元、1.40 亿元、1.36 亿元，分别同比增长 5.72%、52.16%、-2.34%；鸡精粉增速上升与去年低基数和餐饮业复苏有关。**2) 分渠道来看，**一季度公司分销收入为 11.98 亿元，同比增长 10.51%；直营收入 0.25 亿元，同比下降 21.17%。渠道增速不同主要与疫情影响后消费场景转移有关。**3) 分区域来看，**一季度东部、北部表现较好，同比增长 24.03%和 21.04%；中西部表现较差，同比下降 7.73%；区域表现不同主要与去年基数和就地过年政策有关。**4) 经销商情况：**截至 2021 年 Q1 公司有经销商 1531 家，较去年末净增 110 家，为单季度净增次高，其中北部区域增加最多达到 66 家。

利润分析：成本压力下毛利率下降，加大营销费用率增加

Q1 公司实现归母净利润 1.75 亿元，同比-15.17%。其中美味鲜公司全年实现归母净利润 1.88 亿，同比-8.97%。归母净利润下降主要与毛利率下降和费用率上升有关。

Q1 公司毛利率 38.94%，同比下降 2.61pct，其中美味鲜毛利率 39.35%，同比下降 2.39pct，主要是包装物料和原材料价格上升所致。Q1 期间费用率 20.28%，同比上升 2.20pct，其中销售费用率 11.96%，同比提升 1.21pct，主要与公司加大营销力度有关，管理费用率 4.62%，同比上升 0.37pct，与美味鲜管理人员薪酬提升有关，研发费用率 3.31%，

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

同比上升 0.66pct，主要是由于公司加大了研发力度。

经营层面：渠道开发速度加快，市占率占优利润压力略大

21 年展望：公司指定 21 年目标，收入目标 61 亿元（同比+19.06%），其中调味品目标增速 14.5%，归母净利润 9.85 亿元（同比+10.68%），归母扣非净利润 9.65 亿元（同比+7.6%），加权平均 ROE 不低于 2020 年水平（即 20.96%）。21Q1 公司实现收入、净利润、扣非净利润增速为+9.51%、-15.17%、-16.53%，倒推回去后三季度收入、净利润、扣非增速分别为 21.8%、18.5%、14.7%。

我们认为：1) **收入端：**虽然一季度收入增速中庸，但是随着渠道开发速度加快，即今年净增 280 个以上，持续加快非主销区空白市场开发，同时火锅底料投入以及餐饮渠道开发，公司收入目标虽有一定压力但有望实现；具体节奏上，考虑到基数原因，我们认为增速主要体现在下半年；2) **利润端：**公司现阶段以市场份额为主，投入费用换取市占率，后续再考虑净利率提升。21 年公司加大品牌传播和市场推广，同时成本端略有一定压力，预计成本和费用压力略大，利润增速低于收入增速。

中长期跟踪：2019 年公司制定长中期目标，用五年时间实现收入过百亿、销量过百万吨的双百目标。公司预计内生 80 亿、外延 20 亿。1) **内生：**内生靠产能和营销渠道建设；产能去年 78 万吨，利用率 99%，现在产能建设到 88 万吨，最终接近 150 万吨；产品上会根据市场有一定调整，包括日式、广式比例；渠道上经销商今年计划增加 300 家，餐饮渠道会有专门规划。2) **外延：**立足调味品，考虑品类互补、渠道成熟、渠道互补。

管理层面：三大期待继续跟踪，机制改善逐步完善

2019 年以来公司管理改善沿着相对乐观的预期路径在走，主要体现在以下几个方面：1) **股权激励：**方案正在酝酿中，激励对象向营销口倾斜，美味鲜参与范围更深，涉及到办事处层级；股权激励分批进行，后续依赖于公司设想。2) **人才引进：**公司人才秉持“内培为主外引为辅”原则，内部设立厨邦食品研究院，外部进行人才引进，去年引进 14 个，2 个总监级别，12 个其他层级。3) **运营效率：**目前处于整合阶段中后期，效率上有短暂下降，之后预计会持续提升。

盈利预测与评级：维持“买入”评级

短期来看，一季度公司表现中庸，但随着渠道开拓力度加大、餐饮渠道的开发及火锅底料等的投放、地产业务放量等，公司收入增速有望实现年初目标；公司现阶段以市场份额为主，投入费用换取市占率，利润端略有承压。**中长期来看**，未来随着股权激励推出，激励涉及办事处层级，公司员工积极性有望调动；公司人才“内培外引”逐步推进，人才有望大规模补充；随着整合进入到下半程，公司效率有望提升；三大举措共同保证公司经营端百亿目标的达成。

我们预计 2021-2023 年的收入增速分别为 20%、27%、29%；归母净利增速分别为 11%、32%、34%。预计 21 年归母净利为 9.88 亿，按 21 年业绩给 47 倍左右 PE，叠加地产估值 40 亿，对应 500 亿总市值，目标股价 63 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5123	6127	7804	10101
增长率 (%)	10%	20%	27%	29%
净利润(百万元)	890	988	1307	1758
增长率 (%)	24%	11%	32%	34%
摊薄每股收益(元)	1.12	1.24	1.64	2.21

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。