渠道和产能建设齐发力，21 年收入目标积极

增持 ——维持

日期：2021 年 03 月 26 日
行业：食品饮料

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号： S0870518070002

基本数据（2021.3.24）

报告日股价（元）	45.80
12mth A 股价格区间（元）	41.27-82.85
总股本（百万股）	796.64
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	364.86
每股净资产（元）	5.79
PBR（X）	7.90

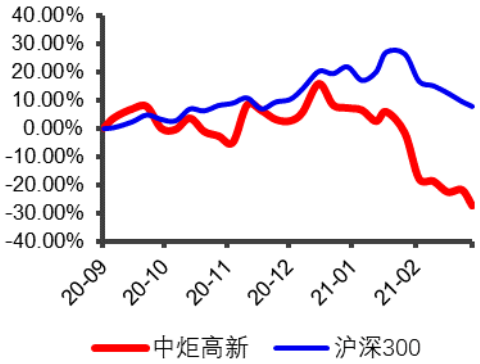
主要股东（2020）

中山润田投资	24.92%
香港中央结算有限公司	12.57%
中山火炬集团	10.72%

收入结构（2020）

酱油	61.0%
鸡精鸡粉	9.6%
食用油	11.8%
其他	17.6%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：
《中炬高新（600872）中报点评：Q2 收入恢复快增，盈利水平创新高》

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报，全年营收51.23亿元，同比增长9.59%，归属净利润为8.90亿元，同比增长23.96%，扣非归属净利润为8.97亿元，同比增长30.07%。公司拟每10股派发现金红利6.8元。

■ 事项点评

经销网络加快扩张，弱势区域增速提升

分品类看，20年酱油/鸡精鸡粉/食用油营收分别为31.23/4.94/6.03亿元，同比+8.43%/-6.2%/+34.99%，Q4同比+5.67%/+15.15%/+40.86%，酱油Q4增速有所放缓、鸡精鸡粉随着餐饮端恢复Q3开始增速转正且稳步回升、食用油因商超渠道需求增加保持快速增长，此外其他产品全年收入7.10亿元/+21.76%，我们判断蚝油、料酒等小品类增长态势较好。分区域看，东部/南部/中西部/北部营收分别为11.03/20.12/10.38/7.76亿元，同比+0.87%/+6.66%/+31.48%/+16.41%，南部和东部因疫情导致餐饮品类下降较多及市场竞争使得增速放缓，弱势的中西部和北部随着渠道开拓增速提升。截止年末，公司全国经销商数量达1421家，净增370家，地级市和区县市场开发率分别为89.02%、51.04%，较年初增加5.62和12.72个百分点，公司经销网络快速扩张。分渠道看，疫情影响下公司去年营销重点往家庭端转移，全年家庭消费37.44亿元/+16.8%，餐饮消费12.38亿元/-2.0%，期末家庭：餐饮约为75:25，餐饮端占比较19年底下降3个百分点左右。

加大销售端投入，盈利水平稳步上升

20 年公司综合毛利率为 41.6%/+2.0pct，其中酱油/鸡精鸡粉/食用油毛利率分别为 48.7%/+2.9pct、43.1%/+3.7pct、14.9%/+1.8pct，主要系原材料价格下降，蚝油毛利率约 35%、基本持平，料酒毛利率约 35%/+7.7pct，主要系原材料黄酒由外购改为自制、采购成本下降。近期上游包材、大豆等原材料价格上涨，20Q4 公司毛利率为 40.7%/-0.6pct，环比基本持平。公司加大营销投入，全年销售费用率为 11.2%/+1.2pct，主要系销售人员薪酬开支增加（员工薪酬占比由 19 年的 2.9%提高至 20 年的 3.5%），年末销售员工人数为 1620 人、净增 383 人，但提高了管理和研发效率，管理和研发费用率分别下降 0.8 和 0.2pct。20 年公司实现归属净利润 8.9 亿元/+24.0%，净利率为 17.4%/+2.0pct，其中 Q4 盈利 2.22 亿元/+29.1%，净利率为 16.9%/+1.9pct，盈利水平稳步上升。全年经营活动净现金流入 10.01 亿元，同比下降 5.5%，净现比为 1.12，主要系年末美味鲜订单增加、加大了原材料及包材的采购金额。

21 年展望：收入快增、旨在提升份额，加大营销投入，盈利短期承压

公司21年营收目标为61亿元，同比增长19.1%，归属净利润目标为9.85亿元，同比增长10.7%，扣非为9.65亿元，同比增长7.6%。公司依然坚守2023年百亿战略目标（内生80亿+外延20亿）不动摇，20年重在渠道拓展和内部激励优化，21年将继续在营销管理、经营机制和组织架构三领域开展变革为未来长期发展奠定基础，持续提升市占率。21年利润增速目标低于收入增速，一是原材料价格较快上涨，而市场竞争激烈使得公司对于提价依然保持谨慎，毛利率同比承压；二是公司继续加大营销投入，21年规划经销商数量超过1700个、净增约300个，持

续加大对空白区域的开发，同时从团队建设（如对销售规模较大的大区、办事处进行裂变）、1+N多品类扩张、品牌传播、市场推广、加强激励（给予大区、办事处更多自主权）等方面发力挖掘内生增长动力。成本上涨和销售费用率上升预计短期会影响盈利水平，但着眼长远，随着公司渠道铺建到位、品牌势能放大、内部动力激活后，盈利增速仍有望回归到常态水平。

■ 投资建议

参考公司业绩指引及费用投入变化，我们调整21-22年盈利预测，并新增23年盈利预测，预计公司21-23年营收分别为60.80/70.82/82.86亿元，归属净利润分别为9.88/11.99/14.33亿元，对应EPS分别为1.24/1.51/1.80元/股，对应PE分别为37/30/25倍（按2021/3/24收盘价计算）。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、调味品增长不及预期、原材料成本上涨风险、机制改革效果不及预期等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5123.37	6080.35	7081.94	8285.85
年增长率		18.68%	16.47%	17.00%
归属于母公司的净利润	889.93	988.11	1199.39	1433.27
年增长率		11.03%	21.38%	19.50%
每股收益（元）	1.12	1.24	1.51	1.80
PER（X）	41.00	36.93	30.42	25.46

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2021/3/24 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	242	1011	2347	3919
交易性金融资产	779	779	779	779
应收账款及应收票据	33	48	47	58
存货	1682	2102	2372	2774
预付账款	5	8	8	10
其他流动资产	1358	1359	1365	1374
流动资产合计	4099	5308	6919	8914
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	545	545	545	545
固定资产合计	1458	1539	1602	1662
无形资产	198	127	33	-92
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	38	38	38	38
其他非流动资产	315	465	365	285
资产总计	**6659**	**8029**	**9509**	**11359**
短期借款	360	379	360	360
应付票据及应付账款	552	615	712	851
预收账款	0	213	196	173
应付职工薪酬	147	161	191	226
应交税费	80	99	113	132
其他流动负债	418	382	448	563
流动负债合计	1557	1848	2020	2305
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	28	28	28	28
其他非流动负债	82	82	82	82
负债合计	**1667**	**1958**	**2130**	**2415**
归属于母公司所有者权益	4616	5604	6803	8237
少数股东权益	376	466	576	707
股东权益	**4992**	**6070**	**7379**	**8944**
负债及股东权益	**6659**	**8029**	**9509**	**11359**

利润表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**5123**	**6080**	**7082**	**8286**
营业成本	2994	3614	4190	4868
毛利	2129	2467	2892	3417
税金及附加	58	69	80	94
销售费用	566	748	850	994
管理费用	281	316	354	414
研发费用	154	182	198	232
财务费用	13	5	-6	-29
资产减值损失	-1	3	2	2
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	30	25	25	25
投资收益	85	80	80	80
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	-3	0	0	0
营业利润	**1169**	**1254**	**1522**	**1819**
营业外收支	-39	0	0	0
利润总额	**1130**	**1254**	**1522**	**1819**
所得税费用	159	176	213	255
净利润	971	1079	1309	1564
归属于母公司的净利润	**890**	**988**	**1199**	**1433**
少数股东损益	81	90	110	131

现金流量表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	**1001**	**937**	**1248**	**1436**
投资	-857	0	0	0
资本性支出	-327	-251	43	71
其他	59	80	80	80
投资活动现金流净额	**-1125**	**-170**	**123**	**151**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	560	18	-19	0
筹资成本	-257	-16	-16	-16
其他	-710	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-407**	**2**	**-35**	**-16**
现金净流量	**-531**	**769**	**1336**	**1572**

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.12	1.24	1.51	1.80
BVPS	5.79	7.03	8.54	10.34
PE	59.66	36.93	30.42	25.46
PEG	2.49	3.35	1.42	1.31

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
PB	11.50	6.51	5.36	4.43
EV/EBITDA	43.48	28.82	23.02	18.71
ROE	19%	18%	18%	17%
ROIC	17%	15%	16%	16%

数据来源：wind，上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。