消费升级与娱乐研究中心

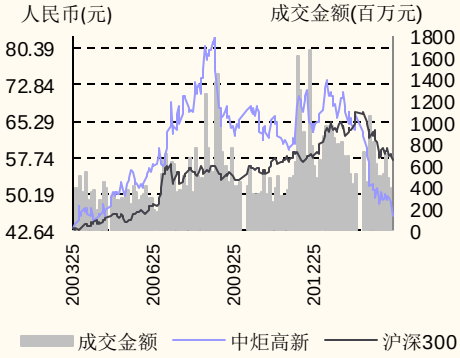
中炬高新(600872.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 45.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.97
已上市流通 A 股(亿股)	7.97
总市值(亿元)	364.86
年内股价最高最低(元)	82.85/43.20
沪深 300 指数	4929
上证指数	3367



相关报告

1.《业绩略超预期，调味品稳健增长-业绩略超预期，调味品稳健增长》，2021.3.15

2.《中炬高新三季报点评-调味品延续预期增长态势，利润有序提升》，2020.11.1

3.《中炬高新中报点评-美味鲜贡献收入成长，管理提效带来利润释放》，2020.8.23

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

调味品主业增长稳健，产能渠道扩张延续

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.90	1.12	1.24	1.50	1.76
每股净资产(元)	4.96	5.79	6.73	7.90	9.31
每股经营性现金流(元)	0.91	1.33	1.25	2.66	1.55
市盈率(倍)	43.66	59.66	37.07	30.44	25.97
净利润增长率(%)	18.19%	23.96%	10.61%	21.75%	17.24%
净资产收益率(%)	18.18%	19.28%	18.36%	19.03%	18.95%
总股本(百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司披露 2020 年度报告：全年实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%，归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%。其中美味鲜公司实现营收 49.78 亿元，同比+11.42%，归母净利 8.61 亿元，同比+18.10%。

经营分析

- **下半年调味品业务恢复良好，非主销区域增长亮眼。**Q4美味鲜公司收入12.56亿元（+13%），归母净利润1.9亿元，因资产处置损失导致利润增速拖累，经营层面盈利能力在提升。调味品业务收入端延续稳健增长态势，收入目标的达成主要依赖于主销区的需求恢复情况和渠道管理能力。华南市场餐饮需求占比较高，疫情后恢复态势较好，2020年南部区域收入实现6.66%的增长。中西部和北部区域属于新兴市场增速较快，分别实现31.5%和16.4%的增长，但收入占比仍小。相较华南市场，东部区域更注重维持渠道的良性，因此2020年收入增速为0.87%，2021年实现轻装上阵。

- **降本增效稳步优化盈利能力，期间费用压缩支持营销投入。**2020 年美味鲜整体毛利率为 41.51%（+2.04pct）。2020 年毛利率的提升受益于品类增速及区域表现、原材料成本环境、生产效率等多方面因素的影响。2020 年食用油/鸡精鸡粉/酱油的收入增长分别为+35%/-6%/+8%，但食用油的原料价格上升，鸡精鸡粉的原料价格下降，酱油/鸡精鸡粉/食用油的毛利率分别为48.7%/43.1%/14.9%，同比提升 2.87/3.66/1.79pct。公司生产效率的提升仍在持续，厨邦智造不断深化，同时宝能积极推动激励与管理改革，2020 年公司管理费用率为 5.48%（-0.83pct），销售费用率为 11.05%（+1.29pct），渠道的开拓下沉及销售激励是营销重点。

- **五年双百目标不改，静待渠道和产能深化释放红利。**21 年公司经营指引为：营收同比+19%，归母净利同比+11%；其中美味鲜营收同比+14.5%，归母净利同比+6.5%，中长期不改五年双百目标。**①渠道端：**20 年末公司营销人员/经销商数量较年初分别+24.25%/+35.20%，地级市开发率提升 5.6pcts 至 89.02%，区县级开发率提升 12.7pcts 至 51%。21 年公司积极发力非主销市场开发与渠道下沉，配合 1+N 品类扩张、品牌市场推广力度及团队激励加强。**②产能端：**中山技改项目预计释放 27 万吨产能，阳西新增产能也逐步释放，规模化有望进一步降本提效，护航公司抢占市场份额。

盈利预测

- 公司短期内降本增效+产品结构升级将有效应对成本端压力，中长期技改产能释放+潜在激励有望持续赋能业绩弹性。基于阶段性费用投放力度和成本端压力，我们对 21-22 年的归母净利预测分别下调 12%/16%，预计 21-23 年营收同比+19.0%/+14.5%/+15.1%；归母净利同比+10.6%/+21.8%/+17.2%；对应 PE 为 37/30/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动、市场竞争态势变化、疫情反复风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**4,166**	**4,675**	**5,123**	**6,097**	**6,981**	**8,035**
增长率		12.2%	9.6%	19.0%	14.5%	15.1%
主营业务成本	-2,537	-2,826	-2,994	-3,591	-4,070	-4,636
%销售收入	60.9%	60.5%	58.4%	58.9%	58.3%	57.7%
毛利	**1,630**	**1,849**	**2,129**	**2,506**	**2,911**	**3,399**
%销售收入	39.1%	39.5%	41.6%	41.1%	41.7%	42.3%
营业税金及附加	-69	-61	-58	-67	-82	-96
%销售收入	1.7%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
销售费用	-431	-456	-566	-759	-845	-972
%销售收入	10.4%	9.8%	11.1%	12.5%	12.1%	12.1%
管理费用	-276	-295	-281	-311	-356	-402
%销售收入	6.6%	6.3%	5.5%	5.1%	5.1%	5.0%
研发费用	-122	-147	-154	-183	-216	-257
%销售收入	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%
息税前利润（EBIT）	731	889	1,070	1,186	1,412	1,671
%销售收入	17.6%	19.0%	20.9%	19.5%	20.2%	20.8%
财务费用	-54	-49	-13	-46	-26	-40
%销售收入	1.3%	1.0%	0.3%	0.8%	0.4%	0.5%
资产减值损失	2	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	96	72	85	75	80	80
%税前利润	12.1%	7.7%	7.6%	6.1%	5.4%	4.6%
营业利润	799	931	1,169	1,235	1,486	1,731
营业利润率	19.2%	19.9%	22.8%	20.3%	21.3%	21.5%
营业外收支	-6	-3	-39	-3	-3	-3
税前利润	793	928	1,130	1,232	1,483	1,728
利润率	19.0%	19.9%	22.1%	20.2%	21.2%	21.5%
所得税	-111	-137	-159	-174	-211	-249
所得税率	14.0%	14.7%	14.0%	14.1%	14.2%	14.4%
净利润	681	791	971	1,058	1,272	1,479
少数股东损益	74	73	81	74	74	74
归属于母公司的净利润	**607**	**718**	**890**	**984**	**1,198**	**1,405**
净利率	14.6%	15.4%	17.4%	16.1%	17.2%	17.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	681	791	971	1,058	1,272	1,479
少数股东损益	74	73	81	74	74	74
非现金支出	128	141	152	139	146	157
非经营收益	-85	-13	-29	-80	-81	-81
营运资金变动	-1	141	-97	999	-99	-39
经营活动现金净流	**724**	**1,060**	**997**	**2,116**	**1,238**	**1,516**
资本开支	-246	-232	-327	-366	-205	-215
投资	-162	68	-857	-220	-220	-220
其他	100	37	59	75	80	80
投资活动现金净流	**-307**	**-128**	**-1,125**	**-511**	**-345**	**-355**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-33	-392	-150	-282	10	10
其他	-238	-239	-257	-251	-263	-287
筹资活动现金净流	**-271**	**-631**	**-407**	**-533**	**-253**	**-277**
现金净流量	**145**	**301**	**-535**	**1,073**	**640**	**885**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	397	699	242	1,314	1,955	2,839
应收款项	73	49	67	73	86	101
存货	1,594	1,568	1,682	1,948	2,119	2,350
其他流动资产	1,556	1,209	2,108	1,093	1,349	1,582
流动资产	3,621	3,525	4,099	4,429	5,508	6,872
%总资产	60.5%	59.2%	61.6%	61.2%	65.6%	69.8%
长期投资	345	363	589	609	629	649
固定资产	1,719	1,790	1,685	1,821	1,860	1,898
%总资产	28.7%	30.1%	25.3%	25.2%	22.1%	19.3%
无形资产	226	226	209	216	223	229
非流动资产	2,363	2,429	2,560	2,811	2,891	2,971
%总资产	39.5%	40.8%	38.4%	38.8%	34.4%	30.2%
资产总计	**5,984**	**5,954**	**6,659**	**7,240**	**8,400**	**9,844**
短期借款	501	533	360	0	0	0
应付款项	669	644	762	900	990	1,142
其他流动负债	417	423	435	353	403	492
流动负债	1,587	1,600	1,557	1,254	1,393	1,634
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	448	108	110	175	186	197
负债	**2,036**	**1,708**	**1,667**	**1,429**	**1,579**	**1,831**
普通股股东权益	**3,605**	**3,949**	**4,616**	**5,361**	**6,297**	**7,415**
其中：股本	797	797	797	797	797	797
未分配利润	2,214	2,748	3,339	4,084	5,019	6,138
少数股东权益	343	297	376	450	524	598
负债股东权益合计	**5,984**	**5,954**	**6,659**	**7,240**	**8,400**	**9,844**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.762	0.901	1.117	1.236	1.504	1.764
每股净资产	4.525	4.957	5.794	6.730	7.904	9.308
每股经营现金净流	0.908	1.330	1.252	2.657	1.554	1.903
每股股利	0.180	0.230	0.280	0.300	0.330	0.360
回报率						
净资产收益率	16.85%	18.18%	19.28%	18.36%	19.03%	18.95%
总资产收益率	10.15%	12.06%	13.36%	13.60%	14.27%	14.27%
投入资本收益率	12.95%	15.80%	17.10%	17.48%	17.72%	17.82%
增长率						
主营业务收入增长率	15.43%	12.20%	9.59%	19.00%	14.50%	15.10%
EBIT增长率	22.93%	21.60%	20.36%	10.80%	19.09%	18.34%
净利润增长率	34.01%	18.19%	23.96%	10.61%	21.75%	17.24%
总资产增长率	12.80%	-0.50%	11.84%	8.72%	16.03%	17.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	2.9	2.1	2.2	2.4	2.5
存货周转天数	216.3	204.2	198.1	198.0	190.0	185.0
应付账款周转天数	46.5	50.4	53.5	51.0	52.0	53.0
固定资产周转天数	118.3	111.2	103.9	83.4	69.7	60.5
偿债能力						
净负债/股东权益	12.75%	-30.63%	-13.23%	-39.47%	-45.95%	-52.65%
EBIT利息保障倍数	13.5	18.2	80.4	25.9	54.0	41.4
资产负债率	34.02%	28.69%	25.04%	19.73%	18.80%	18.60%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	15	31	41	47	113
增持	2	5	9	9	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.12**	**1.14**	**1.18**	**1.19**	**1.03**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-04	买入	42.83	N/A
2	2019-08-23	买入	39.15	N/A
3	2019-10-31	买入	43.70	N/A
4	2020-03-02	买入	37.80	N/A
5	2020-03-17	买入	41.57	N/A
6	2020-08-23	买入	80.86	N/A
7	2020-11-01	买入	62.85	N/A
8	2021-03-15	买入	48.86	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402