中炬高新（600872.SH） 短期业绩承压，管理改善可期

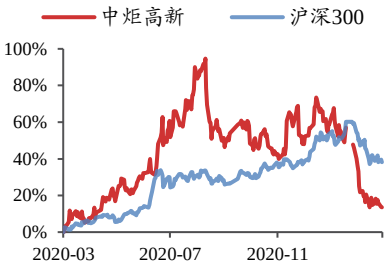
2021 年 03 月 24 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/23
当前股价(元)	48.30
一年最高最低(元)	83.38/41.50
总市值(亿元)	384.78
流通市值(亿元)	384.78
总股本(亿股)	7.97
流通股本(亿股)	7.97
近 3 个月换手率(%)	71.81

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-扣非利润略超预期，管理改善是长期趋势》-2021.3.14

《公司信息更新报告-业绩如期增长，前景乐观展望》-2020.10.31

《公司信息更新报告-二季度业绩超预期，全年增长确定性强》-2020.8.21

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

● **业绩符合预告，长期成长可期**

中炬高新公布 2020 年年报。2020 年实现营收 51.2 亿元，同比增 9.6%；归母净利 8.9 亿元，同比增 24.0%；EPS 为 1.12 元。其中 2020Q4 营收 13.1 亿元，同比增 14.8%；归母净利 2.2 亿元，同比增 28.9%。考虑到成本压力我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年净利分别为 9.9（-0.7）、12.3（-0.4）、15.3 亿元，EPS 分别为 1.24（-0.09）、1.54（-0.05）、1.92 元，分别增 10.7%、24.8%、24.4%。当前股价对应 PE 分别为 39.1、31.3、25.2 倍。公司稳健经营，当前估值已回落至布局区间，维持“买入”评级。

● **年报业绩符合业绩预告，疫情影响调味品低速运行**

美味鲜子公司 2020 年营收增 11.4%，疫情导致调味品主业低速运行。其中酱油增 8.4%；鸡精鸡粉下滑 6.2%；食用油保持 35.0%的高速增长；小品类增速在 21.8%以上，新品仍表现出较好成长性。东部、南部等人口流入区域受疫情影响较大，增速分别为 0.9%、6.7%，但公司在经销商建设（新增 445 家）等方面仍较为积极。2021 年重点在于渠道细分、品类扩张、市场推广等方面，预计调味品大概率增长 15%左右，考虑到地产业务可能有收入确认，合并报表收入估计增长 19%。

● **2020Q4 美味鲜扣非利润增速加快，预计 2021 年净利压力增大**

2020Q4 美味鲜毛利率同比降 0.6pct，原因是部分原料价格上行给成本带来压力。2020Q4 扣非利润增 21.4%，主因管理费用率下降 1.5pct，应与薪酬奖励预提项目调整，奖励支出减少有关。2021 年原料价格持续上行，调味品暂无提价计划。市场扩张力度加大，销售费用率可能上行。2021 年目标利润增 10.7%，也是考虑到成本提升的压力。预计 2022 年提价应是大概率事件，应有助于后续利润释放。

● **2021 年深化营销改革，激励机制是重要催化**

2021 年公司将在营销方面进行深入调整，包括渠道细化、加快空白网点覆盖，品类扩张，品牌传播，市场推广等方面。同时优化绩效评估与薪酬模式改革，强化激励导向。新老团队磨合尚需时间，激励机制优化后预期将起到较强推动作用。

● **风险提示：**宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,675	5,123	6,100	7,150	8,554
YOY(%)	12.2	9.6	19.1	17.2	19.6
归母净利润(百万元)	718	890	985	1,229	1,529
YOY(%)	18.2	24.0	10.7	24.8	24.4
毛利率(%)	39.5	41.6	39.4	41.1	41.7
净利率(%)	15.4	17.4	16.1	17.2	17.9
ROE(%)	18.6	19.5	18.0	18.6	19.0
EPS(摊薄/元)	0.90	1.12	1.24	1.54	1.92
P/E(倍)	53.6	43.2	39.1	31.3	25.2
P/B(倍)	9.7	8.3	6.9	5.7	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3525	4099	5900	6291	8169
现金	699	242	1385	1854	2772
应收票据及应收账款	26	33	38	46	54
其他应收款	23	33	34	45	49
预付账款	5	5	7	7	10
存货	1568	1682	2334	2236	3181
其他流动资产	1204	2103	2103	2103	2103
非流动资产	2429	2560	2822	3066	3396
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产	1424	1458	1702	1929	2232
无形资产	211	198	208	215	211
其他非流动资产	788	900	907	917	948
资产总计	5954	6659	8722	9357	11565
流动负债	1600	1557	2471	1859	2506
短期借款	113	360	769	360	360
应付票据及应付账款	437	552	670	721	929
其他流动负债	1050	645	1031	778	1217
非流动负债	108	110	165	190	202
长期借款	0	0	55	80	92
其他非流动负债	108	110	110	110	110
负债合计	1708	1667	2636	2049	2707
少数股东权益	297	376	485	616	772
股本	797	797	797	797	797
资本公积	91	91	91	91	91
留存收益	3044	3711	4551	5624	6992
归属母公司股东权益	3949	4616	5601	6693	8086
负债和股东权益	5954	6659	8722	9357	11565

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1059	1001	1000	1379	1542
净利润	791	971	1094	1360	1686
折旧摊销	141	154	146	179	212
财务费用	49	13	23	24	24
投资损失	-72	-85	-96	-48	-57
营运资金变动	141	-97	-167	-135	-322
其他经营现金流	9	46	-0	-0	-0
投资活动现金流	-128	-1125	-312	-374	-485
资本支出	234	328	262	244	330
长期投资	68	-857	-0	0	-0
其他投资现金流	174	-1654	-50	-130	-154
筹资活动现金流	-631	-407	46	-127	-139
短期借款	111	248	0	0	0
长期借款	-399	0	55	25	12
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	-9	-151	-151
现金净增加额	300	-531	734	878	918

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4675	5123	6100	7150	8554
营业成本	2826	2994	3699	4210	4990
营业税金及附加	61	58	69	81	97
营业费用	456	566	701	822	958
管理费用	295	281	232	265	308
研发费用	147	154	190	200	248
财务费用	49	13	23	24	24
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	19	30	24	27	26
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	72	85	96	48	57
资产处置收益	-0	-3	0	0	0
营业利润	931	1169	1307	1625	2012
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	40	15	17	19
利润总额	928	1130	1295	1610	1995
所得税	137	159	201	249	309
净利润	791	971	1094	1360	1686
少数股东损益	73	81	109	131	157
归母净利润	718	890	985	1229	1529
EBITDA	1055	1298	1452	1776	2163
EPS(元)	0.90	1.12	1.24	1.54	1.92

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.2	9.6	19.1	17.2	19.6
营业利润(%)	16.6	25.5	11.8	24.3	23.9
归属于母公司净利润(%)	18.2	24.0	10.7	24.8	24.4
获利能力					
毛利率(%)	39.5	41.6	39.4	41.1	41.7
净利率(%)	15.4	17.4	16.1	17.2	17.9
ROE(%)	18.6	19.5	18.0	18.6	19.0
ROIC(%)	17.1	19.5	16.9	18.6	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	25.0	30.2	21.9	23.4
净负债比率(%)	-1.8	4.0	-7.6	-17.9	-24.9
流动比率	2.2	2.6	2.4	3.4	3.3
速动比率	1.2	0.7	0.9	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	125.1	171.7	171.7	171.7	171.7
应付账款周转率	6.5	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.12	1.24	1.54	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.26	1.26	1.73	1.94
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.79	7.03	8.40	10.15
估值比率					
P/E	53.6	43.2	39.1	31.3	25.2
P/B	9.7	8.3	6.9	5.7	4.8
EV/EBITDA	35.6	29.5	26.0	20.8	16.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn