2021-03-23
公司点评报告
买入/维持

中炬高新(600872)

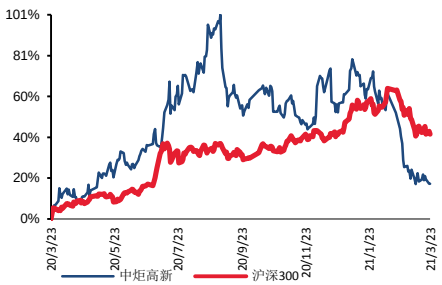
目标价：63

昨收盘：48.4

日常消费 食品、饮料与烟草

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

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)	38,557/38,557
12 个月最高/最低(元)	82.85/41.50

相关研究报告：

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：蔡雪昱

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

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

点评事件：中炬高新发布 2020 年年报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 51.23 亿元、8.90 亿元、8.97 亿元，同比+9.59%、+23.96%、+30.11%。Q4 营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 13.14、2.22、2.43 亿元，同比+14.82%、+28.88%、+43.77%。

年初公司指定 2020 年目标，预计收入 53 亿（同比+13.3%），归母净利润 8.34 亿（同比+16%），加权平均 ROE 不低于 2019 年水平（即 19.42%），公司总体完成了 1.03，通过公司全体员工努力，董事会目标完成。

公司指定 2021 年目标，确保收入 61 亿元（同比+19.06%），归母净利润 9.85 亿元（同比+10.68%），归母扣非净利润 9.65 亿元，加权平均 ROE 不低于 2020 年水平（即 20.96%）。

收入分析：疫情后经营逐步恢复正常，营销产能双管齐下，加速迈向“五年双百”目标

收入拆分：公司全年实现营收 51.23 亿元，同比+9.59%（Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为-6%/+21%/+10%/+15%）。其中美味鲜公司全年实现营收 49.78 亿，同比+11.42%（Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为-4%/+25%/+12%/+11%），除四季度外，美味鲜各个季度表现均好于其他板块，凸显出调味品行业较强的抗风险能力。2020 年公司加大营销网络及产能扩张，加速迈向“五年双百”目标，一方面加快营销人员和经销商“两支队伍”建设，另一方面对中山基地进行技术升级和扩产改造，达产后生产能力从 31.43 万吨提升至 58.43 万吨，其中酱油生产能力从 23 万吨提升至 48 万吨。

1）分季度来看，美味鲜全年收入增速波动较大，主要是受疫情影响，Q1 疫情影响了公司开工、物流和需求，Q2 受益于疫情后补货等需求，Q3 疫情引发了一些经营节奏的变化和同比错位，Q4 基本恢复正常。**2）分品类来看**，酱油、鸡精粉、食用油分别实现营收 31.23 亿元、4.94 亿元、6.03 亿元，分别同比增长 8.43%、-6.20%、34.99%。**3）分渠道来看**，2020 年公司家庭：餐饮为 75%：25%，其中家庭、餐饮消费分别为 37.44 亿元、12.38 亿元，分别同比+16.76%、-1.96%，主要是受疫

执业资格证书编码：

情影响公司营销重点向家庭方向转移。此外，电商平台销售 0.55 亿元，增长 66%，占收入比重 1.12%。**4）分区域来看，**2020 年公司主战场东部、南部表现略差，分别同比增长 0.87%、6.66%，主要是受疫情影响返程务工人数减少，中西部、北部地区分别增长 31.48%、16.41%，表现较好。**5）经销商情况：**截至 2020 年末公司经销商 1421 家，净增 370 家，同增 35%，其中北部区域增速最快达到 51%。

利润分析：毛利率继续提升，资产处置因素影响 Q4 美味鲜表观利润

公司全年实现归母净利润 8.90 亿元，同比+23.96%（Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为+9%/+41%/+19%/+29%）。其中美味鲜公司全年实现归母净利润 8.61 亿，同比+18.10%（Q1-Q4 增速分别为+11%/+42%/+20%/+2%），除四季度外美味鲜利润增速均高于收入增速，主要是疫情下 2C 端消费占比提升，产品结构带动毛利率提升，同时费用投放略少的原因，**Q4 利润增速低主要是公司拆除西厂区厂房，形成资产处置损失 3624 万元，如果剔除该因素，Q4 美味鲜利润增速 21%。**

2020 年公司毛利率 41.56%，同比提升 2.02pct，其中美味鲜毛利率 41.75%，同比提升 2.19pct，主要是材料价格同比下降减少成本所致，其中 Q4 毛利率 40.66%，同比下降 0.57pct，主要是原材料大豆及包材价格上涨。

2020 年期间费用率 19.80%，同比下降 0.47pct，其中销售费用率 11.05%，同比提升 1.29pct，主要是受疫情影响运费业务费率有所上升，管理费用率 5.48%，同比下降 0.83pct，财务费用率 0.26%，同比下滑 0.47pct。

经营层面： 渠道开发速度加快，今年收入高增确定性强，考核激励方案优化，保障中期双百目标落地

21 年展望：公司指定 21 年目标，收入目标 61 亿元（同比+19.06%），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%）。我们认为：1）收入端：21 年公司加快渠道开发速度，规划开发经销商总量超 1700 个，持续加快非主销区空白市场开发，低基数+强渠道下，公司收入目标有望超额完成；2）利润端：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，利润增速预计低于收入增速。

中期跟踪：2019 年公司制定长中期目标，用五年时间，即 2019-2023

年，通过内生+外延战略，实现收入过百亿、销量过百万吨的双百目标。战略上，公司坚持三步走战略，聚焦调味品主业，力争在较短时间内，把公司从区域性品牌打造成全国性强势品牌，并适当采用兼并收购方式进行公司外延扩张，规模向百亿奋进。

五年双百目标，一方面，根据产能释放周期，公司收入增速更快将集中在 2022 年下半年和 2023 年，21 年目标从产能角度大概率比 20 年增速略高。另一方面，品类、渠道上公司将继续乏力，力争两位数增长。1）品类：进一步打造酱油、蚝油、黄豆酱三大核心品类的市场领先优势，酱油高端产品占比由现在的 40%提升至 50%，做大蚝油体量，加强黄豆酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育；2）渠道：织厚渠道网络，加强对三四线城市空白和薄弱市场开发，推动收入稳步增长。

长期跟踪：渠道、销售、品类三方面不平衡逐步改善。1）渠道上，公司餐饮渠道公司设立渠道专员，推出实惠装产品，给经销商合理利润，未来餐饮端将有较好发展；经销商开拓上稳步扎实，平衡新经销商关系，逐步解决经销商回款慢的问题；2）区域上，东部精耕细作，西南、东南加大力度，经销商队伍扩大；3）品类上，酱油、鸡精鸡粉、食用油三大品类外，还将考虑料酒、蚝油、复合调味料等品类；同时谋划产品升级，适时推出更高端产品。

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）人才激励：公司分三个层次进行激励，股东层面、管理层面、员工层面均有积极变化；2）人才引进：以内培为主，谨慎引进，内部两批认定人才，外部引进销售、IT、管理、技术等人才；3）运营效率：目前处于整合阶段，效率上有短暂下降，之后会大幅提升。4）宝能：作为战略投资者，坚定不移持有中炬高新。2021 年公司继续加强激励，优化营销人员考核激励方案，加大绩优人员的激励力度，同时给予大区、办事处更大的灵活自主权，细化业绩贡献，强化激励导向。

重申逻辑：经营层面长期看不平衡补齐，中期看指引，短期看动销，管理层面看三个改善

公司子公司美味鲜公司作为调味品二梯队领头羊，我们重申公司基本面及跟踪逻辑：

经营层面：1）核心竞争力：早年公司凭借专一品牌、差异化战略，将厨邦从地区性小品牌做到区域性大品牌，未来公司考虑引入日式发酵工艺，打造广式、日式相结合生产方式，继高鲜酱油之后，再次引领市场，公司核心竞争力不断加强。2）长期逻辑：收入端，公司现在面临三个不平衡，即渠道不平衡、销售区域不平衡、品类不平衡，未来随着三个不平衡逐步打破，收入增速高增长可期；利润端，公司信息化水平、自动化水平、管理水平较行业龙头仍有较大差距，未来三大水平提升，有望带来净利率不断上行；3）中短期逻辑：中期跟指引，短期看动销。2014 年公司制定高管绩效考核制度，并在 2019 年进行 了修正，将高管薪酬与年度经营目标完成度挂钩，即营业收入、净利润、净资产收益率，制度制定后公司每年完成率均在 100%+，这也给了我们很好的中期跟踪指引。消费品短期终端库存、动销是公司收入的先行指标，短期值得跟踪关注。

管理层面：2018 年 11 月公司换届完成，2019 年 3 月公司实控人由中山火炬高新技术产业开发区管理委员会变更为姚振华先生，公司正式从国企变更为民企。宝能入主，公司预期在激励机制、运营效率、人才引进力度等三个方面有较大改善。

盈利预测与评级：维持“买入”评级

我们认为 21 年公司加快渠道开发速度，规划开发经销商总量超 1700 个，持续加快非主销区空白市场开发，低基数+强渠道下，公司收入目标有望超额完成 61 亿元的目标；同时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，利润增速预计低于收入增速。中长期来看，公司管理逐步改善，2021 年公司继续加强激励，优化营销人员考核激励方案，加大绩优人员的激励力度，同时给予大区、办事处更大的灵活自主权，细化业绩贡献，强化激励导向，企业活力不断激活。

调整盈利预测，测算 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	zhafl@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。