中炬高新（600872）

公司研究/点评报告

产能扩张叠加渠道优化，持续夯实发展动能

——中炬高新（600872）调研简报

点评报告/食品饮料　　2020 年 11 月 16 日

一、事件概述

近期我们调研了中炬高新，就公司近期经营情况与管理层进行了沟通。

二、分析与判断

➢ 坚持“双百”目标不动摇，未来持续稳健增长可期

公司五年“双百”目标于 2019 年初提出，其中收入方面，内生增长目标是实现收入 80 亿元，折合五年复合平均增速约 15%；外延并购达成收入目标约 20 亿元。如外延收购进度不及预期，则目标差额部分将通过内生增长完成。今年疫情对经营形成一定冲击，“双百”目标完成难度有所提升，但公司仍坚持“双百”目标不动摇。20Q1 下游餐饮渠道库存较高，疫情期间物流配送限制商超处于缺货状态。20Q2 伴随疫情有所缓解，终端需求回暖，叠加下游补库存需求旺盛，公司业绩出现加速反弹。20Q3 下游动销已恢复至正常状态，除鸡精鸡粉等产品仍需消化库存外，公司生产经营已与往年差别不大，疫情已不再是经营的主要障碍。预计未来随着公司渠道端及产能端持续发力，收入端增速未来持续稳健增长可期。

➢ 渠道裂变持续推进，全国化渗透率仍有较大提升空间

费用方面，公司未来三年销售费用额增速预计将维持在+25%左右。除加大费用投入外，费用投放有效性仍将通过推广方案创新等方式得到加强。**渠道及经销商开拓方面，**预计到今年底经销商数量有望超 1400 家、超额完成年初 1300 家的原计划。目前公司渠道全国区县的覆盖率在 48%左右，渠道下沉仍有较大提升空间。其中，南方地区特别是广东地区渠道已下沉至乡镇级别，未来增速不会太高；中西部、北部、东部地区办事处数量及渠道织网密度仍有较大的提升空间。公司今年初成立 500 万元基金，专门加强对中小经销商的扶持力度。

➢ 产能改造持续推进，人才激励方案不断优化

产能技改方面，中山基地技改工作预计将在 2022 年 11 月完成；阳西工厂部分新增产能有望在今年 12 月份投产。中山基地及阳西工厂等新增产能陆续释放将为调味品主业持续增长提供坚实保障。**人才引进方面，**目前公司仍以内部提拔为主、外部引进为辅。目前美味鲜公司每年校招约 100 多人，其中 70~80 人会沉淀在公司与公司一起成长。未来公司将为内部优秀员工提供更大的晋升空间，总经理基金、绩效奖金包等具体奖励措施将会向中层倾斜。因此公司中高层管理人员一直比较稳定，对从外部引进人才的需求较为有限。**股权激励方面，**公司目前仍在积极准备，暂无具体方案推出。不过未来仍会对激励方案进行持续优化，如加强对个人激励力度等。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 53.93/62.32/72.42 亿元，同比+15.4%/+15.6%/+16.2%；实现归母净利润 8.53/10.53/12.90 亿元，同比+18.8%/+23.4%/+22.5%，折合 EPS 为 1.07/1.32/1.62 元，对应 PE 为 58/47/39 倍。公司估值低于可比公司 20 年平均 78 倍估值（Wind 一致预期，算数平均法）。考虑到内部改革/营销/渠道/产能齐发力，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。维持“推荐”评级。

四、风险提示

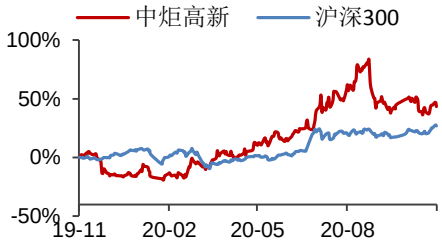
行业竞争加剧或需求下行、成本快速上涨、食品安全风险等。

推荐　维持评级

当前价格：　62.40 元

交易数据	2020-11-13
近 12 个月最高/最低(元)	76.04/36.79
总股本（百万股）	796.64
流通股本（百万股）	796.64
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	497.10
流通市值（亿元）	497.10

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：　S0100520080003

电话：　0755-22662056

邮箱：　xionghang@mszq.com

相关研究

1. 中炬高新（600872）2020 年三季报点评：Q3 调味品主业增长环比提速，技改扩产有序推进
2. 中炬高新（600872）2020 年半年报点评：20Q2 业绩表现靓丽，技改推动产能持续扩张

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,675	5,393	6,232	7,242
增长率（%）	12.2%	15.4%	15.6%	16.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	718	853	1,053	1,290
增长率（%）	18.2%	18.8%	23.4%	22.5%
每股收益（元）	0.90	1.07	1.32	1.62
PE（现价）	69.2	58.3	47.2	38.5
PB	12.6	10.7	9.1	7.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,675	5,393	6,232	7,242
营业成本	2,826	3,241	3,714	4,280
营业税金及附加	61	80	87	104
销售费用	456	488	530	565
管理费用	295	340	368	413
研发费用	147	170	196	228
EBIT	889	1,074	1,337	1,652
财务费用	49	28	32	29
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	72	72	72	72
营业利润	931	1,139	1,396	1,715
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	928	1,134	1,393	1,710
所得税	137	167	205	252
净利润	791	967	1,187	1,459
归属于母公司净利润	718	853	1,053	1,290
EBITDA	1,030	1,218	1,490	1,814

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	699	971	2194	2759
应收账款及票据	26	47	44	57
预付款项	5	8	8	10
存货	1568	2167	2051	2844
其他流动资产	69	69	69	69
流动资产合计	3525	4447	5524	6943
长期股权投资	5	77	148	220
固定资产	1424	1529	1619	1716
无形资产	211	205	199	193
非流动资产合计	2429	2565	2596	2640
资产合计	5954	7012	8121	9583
短期借款	113	113	113	113
应付账款及票据	437	529	590	689
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	1600	1839	1982	2230
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债合计	1708	1946	2090	2338
股本	797	797	797	797
少数股东权益	297	411	545	714
股东权益合计	4246	5065	6031	7246
负债和股东权益合计	5954	7012	8121	9583

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	12.2%	15.4%	15.6%	16.2%
EBIT 增长率	21.6%	20.8%	24.4%	23.6%
净利润增长率	18.2%	18.8%	23.4%	22.5%
盈利能力				
毛利率	39.5%	39.9%	40.4%	40.9%
净利润率	15.4%	15.8%	16.9%	17.8%
总资产收益率 ROA	12.1%	12.2%	13.0%	13.5%
净资产收益率 ROE	18.2%	18.3%	19.2%	19.7%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.4	2.8	3.1
速动比率	1.2	1.2	1.8	1.8
现金比率	1.1	1.1	1.7	1.7
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	2.8	3.9	3.3	3.6
存货周转天数	201.4	207.4	204.4	205.9
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.9	1.1	1.3	1.6
每股净资产	5.0	5.8	6.9	8.2
每股经营现金流	1.3	0.8	2.0	1.2
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	72.5	61.0	49.4	40.3
PB	13.2	11.2	9.5	8.0
EV/EBITDA	44.0	37.2	29.9	24.4
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	791	967	1,187	1,459
折旧和摊销	141	144	153	162
营运资金变动	141	(412)	288	(605)
经营活动现金流	1,060	661	1,593	977
资本开支	232	159	117	138
投资	68	0	0	0
投资活动现金流	(128)	(159)	(117)	(138)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(392)	0	0	0
筹资活动现金流	(631)	(230)	(253)	(273)
现金净流量	301	272	1,223	566

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。