太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-02

公司点评报告

买入/维持

中炬高新(600872)

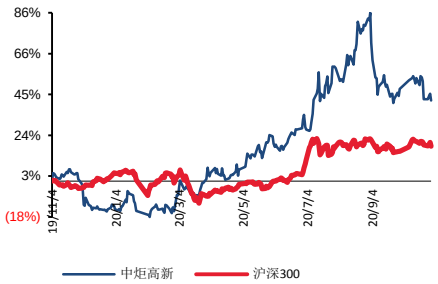
目标价：87.87

昨收盘：62.85

日常消费 食品、饮料与烟草

中炬高新三季报：美味鲜业绩稳健，未来高弹性可期

■ 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)	50,069/50,069
12 个月最高/最低(元)	82.85/36.50

相关研究报告：

中炬高新（600872）《中炬高新中报点评：美味鲜收入符合预期，利润超预期》--2020/08/24

中炬高新（600872）《中炬高新一季报点评：主营业务稳健，业绩略超预期》--2020/04/30

中炬高新（600872）《中炬高新年报点评：均衡发展、蓄势待发，进入稳步上升周期》--2020/03/17

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

事件：公司前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 38.10、6.68、6.54 亿元，同比增长 7.90%、22.40%、25.61%。单三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 12.55、2.13、2.12 亿元，同比增长 10.26%、18.50%、21.89%。前三季度综合毛利率 41.83%、+2.63pct；综合净利率 19.11%、+2.1pct。单三季度综合毛利率 40.37%、+2.48pct；综合净利率 18.43%、+1.38pct。

一、回款节奏导致增速放缓，美味鲜业绩稳健

单三季度合并报表的收入增速回落，符合市场调整过后的预期。其中，单三季度美味鲜收入增长 12.33%、归母净利润增长 19.55%，业绩稳健；公司本部/中汇合创/中炬精工的收入分别同比下降 11.11%、72.84%、35.37%，本部和房地产业务下滑，主要是因为今年没有物业转让产生的一次性增收以及商品房销售收入确认较少所致。

美味鲜单三季度分产品看，酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入分别同比增长 12.97%/5.08%/12.19%//11.17%，酱油保持较快增长、鸡精鸡粉开始恢复正增长、食用油和其他小品类增速回落较明显。总体分析，经营节奏对主品类酱油的影响相对小，小品类受影响更多一些，特别在一些新开发的渠道。而鸡精鸡粉恢复正增长，印证餐饮渠道的好转。销售模式上，单三季度分销和直营分别增长 11%和 52.88%，直营渠道增速更快。地区分布上，单三季度东部、中西部、北部区域分别增长 14.61%、22.71%、27.99%，增速均领先于大盘；大本营南部区域微弱增长 0.61%，对整体增速形成拖累。

二、招商进度提前超额完成，渠道扩张顺利

前三季度净招商 278 家，其中单三季度净增 75 家，前三季度末总数达到 1329 家，提前超额完成年度招商目标，北部、中西部、东部区域的经销商数量增长较快，与区域收入增速表现相匹配。过去 2-3 年招商进度加快，为未来几年快速发展奠定良好的基础。2018 年、2019 年、2020 年前三季度的经销商数量分别增长了 25.95%、21.64%、26.45%，这些经销商经过 2-3 年的培育和发展逐渐成熟，结合产能释放的节奏、渠道和市场拓展的情况来看，无论收入还是利润，未来高弹性可期。

三、毛利率同比上升，费效比改善，净利率提升

受益于原材料和包材的采购成本降低以及产品结构的优化，前三季度美味鲜销售毛利率42.12%,同比上升3.11pct;其中,单三季度40.64%,同比上升2.86pct，但相比上半年下降2.21pct，主要因为主要原材料黄豆成本增加。后续随着酱油产能的进一步释放以及小品类形成规模效应，有望冲抵黄豆涨价的部分压力，毛利率有望高位企稳。

前三季度销售费用4.2亿元，增长22.99%，销售费用率11.14%；其中单三季度1.2亿元，增长21.77%，销售费用率9.63%。前三季度管理费用2.04亿元，下降3.35%，管理费用率5.35%；其中单三季度0.73亿元，增长8.75%，管理费用率5.81%。对比前三季度和单三季度费用的情况，总体而言，合并报表和美味鲜公司的销售费用率提升、管理费用率下降的趋势较为明显；同时可以看到费效比在不断提升，盈利能力改善。在毛利率提升、费效比改善的基础上，净利率提升。

四、现金流量表和资产负债表变化在合理范围内

单三季度销售回款13.84亿元，同比增长8.24%，稍低于收入增速；单三季度经营活动现金流净额2.19亿元，同比下滑2.69%。三季度末，应收票据+应收账款0.5亿元，同比增加0.18亿元；存货16.12亿元，同比增加1.02亿元；预收款+合同负债1.26亿元，同比增加0.18亿元。报表整体略有变化，但属于合理范围。

盈利预测与评级：

疫情引发的经营节奏的变化以及同比错位,影响单三季度业绩和报表，增长略低于预期，报表质量中规中矩。但考虑到这是正常经营环节中可能产生的一些季度波动，同时看到品类的趋势较好、招商进度提前超额完成、薄弱市场在快速加强、餐饮渠道有所好转等，公司基本面并没有出现问题。产能释放红利叠加渠道快速扩张，配套营销力度的强化，我们继续看好公司未来几年持续、快速增长的前景。

因为今年的业绩基数较低、提前招商也将快速显现效果，判断明后年公司的业绩弹性比较大。美味鲜的增速中枢有望提高到 20%以上甚至达到30%。随着规模扩大和管理能力提升，降本增效也将更加显著。

调整盈利预测，测算2020-2022年的收入增速分别为12%、21%、22%；归母净利增速分别为 24%、25%、26%。预计今明两年归母净利分别为

8.9 亿和 11.1 亿，按明年业绩给 60 倍左右 PE，叠加地产估值 40 亿，对应 700 亿总市值，目标股价 87.87 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济和疫情影响导致销售不及预期，原材料价格波动；食品安全问题等。

■ **主要财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4674.84	5235.82	6335.34	7729.12
净利润(百万元)	717.94	890.25	1112.81	1402.14
摊薄每股收益(元)	0.90	1.12	1.40	1.76

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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。