中炬高新（600872）

深耕渠道看全国化，产能推进助双百目标

买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,675	5,331	6,174	7,174
同比（%）	12.2%	14.0%	15.8%	16.2%
归母净利润（百万元）	718	855	1,026	1,237
同比（%）	18.2%	19.1%	20.1%	20.5%
每股收益（元/股）	0.90	1.07	1.29	1.55
P/E（倍）	69.74	58.57	48.78	40.49

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 38.1 亿元 （+7.9%），归母净利 6.68 亿元（+22.4%），扣非净利 6.54 亿元（+25.61%）。20Q3 实现营收 12.55 亿元 （+10.26%），归母净利 2.13 亿元（+18.5%），扣非净利 2.12 亿元（+21.89%）。

投资要点

- **收入稳健增长。**20Q1-Q3 公司实现营收 38.1 亿元 （+7.9%），20Q3 实现营收 12.55 亿元（+10.26%），Q3 美味鲜公司营收 12.3 亿元(+12.33%)。**1）分产品，**20Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品分别实现收入 7.6/1.3/1.7/1.6 亿元，分别同增 13/5/12/11%。**2）分渠道，**20Q3 末经销商总数达 1329 家，Q3 净增 75 家，北部/中西部/东部地区经销商数量增长较快，分别净增加 35/15/9 家。截止 20H1 公司地市级开发率已经达到 87.83%，区县开发率 45.24%，未来将继续加快空白地级市及三级区县开发，持续加快全国化扩展进程。公司南部成熟市场区域 20Q3 实现营收 4.8 亿元（+0.6%）；东部地区环比显著改善，实现收入 3 亿元（+14.6%，增速环比+16.3pct）；中西部/北部区域保持较快增长，20Q3 分别实现营收 2.6/1.8 亿元，同比+22.7/28.0%。

- **黄豆成本增加导致毛利率波动，加大营销投入保证长期增长。**20Q3 美味鲜归母净利 2.16 亿元（+19.55%）。20Q3 美味鲜毛利率 40.64%，环比 20H1 下降 2.21pct，原材料黄豆采购成本增加。美味鲜公司中，销售人员工资待遇额及业务费用驱动 Q3 销售费用率+0.75pct；管理费用率 4.73%(+0.09pct)，基本平稳；贷款利息支出导致 Q3 财务费用率+0.19pct。综上 20Q3 公司实现归母净利 2.13 亿元（+18.5%），扣非净利 2.12 亿元（+21.89%）。

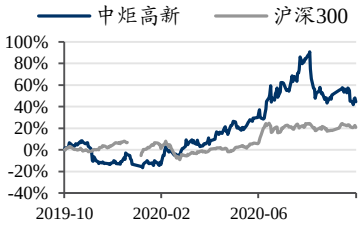
- **产能落地铸基石，助力全国化布局。**中山厂区扩产项目：公司重点对酱油工序进行技改升级，实现扩大酱油/料酒产能 25/2 万吨，改造、搬迁等前期工作陆续开展，计划于 2021 年 3 月 1 日动工。厨邦三期扩产项目：预计天然油项目 Q3 可全部完工，酱油煮制首期工程计划 2020 年底投入使用。阳西美味鲜二期项目（蚝油 10 万吨/年，沙司 0.7 万吨/年）亦按照 10 月底试投产目标有序推进。

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司营收为 53/62/72 亿，同比+14/16/16%；归母净利为 8.6/10.3/12.4 亿，同比+19/20/21%，PE 为 59/49/40X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**产能投放不及预期，提价不及预期，食品安全问题，疫情控制不及预期。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.85
一年最低/最高价	33.88/83.38
市净率(倍)	11.40
流通 A 股市值(百万元)	50068.65

基础数据

每股净资产(元)	5.52
资产负债率(%)	22.50
总股本(百万股)	796.64
流通 A 股(百万股)	796.64

相关研究

1、《中炬高新（600872）：业绩超预期，看好全国化》2020-08-21

2、《中炬高新（600872）：业绩符合预期，期待环比改善》2020-04-30

3、《中炬高新（600872）：管理升级营销加码，不断释放改革红利》2020-03-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中炬高新三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3525**	**4008**	**5115**	**6255**
现金	699	907	1837	2667
应收账款	26	59	119	27
存货	1568	2047	2111	2713
其他流动资产	1232	995	1047	849
非流动资产	**2429**	**2617**	**2847**	**3109**
长期股权投资	5	3	2	1
固定资产	1424	1622	1842	2078
在建工程	366	351	351	364
无形资产	211	224	240	254
其他非流动资产	422	417	413	413
资产总计	**5954**	**6625**	**7962**	**9364**
流动负债	**1600**	**1271**	**1538**	**1655**
短期借款	113	113	113	113
应付账款	385	507	519	671
其他流动负债	1102	652	906	871
非流动负债	**108**	**166**	**214**	**245**
长期借款	0	58	107	137
其他非流动负债	108	108	108	108
负债合计	**1708**	**1437**	**1752**	**1900**
少数股东权益	297	384	489	616
归属母公司股东权益	3949	4804	5721	6848
负债和股东权益	**5954**	**6625**	**7962**	**9364**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1059	643	1418	1114
投资活动现金流	-128	-8	-375	-178
筹资活动现金流	-631	-427	-113	-107
现金净增加额	300	208	930	829
折旧和摊销	141	140	169	198
资本开支	234	190	231	263
营运资本变动	141	-440	129	-413

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4675**	**5331**	**6174**	**7174**
减:营业成本	2826	3231	3716	4311
营业税金及附加	61	70	102	118
营业费用	456	565	636	717
管理费用	295	347	389	445
财务费用	49	80	67	44
资产减值损失	-0	11	12	14
加:投资净收益	72	79	79	78
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**931**	**1108**	**1330**	**1601**
加:营业外净收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	**928**	**1105**	**1327**	**1599**
减:所得税费用	137	163	195	235
少数股东损益	73	87	105	126
归属母公司净利润	**718**	**855**	**1026**	**1237**
EBIT	914	1089	1295	1542
EBITDA	1055	1229	1464	1740

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.90	1.07	1.29	1.55
每股净资产(元)	4.96	6.03	7.18	8.60
发行在外股份(百万股)	797	797	797	797
ROIC(%)	17.1%	18.3%	18.2%	18.2%
ROE(%)	18.6%	18.2%	18.2%	18.3%
毛利率(%)	39.5%	39.4%	39.8%	39.9%
销售净利率(%)	15.4%	16.0%	16.6%	17.2%
资产负债率(%)	28.7%	21.7%	22.0%	20.3%
收入增长率(%)	12.2%	14.0%	15.8%	16.2%
净利润增长率(%)	18.2%	19.1%	20.1%	20.5%
P/E	69.74	58.57	48.78	40.49
P/B	12.68	10.42	8.75	7.31
EV/EBITDA	46.60	39.81	32.85	27.39

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn