开源证券

中炬高新（600872.SH）

2020 年 10 月 31 日

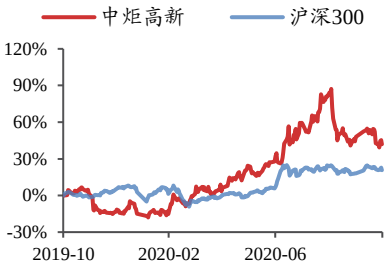
业绩如期增长，前景乐观展望

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/30
当前股价(元)	62.85
一年最高最低(元)	83.38/34.07
总市值(亿元)	500.69
流通市值(亿元)	500.69
总股本(亿股)	7.97
流通股本(亿股)	7.97
近 3 个月换手率(%)	53.06

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-二季度业绩超预期，全年增长确定性强》-2020.8.21

《公司信息更新报告-业绩符合预期，未来更加从容》-2020.4.30

《公司信息更新报告-经营持续改善，调味品趋势向好》-2020.3.17

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

● 三季度业绩符合预期，维持“买入”评级

中炬高新公布三季报，2020Q1-Q3 实现营收 38.1 亿，同比增 7.9%；实现净利 6.7 亿，同比增 22.4%；扣非净利 6.5 亿，同比增 25.6%。2020Q3 实现营收 12.6 亿，同比增 10.3%；实现净利 2.1 亿，同比增 18.5%。暂维持全年盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 8.8 亿、10.6 亿、12.9 亿，EPS 分别为 1.10、1.33、1.62 元，同比增 22%、21、21%，对应 PE 分别为 57、47、39 倍。考虑公司调味品业绩增长确定，宝能集团管理赋能，有明显改善预期，仍维持“买入”投资评级。

● 消费淡季叠加区域不平衡，美味鲜三季度增速略有回落

2020Q3 美味鲜营收增长 12%，其中酱油增 13%，食品油增 12%、小调味品类增 11%，均保持较快增长；鸡精鸡粉增 5%，增速环比加速。从区域分布上看，三季度东部与南部区域分别 14.6%与 0.6%，增速较慢，剔除非调味品业务，实际调味品南部市场增长约 4.6%。其中有疫情遗留的客观原因，也有区域发展不平衡的主观因素。三季度净新增经销商 278 家，增长较快，表明公司新市场开发卓有成效。

● 净利增长主要来源于毛利率提升及财务费用率下降

2020Q3 公司调味品毛利率提升 2.9pct 至 40.6%，主因在于：一是 2019Q3 公司为开拓市场促销较多，导致毛利率基数较低；二是 2020 年管控后的采购成本下降。公司销售费用率同比增 0.9pct 至 9.6%，应是公司商超端促销、推广费用投放增加。财务费用率同比降 0.7pct，主因在于贷款利息增加。往 2021 年展望，公司毛利率提升可能并不明显，渠道细化、市场扩张，可能加大费用投放，但是宝能严格管理大概率带来效率提升，预计 2021 年调味品业务净利增速可能与营收保持同步。

● 前景乐观展望，成长路径清晰

2020 年在疫情影响下，公司努力向年度目标冲刺。展望 2021 年，公司通过调渠道、拓市场，扩品类的方式进行成长。产品方面开发二梯队产品，主攻县级市场，为渠道下沉精耕做品种储备；渠道上细化工作持续进行；同时加大招商力度，超额完成开发目标。中山厂区正地技改，完成后生产效率有望进一步提升，未来成长路径清晰。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,166	4,675	5,347	6,155	7,128
YOY(%)	15.4	12.2	14.4	15.1	15.8
归母净利润(百万元)	607	718	879	1,063	1,289
YOY(%)	34.0	18.2	22.4	21.0	21.2
毛利率(%)	39.1	39.5	40.9	41.4	41.9
净利率(%)	14.6	15.4	16.4	17.3	18.1
ROE(%)	17.3	18.6	19.7	19.7	19.7
EPS(摊薄/元)	0.76	0.90	1.10	1.33	1.62
P/E(倍)	82.4	69.7	57.0	47.1	38.8
P/B(倍)	13.9	12.7	10.9	9.1	7.6

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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3621	3525	4599	4915	6291
现金	397	699	1323	1571	2387
应收票据及应收账款	48	26	59	39	75
其他应收款	25	23	32	31	42
预付账款	8	5	10	7	13
存货	1594	1568	1971	2062	2571
其他流动资产	1548	1204	1204	1204	1204
非流动资产	2363	2429	2605	2804	3037
长期投资	6	5	4	3	2
固定资产	1350	1424	1624	1826	2045
无形资产	210	211	224	240	254
其他非流动资产	796	788	754	735	736
资产总计	5984	5954	7204	7719	9328
流动负债	1587	1600	2035	1485	1807
短期借款	2	113	705	113	113
应付票据及应付账款	435	437	539	574	705
其他流动负债	1150	1050	791	798	989
非流动负债	448	108	162	203	230
长期借款	399	0	54	95	122
其他非流动负债	49	108	108	108	108
负债合计	2036	1708	2197	1688	2037
少数股东权益	343	297	403	529	678
股本	797	797	797	797	797
资本公积	282	91	91	91	91
留存收益	2510	3044	3725	4546	5542
归属母公司股东权益	3605	3949	4604	5503	6613
负债和股东权益	5984	5954	7204	7719	9328

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	724	1059	851	1266	1297
净利润	681	791	985	1189	1438
折旧摊销	130	141	140	169	196
财务费用	54	49	22	-4	-28
投资损失	-96	-72	-96	-48	-57
营运资金变动	-1	141	-201	-40	-252
其他经营现金流	-46	9	0	0	0
投资活动现金流	-307	-128	-221	-319	-371
资本支出	355	234	177	200	234
长期投资	-162	68	1	1	1
其他投资现金流	-114	174	-43	-119	-136
筹资活动现金流	-271	-631	-597	-107	-111
短期借款	-13	111	0	0	0
长期借款	-517	-399	54	41	27
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-191	0	0	0
其他筹资现金流	259	-152	-652	-148	-138
现金净增加额	145	300	33	840	816

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4166	4675	5347	6155	7128
营业成本	2537	2826	3162	3604	4141
营业税金及附加	69	61	70	80	93
营业费用	431	456	545	603	682
管理费用	276	295	334	357	406
研发费用	122	147	166	172	207
财务费用	54	49	22	-4	-28
资产减值损失	-2	-0	0	0	0
其他收益	23	19	21	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	96	72	96	48	57
资产处置收益	1	-0	0	0	0
营业利润	799	931	1163	1409	1704
营业外收入	1	1	8	4	4
营业外支出	7	4	6	6	6
利润总额	793	928	1165	1407	1702
所得税	111	137	181	218	264
净利润	681	791	985	1189	1438
少数股东损益	74	73	106	126	149
归母净利润	607	718	879	1063	1289
EBITDA	938	1055	1301	1560	1849
EPS(元)	0.76	0.90	1.10	1.33	1.62

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	12.2	14.4	15.1	15.8
营业利润(%)	30.7	16.6	25.0	21.1	20.9
归属于母公司净利润(%)	34.0	18.2	22.4	21.0	21.2
获利能力					
毛利率(%)	39.1	39.5	40.9	41.4	41.9
净利率(%)	14.6	15.4	16.4	17.3	18.1
ROE(%)	17.3	18.6	19.7	19.7	19.7
ROIC(%)	15.3	17.1	17.9	20.2	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.0	28.7	30.5	21.9	21.8
净负债比率(%)	13.8	-1.8	-9.2	-20.7	-27.8
流动比率	2.3	2.2	2.3	3.3	3.5
速动比率	0.3	1.2	1.3	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	72.2	125.1	125.1	125.1	125.1
应付账款周转率	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.90	1.10	1.33	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.33	1.07	1.59	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.96	5.78	6.91	8.30
估值比率					
P/E	82.4	69.7	57.0	47.1	38.8
P/B	13.9	12.7	10.9	9.1	7.6
EV/EBITDA	54.4	46.6	37.6	30.9	25.7

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