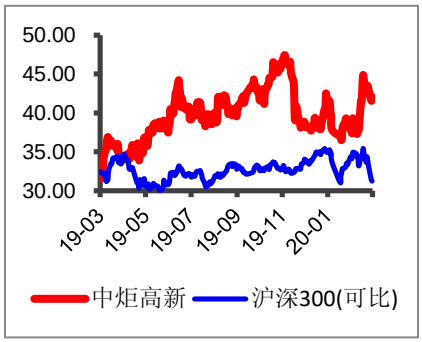
食品饮料 中炬高新（600872.SH） 维持评级

报告原因：中报点评 **Q2 业绩大幅改善，利润超市场预期** **买入**

2020 年 8 月 21 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 20 日

收盘价(元)：	72.28
年内最高/最低（元）：	76.85/33.88
流通 A 股/总股本（亿）：	7.97/7.97
流通 A 股市值（亿）：	603
总市值（亿）：	603

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.9
每股净资产(元)：	4.96
净资产收益率：	19.42%

分析师：
和芳芳
执业登记编码： S0760519110004
邮箱：hefangfang@sxzq.com
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.c

事件描述

- 公司 2020 年 8 月 20 日晚间发布半年报称，上半年归属于母公司所有者的净利润 4.55 亿元，同比增长 24.31%；营业收入 25.54 亿元，同比增长 6.78%；基本每股收益 0.57 元，同比增长 23.91%。

事件点评

- **公司主动调整策略，Q2 业绩环比大幅改善。**公司 2020H1 年实现营业收入 25.54 亿元，同比+6.78%，归母净利润 4.55 亿元，同比+24.31%，其中美味鲜公司实现收入 24.92 亿元，同比+10.16%；单 Q2 实现营业收入 14.01 亿元，同比+20.67%，实现归母净利润 2.49 亿元，同比+40.79%，Q2 业绩大幅改善，主要是公司通过调整促销产品的结构、不同渠道促销资源的结构、推广费用的结构，上半年实现了主销产品和实惠型产品销售的持续上涨，促进了家庭端的增量，弥补了餐饮消费端的下滑。1）分品类看，酱油稳健增长，食用油业务延续高增态势。2020H1 公司酱油/鸡精鸡粉/食用油实现营收 15.83/2.11/3.01 亿元，同比+7.75%/ -21.85%/ +49.66%；2）分区域来看，东部区域增速略有下降，2020H1 东/南/中西/北部区域分别实现收入 5.41/10.05/5.21/4.06 亿元，同比-1.87%/ +5.48%/+32.23%/+16.13%。3）分渠道来看，2020H1 分销渠道实现营收入 24.03 亿元，同比+9.33%，直销渠道实现营收 0.69 亿元，同比+41.31%
- **毛利大幅提升，盈利能力不断提高。**公司 2020H1 销售净利率 19.45%，同比增加 2.46pct，主要是项目的不断升级改造，生产产能和效率得到进一步的提升，同时，受益原材料成本下降，毛利率显著提升。具体来看：1）2020H1 年度销售毛利率为 42.55%，同比增加 2.73pct；2）2020H1 年度销售期间费用率 19.91%，同比减少 0.64pct，其中销售费用率为 11.87%，同比增加 1.6pct，主要是广告费、促销推广费、运输费、工资福利增加；管理费用率 8.00%，同比减少 0.99pct，主要系是公司管理人工薪酬支出减少；财务费用率为 0.04%，同比减少 1.25pct，主要本期兑付到期公司债，债券利息支出同比减少。
- **公司发展战略已经明晰，2020 年目标稳健增长。**公司制定双百目标，即从 2019 年到 2023 年，公司用五年的时间，按照三步走发展战略，

以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。2020 年内将继续聚焦调味品主业，加快营销发展，实现 1+N 品类发展，继续推动渠道下沉，继续加大营销资源投入，推动营销管理机制和激励机制变革；提升重大项目管理，加强基地建设和技改投入，加快全国化产能布局和自动化改造，提升主营业务盈利水平。2020 年公司规划集团收入 53 亿元，同比增幅 13.30%；预计归母净利润 8.34 亿元，同比增幅 16%，其中美味鲜全年目标 51 亿元，同增 14.2%，归母净利润 8.37 亿元，同增 15%，目标稳健增长。

投资建议

Q2 收入环比大幅改善，我们认为随着消费回暖，公司发展动力强，力争追赶全年目标。从中长期看，公司制定双百目标，业绩确定性强，因此通过在全国化市场开拓、发展餐饮渠道以及品类外拓等策略，促进公司持续发展。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.08/1.32/1.63 元，对应当前股价，2020-2021 年 PE 分别为 70X/57X/46X，维持 “买入”评级。

存在风险

- 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险，市场风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,525	4,748	5,880	7,128
现金	699	2,229	4,260	7,065
应收账款	49	71	86	93
其他应收款	23	41	39	47
预付账款	5	(24)	(39)	(60)
存货	1,569	1,760	2,087	2,455
其他流动资产	1,181	672	(554)	(2,472)
非流动资产	2,429	2,364	2,282	2,235
长期投资	5	14	8	9
固定资产	1,424	1,334	1,244	1,154
无形资产	211	197	184	172
其他非流动资产	788	818	846	900
资产总计	5,954	7,111	8,162	9,362
流动负债	1,600	1,571	1,804	1,851
短期借款	113	105	89	59
应付账款	385	435	543	619
其他流动负债	1,102	1,030	1,172	1,173
非流动负债	108	561	463	497
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	108	561	463	497
负债合计	1,708	2,132	2,267	2,347
少数股东权益	297	398	518	662
股本	797	797	797	797
资本公积	91	91	91	91
留存收益	3,044	3,694	4,489	5,465
归属母公司股东权益	3,949	4,582	5,378	6,354
负债和股东权益	5,954	7,111	8,162	9,362

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,059	1,087	1,838	2,654
净利润	791	861	1,055	1,299
折旧摊销	141	104	103	102
财务费用	50	(17)	(44)	(81)
投资损失	(72)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	1,620	242	867	1,469
其他经营现金流	(1,471)	(44)	(83)	(75)
投资活动现金流	(128)	202	266	279
资本支出	0	0	0	0
长期投资	1	(9)	6	(1)
其他投资现金流	(129)	211	260	280

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,675	5,343	6,359	7,503
营业成本	2,826	3,211	3,809	4,480
营业税金及附加	61	69	83	98
销售费用	456	516	602	695
管理费用	295	331	388	450
财务费用	49	(17)	(44)	(81)
资产减值损失	(0)	6	(3)	1
公允价值变动收益	0	(151)	(200)	(220)
投资净收益	72	60	60	60
营业利润	931	1,135	1,385	1,701
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	928	1,132	1,382	1,698
所得税	137	170	207	255
净利润	791	962	1,174	1,444
少数股东损益	73	101	120	144
归属母公司净利润	718	861	1,055	1,299
EBITDA	1,244	1,223	1,444	1,723
EPS（元）	0.90	1.08	1.32	1.63

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	12.20%	14.30%	19.00%	18.00%
营业利润	16.58%	21.90%	22.02%	22.87%
归属于母公司净利润	18.19%	19.94%	22.47%	23.21%
获利能力				
毛利率(%)	39.55%	39.90%	40.10%	40.29%
净利率(%)	15.36%	16.12%	16.59%	17.32%
ROE(%)	18.64%	19.32%	19.92%	20.58%
ROIC(%)	20.72%	37.01%	38.04%	64.44%
偿债能力				
资产负债率(%)	28.69%	29.97%	27.77%	25.07%
净负债比率(%)	10.29%	-21.16%	-50.41%	-79.43%
流动比率	2.20	3.02	3.26	3.85
速动比率	1.22	1.90	2.10	2.53
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.82	0.83	0.86
应收账款周转率	127.94	194.54	165.91	160.61
应付账款周转率	11.98	13.02	13.00	12.92
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(631)	116	(285)	(343)	每股收益(最新摊薄)	0.90	1.08	1.32	1.63
短期借款	111	(7)	(17)	(30)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.36	2.31	3.33
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.75	6.75	7.98
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	(191)	0	0	0	P/E	84.0	70.0	57.2	46.4
其他筹资现金流	(551)	123	(268)	(313)	P/B	15.3	13.2	11.2	9.5
现金净增加额	300	1,404	1,818	2,590	EV/EBITDA	24.08	48.02	39.51	31.72

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336