消费升级与娱乐研究中心

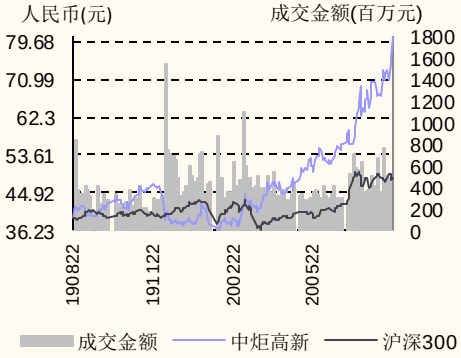
中炬高新 (600872.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：80.86 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.97
已上市流通 A 股(亿股)	7.97
总市值(亿元)	644.16
年内股价最高最低(元)	80.86/64.58
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381



相关报告

1.《调味品业务全面向好，扩产加快产能布局-中炬高新年报点评》，2020.3.17

2.《Q4 业绩超预期，调味品业务全面向好-中炬高新点评报告》，2020.3.2

4.《调味品业务稳健增长，新激励促均衡发展-中炬高新中报点评》，2019.8.23

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

美味鲜贡献收入成长，管理提效带来利润释放

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,166	4,675	5,330	6,277	7,697
营业收入增长率	15.43%	12.20%	14.01%	17.77%	22.63%
归母净利润(百万元)	607	718	852	1,024	1,308
归母净利润增长率	34.01%	18.19%	18.66%	20.18%	27.71%
摊薄每股收益(元)	0.762	0.901	1.069	1.285	1.641
每股经营性现金流净额	0.91	1.33	1.43	1.40	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.85%	18.18%	19.10%	20.18%	22.32%
P/E	38.64	43.66	70.79	58.90	46.12
P/B	6.51	7.94	13.52	11.88	10.29

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 公司发布 2020 年中报，2020 年上半年实现营业收入 25.54 亿元，同比增长 6.78%；归母净利润 4.55 亿元，同比增长 24.31%。

事件点评

- **Q2 调味品业务提速，美味鲜贡献主要业绩增长：**上半年美味鲜收入 24.92 亿元（+10.16%），净利润 4.95 亿元（+24.07%）；中汇合创收入 1393 万元，同比减少 4701 万元。公司 Q2 实现营业收入 14.01 亿元，同比增长 20.67%；归母净利润 2.49 亿元，同比增长 40.79%。公司 Q1 因疫情及物流等问题增速下滑，拉平上半年较能反应公司的真实动销水平，餐饮复苏及 C 端消费推动 Q2 增长提速，餐饮渠道占比在逐步提升。分品类来看，上半年酱油产品实现收入 15.83 亿元（+7.75%），收入占比 64%；鸡精鸡粉收入 2.11 亿元（-21.85%），收入占比 8.5%；食用油收入 3.01 亿元（+49.66%），收入占比 12.18%。公司直营业务主要针对珠三角地区开展，上半年直营占比达到 2.8%，收入增速 41.31%。
- **管理能力提升费用率下行，经营效率得到改善：**上半年公司整体毛利率为 42.55%，同比提升 2.73pct；其中 Q2 毛利率为 43.37%，同比提升 3.08pct，环比提升 1.82pct，包材等原材料价格持续走低和阳西生产基地智能化和自动化水平的提升贡献毛利率水平。上半年公司销售费用率为 11.87%，同比提升 1.6pct；其中 Q2 销售费用率为 12.9%，同比提升 2.5pct。上半年管理费用率为 5.13%，同比下降 0.89pct，其中 Q2 管理费用率为 5%，同比下降 1.7pct。公司管理能力持续改善费用率下行，带来经营效率的提升。上半年归母净利率为 17.8%，同比提升 2.5pct；其中 Q2 归母净利率为 17.76%，同比提升 2.54pct。

盈利预测

- 公司区域市场开拓加快，餐饮渠道占比提升，因此调整盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年收入增速为 14%/18%/23%，较此前预测的 2020-2022 年收入调整-0.4%/-3%/-3.3%，归母净利润增速为 19%/20%/28%，较此前预测 2020-2022 年归母净利润调整+0.7%/-1.2%/-0.1%，EPS 为 1.07/1.29/1.64 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险、终端消费恢复不及预期、区域性竞争态势变化风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,609**	**4,166**	**4,675**	**5,330**	**6,277**	**7,697**
增长率		15.4%	12.2%	14.0%	17.8%	22.6%
主营业务成本	-2,192	-2,537	-2,826	-3,121	-3,685	-4,475
%销售收入	60.7%	60.9%	60.5%	58.6%	58.7%	58.1%
毛利	1,417	1,630	1,849	2,209	2,591	3,223
%销售收入	39.3%	39.1%	39.5%	41.4%	41.3%	41.9%
营业税金及附加	-48	-69	-61	-80	-82	-108
%销售收入	1.3%	1.7%	1.3%	1.5%	1.3%	1.4%
销售费用	-426	-431	-456	-640	-747	-916
%销售收入	11.8%	10.4%	9.8%	12.0%	11.9%	11.9%
管理费用	-348	-276	-295	-293	-339	-408
%销售收入	9.6%	6.6%	6.3%	5.5%	5.4%	5.3%
研发费用	0	-122	-147	-160	-188	-231
%销售收入	0.0%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润（EBIT）	595	731	889	1,036	1,236	1,560
%销售收入	16.5%	17.6%	19.0%	19.4%	19.7%	20.3%
财务费用	-60	-54	-49	12	17	29
%销售收入	1.7%	1.3%	1.0%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-23	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	71	96	72	50	50	50
%税前利润	11.7%	12.1%	7.7%	4.6%	3.8%	3.1%
营业利润	611	799	931	1,098	1,303	1,639
营业利润率	16.9%	19.2%	19.9%	20.6%	20.8%	21.3%
营业外收支	-2	-6	-3	0	0	0
税前利润	609	793	928	1,098	1,303	1,639
利润率	16.9%	19.0%	19.9%	20.6%	20.8%	21.3%
所得税	-98	-111	-137	-176	-208	-262
所得税率	16.1%	14.0%	14.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	511	681	791	923	1,094	1,377
少数股东损益	58	74	73	70	70	70
归属于母公司的净利润	**453**	**607**	**718**	**853**	**1,024**	**1,307**
净利率	12.6%	14.6%	15.4%	16.0%	16.3%	17.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	511	681	791	923	1,094	1,377
少数股东损益	58	74	73	70	70	70
非现金支出	151	128	141	140	155	172
非经营收益	-14	-85	-13	2	-36	-40
营运资金变动	2	-1	141	90	-98	-126
经营活动现金净流	**651**	**724**	**1,060**	**1,155**	**1,115**	**1,382**
资本开支	-206	-246	-232	-178	-220	-240
投资	-434	-162	68	-280	-40	-40
其他	69	100	37	50	50	50
投资活动现金净流	**-571**	**-307**	**-128**	**-408**	**-210**	**-230**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-74	-33	-392	-147	-373	0
其他	-207	-238	-239	-346	-413	-523
筹资活动现金净流	**-280**	**-271**	**-631**	**-493**	**-787**	**-523**
现金净流量	**-201**	**145**	**301**	**254**	**118**	**630**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	241	397	699	952	1,071	1,700
应收款项	113	73	49	58	69	84
存货	1,413	1,594	1,568	1,710	2,019	2,452
其他流动资产	1,349	1,556	1,209	1,341	1,342	1,344
流动资产	3,116	3,621	3,525	4,062	4,501	5,580
%总资产	58.7%	60.5%	59.2%	61.8%	63.3%	67.2%
长期投资	418	345	363	443	483	523
固定资产	1,481	1,719	1,790	1,835	1,896	1,959
%总资产	27.9%	28.7%	30.1%	27.9%	26.6%	23.6%
无形资产	224	226	226	231	236	241
非流动资产	2,189	2,363	2,429	2,509	2,615	2,723
%总资产	41.3%	39.5%	40.8%	38.2%	36.7%	32.8%
资产总计	**5,305**	**5,984**	**5,954**	**6,572**	**7,116**	**8,303**
短期借款	15	501	533	373	0	0
应付款项	518	669	644	743	876	1,064
其他流动负债	376	417	423	498	588	723
流动负债	908	1,587	1,600	1,614	1,464	1,787
长期贷款	20	0	0	0	0	0
其他长期负债	926	448	108	130	140	150
负债	**1,855**	**2,036**	**1,708**	**1,744**	**1,604**	**1,937**
普通股股东权益	**3,141**	**3,605**	**3,949**	**4,460**	**5,075**	**5,859**
其中：股本	797	797	797	797	797	797
未分配利润	1,762	2,214	2,748	3,260	3,875	4,659
少数股东权益	309	343	297	367	437	507
负债股东权益合计	**5,305**	**5,984**	**5,954**	**6,572**	**7,116**	**8,303**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.569	0.762	0.901	1.070	1.286	1.640
每股净资产	3.943	4.525	4.957	5.599	6.371	7.355
每股经营现金净流	0.817	0.908	1.330	1.449	1.399	1.735
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.428	0.514	0.656
回报率						
净资产收益率	14.43%	16.85%	18.18%	19.11%	20.18%	22.30%
总资产收益率	8.54%	10.15%	12.06%	12.97%	14.40%	15.74%
投入资本收益率	11.40%	12.95%	15.80%	16.64%	18.69%	20.43%
增长率						
主营业务收入增长率	14.29%	15.43%	12.20%	14.01%	17.77%	22.63%
EBIT增长率	20.75%	22.93%	21.60%	16.51%	19.26%	26.26%
净利润增长率	25.08%	34.01%	18.19%	18.74%	20.16%	27.55%
总资产增长率	8.02%	12.80%	-0.50%	10.38%	8.28%	16.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.6	5.0	2.9	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	229.4	216.3	204.2	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	40.6	46.5	50.4	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	122.8	118.3	111.2	98.6	85.5	71.3
偿债能力						
净负债/股东权益	20.01%	12.75%	-30.63%	-35.51%	-40.01%	-44.54%
EBIT利息保障倍数	9.8	13.5	18.2	-84.7	-71.8	-54.4
资产负债率	34.96%	34.02%	28.69%	26.54%	22.54%	23.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH