2020 年 08 月 20 日
公司研究●证券研究报告

中炬高新（600872.SH）

公司快报

销售表现优秀，业绩超预期

事件：20H1 公司实现营收 25.54 亿元，同比+6.78%；归母公司净利润 4.55 亿元，同比+24.31%。美味鲜公司 19H1 营业收入 24.92 亿元，同比+10.16%，实现归母净利润 4.56 亿元，同比+25.73%。

投资要点

- **调味品销售良好，业绩超预期：**公司 Q1 收入同比下滑，其中主要系非调味品板块业务受疫情影响较大，Q2 随着疫情的缓解，家庭端保持良好的销售态势，同时餐饮端逐渐恢复也缓和了部分销售压力，同时公司方面，通过调整全年的促销档期节奏、地区节奏、费用使用节奏，上半年调味品实现营收 24.92 亿元，同比+10.16%，分季度来看，Q1 和 Q2 分别实现 11.23 和 13.69 亿元，同比增长-4%和+25%；上半年调味品归母净利润 4.56 亿元，同比+25.73%，其中 Q1 和 Q2 分别同比+11%和+41%。

- **酱油增长稳健，小品类快速增长：**酱油上半年同比 8%至 15.83 亿元，Q1 和 Q2 分别增长-4%/+20%，餐饮品类增长不一，其中食用油高增长，Q1 和 Q2 分别实现 21%/88%，鸡精鸡粉受餐饮端停摆影响较大但环比有所改善 Q1 和 Q2 分别-33%/-10%。小品类快速增长，像蚝油增速接近 40%，料酒增速超过 50%。

- **中西部维持高增态势，区域销售改善明显：**中西部地区前两个季度维持高增，同比增幅分别为 21%/46%，南部和北部地区同比改善显著，我们预计南部调味品从 Q1 的-6%增速改善到 Q2 的增长 38%，北部区域从-7%改善到+41%。东部地区受餐饮端影响较大，从 Q1 的-11%改善到+7%。可以看到二季度公司各个区域增长环比和同比都改善明显。

- **费用投入正常化，降本增效继续：**销售费用同比+5992 万元，主要促销推广费、人工费用、运费、广告宣传费都有所增加，销售费用率从去年同期的 10.64%上升到 12.06%；管理费用同比下降 1096 万元，主要是人工成本下降和社保减免政策优惠影响，管理费用率从去年同期 4.91%下降到 4.01%。除了降费增效方面，公司完善合格供应商的管理，灵活采购，成本控制叠加去年二季度增值税率的改革，推动毛利率的上行。公司上半年毛利率+2.70pcts，净利率+2.46pct。未来随着对工厂的扩产和技改的进一步实施，规模化效应将进一步提升生产效率。

- **工作有序推进，节奏稳健：**渠道方面，公司将着重继续开发低线城市和完善空白市场，上半年经销商净增 203 个，同比增长 82.88%；宣传方面，持续推进新产品的开发和补充，线上线下配合进行营销推广，注重媒体传播等低成本高效的营销方式；薪酬方面，上半年继续完善营销人员的考核方案，增加厨邦酱油大单品及系列规格产品的考核，将薪酬体系的改善从上到下逐步完善，建立以业绩为导向的激励机制，增加员工的动力。

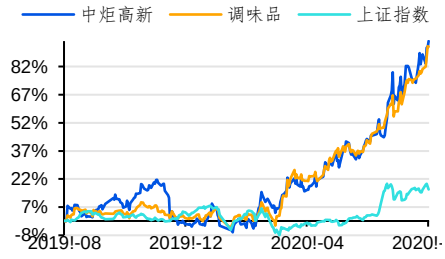
食品饮料 | 调味品 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-20)	75.70 元

交易数据

总市值（百万元）	60,305.44
流通市值（百万元）	60,305.44
总股本（百万股）	796.64
流通股本（百万股）	796.64
12 个月价格区间	34.07/76.85 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.73	32.38	73.67
绝对收益	14.39	48.43	90.35

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

中炬高新：调味品业务销售正常，Q1 利润略超预期 2020-05-01

中炬高新：调味品稳健增长，19 年顺利收官---中炬高新 2019 年报点评 2020-03-17

中炬高新：中炬高新公司快报 2019-12-04

中炬高新：调味品业务稳健，期待后续改革效果显现 2019-11-01

中炬高新：调味品业务稳健，新绩效考核有望达成更高指标 2019-08-23

◆ **投资建议：**公司改革在途，随着阳西产能提升和中山技改的进行，规模化效应将继续提升效率。全年目标收入+13.3%、归母净利润+16%，目标稳健，全年完成的概率大。我们预计 2020-2021 年的 EPS 为 1.06/1.29，维持买入-A 评级。

◆ **风险提示：**调味品销售不达预期，公司改革不达预期，区域扩张不达预期

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,166	4,675	5,342	6,215	7,350
YoY(%)	15.4	12.2	14.3	16.3	18.3
净利润(百万元)	607	718	845	1,025	1,289
YoY(%)	34.0	18.2	17.7	21.3	25.8
毛利率(%)	39.1	39.5	40.1	41.9	43.2
EPS(摊薄/元)	0.76	0.90	1.06	1.29	1.62
ROE(%)	17.3	18.6	19.0	19.5	20.3
P/E(倍)	99.3	84.0	71.4	58.9	46.8
P/B(倍)	16.7	15.3	13.2	11.2	9.4
净利率(%)	14.6	15.4	15.8	16.5	17.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3621	3525	4642	4845	6076
现金	397	699	1322	1538	2089
应收票据及应收账款	48	26	59	40	77
预付账款	8	5	10	7	14
存货	1594	1568	2015	2023	2649
其他流动资产	1573	1227	1235	1236	1247
非流动资产	2363	2429	2603	2828	3125
长期投资	6	5	4	3	2
固定资产	1350	1424	1622	1846	2119
无形资产	210	211	224	240	254
其他非流动资产	796	788	754	739	750
资产总计	5984	5954	7245	7673	9200
流动负债	1587	1600	2116	1571	1856
短期借款	2	113	761	219	113
应付票据及应付账款	435	437	551	563	726
其他流动负债	1150	1050	803	789	1017
非流动负债	**448**	**108**	**161**	**210**	**250**
长期借款	399	0	54	102	142
其他非流动负债	49	108	108	108	108
负债合计	2036	1708	2277	1781	2106
少数股东权益	343	297	397	520	672
股本	797	797	797	797	797
资本公积	282	91	91	91	91
留存收益	2510	3044	3697	4490	5487
归属母公司股东权益	3605	3949	4571	5372	6422
负债和股东权益	5984	5954	7245	7673	9200

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	724	1059	875	1345	1350
净利润	681	791	945	1148	1441
折旧摊销	130	141	140	169	200
财务费用	54	49	30	33	15
投资损失	-96	-72	-20	0	0
营运资金变动	-1	141	-220	-5	-306
其他经营现金流	-46	9	0	0	0
投资活动现金流	-307	-128	-294	-395	-496
筹资活动现金流	-271	-631	-606	-192	-197
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.90	1.06	1.29	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.33	1.10	1.69	1.69
每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.96	5.74	6.74	8.06

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4166	4675	5342	6215	7350
营业成本	2537	2826	3202	3609	4176
营业税金及附加	69	61	75	89	110
营业费用	431	456	539	640	772
管理费用	276	295	321	373	404
研发费用	122	147	81	118	174
财务费用	54	49	30	33	15
资产减值损失	-2	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	96	72	20	0	0
营业利润	799	931	1114	1354	1698
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	7	4	4	4	4
利润总额	793	928	1111	1351	1695
所得税	111	137	167	203	254
税后利润	681	791	945	1148	1441
少数股东损益	74	73	100	123	152
归属母公司净利润	607	718	845	1025	1289
EBITDA	938	1055	1249	1509	1855

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	12.2	14.3	16.3	18.3
营业利润(%)	30.7	16.6	19.7	21.5	25.5
归属于母公司净利润(%)	34.0	18.2	17.7	21.3	25.8
获利能力					
毛利率(%)	39.1	39.5	40.1	41.9	43.2
净利率(%)	14.6	15.4	15.8	16.5	17.5
ROE(%)	17.3	18.6	19.0	19.5	20.3
ROIC(%)	15.3	17.1	17.2	19.6	20.7
偿债能力					
资产负债率(%)	34.0	28.7	31.4	23.2	22.9
流动比率	2.3	2.2	2.2	3.1	3.3
速动比率	0.3	1.2	1.2	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
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
估值比率					
P/E	99.3	84.0	71.4	58.9	46.8
P/B	16.7	15.3	13.2	11.2	9.4
EV/EBITDA	65.3	56.3	47.4	38.8	31.4

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn