中炬高新（600872）

公司研究/点评报告

20Q2 业绩表现靓丽，技改推动产能持续扩张

—中炬高新（600872）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 08 月 21 日

一、事件概述

8 月 20 日，公司发布 2020 年半年报。报告期内，公司实现营收 25.54 亿元，同比+6.78%；实现归母净利润 4.55 亿元，同比+24.31%。美味鲜公司实现收入 24.92 亿元，同比+10.16%；实现净利润 4.95 亿元，同比+24.07%。

二、分析与判断

➢ 20Q2 积极渠道策略叠加渠道补库存，助力调味品业务 20H1 实现双位数增长

20H1 公司实现收入 25.54 亿元，同比+6.78%；其中美味鲜公司实现收入 24.92 亿元，同比+10.16%。受今年春节提前（经销商备货时间前置至 19Q4）及疫情冲击影响，公司对渠道采取柔性打款策略，20Q1 收入下滑 3.75%，但相对较低的渠道库存水平也成为 20Q2 渠道追赶销售进度的坚实基础。在全国疫情总体已得到明显控制的情况下，渠道于 20Q2 重新进入补库存周期以追赶 Q1 落下的销售进度，同时匹配渠道进一步下沉分裂等细化操作以及公司产品矩阵的持续扩容，叠加渠道优惠政策，20Q2 美味鲜收入端实现 25%的高增，推动 20H1 调味品业务顺利实现双位数增长（10%），为下半年继续追赶任务进度、顺利实现全年 14%的增长目标打下坚实基础。

分拆调味品收入结构来看，酱油业务实现收入 15.83 亿元，同比+7.75%；而 B 端需求占比较大的鸡精鸡粉业务实现收入 2.11 亿元，同比-21.85%，疫情冲击较显著；食用油业务延续高增态势，实现收入 3.01 亿元，同比大增 49.66%；其他小品类合计实现收入 3.77 亿元，同比+22.99%，其中蚝油、料酒均保持快速增长，分别实现近 40%、50%+的收入增速。

分地区看，东部/南部/中西部/北部区域收入分别-1.87%/+5.48%/+32.23%/+16.13%，东部负增长主要由于餐饮占比较高而疫情期间餐饮品类收入下降较多（如浙江），而北部区域经销商增加数量为各区域中最多，叠加收入基数响相对较小，疫情后收入提速明显。中西部区域成为最大亮点，收入大增 32.23%，预计主要是积极推进渠道下沉及渠道裂变实现较好对冲。

其他业务方面，受房地产业务确认节奏放缓及汽配行业需求孱弱等因素影响，中汇合创及中炬精工等公司收入均出现大幅下滑（分别同比减少 77.14%/19.17%），同时母公司受物业转让收入减少，收入下滑 50.74%。地产业务 D 地块 2-5 栋将于 8 月底开盘销售，销售均价为 1.2 万元/平米，因此下半年房地产业务将贡献业绩增量。

➢ 增值税率调整+成本下降显著推升毛利率及净利率

1.毛利率：20H1 公司整体毛利率 42.55%，同比+2.73ppt；由于 20H1 美味鲜收入增速显著高于其他业务，因此美味鲜毛利率提升是公司整体毛利率提升的主要原因。而美味鲜公司 20H1 毛利率为 42.85%，同比+3.24ppt，主要得益于去年 4 月 1 日起增值税税率变动影响（相当于变相提价，今年 4 月仍有同比正贡献）以及包装物料、原材料等采购价格有所下降。

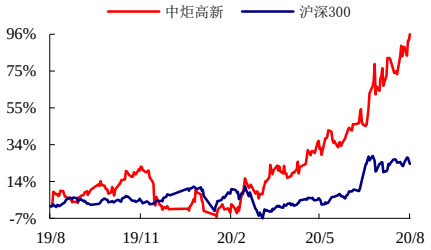
2.净利率：20H1 公司净利率达 19.45%，同比+2.46ppt，也主要归功于美味鲜净利率的提升（净利率 19.86%，同比+2.22ppt），核心得益于前述毛利率的提升，部分原因来自于期间费用率的小降（20H1 期间费用率为 19.91%，同比-0.64ppt）。而公司净利率 20Q2 提升幅度略高于 20Q1，叠加收入高增，推动 20Q2 归母净利润实现 42.05%的高速增长。

推荐　维持评级

当前价格：　75.7 元

交易数据	2020-8-20
近 12 个月最高/最低(元)	75.7/36.5
总股本（百万股）	797
流通股本（百万股）	797
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	603
流通市值（亿元）	603

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

1.中炬高新（600872）跟踪点评报告：技改扩产推动产能扩张，Q2 渠道补库存动作显著

2.中炬高新（600872）2020 年一季报点评：20Q1 调味品主业小幅负增长，渠道库存仍处良性

➢ **激励考核优化+营销发力+渠道建设延伸+产能扩充，助力“双百”目标实现**

1.激励考核优化有望激发内生动力：（1）考核方面：突出收入指标权重，与“双百”目标一致；（2）激励方面：奖金分配从原来向高管倾斜改为向中层业务骨干倾斜，同时提高超额奖励幅度以激发业务人员积极性。**2.营销方面**，空中地面费用投放并施；**3.渠道建设方面**，横向拓展餐饮渠道，纵向推进渠道下沉及分裂，进一步细化渠道布局；**4.产能方面**，通过推进技术升级改造扩产项目实现调味品产能扩充。改造完成后，中山厂区年产 31.43 万吨系列调味品生产能力将提升至 58.43 万吨。其中酱油（成品）生产能力将由目前 23 万吨提升至 48 万吨（新增 25 万吨）；同时，近期阳西美味鲜料酒醋技改扩产也已完成，新增料酒产能 2 万吨、米醋数千吨，增长均接近翻倍，蚝油（涉及产能 10 万吨）试投产也将有望于 10 月底前实现。各项产能扩建工作有序推进，将为公司长期发展提供基础保障。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 53.93/62.32/72.42 亿元，同比+15.4%/15.6%/16.2%；实现归属上市公司净利润为 8.53/10.53/12.90 亿元，同比+18.8%/23.4%/22.5%，折合 EPS 为 1.07/1.32/1.62 元，对应 PE 为 71X/57X/47X。当前调味品板块对应 2020 年业绩（取 Wind 一致预期值，算数平均法）平均 PE 约为 66 倍，公司估值略高于板块平均估值。考虑到内部改革/营销/渠道/产能齐发力，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情影响超预期、行业竞争加剧或需求下行、成本快速上涨、食品安全风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,675	5,393	6,232	7,242
增长率（%）	12.2	15.4	15.6	16.2
归属母公司股东净利润（百万元）	718	853	1,053	1,290
增长率（%）	18.2	18.8	23.4	22.5
每股收益（元）	0.90	1.07	1.32	1.62
PE（现价）	84.0	70.7	57.3	46.8
PB	15.3	13.0	11.0	9.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,675	5,393	6,232	7,242
营业成本	2,826	3,241	3,714	4,280
营业税金及附加	61	80	87	104
销售费用	456	488	530	565
管理费用	295	340	368	413
研发费用	147	170	196	228
EBIT	889	1,074	1,337	1,652
财务费用	49	28	32	29
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	72	72	72	72
营业利润	931	1,139	1,396	1,715
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	928	1,134	1,393	1,710
所得税	137	167	205	252
净利润	791	967	1,187	1,459
归属于母公司净利润	718	853	1,053	1,290
EBITDA	1,030	1,218	1,490	1,814

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	699	971	2194	2759
应收账款及票据	26	47	44	57
预付款项	5	8	8	10
存货	1568	2167	2051	2844
其他流动资产	69	69	69	69
流动资产合计	3525	4447	5524	6943
长期股权投资	5	77	148	220
固定资产	1424	1529	1619	1716
无形资产	211	205	199	193
非流动资产合计	2429	2565	2596	2640
资产合计	5954	7012	8121	9583
短期借款	113	113	113	113
应付账款及票据	437	529	590	689
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	1600	1839	1982	2230
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债合计	1708	1946	2090	2338
股本	797	797	797	797
少数股东权益	297	411	545	714
股东权益合计	4246	5065	6031	7246
负债和股东权益合计	5954	7012	8121	9583

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	12.2	15.4	15.6	16.2
EBIT 增长率	21.6	20.8	24.4	23.6
净利润增长率	18.2	18.8	23.4	22.5
盈利能力				
毛利率	39.5	39.9	40.4	40.9
净利润率	15.4	15.8	16.9	17.8
总资产收益率 ROA	12.1	12.2	13.0	13.5
净资产收益率 ROE	18.2	18.3	19.2	19.7
偿债能力				
流动比率	2.2	2.4	2.8	3.1
速动比率	1.2	1.2	1.8	1.8
现金比率	1.1	1.1	1.7	1.7
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	2.8	3.9	3.3	3.6
存货周转天数	201.4	207.4	204.4	205.9
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.9	1.1	1.3	1.6
每股净资产	5.0	5.8	6.9	8.2
每股经营现金流	1.3	0.8	2.0	1.2
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	84.0	70.7	57.3	46.8
PB	15.3	13.0	11.0	9.2
EV/EBITDA	51.1	43.1	34.8	28.4
股息收益率	0.4	0.3	0.4	0.4

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	791	967	1,187	1,459
折旧和摊销	141	144	153	162
营运资金变动	141	(412)	288	(605)
经营活动现金流	1,060	661	1,593	977
资本开支	232	159	117	138
投资	68	0	0	0
投资活动现金流	(128)	(159)	(117)	(138)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(392)	0	0	0
筹资活动现金流	(631)	(230)	(253)	(273)
现金净流量	301	272	1,223	566

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。