中炬高新（600872）

公司研究/点评报告

技改扩产推动产能扩张，Q2 渠道补库存动作显著

—中炬高新（600872）跟踪点评报告

点评报告/食品饮料　　2020 年 07 月 14 日

一、事件概述

近期，据美味鲜官方网站报道，阳西美味鲜食品厂料酒醋“技改扩产”攻坚战胜利收官，相关产能提升将近一倍。

二、分析与判断

➢ Q1 柔性操作保持渠道良性库存，Q2 渠道补库存推动增速显著提升

公司在 20Q1 实施了较为柔性的打款策略，相对较低的渠道库存水平成为 20Q2 渠道追赶销售进度的坚实基础。在当前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，我们预计 20Q2 公司调味品主业回归双位数以上增长几乎是确定性事件。考虑到全年 14%左右的调味品业务收入增长目标，我们判断 20Q2 调味品业务收入端有望上看 20%以上增长、20H1 调味品业务收入端有望冲击双位数增长。

➢ 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；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。产能扩充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 亿元/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 亿元/10.53/12.90 亿元，同比+18.8%/23.4%/22.5%，折合 EPS 为 1.07 元/1.32/1.62 元，对应 PE 为 60X/49X/40X。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 68 倍，公司估值略低于板块估值平均水平。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）	71.6	60.2	48.8	39.8
PB	13.0	11.0	9.4	7.9

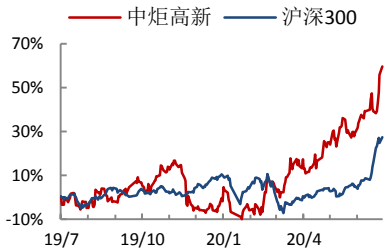
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　64.50 元

交易数据	2020-7-13
近 12 个月最高/最低(元)	64.5/36.79
总股本（百万股）	796.64
流通股本（百万股）	796.64
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	513.83
流通市值（亿元）	513.83

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

研究助理：熊航

执业证号：　S0100118080028

电话：　0755-22662016

邮箱：　xionghang@mszq.com

相关研究

1.中炬高新（600872）19 年业绩快报点评：19Q4 业绩超预期，短期疫情冲击不改长期看好

2.中炬高新（600872）19 年三季报点评：业绩符合预期，中西部新兴市场提供增量

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	71.6	60.2	48.8	39.8
PB	13.0	11.0	9.4	7.9
EV/EBITDA	43.5	36.7	29.5	24.1
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%

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

分析师与研究助理简介

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。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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。