

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2021年03月02日

**市场数据**

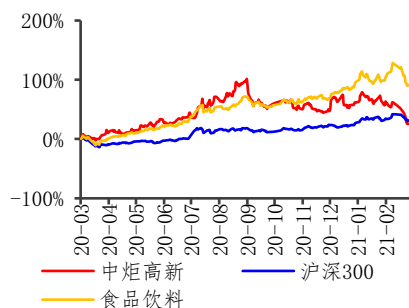
目前股价	52.09
总市值（亿元）	414.97
流通市值（亿元）	414.97
总股本（万股）	79,664
流通股本（万股）	79,664
12个月最高/最低	83.38/38.85

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

- <<营销起飞前期，多重努力促进收入增速>>  
2020-11-25
- <<美味鲜稳定增长，经销商开拓顺利>>  
2020-10-30
- <<增速回复，利润率提升，经营稳步恢复>>  
2020-08-21

# 经营趋势稳中向好，人事调整影响有限

——中炬高新（600872）公司动态点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4166	4675	5142	6068	7585
(+/-%)	15.4%	12.2%	10.0%	18.0%	25.0%
净利润（百万元）	607	718	862	1071	1384
(+/-%)	34.0%	18.2%	20.0%	24.3%	29.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.76	0.90	1.08	1.34	1.74
PE	68	58	48	39	30

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- **近期股价调整幅度较大，主要系人事调整影响。**本月公司股价回调幅度较大，主要系投资者担忧公司控制人人事变动对公司经营造成负面影响。我们认为宝能集团和公司经营相对独立，宝能集团人事调整对公司影响较小，经营层面无需过分担忧。
- **经营趋势稳中向好，产能渠道持续扩张。**据渠道调研，公司1-2月份调味品增速15%+，当前渠道库存1个月左右较为良性，整体动销情况较好。产能方面，公司产能释放持续推进，酱油产能预计于2021年10月达到7万吨，2022年年底计划达到17万吨。目前蚝油产能增加至10万吨，料酒产能达到7万吨，今年产能预计充分满足销售需求，产能不足概率较小。随着后续产能的提升，规模化效应将继续提升效率。渠道方面，公司渠道快速扩张，未来将持续增加经销商进行渠道下沉。同时公司配合经销商增加进行营销团队的扩充。此外，公司仍以餐饮渠道作为发展重心，新增经销商加强对餐饮渠道的覆盖并推出针对餐饮渠道的产品。
- **龙头抗风险能力较强，疫情叠加成本压力加速行业集中度提升。**受疫情冲击，行业C端占比提升，整体销售情况受到影响。此外，今年原材料普遍上涨，成本端有一定压力。公司作为龙二，相较其他中小企业，抗风险能力更强，管理效率和成本优势突出，有望挤压其他企业份额，长期来看行业集中度有望提升。
- **盈利预测和投资建议：**经营趋势稳中向好，龙头抗风险能力较强，我们预测公司2020-2022年收入为51、61、76亿元，2020-2022年净利润为8.6、10.7、13.8亿元，对应2020-2022年EPS为1.08、1.34、1.74元/股，当前股价对应2020/2021/2022年PE分别为48/39/30倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**疫情不可控因素，终端消费需求疲软风险、餐饮渠道恢复不及预期风险、销售增速不及预期风险、费用投放超出预期利润率不及预期、食品安全问题。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4166.46	4674.84	5142.33	6067.95	7584.94	<b>成长性</b>					
营业成本	2536.75	2826.06	3043.74	3552.78	4434.15	营业收入增长	15.4%	12.2%	10.0%	18.0%	25.0%
销售费用	431.29	456.29	488.52	546.12	652.30	营业成本增长	15.7%	11.4%	7.7%	16.7%	24.8%
管理费用	275.84	295.10	298.26	364.08	455.10	营业利润增长	30.7%	16.6%	22.0%	24.2%	28.6%
研发费用	121.87	147.19	158.08	188.04	234.42	利润总额增长	30.1%	17.1%	22.6%	23.8%	28.6%
财务费用	54.18	48.87	55.08	57.42	49.63	净利润增长	34.0%	18.2%	20.0%	24.3%	29.3%
其他收益	22.98	18.51	17.38	21.72	20.15	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	95.69	71.64	70.99	77.39	78.93	毛利率	39.1%	39.5%	40.8%	41.5%	41.5%
营业利润	798.55	930.95	1135.76	1410.29	1813.12	销售净利率	16.4%	16.9%	18.8%	19.7%	20.4%
营业外收支	-5.98	-2.92	2.03	-2.18	-2.26	ROE	17.3%	18.6%	19.4%	19.9%	20.9%
利润总额	792.57	928.02	1137.79	1408.11	1810.85	ROIC	18.4%	33.0%	37.9%	43.3%	43.6%
所得税	111.33	136.69	171.96	211.00	266.53	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	73.81	73.39	104.19	126.49	160.08	销售费用/营业收入	10.4%	9.8%	9.5%	9.0%	8.6%
净利润	607.43	717.94	861.64	1070.61	1384.24	管理费用/营业收入	6.6%	6.3%	5.8%	6.0%	6.0%
<b>资产负债表</b>	<b>(百万)</b>					研发费用/营业收入	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
流动资产	3620.84	3524.61	4431.47	4981.26	6359.60	财务费用/营业收入	1.3%	1.0%	1.1%	0.9%	0.7%
货币资金	397.13	698.82	1272.58	1569.57	2159.01	投资收益/营业利润	12.0%	7.7%	6.3%	5.5%	4.4%
应收票据及应收账款	48.48	26.29	78.01	30.51	113.67	所得税/利润总额	14.0%	14.7%	15.1%	15.0%	14.7%
其他应收款	24.92	22.99	29.71	32.47	45.26	应收账款周转率	72.16	125.06	98.61	111.83	105.22
存货	1594.14	1567.92	1837.70	2137.48	2823.86	存货周转率	1.69	1.79	1.79	1.79	1.79
非流动资产	2362.84	2429.12	2518.04	2770.65	3224.73	流动资产周转率	1.24	1.31	1.29	1.29	1.34
固定资产	1350.36	1424.21	1549.43	1795.09	2199.58	总资产周转率	0.74	0.78	0.80	0.83	0.88
资产总计	5983.69	5953.73	6949.52	7751.91	9584.33	<b>偿债能力</b>					
流动负债	1587.46	1600.29	1825.86	1534.36	1919.61	资产负债率	34.0%	28.7%	28.2%	22.3%	22.9%
短期借款	2.16	112.68	602.99	112.68	112.68	流动比率	2.28	2.20	2.43	3.25	3.31
应付款项	435.31	437.32	476.58	605.09	735.53	速动比率	0.30	1.18	1.38	1.80	1.80
非流动负债	448.43	107.64	135.09	197.18	278.77	<b>每股指标 (元)</b>					
长期借款	398.98	0.00	27.45	89.54	171.14	EPS	0.76	0.90	1.08	1.34	1.74
负债合计	2035.89	1707.93	1960.95	1731.54	2198.38	每股净资产	4.53	4.96	5.76	6.90	8.41
股东权益	3947.80	4245.80	4988.57	6020.37	7385.94	每股经营现金流	0.78	3.05	1.13	1.59	1.61
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64	每股经营现金	1.02	3.38	1.05	1.19	0.93
留存收益	2509.72	3044.45	3711.73	4538.38	5607.47	<b>估值</b>					
少数股东权益	343.01	296.82	401.02	527.51	687.59	PE	68.32	57.80	48.16	38.76	29.98
负债和权益总计	5983.69	5953.73	6949.52	7751.91	9584.33	PEG	1.93	2.36	2.04	1.87	1.20
<b>现金流量表</b>	<b>(百万)</b>					PB	11.51	10.51	9.05	7.55	6.20
经营活动现金流	723.57	1058.87	902.50	1269.73	1285.00	EV/EBITDA	45.21	38.47	31.73	25.52	19.99
其中营运资本减	-155.61	1513.87	-184.37	-71.22	-430.07	EV/SALES	10.17	8.68	7.82	6.53	5.18
投资活动现金流	-307.35	-127.63	-154.88	-339.03	-575.19	EV/IC	9.32	8.88	7.57	6.83	5.52
其中资本支出	355.06	233.98	89.33	253.31	455.12	ROIC/WACC	1.87	3.35	3.84	4.19	4.24
融资活动现金流	-271.06	-631.12	-664.17	-143.39	-120.36	REP	4.99	2.65	1.97	1.63	1.30
净现金总变化	145.26	300.14	83.44	787.30	589.44						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>