

投资评级：增持（维持）
报告日期：2021年05月07日
市场数据

目前股价	45.2
总市值（亿元）	360.08
流通市值（亿元）	360.08
总股本（万股）	79,664
流通股本（万股）	79,664
12个月最高/最低	82.15/43.79

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

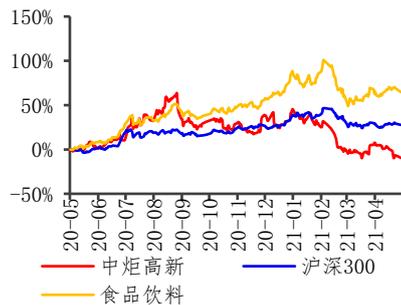
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：陈姝 S1070120070051

☎ 0755-83516207

✉ chenshu@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<股权激励计划有望落地，彰显公司发展前景信心>> 2021-04-06

<<立足产能扩展与营销渠道完善，展望五年双百目标>> 2021-03-24

<<调味品业务稳步增长，盈利能力向好>> 2021-03-15

收入端增速稳健，长期空间可期

——中炬高新（600872）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4675	5123	6100	7198	8278
(+/-%)	12.2%	9.6%	19.1%	18.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	718	890	1002	1213	1423
(+/-%)	18.2%	24.0%	12.6%	21.0%	17.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.90	1.12	1.26	1.52	1.79
PE	52	42	37	31	26

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**2021年Q1公司实现营业收入12.63亿元，同比增长9.51%；实现归母净利润为1.75亿元，同比降低15.17%。
- 收入端增速增长，东部北部地区表现亮眼。**1)分业务来看：美味鲜公司营业收入12.35亿元，增幅10.01%。2)分产品来看：酱油实现营业收入7.60亿元，同比增长5.72%；鸡精鸡粉实现营业收入1.40亿元，同比增长52.16%；食用油实现营业收入1.36亿元，同比下降2.34%，总体而言酱油、鸡精鸡粉在疫情后场景恢复良好。3)分地区来看：东部地区实现营业收入3.00亿元，同比增长24.03%；南部地区实现营业收入4.79亿元，同比增长7.44%；中西部地区实现营业收入2.37亿元，同比下降7.73%；北部地区实现营业收入2.06亿元，同比增长21.04%。总体来看，东部和北部地区营收增长迅速。
- 销售费用大幅上涨，成本上涨传导至毛利率承压。**公司实现毛利率为39.35%，同比降低2.39PCT，其原因主要是本期包装物料及原材料价格涨幅较大，原材料上涨带来的成本压力。销售费用率为12.11%，同比增长1.48PCT，促销推广及运输费用增加，加大市场投入，抢占市场；管理费用率为5.86%，同比增加0.59PCT，其原因主要是美味鲜本期管理人员的薪酬福利增加、物料辅助服务费增加及咨询费等项目支出增加；研发费用率为3.31%，同比增长0.66PCT，美味鲜及其子公司厨邦、阳西美味鲜公司研发项目增加。
- 盈利预测和投资建议：**长期来看，公司隶属于调味品细分龙头，股权激励计划落地，产能扩张，渠道布局以及营销网络布局及完善，加码品牌传播，市场推广。**产品方面：**公司将成立厨邦食品研究院，加快新技术开发和成果转化，缓解公司新产品开发周期长的现状，加速新产品上新。**产能方面：**公司对中山基地进行技术升级和扩产改造，项目达产后，年生产能力将从31.43万吨，提升至58.43万吨；阳西生产基地产能也在稳步推进。**营销渠道方面：**大力拓展营销区域，进一步向区县下沉，向社区下沉。同时加码布局电商平台、出口外销等直营业务，全力构建全方位的立体营销网络，加快营销人员和经销商“两支队伍”的建设。我们预测公司2021-2023年

营业收入为 61、72、83 亿元,归母净利润为 10、12、14 亿元,对应 2021-2023 年 EPS 为 1.26、1.52、1.79 元/股,当前股价对应 PE 分别为 37、31、26 倍。

- **风险提示:** 疫情不可控因素,原材料价格上涨风险。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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4674.84	5123.37	6099.89	7197.87	8277.55	成长性					
营业成本	2826.06	2993.92	3611.13	4225.15	4850.64	营业收入增长	12.2%	9.6%	19.1%	18.0%	15.0%
销售费用	456.29	566.39	707.59	813.36	910.53	营业成本增长	11.4%	5.9%	20.6%	17.0%	14.8%
管理费用	295.10	280.65	332.44	403.08	496.65	营业利润增长	16.6%	25.5%	9.6%	22.1%	17.4%
研发费用	147.19	154.13	186.36	218.78	252.03	利润总额增长	17.1%	21.8%	12.8%	21.9%	17.4%
财务费用	48.87	13.32	25.85	22.32	-14.70	归母净利润增长	18.2%	24.0%	12.6%	21.0%	17.3%
其他收益	18.51	30.46	24.99	24.23	24.55	盈利能力					
投资净收益	71.64	85.45	81.01	83.45	80.39	毛利率	39.5%	41.6%	40.8%	41.3%	41.4%
营业利润	930.95	1168.76	1281.26	1564.92	1837.03	销售净利率	16.9%	19.0%	17.9%	18.5%	18.9%
营业外收支	-2.92	-38.69	-6.11	-11.11	-12.96	ROE	18.6%	19.5%	19.7%	20.2%	19.9%
利润总额	928.02	1130.08	1275.14	1553.81	1824.07	ROIC	33.0%	28.9%	29.7%	33.3%	35.7%
所得税	136.69	158.70	183.45	220.88	260.86	营运效率					
少数股东损益	73.39	81.44	89.52	119.96	140.69	销售费用/营业收入	9.8%	11.1%	11.6%	11.3%	11.0%
归母净利润	717.94	889.93	1002.17	1212.97	1422.52	管理费用/营业收入	6.3%	5.5%	5.5%	5.6%	6.0%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	3.1%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%
流动资产	3524.61	4098.64	5815.20	6179.41	7070.57	财务费用/营业收入	1.0%	0.3%	0.4%	0.3%	-0.2%
货币资金	698.82	241.70	1384.76	1634.01	1929.77	投资收益/营业利润	7.7%	7.3%	6.3%	5.3%	4.4%
应收票据应收账款合计	26.29	33.39	48.83	41.12	66.23	所得税/利润总额	14.7%	14.0%	14.4%	14.2%	14.3%
其他应收款	22.99	33.36	33.72	45.43	45.60	应收账款周转率	125.06	171.71	148.38	160.04	154.21
存货	1567.92	1681.91	2237.89	2348.41	2916.85	存货周转率	1.79	1.84	1.84	1.84	1.84
非流动资产	2429.12	2560.28	2822.40	3084.01	3292.93	流动资产周转率	1.31	1.34	1.23	1.20	1.25
固定资产	1424.21	1458.03	1701.57	1943.79	2145.35	总资产周转率	0.78	0.81	0.80	0.80	0.84
资产总计	5953.73	6658.92	8637.60	9263.42	10363.5	偿债能力					
流动负债	1600.29	1557.36	2930.83	2468.88	2312.97	资产负债率	28.7%	25.0%	35.8%	28.7%	24.2%
短期借款	112.68	360.24	1317.52	896.82	360.24	流动比率	2.20	2.63	1.98	2.50	3.06
应付款项	437.32	552.23	600.73	771.60	790.38	速动比率	1.18	0.70	0.77	1.01	1.22
非流动负债	107.64	109.93	165.14	192.84	190.83	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	55.21	82.91	80.90	EPS	0.90	1.12	1.26	1.52	1.79
负债合计	1707.93	1667.28	3095.98	2661.72	2503.80	每股净资产	4.96	5.79	6.37	7.55	8.95
股东权益	4245.80	4991.64	5541.62	6601.70	7859.70	每股经营现金流	3.05	-0.25	1.27	1.61	1.83
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64	每股经营现金/EPS	3.38	-0.22	1.01	1.06	1.02
留存收益	3044.45	3711.33	4383.43	5181.38	6078.23	估值					
少数股东权益	296.82	375.76	465.28	585.25	725.94	PE	51.80	41.79	37.11	30.66	26.14
负债和权益总计	5953.73	6658.92	8637.60	9263.42	10363.5	PEG	2.12	1.75	2.18	1.62	1.52
现金流量表	(百万)					PB	9.42	8.06	7.33	6.18	5.21
经营活动现金流	1058.87	1001.00	1012.02	1284.87	1457.72	EV/EBITDA	34.39	28.49	25.51	20.74	17.70
其中营运资本减少	1513.87	-1257.1	-171.11	-166.57	-220.28	EV/SALES	7.76	7.22	6.06	5.06	4.32
投资活动现金流	-127.63	-1125.1	-327.71	-357.81	-338.41	EV/IC	7.94	7.31	5.65	5.13	4.65
其中资本支出	233.98	328.16	261.99	261.87	209.23	ROIC/WACC	3.51	3.07	3.16	3.41	3.49
融资活动现金流	-631.12	-407.18	-498.54	-257.10	-286.97	REP	2.26	2.38	1.79	1.51	1.33
净现金总变化	300.14	-530.78	185.77	669.96	832.34						

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：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——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：

强于大市——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
弱于大市——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>