国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

食品饮料/必需消费

中炬高新(600872)

业绩符合预期，公司成长可期

——中炬高新（600872）2020 年三季报业绩点评

	訾猛(分析师)	徐洋(研究助理)
	021-38676442	021-38032032
	zimeng@gtjas.com	xuyang022481@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880120050016

本报告导读:

2020Q3 公司业绩符合市场预期，我们长期看好管理效率边际提升的带动下公司护城河持续拓宽，并最终带来持续强劲的业绩增长。

投资要点:

- **维持增持评级。**调整 2020-2022 年 EPS 至 1.12/1.33/1.63 元（前值 1.11/1.33/1.55 元），参考可比公司给予公司 2021 年 64X PE，下调目标价至 85.12 元（前值 93.10 元），维持“增持”评级。
- **业绩符合预期，调味品主业进一步凸显。**2020Q1-3 营收/归母净利分别为 38/7 亿元，同比+8/22%；Q3 营收/归母净利分别为 13/2 亿元，同比+10/19%。Q3 美味鲜营收占比进一步提升至 98%，同比+2pct。分产品看，Q3 酱油同比+13%主因渠道补库存红利消失，餐饮的逐渐恢复助力鸡精鸡粉业务则扭转了下滑颓势（同比+5%）；分区域看，Q3 东/南/中西/北部收入分别同比+15%/1%/23%/28%。
- **Q3 盈利能力有所上升。**Q3 毛利率同比+2.5pct，主因包材/辅料成本下行；Q3 净利率同比+1.4pct，主因毛利率提升+财务费用率下降，销售费用率同比+0.9pct，主因公司销售策略趋于激进导致空中/地面费用投放力度加大。
- **放眼未来：管理效率边际提升带动自上而下变革，公司成长可期。**作为“三五行动计划”元年，2020 年开始公司加强了销售人员激励、费用投放、渠道扩张及产能扩张力度。长期看，随着销售团队战斗力提升+新商逐渐融入体系+费用投放加大助力渠道力/品牌力提升，结合产能瓶颈不断被摆脱，我们看好公司长板不断拉长、短板不断补齐，因此公司竞争壁垒将不断被增厚，长期成长可期。
- **风险提示：行业竞争加剧；原材料价格上行；改革力度不及预期等。**

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,166	4,675	5,200	5,996	7,007
(+/-)%	*15%*	*12%*	*11%*	*15%*	*17%*
经营利润（EBIT）	731	889	1,069	1,256	1,516
(+/-)%	*23%*	*22%*	*20%*	*17%*	*21%*
净利润（归母）	607	718	895	1,063	1,295
(+/-)%	*34%*	*18%*	*25%*	*19%*	*22%*
每股净收益（元）	0.76	0.90	1.12	1.33	1.63
每股股利（元）	0.00	0.00	0.35	0.38	0.45

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	17.6%	19.0%	20.6%	20.9%	21.6%
净资产收益率(%)	16.9%	18.2%	19.6%	20.0%	20.7%
投入资本回报率(%)	13.0%	15.9%	16.7%	17.0%	17.6%
EV/EBITDA	27.82	30.27	40.12	35.23	29.09
市盈率	82.43	69.74	55.94	47.11	38.67
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.7%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	**85.12**
上次预测:	93.10
当前价格:	62.85

2020.11.1

交易数据

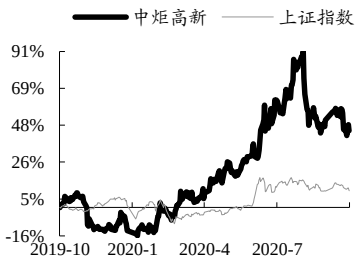
52 周内股价区间（元）	36.50-82.85
总市值（百万元）	50,069
总股本/流通 A 股（百万股）	797/797
流通 B 股/H 股（百万）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	7.05
日均成交值（百万元）	493.66

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	4,394
每股净资产	5.52
市净率	11.4
净负债率	-38.14%

EPS（元）	2019A	2020E
Q1	0.24	0.26
Q2	0.22	0.31
Q3	0.23	0.27
Q4	0.22	0.28
全年	0.90	1.12

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-11%	45%
相对指数	-4%	-9%	35%

相关报告

- 业绩超预期，长期成长可期 2020.09.21
- 经营边际改善，长期成长可期 2020.07.17
- 盈利稳定性凸显，收入增速将恢复 2020.05.02
- 主业经营稳健，扩建彰显发展信心 2020.03.17
- 业绩符合预期，主业平稳增长 2019.10.31

模型更新时间：2020.11.1

股票研究

必需消费

食品饮料

中炬高新(600872)

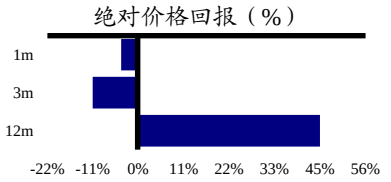
评级:		**增持**
	上次评级:	增持
目标价格:		**85.12**
	上次预测:	93.10
当前价格:		62.85

公司网址

www.jonjee.com

公司简介

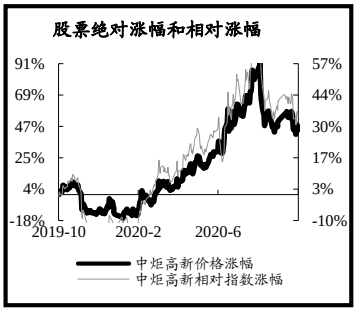
公司是全国53个国家级高新区中的首家上市公司，也是中山市首家上市公司。公司以国家级高新区为依托、致力于资产经营和资本运营，投资范围涉及国家级高新区开发与招商、房地产业、健康食品业、汽车配件业、航运服务业等领域。

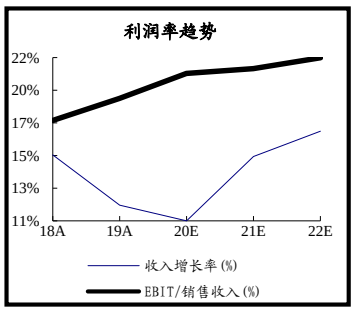


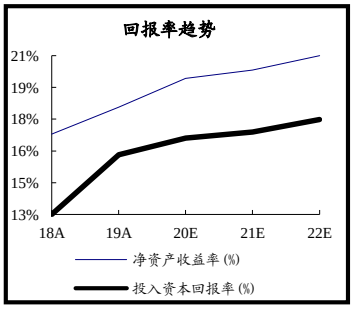
52周内价格范围	36.50-82.85
市值（百万）	50,069

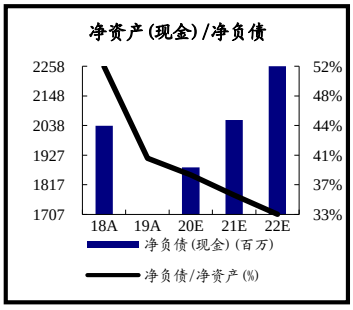
财务预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	**4,166**	**4,675**	**5,200**	**5,996**	**7,007**
营业成本	2,537	2,826	3,037	3,473	4,026
税金及附加	69	61	75	88	98
销售费用	431	456	572	720	876
管理费用	276	295	286	276	280
EBIT	**731**	**889**	**1,069**	**1,256**	**1,516**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	96	72	52	60	70
财务费用	54	49	9	1	3
营业利润	**799**	**931**	**1,145**	**1,346**	**1,620**
所得税	111	137	168	198	238
少数股东损益	74	73	79	82	84
净利润	**607**	**718**	**895**	**1,063**	**1,295**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	397	1,834	2,111	2,741	3,483
其他流动资产	1,548	69	69	69	69
长期投资	6	5	5	5	5
固定资产合计	1,350	1,424	1,529	1,619	1,716
无形及其他资产	309	224	294	318	349
资产合计	**5,984**	**5,954**	**6,822**	**7,844**	**9,058**
流动负债	1,587	1,600	1,775	1,953	2,148
非流动负债	448	108	108	108	108
股东权益	3,948	4,246	4,940	5,783	6,802
投入资本(IC)	**4,848**	**4,779**	**5,473**	**6,316**	**7,335**
现金流量表					
NOPLAT	629	758	912	1,071	1,293
折旧与摊销	130	141	168	135	143
流动资金增量	-54	-34	167	40	107
资本支出	-246	-232	-419	-310	-314
自由现金流	**459**	**632**	**827**	**936**	**1,228**
经营现金流	724	1,059	930	1,189	1,352
投资现金流	-307	-128	-367	-250	-244
融资现金流	-271	-631	-287	-309	-367
现金流净增加额	**145**	**300**	**277**	**630**	**742**
财务指标					
成长性					
收入增长率	15.4%	12.2%	11.2%	15.3%	16.9%
EBIT 增长率	22.9%	21.6%	20.3%	17.4%	20.7%
净利润增长率	34.0%	18.2%	24.7%	18.7%	21.8%
利润率					
毛利率	39.1%	39.5%	41.6%	42.1%	42.5%
EBIT 率	17.6%	19.0%	20.6%	20.9%	21.6%
净利润率	14.6%	15.4%	17.2%	17.7%	18.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.9%	18.2%	19.6%	20.0%	20.7%
总资产收益率(ROA)	11.4%	13.3%	14.3%	14.6%	15.2%
投入资本回报率(ROIC)	13.0%	15.9%	16.7%	17.0%	17.6%
运营能力					
存货周转天数	229.4	202.5	222.4	218.1	214.3
应收账款周转天数	4.2	2.0	4.3	3.5	3.3
总资产周转周转天数	524.2	464.9	478.9	477.5	471.8
净利润现金含量	1.2	1.5	1.0	1.1	1.0
资本支出/收入	5.9%	5.0%	8.1%	5.2%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	34.0%	28.7%	27.6%	26.3%	24.9%
净负债率	51.6%	40.2%	38.1%	35.6%	33.2%
估值比率					
PE	82.43	69.74	55.94	47.11	38.67
PB	6.51	7.94	10.97	9.40	8.00
EV/EBITDA	27.82	30.27	40.12	35.23	29.09
P/S	12.02	10.71	9.63	8.35	7.15
股息率	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.7%









业绩符合预期。公司公布 2020 年三季报，报告期内，公司实现营业收入 38.10 亿元，同比+7.90%，实现归母净利润 6.68 亿元，同比+22.40%；折合 Q3 单季度实现营业收入 12.55 亿元，同比+10.26%，实现归母净利润 2.13 亿元，同比+18.50%，Q3 回款同比+8.24%，与收入增速基本一致。总体而言，公司 Q3 业绩符合市场预期。

调味品业务收入增长驱动整体扩容。调味品主业占比进一步提升，2020Q3 美味鲜公司收入达到 12.30 亿元，同比+12.33%，增速领先整体经营盘，Q3 美味鲜收入占比因此提升至 98.0%（同比+1.8pct）。分产品看，Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油分别实现营收 7.57/1.31/1.71 亿元，同比+12.97%/5.09%/12.19%，酱油业务环比放缓主因渠道补库存红利消失，而随着餐饮的逐渐恢复，Q3 鸡精鸡粉业务则扭转了下滑颓势；分区域看，2020Q3 公司东部/南部/中西部/北部区域收入分别同比+14.61%/0.61%/22.71%/27.99%，东部区域环比显著提振，主要归功于餐饮业的恢复（东部餐饮产品占比略高）；在持续扩充经销商进行空白渠道覆盖带动下，中西部及北部区域延续高增长趋势（Q3 中西部/北部经销商分别净增加 15/35 家）。

盈利能力有所提升。（1）毛利率：2020Q3 公司毛利率达到 40.37%，同比+2.48pct，主因原材料（辅料）、包装物（玻璃罐等）采购成本的降低，环比-3pct，主要受黄豆价格上行拖累；（2）净利率：2020Q3 公司净利率达到 18.43%，同比+1.38pct，主要归功于毛利率的上升及财务费用率的下降，其中 Q3 财务费用率同比-0.73pct，主因利息费用营收占比同比-1.03pct；其他费用方面，Q3 公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.91/-0.08/-0.03pct，Q3 销售费用率显著增加主因公司销售策略趋于激进导致空中/地面费用投放力度加大。

管理效率边际提升带动自上而下的变革，公司成长可期。作为“三年行动计划”的元年，2020 年开始公司加强了销售人员扩张及激励力度、费用投放力度、渠道扩张力度以及产能扩张的力度，展望未来，随着销售团队执行力持续提升、新经销商逐渐融入体系以及产能瓶颈的逐步摆脱，在费用投放持续扩张的背景下，公司长板将会逐渐拉长、而短板将会不断得到补齐，因此我们看好公司竞争壁垒的持续提升，最终实现市场份额的加速收割并不断获取超额利润。

投资建议：业绩符合预期，效率提振带动下公司护城河有望逐渐拓宽，公司成长性可期。考虑到成本下行带动下公司盈利能力有所提振，调整 2020-2022 年 EPS 至 1.12/1.33/1.63 元（前值 1.11/1.33/1.55 元），同比+25%/19%/22%，参考可比公司给予公司 2021 年 64X PE，下调目标价至 85.12 元（前值 93.10 元），维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格上行；改革力度不及预期等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888
E-mail：gtjaresearch@gtjas.com			