



中信证券研究部



薛缘  
首席食品饮料  
分析师  
S1010514080007



顾训丁  
食品饮料分析师  
S1010519110002

核心观点

**2019Q4 美味鲜毛利率&费用率改善推动业绩超预期。2020 年，尽管短期疫情有所影响，但疫情后预计公司加速抢占市场份额，全年美味鲜目标收入增速 14.2%彰显管理层信心。长期看，调味品大行业小龙头，公司有望享受机制改革红利、推动双百计划持续落地、长期发展空间广阔。维持“买入”评级。**

■ **2019 年收入/净利润同增 12.2%/18.2%**。2019 年公司实现收入 46.75 亿元、同增 12.2%，归母净利润 7.18 亿元、同增 18.2%，其中 2019Q4 实现收入 11.44 亿元、同增 14.2%。净利润 1.72 亿元、同增 41.6%。分业务看，2019 年美味鲜实现收入 44.68 亿元，同增 16.0%；归母净利润 7.29 亿元，同增 27.6%，其中 2019Q4 实现收入 11.11 亿元、同增 19.2%，归母净利润 1.86 亿元、同增 61.7%。

■ **美味鲜：酱油增长提速，餐饮占比持续提升**。分品类看，2019 年酱油实现收入 28.8 亿元、同增 11.2%，Q4 同增 15.4%，单季增速全年最高，主要系公司加速市场开拓及春节提前所致。2019A/Q4 鸡精鸡粉收入同增 19.0%/18.4%，持续稳健较高增长；食用油收入同增 39.0%/66.3%，维持高增态势。分渠道，2019 年公司持续通过初始营销活动以及两店建设，打造标杆市场推动餐饮渠道开拓，2019 年公司餐饮产品实现销售 15.0 亿元、同增 23.5%，占比提升至 28.5%；家庭渠道实现销售 37.4 亿元、同增 10.8%，电商销售 3338 万元、同增 30.3%。从区域看，2019A/Q4 主销区南区收入分别同增 14.2%/21.0%，Q4 表现强劲；中西部同增 25.3%/23.4%，北部同增 19.8%/22.9%，维持高增态势。

■ **盈利能力：毛利率&费用率改善带动净利润超预期**。2019A/Q4 公司整体净利率分别同增 0.8/2.9PCTs，主要系美味鲜公司盈利能力持续提升所致。具体来看，2019A/Q4 美味鲜毛利率分别同增 0.4/2.0PCTs，毛利率大幅提升主要系①公司持续优化经营效率，包材/添加剂等原材料采购价格稳中有降；②厨邦公司生产提效，制造费用率同比下降所致。受益于此，2019 年酱油毛利率同增 1.7PCTs。费用率方面，2019A/Q4 销售费用率分别同比下降 0.9/3.1PCTs，主要系 2019 年为双百计划元年，仍处于梳理阶段，销售费用增长有限，Q4 下降较多主要系费用计提节奏差异所致。管理费用率同比下降 0.2/1.0PCT，主要系公司管理效率逐步提升所致。综合以上导致 2019A/Q4 美味鲜归母净利率同增 1.5/4.4PCTs。

■ **短期疫情影响无惧，加速产能布局&渠道开拓剑指长远**。短期内，受疫情影响，公司餐饮端销售&物流配送受阻，我们预计 2020Q1 业绩同比下降 10%及以内。随着疫情逐步可控，我们认为公司将加速终端份额攫取、弥补 Q1 损失。2020 年公司目标收入/净利润同增 13.3%/16%，其中美味鲜收入/净利润同增 14.2%/15%，足见公司信心。中长期看，公司加速渠道拓展&产能布局，推动双百计划落地。渠道方面，预计公司将加速非主销区市场开拓、推动渠道下沉，2019 年公司经销商净增 187 个至 1051 个，2020 年末计划超 1300 个；2019 年开发空白地级市 21 个，实现地级市/区县开发率 83.4%/38.32%，2020 年目标进一步提升至 87.83%/46.23%。产能方面，公司新规划中山厂区改扩建项目，推动产能从 34.4 万吨提升至 58.4 万吨，为公司双百计划推进夯实基础。

■ **风险因素**：消费景气度下行，疫情控制不及预期，渠道拓展不及预期。

■ **投资建议**：维持 2020/2021 年 EPS 预测 1.04/1.25 元，新增 2022 年 EPS 预测 1.53 元，维持“买入”评级。

中炬高新 600872

评级	买入（维持）
当前价	41.57 元
总股本	797 百万股
流通股本	797 百万股
52 周最高/最低价	47.4/31.76 元
近 1 月绝对涨幅	8.96%
近 6 月绝对涨幅	4.37%
近 12 月绝对涨幅	31.52%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,166	4,675	5,334	6,271	7,560
营业收入增长率	15%	12%	14%	18%	21%
净利润(百万元)	607	717	831	994	1,222
净利润增长率	34%	18%	16%	20%	23%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.76	0.90	1.04	1.25	1.53
毛利率%	39%	40%	39%	39%	40%
PE	55	46	40	33	27

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 16 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,166	4,675	5,334	6,271	7,560
营业成本	2,537	2,826	3,235	3,798	4,540
毛利率	39.11%	39.55%	39.35%	39.44%	39.95%
营业税金及附加	69	61	91	107	119
销售费用	431	456	555	658	801
营业费用率	10.35%	9.76%	10.40%	10.50%	10.60%
管理费用	276	295	336	383	454
管理费用率	6.62%	6.31%	6.30%	6.10%	6.00%
财务费用	54	49	(15)	(28)	(45)
财务费用率	1.30%	1.05%	-0.29%	-0.45%	-0.59%
投资收益	96	72	93	96	96
营业利润	799	930	1,093	1,296	1,594
营业利润率	19.17%	19.89%	20.50%	20.67%	21.08%
营业外收入	1	1	5	5	5
营业外支出	7	4	6	6	5
利润总额	793	927	1,092	1,295	1,593
所得税	111	137	163	189	235
所得税率	14.05%	14.75%	14.95%	14.58%	14.76%
少数股东损益	74	73	98	113	136
归属于母公司股东的净利润	607	717	831	994	1,222
净利率	14.58%	15.33%	15.58%	15.84%	16.17%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	397	699	934	1,645	2,440
存货	1,594	1,568	1,971	2,269	2,666
应收账款	48	26	64	61	69
其他流动资产	1,581	1,232	1,256	1,254	1,264
流动资产	3,621	3,525	4,225	5,229	6,439
固定资产	1,350	1,424	1,520	1,617	1,713
长期股权投资	6	5	5	5	5
无形资产	210	211	211	211	211
其他长期资产	796	788	710	638	574
非流动资产	2,363	2,429	2,447	2,471	2,503
资产总计	5,984	5,954	6,672	7,700	8,942
短期借款	2	113	0	0	0
应付账款	435	437	502	610	712
其他流动负债	1,150	1,050	1,111	1,182	1,269
流动负债	1,587	1,600	1,613	1,792	1,981
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	448	108	108	108	108
非流动性负债	448	108	108	108	108
负债合计	2,036	1,708	1,721	1,900	2,088
股本	797	797	797	797	797
资本公积	282	91	91	91	91
归属于母公司所有者权益合计	3,605	3,949	4,557	5,293	6,210
少数股东权益	343	297	394	507	643
股东权益合计	3,948	4,246	4,952	5,801	6,853
负债股东权益总计	5,984	5,954	6,672	7,700	8,942

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	793	927	1,092	1,295	1,593
所得税支出	-111	-137	-163	-189	-235
折旧和摊销	130	141	0	0	0
营运资金的变化	-1	141	-343	-113	-226
其他经营现金流	-87	-13	-105	-125	-141
经营现金流合计	724	1,059	480	869	992
资本支出	-355	-234	0	0	0
投资收益	96	72	93	96	96
其他投资现金流	-48	35	-18	-24	-32
投资现金流合计	-307	-128	75	72	64
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	37	612	-113	0	0
股息支出	-183	-223	-223	-258	-306
其他融资现金流	-125	-1,020	15	28	45
融资现金流合计	-271	-631	-320	-229	-261
现金及现金等价物净增加额	145	300	235	712	795

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.43%	12.20%	14.10%	17.56%	20.56%
营业利润增长率	30.69%	16.41%	17.62%	18.57%	22.93%
净利润增长率	34.01%	17.97%	16.01%	19.52%	23.01%
毛利率	39.11%	39.55%	39.35%	39.44%	39.95%
EBITDA Margin	23.43%	23.82%	18.36%	18.40%	18.68%
净利率	14.58%	15.33%	15.58%	15.84%	16.17%
净资产收益率	16.85%	18.15%	18.24%	18.77%	19.68%
总资产收益率	10.15%	12.04%	12.46%	12.90%	13.67%
资产负债率	34.02%	28.69%	25.79%	24.67%	23.36%
所得税率	14.05%	14.75%	14.95%	14.58%	14.76%
股利支付率	30.16%	31.13%	30.98%	30.76%	30.95%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。