

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

## C端发力&B端复苏, 二季度业绩可期

事件: 近期参加渠道调研跟踪公司近况。

点评: 疫情加速行业整合, 公司销售逐步恢复。Q1 疫情对调味品行业整体影响较大, 头部企业通过大力促销来推动销售, 小企业优势丧失面临环境恶化, 行业格局进一步优化, 头部企业进一步抢占市场份额。公司 Q2 销售已逐渐恢复, C 端受益于疫情推动需求扩大, 预计保持较高增长; 根据社零数据, 5 月餐饮收入增速同比-18.9%, 目前估计已恢复至八成, 餐饮业逐步复苏推动餐饮渠道贡献增量。草根调研预计 Q2 收入有望超 15 亿, 同比增速 25%+。

包装材料价格继续走低, 费用高基数业绩可期。调味品主要原材料黄豆、面粉、白糖等农产品仅占成本不到七成, 其余为玻璃瓶、塑料瓶、纸包装等包装材料。根据 Wind 及中塑资讯显示, Q2 玻璃制品、塑料制品及纸包装价格分别同比-5.1%、-6.8%、-13.9%, 预计毛利率进一步提升。叠加 19 年同期管理费用基数较大, 费用率下行。预计公司全年收入/利润 14%/15% 目标有望达成。

规模效益提高盈利能力, 利益绑定激发内部活力。公司中山基地扩产后将达 48 万吨, 阳西三期酱油项目预计竣工后增加 17 万吨产量, 未来酱油的核心位置将进一步得到突出与巩固。未来公司整体总共规划 160 万吨产能, 是目前产能的两倍以上。预计未来随着产能扩大, 生产效率将会进一步提高, 采购成本端规模效应逐步显现, 公司毛利率将进一步改善。Q1 公司新增经销商 80 家, 随着疫情缓和, 公司有望超额完成全年新增 250 家经销商的计划, 进一步推进渠道扩张及下沉。另一方面, 宝能入主公司后, 内部持续优化, 随着考核要求提高、激励措施的完善, 公司将进入成长加速期, 改革红利逐步释放。

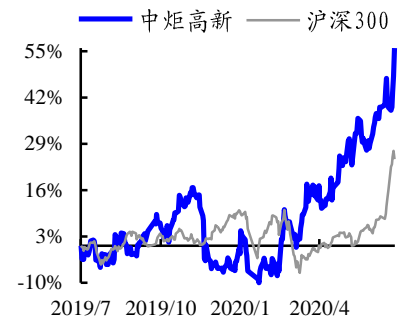
盈利预测: 随着疫情趋缓餐饮复苏, 叠加家庭端需求旺盛, 上调业绩预测和目标价。预计 EPS 分别为 1.04、1.28、1.52 元, 对应 PE 为 61 倍、49 倍、41 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全问题; 原材料价格波动; 业绩预测和估值判断不及预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,166	4,675	5,293	6,172	7,215
(+/-)%	15.43%	12.20%	13.23%	16.60%	16.90%
归属母公司净利润	607	718	826	1,019	1,212
(+/-)%	34.01%	18.19%	15.01%	23.39%	18.99%
每股收益 (元)	0.76	0.90	1.04	1.28	1.52
市盈率	38.64	43.66	60.78	49.26	41.40
市净率	6.51	7.94	10.55	8.69	7.18
净资产收益率 (%)	16.85%	18.18%	17.35%	17.64%	17.35%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	797	797	797	797	797

股票数据	2020/7/10
6 个月目标价 (元)	73.00
收盘价 (元)	63.00
12 个月股价区间 (元)	34.07 ~ 63.80
总市值 (百万元)	50,188
总股本 (百万股)	797
A 股 (百万股)	797
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	9

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	20%	37%	56%
相对收益	2%	10%	30%

### 相关报告

- 《食品饮料行业周报: 端午消费数据环比增长明显, 行业加速复苏》 --20200705
- 《食品饮料行业周报: 疫情反复不改餐饮恢复趋势, 夏季来临关注啤酒机会》 --20200630
- 《中炬高新 (600872): 聚焦调味品, 积极扩产剑指“双百”》 --20200318
- 《中炬高新 (600872): 调味品业务稳健, 中汇合创收入加速》 --20191103
- 《中炬高新 (600872): 美味鲜经营稳健, 新考核激励助推双百目标》 --20190826

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

(021)20361174 liqiang@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	699	1,361	1,499	1,920
交易性金融资产	1,135	1,135	1,135	1,135
应收款项	26	54	62	70
存货	1,568	1,684	1,986	2,288
其他流动资产	97	112	117	124
<b>流动资产合计</b>	<b>3,525</b>	<b>4,346</b>	<b>4,799</b>	<b>5,537</b>
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	5	5	5	5
固定资产	1,424	2,002	2,632	3,256
无形资产	211	211	211	211
商誉	2	2	2	2
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,429</b>	<b>3,084</b>	<b>3,768</b>	<b>4,445</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,954</b>	<b>7,430</b>	<b>8,568</b>	<b>9,982</b>
短期借款	113	29	0	0
应付款项	437	436	521	603
预收款项	225	279	320	372
一年内到期的非流动负债	420	420	420	420
<b>流动负债合计</b>	<b>1,600</b>	<b>1,656</b>	<b>1,814</b>	<b>2,035</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	108	626	474	322
<b>长期负债合计</b>	<b>108</b>	<b>626</b>	<b>474</b>	<b>322</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,708</b>	<b>2,282</b>	<b>2,288</b>	<b>2,356</b>
归属于母公司股东权益合计	3,949	4,758	5,777	6,989
少数股东权益	297	390	503	636
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,954</b>	<b>7,430</b>	<b>8,568</b>	<b>9,982</b>

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,675	5,293	6,172	7,215
营业成本	2,826	3,172	3,605	4,193
营业税金及附加	61	76	88	102
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	456	593	731	896
管理费用	295	326	361	401
财务费用	49	14	18	12
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	72	120	130	160
<b>营业利润</b>	<b>931</b>	<b>1,079</b>	<b>1,327</b>	<b>1,579</b>
营业外收支净额	-3	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>928</b>	<b>1,078</b>	<b>1,325</b>	<b>1,577</b>
所得税	137	159	194	231
净利润	791	919	1,132	1,346
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>718</b>	<b>826</b>	<b>1,019</b>	<b>1,212</b>
少数股东损益	73	93	113	133

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	791	919	1,132	1,346
资产减值准备	-1	0	0	0
折旧及摊销	141	97	157	219
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	50	14	18	12
投资损失	-72	-120	-130	-160
运营资本变动	141	-20	-128	-96
其他	9	2	2	2
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>1,059</b>	<b>892</b>	<b>1,051</b>	<b>1,322</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-128</b>	<b>-633</b>	<b>-713</b>	<b>-738</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-631</b>	<b>404</b>	<b>-200</b>	<b>-164</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>632</b>	<b>179</b>	<b>459</b>	<b>613</b>

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.90	1.04	1.28	1.52
每股净资产 (元)	4.96	5.97	7.25	8.77
每股经营性现金流量 (元)	1.33	1.12	1.32	1.66
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	12.20%	13.23%	16.60%	16.90%
净利润增长率	18.19%	15.01%	23.39%	18.99%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	39.55%	40.07%	41.58%	41.89%
净利率	15.36%	15.60%	16.51%	16.80%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	2.92	3.71	3.67	3.56
存货周转率 (次)	204.20	193.82	201.03	199.16
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	28.69%	30.71%	26.70%	23.61%
流动比率	2.20	2.62	2.65	2.72
速动比率	1.22	1.60	1.55	1.59
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	9.76%	11.20%	11.85%	12.41%
管理费用率	6.31%	6.16%	5.85%	5.56%
财务费用率	1.05%	0.26%	0.30%	0.16%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	43.66	60.78	49.26	41.40
P/B (倍)	7.94	10.55	8.69	7.18
P/S (倍)	10.74	9.48	8.13	6.96
净资产收益率	18.18%	17.35%	17.64%	17.35%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**李强:** 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历, 荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名, 2019年Wind资讯金牌分析师第5名, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下简称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn