

中炬高新 (600872.SH)

基本面趋势向上, Q4 开始调味品收入有望加速增长

核心观点:

- **Q3 美味鲜收入增速略放缓, 不改长期向上趋势。**公司公告前三季度收入/归母净利润同比增长 7.90%/22.40%。美味鲜 Q3 收入/归母净利润同比增长 12.33%/19.55%，业绩符合预期。Q3 东部/中西部/北部收入 2.99/2.58/1.78 亿元, 同比增长 14.61%/22.71%/27.99%。Q3 南部收入 (占比 39.60%) 同比增长 0.61%，收入短期承压, 主要源于以下三方面: (1) 南部市场餐饮占比较高, 人口回流节奏放缓叠加餐饮备货积极性不高导致其动销短期承压; (2) 部分渠道预期明年目标将加速增长, 强激励严考核将持续落地, 因而留有余力; (3) 公司扁平化渠道、加强渠道控制, 利好长期发展, 调整过程中市场销售短期承压。Q3 美味鲜净利率同比提升 0.5+pct, 主要源于毛利率提升。Q3 美味鲜毛利率同比提升 2.86pct, 黄豆价格上涨环境下仍实现提升主要受益于采购管控加强。Q3 销售费用率同比提升 0.75pct, 主要源于市场投放增加; 管理和财务费用率同比提升 0.09/0.19pct。
- **基本面趋势向上, Q4 开始调味品收入有望加速增长。**公司内部调整进行顺利, 预计 2020 年调味品收入稳定增长, 同比增长 14%左右。疫情导致公司机制改善、渠道扩张等进度略受阻, 伴随疫情逐渐恢复, 公司渠道扩张等进度恢复正常, 预计 Q4 开始调味品收入加速增长, 2023 年美味鲜百亿收入目标有望达成。公司加大费用投放将导致销售费用率提升, 但受益于费用管控、预计管理和财务费用率下降, 我们预计公司净利率同比有望持平甚至略提升。
- **盈利预测:** 预计 20-22 年公司调味品收入同比增长 13.8%/21.0%/23.4%; 归母净利润同比增长 24.0%/28.7%/28.7%, 对应 PE 估值 51/40/31 倍。给予调味品业务 21 年 50 倍估值, 叠加地产业务 40 亿元市值, 对应公司合理价值 78 元/股, 维持买入评级。
- **风险提示:** 渠道扩张不及预期; 品类扩张不及预期。

盈利预测:

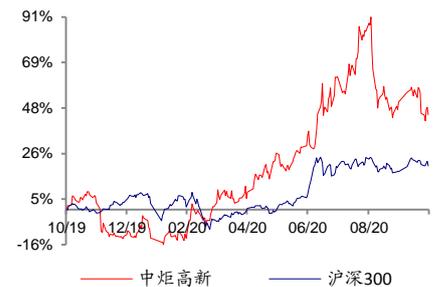
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,166	4,675	5,305	6,750	8,192
增长率 (%)	15.4	12.2	13.5	27.2	21.4
EBITDA (百万元)	862	1,030	1,225	1,668	2,104
归母净利润 (百万元)	607	718	901	1,238	1,571
增长率 (%)	34.0	18.2	25.5	37.4	26.9
EPS (元/股)	0.76	0.90	1.13	1.55	1.97
市盈率 (P/E)	38.64	43.66	55.57	40.45	31.88
ROE (%)	16.9	18.2	20.8	25.2	27.4
EV/EBITDA	27.82	30.27	40.51	29.46	22.97

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	62.85 元
合理价值	78 元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-01

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gflujingyu@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 中炬高新 (600872.SH): 采购成本下降导致 Q2 净利润超预期, 未来 3 年公司收入有望加速增长 2020-08-21
- 中炬高新 (600872.SH): 疫情不改渠道加速扩张趋势, 全年收入有望稳健增长 2020-04-30
- 中炬高新 (600872.SH): 公司持续扩产增效, 调味品收入有望稳定增长 2020-03-17

请务必阅读末页的免责声明

公司公告前三季度收入38.10亿元，同比增长7.90%；归母净利润6.68亿元，同比增长22.40%。公司业绩符合预期，点评如下：

一、Q3 收入增速略放缓，不改长期向上趋势

美味鲜前三季度收入37.22亿元，同比增长10.87%；Q3为12.30亿元，同比增长12.33%。Q3美味鲜收入增速略放缓主要源于南部市场短期承压。Q3东部/中西部/北部市场收入2.99/2.58/1.78亿元，同比增长14.61%/22.71%/27.99%。Q3南部市场（广东、海南等大本营市场）收入4.82亿元，占比39.60%，同比增长0.61%，收入短期承压，主要源于以下三方面：（1）南部市场餐饮占比较高，人口回流节奏放缓叠加餐饮备货积极性不高导致其动销短期承压；（2）部分渠道预期明年目标将加速增长、强激励严考核将持续落地，因而留有余力；（3）公司扁平化渠道、加强渠道控制，利好长期发展，调整过程中市场销售短期承压。

美味鲜前三季度归母净利润6.71亿元，同比增长23.67%；Q3为2.16亿元，同比增长19.55%。Q3美味鲜净利率同比提升0.5+pct，主要源于毛利率提升。Q3美味鲜毛利率40.64%，同比提升2.86pct，黄豆价格上涨环境下仍实现提升主要受益于采购管控加强。Q3销售费用率9.73%，同比提升0.75pct，主要源于市场投放增加（公司Q3已经恢复正常市场投放节奏）；管理和财务费用率4.73%/0.19%，同比提升0.09/0.19pct。

二、基本面趋势向上，Q4 开始调味品收入有望加速增长

公司内部调整进行顺利，预计2020年调味品收入稳定增长，同比增长14%左右。疫情导致公司机制改善、渠道扩张等进度略受阻，伴随疫情逐渐恢复，公司渠道扩张等进度恢复正常，预计Q4开始调味品收入加速增长，2023年美味鲜百亿收入目标有望达成。（1）持续加强员工激励力度，增强销售团队活力。（2）加速增加销售人员和经销商数量，推动渠道扩张。目前公司经销商数量已经增加至1329家。（3）坚定1+N产品战略，积极扩充酱油产品线、推动新品类扩张。公司加大费用投放将导致销售费用率提升，但受益于费用管控、预计管理和财务费用率下降，我们预计公司净利率同比有望持平甚至略提升。

三、盈利预测

我们预计20-22年公司调味品业务收入50.85/61.54/75.96亿元，同比增长

13.8%/21.0%/23.4%；归母净利润 9.04/11.63/14.96 亿元，同比增长 24.0%/28.7%/28.7%，对应PE估值51/40/31倍。参考其他可比公司，我们给予调味品业务2021年50倍估值，叠加房地产业务40亿元市值，对应公司合理价值78元/股，维持买入评级。

表 1：可比公司估值对比（收盘价：10月30日）

	归母净利润（百万元）			PE			最新市值（亿元）
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
海天味业	6319	7713	9285	82	67	56	5,191
恒顺醋业	320	394	514	63	51	39	201
平均				72	59	48	

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：海天、恒顺源于最新外发报告盈利预测

表 2：中炬市值测算

调味品业务		房地产业务	合计市值（亿元）
21年净利润（亿元）	21年估值	21年市值（亿元）	
11.63	50	40	621.5

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

渠道扩张不及预期；品类扩张不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,621	3,525	3,831	4,805	6,034	经营活动现金流	724	1,059	1,095	1,299	1,751
货币资金	397	699	878	1,357	2,166	净利润	681	791	1,001	1,375	1,745
应收及预付	57	31	63	78	91	折旧摊销	130	141	157	175	194
存货	1,594	1,568	1,652	2,124	2,522	营运资金变动	-1	141	-2	-187	-125
其他流动资产	1,573	1,227	1,238	1,247	1,254	其它	-87	-14	-61	-64	-64
非流动资产	2,363	2,429	2,619	2,679	2,741	投资活动现金流	-307	-128	-285	-171	-191
长期股权投资	6	5	5	5	5	资本支出	-246	-232	-353	-241	-261
固定资产	1,350	1,424	1,537	1,543	1,552	投资变动	-162	68	0	0	0
在建工程	369	366	443	498	550	其他	100	37	68	70	70
无形资产	210	211	211	211	211	筹资活动现金流	-271	-631	-630	-650	-750
其他长期资产	427	422	422	422	422	银行借款	-33	-392	-113	0	0
资产总计	5,984	5,954	6,450	7,485	8,775	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	1,587	1,600	1,612	1,921	2,216	其他	-238	-239	-518	-650	-750
短期借款	2	113	0	0	0	现金净增加额	145	300	180	479	809
应付及预收	673	662	707	908	1,087	期初现金余额	241	386	699	878	1,357
其他流动负债	913	826	904	1,013	1,129	期末现金余额	386	686	878	1,357	2,166
非流动负债	448	108	108	108	108						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	399	0	0	0	0						
其他非流动负债	49	108	108	108	108						
负债合计	2,036	1,708	1,719	2,029	2,324						
股本	797	797	797	797	797						
资本公积	282	91	91	91	91						
留存收益	2,510	3,044	3,445	4,033	4,854						
归属母公司股东权益	3,605	3,949	4,334	4,921	5,742						
少数股东权益	343	297	397	534	709						
负债和股东权益	5,984	5,954	6,450	7,485	8,775						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,166	4,675	5,305	6,750	8,192
营业成本	2,537	2,826	3,111	3,856	4,623
营业税金及附加	69	61	85	108	131
销售费用	431	456	599	766	897
管理费用	276	295	284	338	393
研发费用	122	147	159	189	238
财务费用	54	49	-15	-22	-35
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	96	72	68	70	70
营业利润	799	931	1,170	1,605	2,035
营业外收支	-6	-3	-6	-6	-6
利润总额	793	928	1,164	1,599	2,029
所得税	111	137	163	224	284
净利润	681	791	1,001	1,375	1,745
少数股东损益	74	73	100	138	175
归属母公司净利润	607	718	901	1,238	1,571
EBITDA	862	1,030	1,225	1,668	2,104
EPS (元)	0.76	0.90	1.13	1.55	1.97

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	15.4%	12.2%	13.5%	27.2%	21.4%
营业利润增长	30.7%	16.6%	25.7%	37.2%	26.8%
归母净利润增长	34.0%	18.2%	25.5%	37.4%	26.9%
获利能力					
毛利率	39.1%	39.5%	41.4%	42.9%	43.6%
净利率	16.4%	16.9%	18.9%	20.4%	21.3%
ROE	16.9%	18.2%	20.8%	25.2%	27.4%
ROIC	14.3%	25.7%	29.3%	37.9%	46.0%
偿债能力					
资产负债率	34.0%	28.7%	26.7%	27.1%	26.5%
净负债比率	15.0%	9.0%	6.5%	5.6%	4.8%
流动比率	2.28	2.20	2.38	2.50	2.72
速动比率	1.27	1.22	1.35	1.39	1.58
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.78	0.86	0.97	1.01
应收账款周转率	72.16	125.06	98.38	99.43	102.57
存货周转率	1.69	1.79	1.88	1.82	1.83
每股指标 (元)					
每股收益	0.76	0.90	1.13	1.55	1.97
每股经营现金流	0.91	1.33	1.37	1.63	2.20
每股净资产	4.53	4.96	5.44	6.18	7.21
估值比率					
P/E	38.64	43.66	55.57	40.45	31.88
P/B	6.51	7.94	11.55	10.17	8.72
EV/EBITDA	27.82	30.27	40.51	29.46	22.97

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，6年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：伦敦国王学院硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。