

中炬高新（600872）2019年中报点评

## 主业盈利稳健，激励力度加大

- ❖ **19H1 调味品业绩符合预期。**19H1 公司实现营业总收入 23.92 亿元，同比+10.03%，其中美味鲜营收 22.62 亿元，同比+15.26%，本部/地产/精工分别营收 0.25/0.61/0.42 亿元，同比-1.02/+0.21/+0.00 亿元，本部收入大幅下降 18 H1 出售资产致基数较高。实现归母净利润 3.66 亿元，高基数下同比+7.99%；经营活动现金净流入 6.74 亿元，同比+63.59%，主要源于应付项目的增加、存货及应收项目的减少，实现良性增长。
- ❖ **美味鲜收入持续增长，盈利保持稳健。**美味鲜 19H1 营收 22.62 亿元，同比+15.26%，其中调味品中酱油和酱稳健增长，分别同比+10.44%/12.01%，蚝油、料酒因行业增长及积极拓展持续放量，分别同比+60.93%/65.63%，食用油、腐乳增速超过 25%；归属母公司净利润 3.62 亿元，同比+20.05%。产品综合毛利率达 39.61%，同比-0.38pct，主要源于部分原料如谷氨酸、包材等价格处于较高水平，同时非酱油产品占比提升所致，但相比 18 年仍提升 0.41pct；上半年费用率 18.79%，同比-0.41pct，其中销售费用/管理费用分别同比+7%/19%，源于销售人员工资待遇、运费及业务费用增长，广告费用未见大幅增加；管理人员薪酬待遇、职工社保费用等亦提升较大，费用率下降拉升净利率至 17.64%，同比+0.62pct。单二季度看，美味鲜实现收入 10.95 亿元，同比+15.26%，归母净利 1.76 亿元，高基数下同比+7.98%，净利率 17.53%，同比-1.31pcts。
- ❖ **全国化扩张加速，激励力度加大。**公司计划 2023 年实现双百目标，目前进展体现强执行力。**1) 全国化扩张加速：**19H1 东部/南部/中西部/北部区域收入同比+12.13%/11.87%/24.49%/20.78%，经销商总数达到 975 家，净增加 111 家经销商，其中中西部、北部分别新增 44/55 家，其中开发空白地级市 15 个，全国地级市开发率达 81%。全国化扩张进程加速；**2) 餐饮渠道实现高增速：**公司重新梳理了经销商结构，更新经销商资源投放标准，同时以厨邦厨师俱乐部为平台，通过超级凉菜大奖赛和顶级厨师训练营等专业活动，配合终端推广，实现餐饮渠道快速增长，截止上半年餐饮产品销售同比+41.49%。同时加快电商和出口渠道的拓展，完成了主流直营平台、新零售平台的入驻与开发，出口国增加到了 7 个；**3) 产品不断升级：**19H1 完成了淡盐、小淘气低盐酱油和海鲜、蒸鱼风味酱油的升级，并完成了其它多品类产品的《2019-2023 年产品开发初步计划》，加大了产品开发力度；**4) 激励力度加大：**公司加大激励激发员工积极性，体现为收入指标考核权重增加，奖金向中层骨干倾斜，及提升超额奖励提成比等。此外，公司规划建设食品科技产业孵化区，以健康食品为突破口，实现资源整合。
- ❖ **盈利预测、估值及投资建议：**公司调味品业务质地良好，在全国化市场开拓、发展餐饮渠道及品类外拓方面具备成长空间，下调 2019-2021 年 EPS 预测 0.90/1.15/1.38 元，考虑机制改善后业绩持续成长预期良好，维持目标价 50 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**调味品增长不达预期，机制改善效果低于预期。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,166	4,625	5,390	6,316
同比增速(%)	15.4%	11.0%	16.6%	17.2%
净利润(百万)	607	720	917	1,102
同比增速(%)	34.0%	18.7%	27.3%	20.1%
每股盈利(元)	0.76	0.90	1.15	1.38
市盈率(倍)	51	43	34	28
市净率(倍)	9	8	6	5

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为 2019 年 08 月 22 日收盘价

**强推（维持）**

目标价：50.00 元

当前价：39.15 元

### 华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598  
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518040001

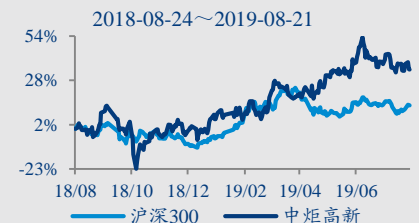
联系人：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	79,664
已上市流通股(万股)	79,664
总市值(亿元)	311.88
流通市值(亿元)	311.88
资产负债率(%)	38.1
每股净资产(元)	4.5
12 个月内最高/最低价	44.76/21.48

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《中炬高新（600872）2018 年报点评：调味品增长稳健，目标五年“双百”》

2019-04-01

《中炬高新（600872）2019 年一季报点评：调味品增长超预期，盈利能力持续提升》

2019-04-29

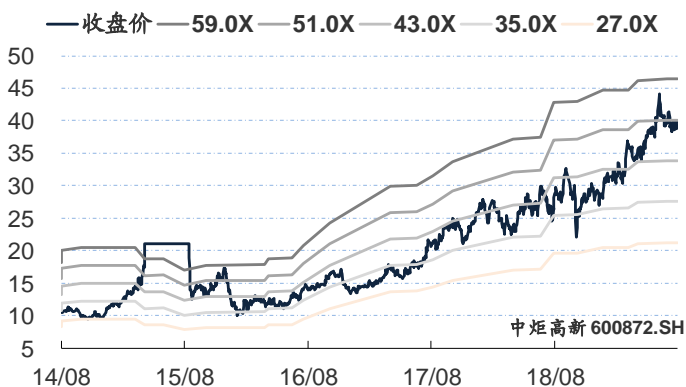
《中炬高新（600872）调研报告：美味鲜团队保持稳定，提升激励释放活力》

2019-07-01

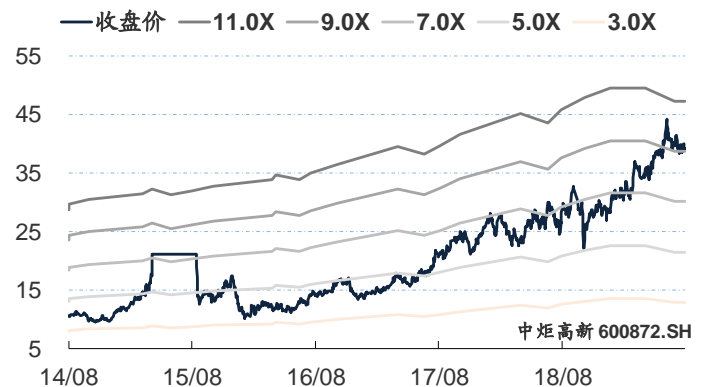
**图表 1 分季度业绩拆分表**

人民币: 百万元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	YoY	18H1	19H1	YoY
营业总收入	1,154	1,020	991	1,002	1,231	1,161	13.8%	2,174	2,392	10.0%
营业收入	1,154	1,020	991	1,002	1,231	1,161	13.8%	2,174	2,392	10.0%
营业成本	705	600	623	609	746	693	15.5%	1,305	1,440	10.3%
营业税金及附加	21	14	8	26	17	15	3.1%	36	32	-11.2%
<b>毛利</b>	<b>449</b>	<b>420</b>	<b>368</b>	<b>393</b>	<b>485</b>	<b>468</b>	<b>11.4%</b>	<b>869</b>	<b>953</b>	<b>9.7%</b>
销售费用	122	108	79	123	125	121	12.2%	230	246	6.9%
管理费用	104	82	93	118	102	113	38.2%	186	215	15.5%
财务费用	13	14	13	14	17	14	-4.8%	27	31	14.2%
投资收益	23	20	18	35	22	19	-1.9%	43	41	-2.5%
资产处置收益	-	-0	-	1	-0	-0	26.0%	-0	-0	-28.1%
其他收益	1	1	1	19	5	5	311.8%	2	10	299.6%
<b>营业利润</b>	<b>213</b>	<b>222</b>	<b>192</b>	<b>171</b>	<b>250</b>	<b>231</b>	<b>4.0%</b>	<b>435</b>	<b>482</b>	<b>10.6%</b>
<b>利润总额</b>	<b>214</b>	<b>223</b>	<b>191</b>	<b>165</b>	<b>249</b>	<b>230</b>	<b>3.0%</b>	<b>437</b>	<b>479</b>	<b>9.7%</b>
所得税	27	35	27	23	37	36	3.8%	62	73	18.4%
少数股东损益	17	19	17	21	23	17	-11.5%	36	40	10.8%
<b>净利润</b>	<b>170</b>	<b>169</b>	<b>147</b>	<b>122</b>	<b>189</b>	<b>177</b>	<b>4.4%</b>	<b>339</b>	<b>366</b>	<b>8.0%</b>
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.21</b>	<b>0.18</b>	<b>0.15</b>	<b>0.24</b>	<b>0.22</b>	<b>4.4%</b>	<b>0.43</b>	<b>0.46</b>	<b>8.0%</b>
毛利率	38.9%	41.2%	37.1%	39.3%	39.4%	40.3%	-0.9pct	40.0%	39.8%	-0.1pct
销售费用率	10.6%	10.6%	7.9%	12.3%	10.1%	10.4%	-0.1pct	10.6%	10.3%	-0.3pct
管理费用率	9.0%	8.0%	9.4%	11.8%	8.3%	9.7%	1.7pct	8.6%	9.0%	0.4pct
财务费用率	1.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	-0.2pct	1.2%	1.3%	0pct
营业利润率	18.5%	21.8%	19.4%	17.1%	20.3%	19.9%	-1.9pct	20.0%	20.1%	0.1pct
有效税率	12.6%	15.6%	14.2%	13.7%	14.8%	15.7%	0.1pct	14.1%	15.2%	1.1pct
净利润率	14.7%	16.6%	14.8%	12.1%	15.4%	15.2%	-1.4pct	15.6%	15.3%	-0.3pct

资料来源: 公司年报, 华创证券

**图表 2 PE-BAND**


资料来源: 公司公告, 华创证券

**图表 3 PB-BAND**


资料来源: 公司公告, 华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	397	956	1,546	2,187
应收票据	1	1	1	2
应收账款	47	48	56	66
预付账款	8	9	11	13
存货	1,594	1,642	1,912	2,236
其他流动资产	1,574	1,510	1,383	1,304
流动资产合计	3,621	4,166	4,909	5,808
其他长期投资	339	339	339	339
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	1,350	1,588	1,808	2,011
在建工程	369	419	469	519
无形资产	210	189	170	153
其他非流动资产	89	85	83	81
非流动资产合计	2,363	2,626	2,875	3,109
<b>资产合计</b>	<b>5,984</b>	<b>6,792</b>	<b>7,784</b>	<b>8,917</b>
短期借款	2	3	3	3
应付票据	40	71	82	96
应付账款	395	441	514	601
预收款项	237	264	307	360
其他应付款	203	203	203	203
一年内到期的非流动负债	499	499	499	499
其他流动负债	212	318	437	553
流动负债合计	1,588	1,799	2,045	2,315
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	399.00	399.00	399.00	399.00
其他非流动负债	49	49	49	49
非流动负债合计	448	448	448	448
<b>负债合计</b>	<b>2,036</b>	<b>2,247</b>	<b>2,493</b>	<b>2,763</b>
归属母公司所有者权益	3,605	4,126	4,860	5,707
少数股东权益	343	419	431	447
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,948</b>	<b>4,545</b>	<b>5,291</b>	<b>6,154</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,984</b>	<b>6,792</b>	<b>7,784</b>	<b>8,917</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>734</b>	<b>946</b>	<b>948</b>	<b>1,067</b>
现金收益	866	920	1,066	1,264
存货影响	-181	-48	-270	-323
经营性应收影响	23	0	-8	-10
经营性应付影响	180	103	128	154
其他影响	-153	-29	32	-17
<b>投资活动现金流</b>	<b>-307</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>	<b>-390</b>
资本支出	-344	-392	-391	-391
股权投资	100	0	0	0
其他长期资产变化	-63	2	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-271</b>	<b>3</b>	<b>32</b>	<b>-36</b>
借款增加	-31	1	0	0
财务费用	-237	-203	-258	-310
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	-3	205	290	274

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,166</b>	<b>4,625</b>	<b>5,390</b>	<b>6,316</b>
营业成本	2,537	2,831	3,297	3,854
税金及附加	69	77	90	105
销售费用	431	476	544	619
管理费用	276	296	340	379
财务费用	54	-2	-5	-8
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	96	96	96	96
其他收益	23	23	23	23
<b>营业利润</b>	<b>799</b>	<b>933</b>	<b>1,088</b>	<b>1,303</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	7	7	7	5
<b>利润总额</b>	<b>793</b>	<b>927</b>	<b>1,082</b>	<b>1,299</b>
所得税	112	131	152	182
<b>净利润</b>	<b>681</b>	<b>796</b>	<b>930</b>	<b>1,117</b>
少数股东损益	74	76	13	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>607</b>	<b>720</b>	<b>917</b>	<b>1,102</b>
NOPLAT	728	795	926	1,110
EPS(摊薄) (元)	0.76	0.90	1.15	1.38

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15.4%	11.0%	16.6%	17.2%
EBIT 增长率	26.5%	9.2%	16.5%	19.9%
归母净利润增长率	34.0%	18.7%	27.3%	20.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.1%	38.8%	38.8%	39.0%
净利率	16.4%	17.2%	17.3%	17.7%
ROE	15.4%	15.9%	17.3%	17.9%
ROIC	17.5%	16.7%	16.8%	17.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.0%	33.1%	32.0%	31.0%
债务权益比	24.1%	20.9%	18.0%	15.5%
流动比率	228.0%	231.6%	240.0%	250.9%
速动比率	127.6%	140.3%	146.6%	154.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转天数	5	4	3	3
应付帐款周转天数	46	53	52	52
存货周转天数	213	206	194	194
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.76	0.90	1.15	1.38
每股经营现金流	0.92	1.19	1.19	1.34
每股净资产	4.53	5.18	6.10	7.16
<b>估值比率</b>				
P/E	51	43	34	28
P/B	9	8	6	5
EV/EBITDA	16	15	13	11

## 华创证券团队介绍

### 组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

### 助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

### 研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com	
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500