

中炬高新 (600872.SH)

调味品发展稳健，全国化未来可期

事件: 公司披露 2019 年三季报。19Q1-Q3 公司实现营收 35.31 亿元，同比增长 11.56%；实现归母净利润 5.46 亿元，同比增长 12.30%。其中 Q3 营收 11.38 亿元，同比增长 14.93%；归母净利润 1.80 亿元，同比上升 22.32%。

调味品业务稳定增长势头不变，非主业 Q3 快速增长。1) 美味鲜子公司增长稳定。 美味鲜子公司 19Q1-Q3 实现营收 33.57 亿元，同比增 14.97%，归母净利润 5.43 亿元，同比增 19.08%；其中 Q3 营收 10.95 亿元，同比增 14.3%（较去年同期 +7.89pct），Q3 归母净利润 1.81 亿元，同比增长 17.53%。其中主营中占比最大的酱油及鸡精鸡粉增长稳定，Q1-Q3 分别同增 9.85%、19.20%，食用油 Q3 增长开始加速，增速较 H1 提升 15.03pct 至 42.23%。**2) 同期高基数影响因素消除，非主业 Q3 实现近两倍增长。** 公司本部于 18H1 出售了一笔资产，实现营收 1.13 亿元，高基数致 19H1 其他业务增速大幅下滑，受此影响，公司整体增速稍慢于调味品业务。Q3 该高基数影响因素消除，中汇合创 Q1-Q3 营收 0.78 亿元，同增 71.27%，其中单三季度增幅高达 196%。

产品结构+成本压力+促销政策致美味鲜毛利率略下行。 19Q1-Q3 美味鲜毛利率为 39.0%，同比下滑 0.17pct，其中 Q3 毛利率为 37.8%。主要原因系：**1) 产品结构变化。** 高毛利率酱油、鸡精鸡粉占比逐步下降，19 Q3 收入占比分别为 58.8%、10.9%（较 H1 分别下降 2.6pct、0.4pct）；**2) 成本端压力提升。** 味精及 I+G 价格上行带来成本端压力，但下游需求走弱，我们预计味精价格难以得到长期支撑；**3) 采取以加速开拓市场为目的的促销方式。** 目前公司为进行市场开拓采取了一些降价措施，在一定程度上也对毛利率产生拖累。**费用率管控良好。** 19Q1-Q3 整体费用率为 18.1%，同比下滑 0.03pct，整体稳定可控，其中销售/管理（含研发）/财务费用分别同比变动 -0.21/+0.09/+0.09pct。报告期内美味鲜归母净利润同比增速大幅提升（+17.5%）主要是政府补助叠加阳西厨邦利润贡献所致。

激励优化释放活力，全国布局未来可期。 我们认为从长远角度来看，激励优化机制有望为公司全国化长远发展蓄力储能。目前公司积极推进“稳步发展东南沿海、重点提升中北东北、加速开拓西南区域、逐步发展西北市场”渠道规划战略，19Q1-Q3 共计新增 145 个经销商，中西部及北部区域分别净增经销商 53 个、61 个，带动中西部（+25.95%）及北部（+18.69%）营收快速增长，东部及南部收入分别稳步提升 11.94%、12.26%。此外，公司所采取的经销商为主+直销为辅营销模式也为市场终端的深度覆盖助力，报告期内分销模式创造的营收稳定增长 15.99%。

投资建议: 维持“买入”评级，预计公司 19-21 年归母净利润分别 6.9/8.0/9.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.00/1.16 元，PE 分别为 50/44/38 倍。

风险提示: 原材料价格波动，行业增速不及预期，行业竞争加剧。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,609	4,166	4,674	5,337	6,079
增长率 yoy (%)	14.3	15.4	12.2	14.2	13.9
归母净利润(百万元)	453	607	690	798	924
增长率 yoy (%)	25.1	34.0	13.5	15.7	15.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.57	0.76	0.87	1.00	1.16
净资产收益率(%)	14.8	17.3	16.9	17.0	17.1
P/E(倍)	76.7	57.3	50.4	43.6	37.6
P/B(倍)	11.1	9.6	8.5	7.4	6.5

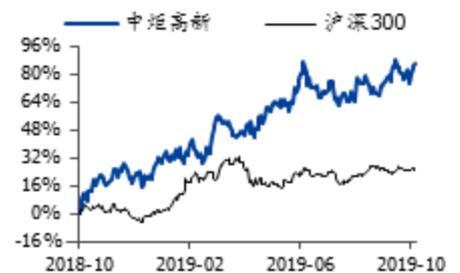
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	43.70
总市值(百万元)	34,813.05
总股本(百万股)	796.64
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	2.89

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

相关研究

- 1、《中炬高新 (600872.SH): 主营业务稳健增长, 激励改革激发活力》2019-08-23
- 2、《中炬高新 (600872.SH): 美味鲜高速增长, 本部亏损拖累业绩》2019-04-28
- 3、《中炬高新 (600872.SH): 2018 年稳中求进, 控费增效仍可期》2019-03-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3116	3621	3657	4145	5009
现金	241	397	225	351	419
应收账款	67	47	64	62	76
其他应收款	45	0	0	0	0
预付账款	11	8	10	9	11
存货	1413	1594	1657	1722	2101
其他流动资产	1339	1574	1701	2001	2401
非流动资产	2189	2363	2429	2530	2705
长期投资	31	6	7	8	8
固定投资	1214	1350	1467	1603	1806
无形资产	212	210	204	197	191
其他非流动资产	732	796	752	722	699
资产总计	5305	5984	6086	6675	7714
流动负债	908	1587	1127	1036	1288
短期借款	15	2	2	2	2
应付账款	251	395	454	310	544
其他流动负债	642	1190	671	724	742
非流动负债	946	448	428	428	427
长期借款	916	399	379	378	378
其他非流动负债	30	49	49	49	49
负债合计	1855	2036	1555	1464	1716
少数股东权益	309	343	420	508	611
股本	797	797	797	797	797
资本公积	282	282	282	282	282
留存收益	2046	2510	3046	3667	4386
归属母公司股东收益	3141	3605	4111	4702	5387
负债和股东权益	5305	5984	6086	6675	7714

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	651	724	672	534	610
净利润	511	681	766	887	1027
折旧摊销	129	130	129	150	177
财务费用	60	54	43	45	47
投资损失	-71	-96	-97	-96	-96
营运资金变动	2	-1	-170	-452	-544
其他经营现金流	19	-46	0	0	0
投资活动净现金流	-571	-307	-99	-155	-256
资本支出	207	355	65	100	174
长期投资	-434	-162	-1	-1	-1
其他投资现金流	-798	-114	-35	-55	-82
筹资活动净现金流	-280	-271	-745	-252	-287
短期借款	-5	-13	0	0	0
长期借款	-37	-517	-20	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-238	259	-725	-252	-286
现金净增加额	-201	145	-173	126	68

利润表 (百万元)

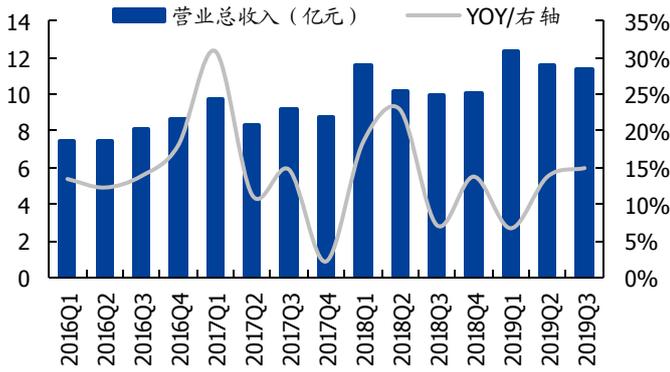
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3609	4166	4674	5337	6079
营业成本	2192	2537	2845	3211	3632
营业税金及附加	48	69	73	85	96
营业费用	426	431	477	550	626
管理费用	348	276	439	502	571
财务费用	60	54	43	45	47
资产减值损失	23	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	71	96	97	96	96
营业利润	611	799	894	1041	1203
营业外收入	6	1	5	2	2
营业外支出	7	7	7	7	7
利润总额	609	793	891	1036	1197
所得税	98	111	125	149	170
净利润	511	681	766	887	1027
少数股东收益	58	74	77	89	103
归属母公司净利润	453	607	690	798	924
EBITDA	800	947	1045	1210	1397
EPS (元/股)	0.57	0.76	0.87	1.00	1.16

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	14.3	15.4	12.2	14.2	13.9
营业利润 (%)	30.7	30.7	11.9	16.5	15.5
归属母公司净利润 (%)	25.1	34.0	13.5	15.7	15.8
盈利能力					
毛利率 (%)	39.3	39.1	39.1	39.8	40.3
净利率 (%)	12.6	14.6	14.8	15.0	15.2
ROE (%)	14.8	17.3	16.9	17.0	17.1
ROIC (%)	13.7	15.4	17.4	17.7	18.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.0	34.0	25.6	21.9	22.2
净负债比率 (%)	20.0	12.7	3.5	0.6	-0.6
流动比率	3.4	2.3	3.2	4.0	3.9
速动比率	1.9	1.3	1.8	2.3	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	65.3	72.8	84.0	85.0	88.0
应付账款周转率	9.0	7.8	6.7	8.4	8.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.76	0.87	1.00	1.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.78	0.84	0.67	0.77
每股净资产 (最新摊薄)	3.94	4.53	5.16	5.90	6.76
估值指标 (倍)					
P/E	76.7	57.3	50.4	43.6	37.6
P/B	11.07	9.65	8.46	7.40	6.46
EV/EBITDA	44.75	37.7	33.9	29.2	25.3

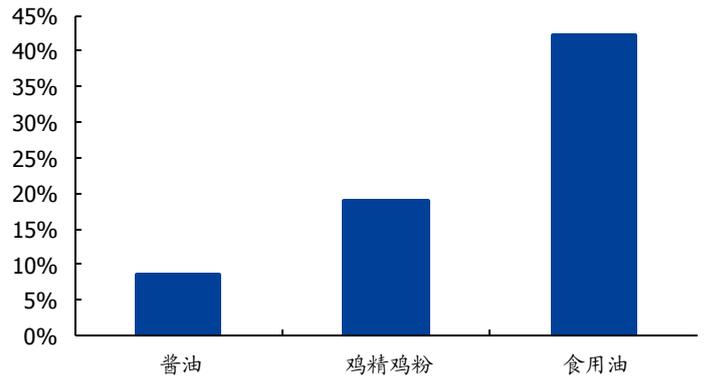
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司总营收及增速 (单季度)



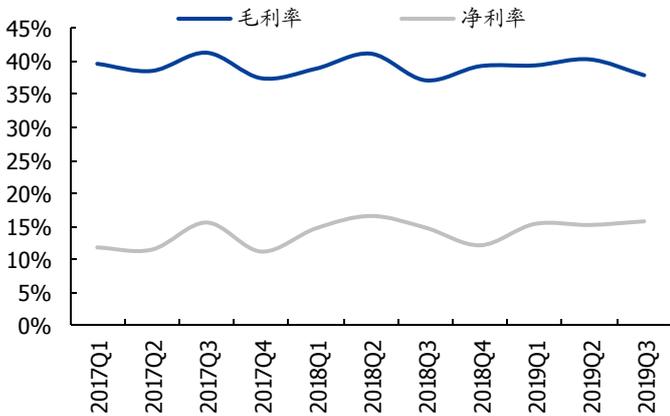
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司主要产品 19Q1-Q3 增速



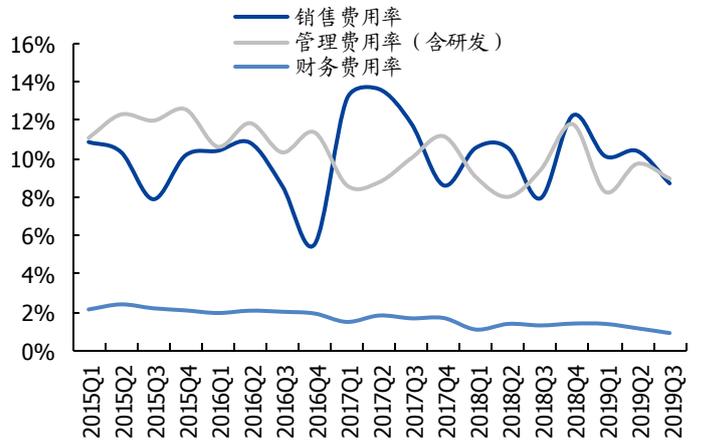
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 单季度毛利率、净利率



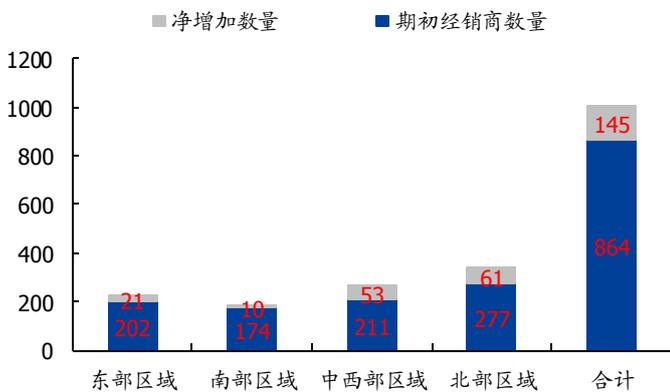
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 单季度销售费用率, 管理费用率



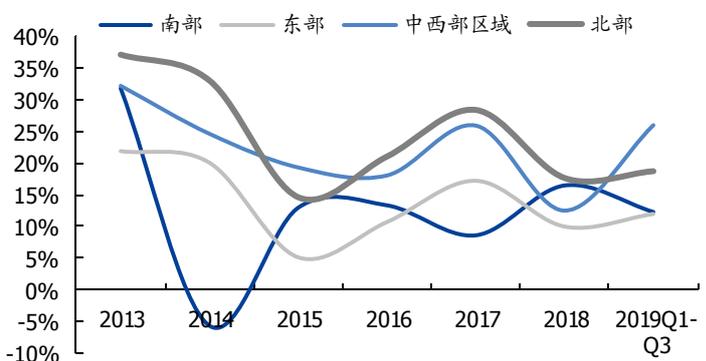
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 经销商数量变动情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 各地区收入增速对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com