



2019-10-31

公司点评报告

买入/维持

中炬高新(600872)

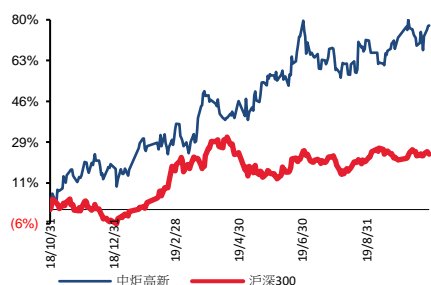
目标价: 50.00

昨收盘: 43.70

日常消费 食品、饮料与烟草

中炬高新三季报点评：美味鲜稳健增长，净利润增速提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7977797
总市值/流通(百万元)	34,813/34,813
12个月最高/最低(元)	44.46/24.72

相关研究报告：

- 中炬高新(600872)《中炬高新中报点评：美味鲜保持稳健，新考核制度添活力》
--2019/08/22
- 中炬高新(600872)《中炬高新一季报点评：美味鲜高增长，盈利能力改善》
--2019/04/28
- 中炬高新(600872)《中炬高新年报点评：业绩符合预期，开启“双百”新征程》
--2019/03/31

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司公告2019年三季报，前三季度营业收入35.31亿元，同增11.57%；归母净利5.46亿元，同增12.32%；扣非后5.20亿元，同增10.79%；经营现金流净额8.88亿元，同增43.92%；EPS为0.68，同增12.33%；销售毛利率39.20%，同比提升0.13pct；净利率17.01%，同比微降0.02pct。单三季度营收11.38亿元，同增14.93%；归母净利1.80亿元，同增22.32%；期间销售毛利率37.89%，同比提升0.77pct；净利率17.05%，同比提升0.52pct。

美味鲜稳健增长，中汇合创收入增加近两倍，本部减亏

美味鲜单三季度营收10.95亿元，同增14.3%，体量与单二季度持平，增长稳健。美味鲜单三季度的毛利率37.78%，环比/同比均有所下降，原因包括：产品结构变化（高毛利的酱油占比下降），原材料的价格略有上升，以及公司采取了降价等促销方式加速开拓市场。在毛利率同比下降的背景下，净利润更快增长，营业利润率提升，体现出经营效益改善和规模效应扩大。

产品分项，单三季度酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他品类的收入分别为6.70、1.24、1.53、1.42亿元，同比增速分别为8.56%、18.94%、42.23%和24.66%。酱油环比有所减速，新产能释放在即，提速可期。鸡精鸡粉单三季度再提速，表现较好。食用油延续二季度的增长势头，增长40%以上快速放量、占比提升。其他小品类也保持不错的增长，其中，蚝油和醋的表现较好，前三季度总体增速超过50%。

地区分部，单三季度东部、南部、中西部、北部区域的收入分别为2.61、4.79、2.10、1.39亿元，分别同比增长11.55%、13.04%、28.78%、13.74%。东部和南部市场增速平稳，中西部市场再次提速，北部市场增速回落。但可以看到，中西部和北部市场的开发均未减缓，单三季度各自净增12家经销商。合计算，单三季度净增34家经销商，总数达到1009家。

中汇合创单三季度确认收入1755万元，同增193.33%，贡献收入增量；但利润增幅较小仅9.82%，主要原因是单三季度计提及结转土地增值税增加以及委托贷款等投资收益同比减少近700万元。本部单三季度亏损约600万元，同比减亏约500万元，对报表拖累减少。

费用率改善、净利率提升，预收款和现金流相对平稳

单三季度销售费用率 8.72%，同比提升 0.78pct，环比降低 1.69pct。管理费用率（含研发）8.98%，同比/环比分别降低 0.44pct/0.76pct。环比二季度来看，销售费用和管理费用率改善较为明显，财务费用也有所减少，使得净利率环比提升。目前，毛利率受成本端和产品结构变化的压制，短期难以明显提升，未来主营业务净利率提升主要依靠收入规模扩大后规模效应下的费用率改善。

报告期末预收款 1.08 亿元，常态偏低但也属于合理区间。单三季度的经营性现金流净额为 2.14 亿元，比较平稳健康。报表总体正常。

盈利预测与评级：

三季报环比改善符合预期，考虑新产能释放在即以及 2020 年春节更加靠前，春节备货季可能向前延伸，我们对四季度的销售和报表持乐观的态度。全年看，营收 49 亿元左右，利润接近 7.5 亿元仍是大概率。公司的核心业务板块持续稳健增长，新产能释放在即，配套制度以及激励也及时到位，中长期看，公司五年“双百”的规划和目标大概率实现。

测算 2019-2021 年收入增速分别 18%、18%、16%；归母净利增速分别为 22%、23%、24%。2020 年美味鲜的净利润有望超过 9 亿元，对应 EPS 为 1.15。按照 35 亿给地产业务对应估值，同时考虑成长性和溢价，对应 2020 年 EPS 给美味鲜 40 倍 PE，对应 365 亿元市值，目标总市值 400 亿元，对应目标价 50.00 元，“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行影响餐饮行业，导致餐饮渠道增速放缓；原材料价格波动；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4166	4896	5772	6693
净利润(百万元)	607	743	913	1136
摊薄每股收益(元)	0.76	0.93	1.15	1.43

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。