

2019年12月04日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

## 短期仲裁结果不改长期改善趋势

买入 (维持)

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,166	4,809	5,653	6,631
同比 (%)	15.4%	15.4%	17.6%	17.3%
归母净利润 (百万元)	607	712	892	1,077
同比 (%)	34.0%	17.2%	25.3%	20.8%
每股收益 (元/股)	0.76	0.89	1.12	1.35
P/E (倍)	51.52	43.96	35.08	29.05

### 事件:

2019年12月2日,美味鲜公司收到仲裁委员会的《裁决书》,经仲裁,公司与朗天慧德间签署的《厨邦股权转让协议》不具备法律效力,厨邦公司股权结构保持不变,仲裁结果不对公司经营业务造成影响。此外,广东美味鲜调味食品有限公司进行人事调整,董事会决定免去张卫华公司副总经理职务,但张卫华仍将在公司任职。

### 投资要点

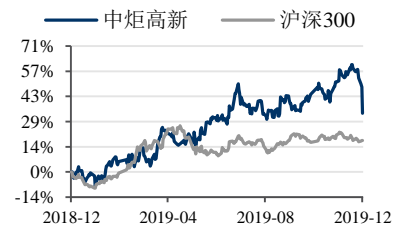
■ **20%股权收购终止,仲裁结果不影响经营业务,预计将继续争取解决厨邦问题。**2018年12月,公司计划以3.4亿元收购朗天慧德持有的广东厨邦剩余20%的股权,以实现100%的控制权。但该股权转让因朗天慧德法人代表撕毁协议,且与公司时任三名高管签署要求终止合同、另行洽谈的会议纪要而被迫终止。公司与朗天慧德均向仲裁委员会提出仲裁申请,委员会日前裁决,判定公司与朗天慧德间原先签署的《广东厨邦食品有限公司股权转让协议》不具有法律效力,厨邦公司股权结构保持不变,美味鲜维持80%持股比例,两次仲裁公司共需承担仲裁费用358万元,本次仲裁结果不会对公司经营业务造成影响。从聚焦主业的战略角度出发,我们认为后续不排除公司后续会通过重新洽谈、法律等手段,力争解决厨邦小股东的问题。

■ **宝能入驻,加强管理,提高战略定力。**2018年9月,宝能系下的中山润田以24.92%的持股比例成为公司第一大股东。Q4公司董事会换届后,宝能系代表占四席,开始推进对战略的根本把控。2019年3月,公司的实际控制人由中山火炬高新技术产业开发区管理委员会变更为宝能集团董事长姚振华。此后,积极推进公司战略发展,进一步明确聚焦主业,新管理层上任后,公司发展战略更为清晰,发展节奏更市场化:1) **明确激励机制**,提升人员效率,年中公布《绩效考核与薪酬激励制度》,除了考核指标向收入倾斜外,还包括奖金分配向中层业务骨干倾斜,设置超额奖励。2) **招兵买马加速销售布局**,公司计划大幅增加销售费用和销售费用,以更快的速度开拓市场,开展办事处裂变,尽快完成全国化布局。新管理层对公司发展战略已经明晰,激励配套做出相应改进,激发活力释放潜力,迈向五年双百。一系列的改革举措推动下,为公司奠定管理发展基础,民营体制进一步释放活力。

■ **投资建议:**公司23年目标营收过百亿和年产销量过百万吨,薪酬考核落地激发员工活力,体制机制优化提升公司效益,收购未完成不掩盖宝能入主后对公司经营能力和战略定力的全方位提升,五年双百可期。预计19-21年公司营收分别为48/57/66亿,同比+15/18/17%;归母净利润为7.1/8.9/10.8亿,同比+17/25/21%,PE分别为44/35/29X,维持“买入”评级。

■ **风险提示:**渠道拓展不达预期;原材料价格波动风险;食品安全风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	39.28
一年最低/最高价	26.46/48.10
市净率(倍)	8.29
流通A股市值(百万元)	31291.91

### 基础数据

每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	29.51
总股本(百万股)	796.64
流通A股(百万股)	796.64

### 相关研究

- 1、《中炬高新(600872):管理提效,渠道建设加速,迈向双百目标》2019-10-31
- 2、《中炬高新(600872):发展战略理顺,激励体制优化》2019-08-23
- 3、《中炬高新(600872):美味鲜表现亮眼,体制变革进行时》2019-04-28

中炬高新三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3621</b>	<b>3714</b>	<b>4407</b>	<b>5502</b>	<b>营业收入</b>	<b>4166</b>	<b>4809</b>	<b>5653</b>	<b>6631</b>
现金	397	124	568	1202	减:营业成本	2537	2919	3401	3964
应收账款	48	85	80	112	营业税金及附加	69	80	91	107
存货	1594	1866	2165	2534	营业费用	431	529	594	696
其他流动资产	1581	1639	1594	1654	管理费用	276	327	384	448
<b>非流动资产</b>	<b>2363</b>	<b>2561</b>	<b>2815</b>	<b>3085</b>	财务费用	54	63	59	46
长期股权投资	6	-5	-20	-37	资产减值损失	-2	11	13	15
固定资产	1350	1572	1835	2101	加:投资净收益	96	78	83	83
在建工程	369	346	342	346	其他收益	0	0	0	0
无形资产	210	224	239	260	<b>营业利润</b>	<b>799</b>	<b>957</b>	<b>1193</b>	<b>1437</b>
其他非流动资产	427	424	419	414	加:营业外净收支	-6	-4	-5	-5
<b>资产总计</b>	<b>5984</b>	<b>6275</b>	<b>7222</b>	<b>8586</b>	<b>利润总额</b>	<b>793</b>	<b>954</b>	<b>1189</b>	<b>1433</b>
<b>流动负债</b>	<b>1587</b>	<b>1265</b>	<b>1333</b>	<b>1649</b>	减:所得税费用	111	155	184	221
短期借款	2	2	2	2	少数股东损益	74	87	112	134
应付账款	395	349	518	492	<b>归属母公司净利润</b>	<b>607</b>	<b>712</b>	<b>892</b>	<b>1077</b>
其他流动负债	1190	914	813	1155	EBIT	807	959	1192	1419
<b>非流动负债</b>	<b>448</b>	<b>447</b>	<b>450</b>	<b>428</b>	EBITDA	938	1087	1348	1609
长期借款	399	397	400	379					
其他非流动负债	49	49	49	49	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2036</b>	<b>1711</b>	<b>1783</b>	<b>2078</b>	每股收益(元)	0.76	0.89	1.12	1.35
少数股东权益	343	430	543	677	每股净资产(元)	4.53	5.19	6.15	7.32
归属母公司股东权益	3605	4133	4896	5831	发行在外股份(百万股)	797	797	797	797
<b>负债和股东权益</b>	<b>5984</b>	<b>6275</b>	<b>7222</b>	<b>8586</b>	ROIC(%)	15.3%	17.2%	18.4%	18.7%
					ROE(%)	17.3%	17.5%	18.5%	18.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	39.1%	39.3%	39.8%	40.2%
经营活动现金流	724	622	932	1193	销售净利率(%)	14.6%	14.8%	15.8%	16.2%
投资活动现金流	-307	-247	-328	-375	资产负债率(%)	34.0%	27.3%	24.7%	24.2%
筹资活动现金流	-271	-648	-160	-184	收入增长率(%)	15.4%	15.4%	17.6%	17.3%
现金净增加额	145	-273	444	634	净利润增长率(%)	34.0%	17.2%	25.3%	20.8%
折旧和摊销	130	127	156	190	P/E	51.52	43.96	35.08	29.05
资本开支	355	210	269	286	P/B	8.68	7.57	6.39	5.37
营运资本变动	-1	-289	-206	-171	EV/EBITDA	34.32	29.57	23.62	19.48

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

