

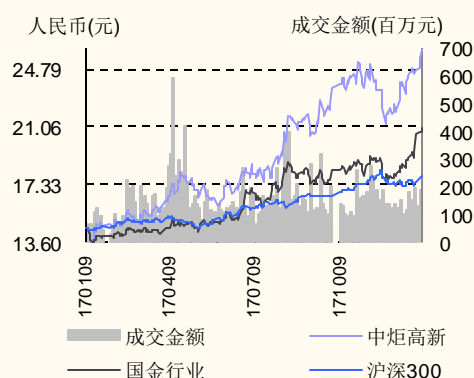
中炬高新 (600872.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 26.13 元
 目标价格 (人民币): 30.00-30.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	796.64
总市值(百万元)	20,816.13
年内股价最高最低(元)	26.13/13.74
沪深 300 指数	4138.75
上证指数	3391.75



差异化进化为主流，盈利能力持续改善

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.310	0.455	0.621	0.782	0.948
每股净资产(元)	3.16	3.51	3.63	3.82	3.66
每股经营性现金流(元)	0.49	0.84	0.73	0.91	1.21
市盈率(倍)	50.42	30.95	39.87	31.68	26.13
行业优化市盈率(倍)	32.26	32.26	32.26	32.26	32.26
净利润增长率(%)	-13.78%	46.55%	36.52%	25.86%	21.23%
净资产收益率(%)	9.84%	12.95%	17.08%	20.48%	25.86%
总股本(百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **费用推动调味品收入增速及产品结构升级提速。**我们认为，今年以来调味品行业龙头企业海天味业和中炬高新的增速远超行业增速的原因有以下三个方面：(1) 宏观因素：外出就餐比例增加、餐饮行业强劲依旧；(2) 中观因素：调味品行业进入提价周期；(3) 微观因素：龙头企业费用投放进入高峰期，推动收入增长和产品结构升级提速。
- **行业升级大背景下，美味鲜差异化定位正进化为主流打法。**这一观点从两个角度理解：(1) “产品差异化定位转向主流”：近年来，以海天为代表的领军企业不断推升酱油产品升级，特级酱油已渐成主流，因此美味鲜的产品差异化定位也逐渐进化为主流。与此同时，渠道差异化特点也被迅速抹平，随着厨邦自身实力的强大，公司开始加大餐饮渠道投入，同时这也与我们下一个论点——“价格差异化定位偏向主流”高度相关。(2) “价格差异化定位偏向主流”：近年来海天味业与美味鲜酱油吨价差距已由 30%+ 缩小至不足 20%，即美味鲜酱油定价正逐渐向市场主流消费价格带移动。同时，美味鲜酱油价格总体维持稳态也有助于其餐饮渠道的开发。
- **未来美味鲜有望延续逼近海天盈利能力的趋势：**中炬高新盈利能力近年来有加速逼近海天味业的趋势，原因在于：(1) **成本端**：中炬高新规模优势及产出效率明显弱于海天味业，但得益于自动化程度更高且人工成本更低的阳西产能的持续扩张及占比提升，公司生产端效率正在快速改善，最为明显的是直接人工成本项。(2) **费用端**：扣除干扰项之后，我们认为公司管理费用率和财务费用率都在持续改善，但管理费用端改善贡献更大。而销售费用端，今年以来的行业费用投放高企是多种因素综合推动，核心是海天开启费用战之后、中炬高新执行跟随战略加大投放，这是特定期限内的特定举动。

投资建议

- 预计 2017-2019 年营业收入分别为 37.2 亿元/43.4 亿元/49.6 亿元，同比 +17.8%/16.5%/14.3%，净利润分别为 4.95 亿元/6.23 亿元/7.55 亿元，同比 +36.7%/25.9%/21.1%，对应 EPS 分别为 0.62 元/0.78 元/0.95 元。对标海天味业，给予调味品业务 2018 年 33X PE，叠加房地产业务 35 亿元市值估值，目标市值 240 亿元，对应目标价 30 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险；后续费用加剧或效果不达预期；股东减持风险；等。

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、 调味品第一梯队，高管激励到位.....	4
二、 调味品行业：费用推动收入增速及产品结构升级提速.....	8
三、 行业升级大背景下，差异化定位正逐渐进化为主流打法.....	11
四、 美味鲜净利率水平有望持续改善.....	14
五、 盈利预测.....	20
六、 风险提示.....	20

图表目录

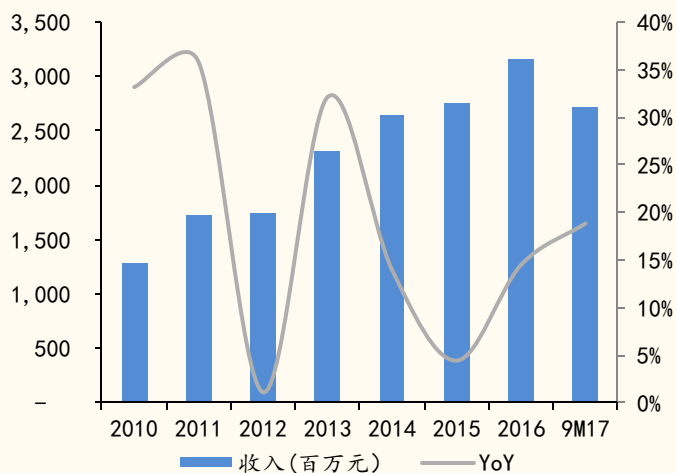
图表 1：公司收入及增速（百万元）.....	4
图表 2：公司利润及增速（百万元）.....	4
图表 3：2016 年公司收入构成占比.....	4
图表 4：2016 年公司毛利构成占比.....	4
图表 5：美味鲜收入及增速（百万元）.....	5
图表 6：美味鲜利润及利润率（百万元）.....	5
图表 7：中汇合创收入及利润（百万元）.....	5
图表 8：中炬精工收入及利润（百万元）.....	5
图表 9：公司股权图.....	6
图表 10：奖金包金额预测（万元）.....	7
图表 11：酱油行业增速趋缓.....	8
图表 12：酱油食醋及类似制品增速趋缓.....	8
图表 13：海天、中炬 2017 年收入增速.....	8
图表 14：海天、中炬 2017 年利润增速.....	8
图表 15：国内餐饮花费（万亿元），外卖 13-16 年 CAGR>40%，家庭烹饪份 额下滑.....	9
图表 16：O2O 外卖增长迅速（亿元），13-16 年 CAGR40-50%.....	9
图表 17：调味品行业提价节奏.....	9
图表 18：瓦楞纸价格 2016 年 11 月起大幅上涨（元/吨）.....	9
图表 19：绵白糖价格 2016 年下半年涨幅明显（元/kg）.....	9
图表 20：海天味业销售费用增长显著（万元）.....	10
图表 21：中炬高新销售费用增长显著（万元）.....	10
图表 22：高盐稀态酿造酱油国家分类标准.....	11
图表 23：华与华营销咨询为厨邦打造的广告口号及绿格子包装.....	11
图表 24：海天味业/美味鲜平均吨价对比（元/吨）.....	12
图表 25：海天味业/美味鲜酱油吨价对比（元/吨）.....	12
图表 26：厨邦不同规格产品价格（410ML、1.25L、1.25L）.....	12
图表 27：海天不同规格产品价格（500ML、1.28L、1.90L）.....	13
图表 28：中炬高新不同地区收入占比（2013-2016）.....	13

图表 29: 2016 年国内酱油市场份额.....	14
图表 30: 海天、中炬收入比较 (人民币百万元)	14
图表 31: 海天/中炬美味鲜毛利率比较.....	14
图表 32: 海天/中炬美味鲜净利率比较.....	14
图表 33: 海天味业/美味鲜平均吨价对比 (元/吨)	15
图表 34: 海天味业/美味鲜酱油吨价对比 (元/吨)	15
图表 35: 海天味业原材料即包装物占营业成本比约 85% (人民币: 亿元) ..	15
图表 36: 海天/中炬单位人均创收 (百万元)	16
图表 37: 16 年海天/中炬生产人员人均创收 (百万元)	16
图表 38: 海天/中炬人均薪酬及比例 (万元)	16
图表 39: 海天/中炬生产端总体薪酬及比例 (亿元)	16
图表 40: 阳西产能净利率显著高于中山净利率, 占比提升有利于拉动整体净利率	17
图表 41: 海天/中炬销售费用率对比.....	17
图表 42: 海天/中炬管理费用率对比 (不扣除扰动项)	18
图表 43: 海天/中炬管理费用率对比 (扣除扰动项)	18
图表 44: 海天/中炬财务费用率对比 (不扣扰动项)	19
图表 45: 海天/中炬财务费用对比 (扣除扰动项)	19
图表 46: 海天/中炬期间费用率比较 (不扣扰动项)	19
图表 47: 海天/中炬期间费用率比较 (扣除扰动项)	19
图表 48: 调味品业务预测.....	20

一、调味品第一梯队，高管激励到位

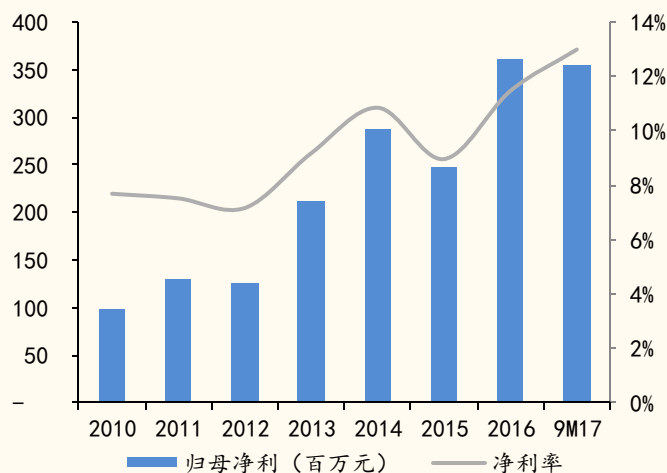
中炬高新收入从 2010 年 12.8 亿元上升到 2016 年 31.6 亿元，年均复合增速 16.3%，归母净利从 2010 年 9,826 万元上升至 3.55 亿元，年均复合增速 24.3%。截至今年前三季度，公司收入同比+18.8%至 27.3 亿元，净利率上升至 13.0%。业绩持续改善的态势明显。

图表 1：公司收入及增速（百万元）



来源：Wind, 国金证券研究所

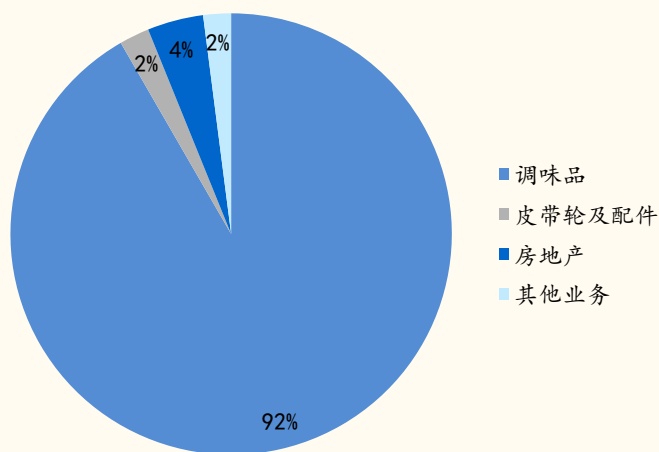
图表 2：公司利润及增速（百万元）



来源：Wind, 国金证券研究所

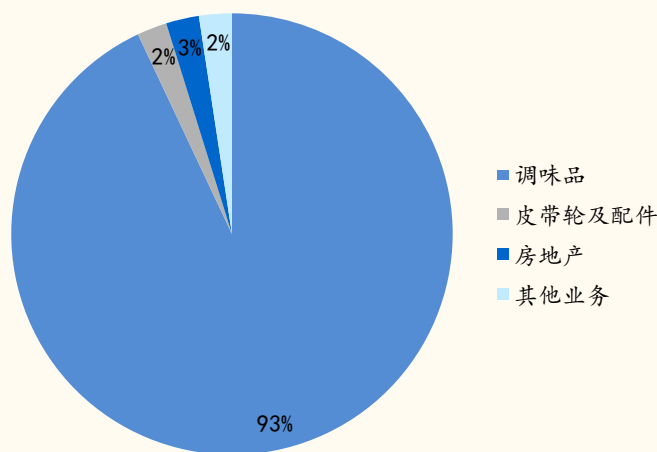
公司的主要收入和利润来源于调味品业务，贡献占比均超 90%。其中酱油业务收入占比约为 70%，而鸡精鸡粉收入占比约为 10-15%，其他调味品收入占比约为 10-15%。

图表 3：2016 年公司收入构成占比



来源：公司公告, 国金证券研究所

图表 4：2016 年公司毛利构成占比

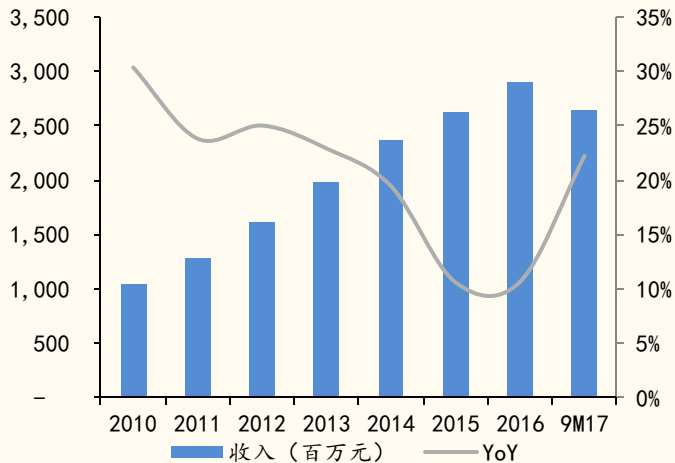


来源：公司公告, 国金证券研究所

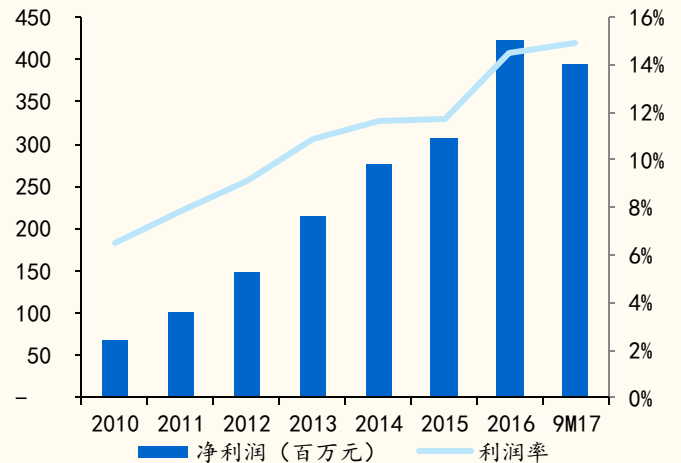
1.1 调味品主业快速发展，房地产持续去库存

- 调味品业务由子公司美味鲜调味食品有限公司经营（持股比例 100%），为现在公司的主要核心收入利润来源。2017 年前九月实现收入 26.48 亿元，贡献占比超 95%，实现归母净利 3.94 亿元，同比+46.3%。

图表 5: 美味鲜收入及增速 (百万元)



图表 6: 美味鲜利润及利润率 (百万元)

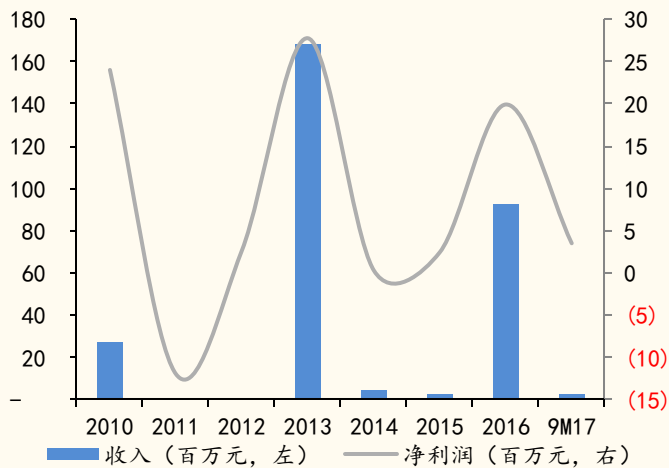


来源: 公司公告, 国金证券研究所

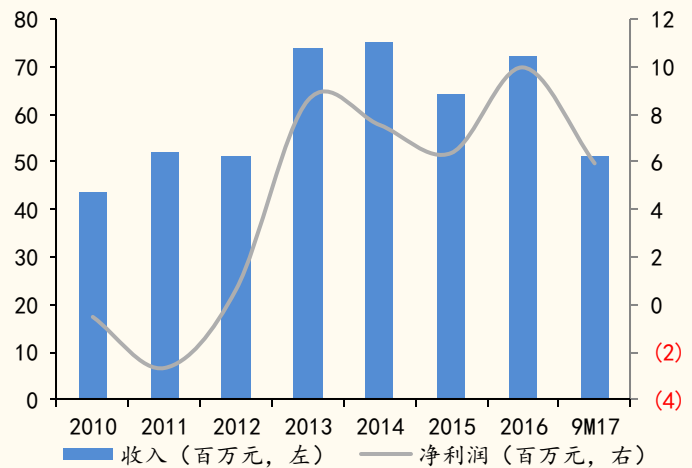
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 房地产业务主要由中汇合创房地产公司经营 (持股比例 79.16%) 及物业出租业务构成。2017 年前三季度, 中汇合创房地产业务共实现主营业务收入 291 万元, 净利润 350 万元, 同比扭亏为盈。公司在中山站北侧共有商用地 1,906 亩, 其中 240 亩已开开发。未来受益“深中通道+岐江新城”规划, 房地产业务将加速去库存, 贡献收益。

图表 7: 中汇合创收入及利润 (百万元)



图表 8: 中炬精工收入及利润 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

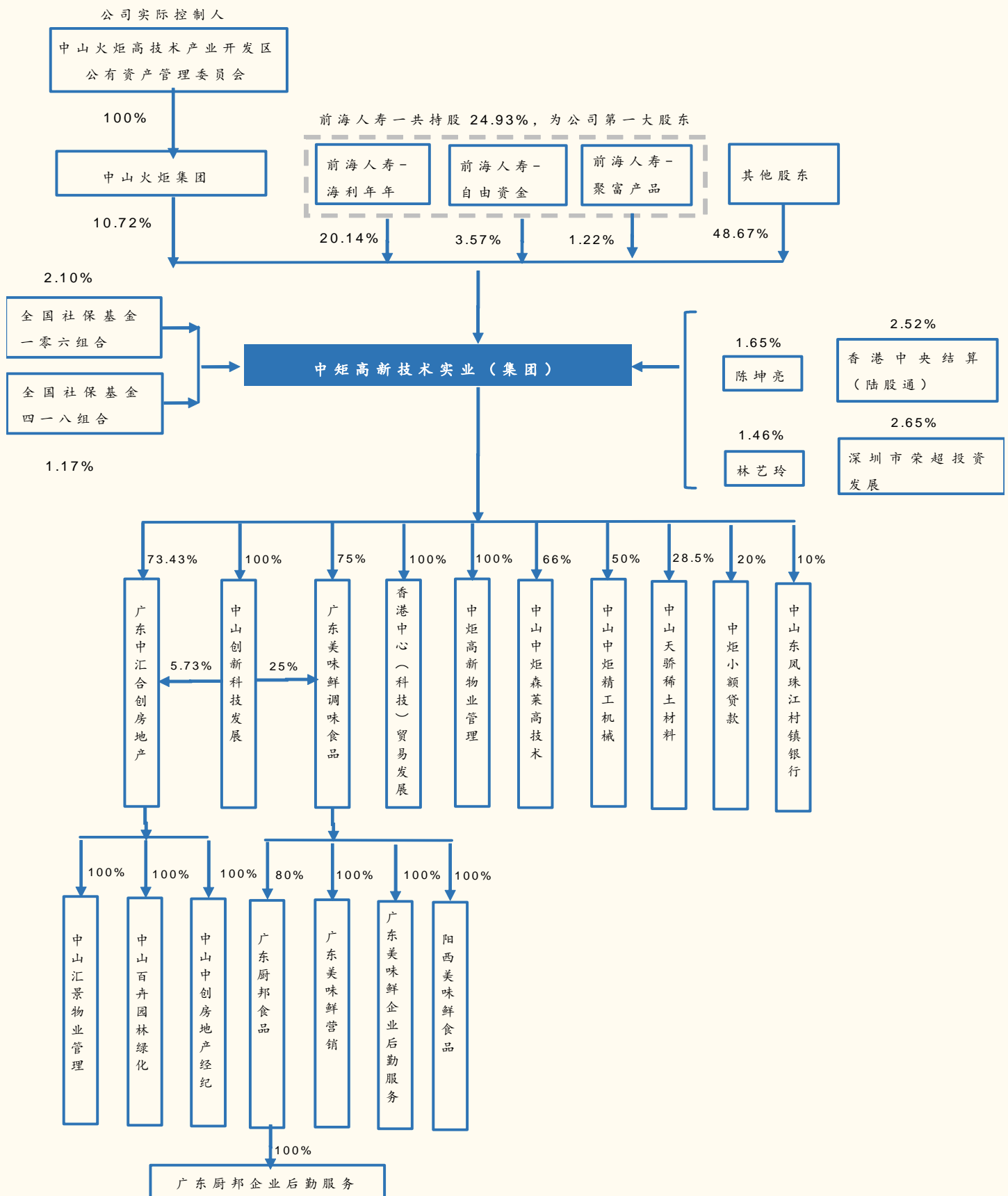
- 皮带轮及汽车、摩托车配件业务是由子公司中山中炬精工机械有限公司经营, 收入和利润占比都较低。2016 年 4 月, 中炬高新将中炬精工机械 25% 的股权转让, 持股占比降至 50%, 进一步聚焦调味品业务的意图明显。

1.2 实际控制人暂不变, 前海人寿退出是小概率事件

中炬高新原先第一股东为中山火炬集团, 由中山火炬高技术产业开发区国有资产管理委员会 100% 控股。2015 年 4 月起, 前海人寿连续通过二级市场增持中炬高新, 截至 2017 年三季度前海人寿总持股占比 24.9%, 仍为公司第一大股东, 中山火炬集团持股 10.72% 为第二大股东。但由于在董事会中占据多数, 因此目前公司实际控制人仍为中山火炬高技术产业开发区国有资产管理委员会。

当前公司管理层中, 前海人寿有 1 位董事和 1 位常务副总经理。考虑到前期待增事项已被搁置, 因此短期内前海人寿拿到上市公司控制权的概率极小。但我们认为随着前期风波平息, 前海人寿退出中炬高新也是小概率事件。

图表 9：公司股权图



来源：Wind，国金证券研究所

1.3 管理人员激励通过奖金计提计划已基本到位

■ 管理层奖金计提计划意在经营持续增长

公司于 2014 年 3 月提出的管理层奖金计提计划 (5% 归母净利润) 为目前中炬高新管理层正常薪资之外的核心激励方案。这一考核办法, 按 $(0.2 \times K1 + 0.6 \times K2 + 0.2 \times K3)$ 公式计算, 其中: K1 指年度公司营业收入完成率; K2 指年度公司净利润完成率; K3 指年度公司净资产收益率完成率。

奖金包的具体分配比例如下:

- 1) 公司总部经营班子的年度绩效奖励: 30%;
- 2) 公司总部及控股企业其他核心管理人员奖励: 25%;
- 3) 公司总部经营班子的中长期业绩保证金: 45%。

其中 3) 公司总部经营班子的中长期业绩保证金由公司暂存, 具体发放条件如下: 本年度的业绩保证金在考核年度之后的三年按每年三分之一的比例发放; 如之后某年考核能完成年度经营指标 (年度加权经营指标完成率大于等于 1), 该年度应发的业绩保证金足额发放, 如之后某年考核的加权年度经营指标完成率在 0.8 (不含) 以下时, 则该年度应发的业绩保证金扣减 100%, 不予发放; 如考核的加权年度经营指标完成率在 0.8 (含)——1 (不含) 之间时该年度应发的业绩保证金扣减 20% 以后发放。

总结来说, 即当年满足奖金发放条件 (综合指标完成率在 1 以上), 核心激励目标仅能够发放 55% 的奖金, 其中总部管理层取得比例为 30%, 其余给予总部经营班子成员的 45% 将在随后三年发放, 每年 15%, 条件同样是要满足随后当年的综合指标完成率。

■ 奖金计提计划持续执行, 激励效果充分

自激励方案颁布以来, 2014-2016 年, 公司已连续三年完成年度经营目标考核, 完成率分别为 1.146、1.088 和 1.22, 提取奖金包金额分别约为 1,435 万元、1,236 万元和 1,812 万元。而 2017 年将成为这一考核办法颁布以来, 实际奖金池最大的一年, 因为其包括了 14、15、16 年各自留存的 15% 递延奖金以及 17 年更大的计提基数。我们以 2017 年 4.97 亿元的预测归母净利润预测, 当年提取奖金池为 2,485 万元; 其中, 管理层可得奖金总包为 $2,485 \times 0.3 + (1,435 + 1,236 + 1,812 \times 0.15) = 1,418$ 万元, 相比 2014-2016 年大幅提升。

图表 10: 奖金包金额预测 (万元)

	奖金包总额	总经理	年度绩效比例	递延绩效比例	副总经理	年度绩效比例	递延绩效比例
2014	1,435	76.8	5.35%	0	61.4	4.28%	0
2015	1,236	102.36	5.17%	17.84%	81.89	4.14%	14.28%
2016	1,812	155.75	4.71%	18.02%	124.61	3.77%	14.41%
2017E	2500-2600	约 240-250	当年年度绩效: 约 120 递延绩效: 约 120-130		约 190-200	当年年度绩效: 约 100 递延绩效: 约 90-100	

来源: 公司公告, 国金证券研究所, (递延绩效比例分母为递延奖金包金额)

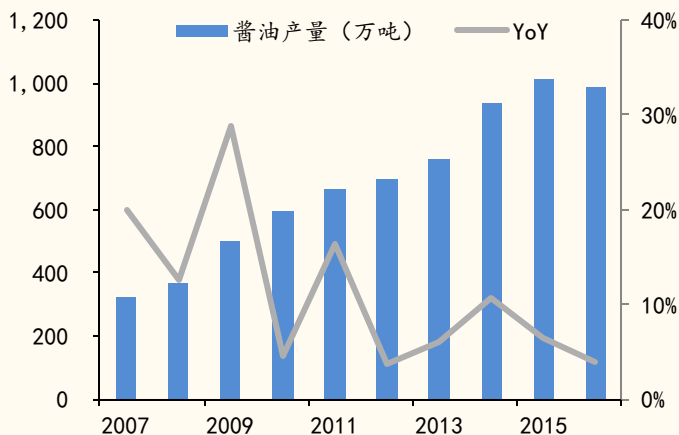
伴随奖金计提计划持续执行, 现有激励机制下已具备充分激励效果, 到 2017 年, 递延绩效规模已超过当年年度绩效规模, 因此, 对于管理层而言, 在经营端实现持续性增长、以持续性满足奖金发放条件 (综合指标完成率在 1 以上) 是对管理层最为有利的策略, 业绩持续保持良好的增速时, 管理层激励效果最为充分。

二、 调味品行业：费用推动收入增速及产品结构升级提速

2.1 行业增长趋缓，但今年龙头企业增长重新提速

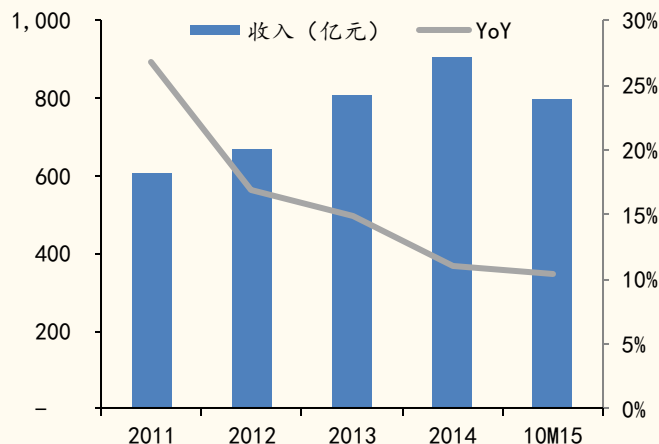
调味品行业细分品类众多，包括酱油、食醋、酱类、味精、鸡粉、蚝油等，具有典型的小产品、大市场属性。其中酱油在前几年受益产品结构升级，带动行业迎来一波年均 15-20% 的增长。2015 年酱醋类产量增速已明显趋缓，这背后代表国内人均酱醋类消费量也逐渐趋向饱和。因此我们认为，国内调味品行业已从过去量价快速齐升的“黄金年代”逐步转向产量微增、结构优化、品类创新的行业发展新时期。

图表 11：酱油行业增速趋缓



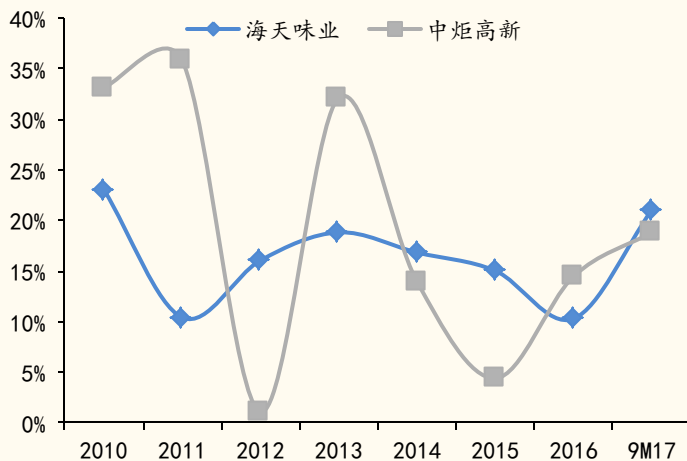
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 12：酱油食醋及类似制品增速趋缓



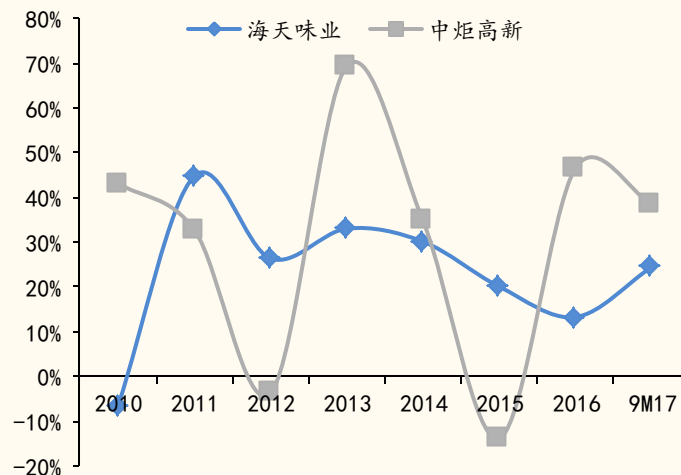
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 13：海天、中炬 2017 年收入增速



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 14：海天、中炬 2017 年利润增速



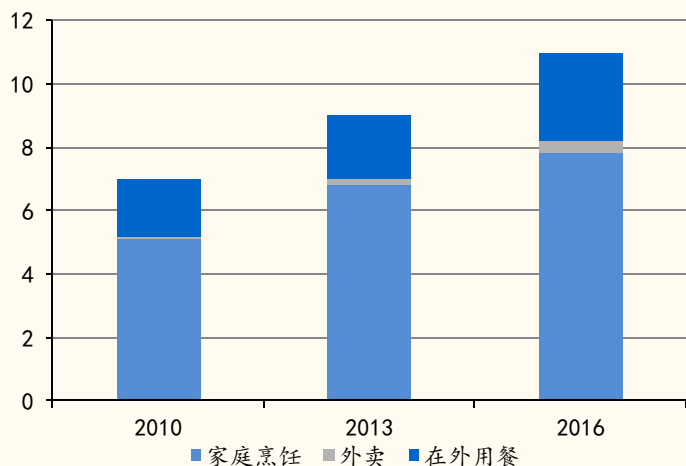
来源：Wind, 国金证券研究所

但今年以来，龙头海天味业和中炬高新的增速远超行业增速，截至 2017 年前三季度，海天和中炬收入分别同比+21%/19%，而利润同比+25%/39%，显著提速，我们认为主要归于以下几个原因：

2.2 宏观因素不可忽视：外出就餐比例增加、餐饮行业强劲依旧

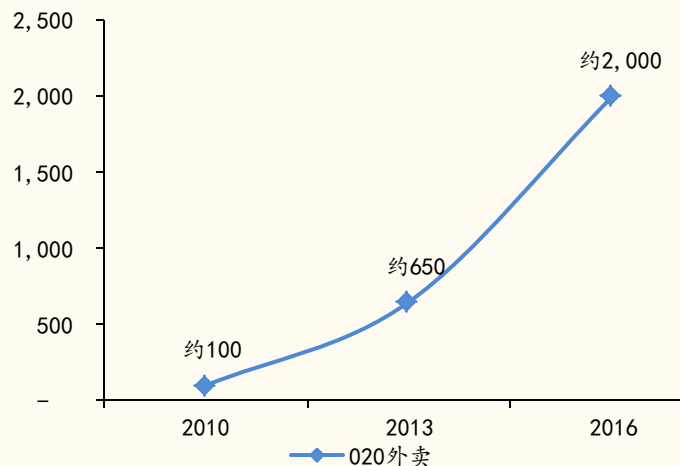
受益于外出就餐及外卖消费比例的提升，今年以来国内餐饮业表现依旧强劲。截至 2017 年 10 月，社会零售总额餐饮收入/限额以上餐饮收入分别同比增长 10.9%/7.8%，同比 16H1 增速分别持平和提升 1.8ppt，餐饮业保持强劲表现。这一大背景下，渠道以餐饮为主或定位适宜餐饮发力的调味品企业是较为收益的。海天餐饮渠道收入占比接近 60%，厨邦美味鲜餐饮渠道收入占比尽管只有 15-20%，但相比 14-15 年的 10% 左右也提升显著。

图表 15: 国内餐饮花费 (万亿元), 外卖 13-16 年 CAGR>40%, 家庭烹饪份额下滑



来源: 贝恩分析, 国金证券研究所

图表 16: O2O 外卖增长迅速 (亿元), 13-16 年 CAGR40-50%



来源: Wind, 国金证券研究所

2.3 中观因素: 调味品行业进入提价周期

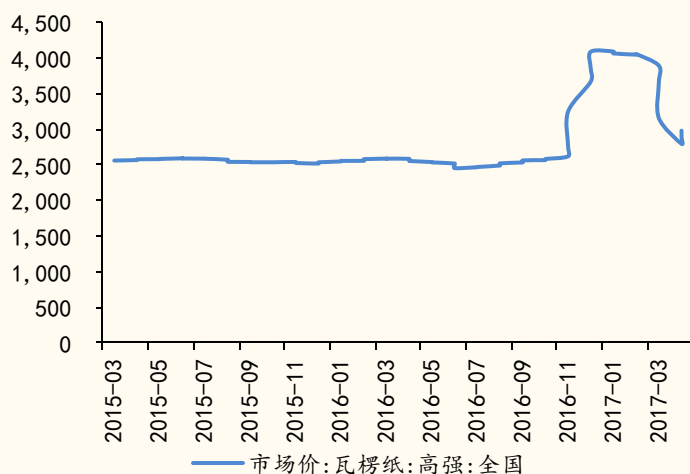
自 16 年以来调味品行业迎来了新一轮提价潮, 从根本原因来看, 这一波提价潮与 12-13 年的提价潮均源自于成本推动, 是包材 (瓦楞纸箱、玻璃)、白糖、运输费用等三大成本的上涨的集中体现。因此, 提价动作为海天味业、中炬高新等调味品龙头企业提供了额外约 5% 的收入增长额。

图表 17: 调味品行业提价节奏

品牌	时间	幅度
恒顺醋业	2016 年 4 月、6 月	4 月为非醋产品换装提价、6 月为主力醋产品提价
海天味业	2016 年 12 月	70%~80% 的产品提价 5~6%
中炬高新	2017 年 3 月	所有产品提价 5%
千禾味业	2017 年 4 月	平均提价 8%
李锦记	2017 年 4 月提价	

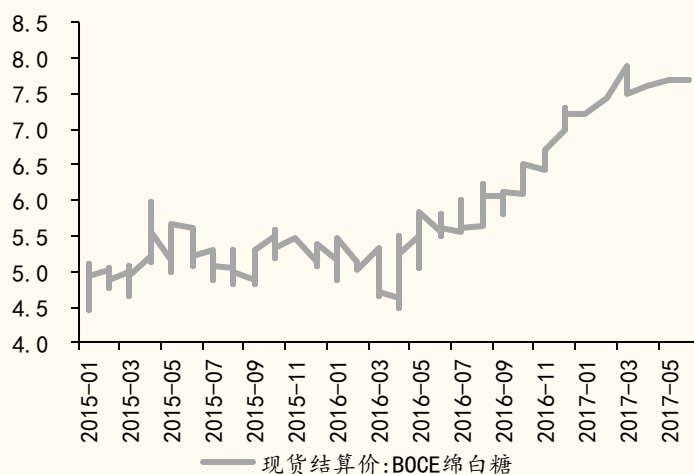
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 瓦楞纸价格 2016 年 11 月起大幅上涨 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 绵白糖价格 2016 年下半年涨幅明显 (元/kg)



来源: Wind, 国金证券研究所

2016 年 9 月 21 日《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》以及《车辆运输车治理工作方案》整治非法改装和超限超载问题的新规整治实施。货运新政的核心要素在于对原有运输车辆做减吨处理, 以 6 轴以上半挂为

例，原载重上限为 55 吨，新政后为 49 吨，总价不变但单价大幅上升（预计吨运输单价提升 30%）。

2.4 微观因素：龙头企业费用投放进入高峰期，推动收入增长和产品结构升级提速

16H2 至今，我们认为这一时期为国内酱油龙头企业新一轮的费用扩张期，费用扩张的结果是推动收入增长和产品结构升级的双重提速。海天的报表数据也很清楚地体现了这一事实——其上半年销售费用大增 51.6%，与销售相关的直接指标——人工成本、运费、广告费、促销费分别增长 44%、27%、197% 和 35%，是全方位的费用扩张。

图表 20：海天味业销售费用增长显著（万元）

项目	2017H1	2016H1	同比增幅
人工成本	19,503	13,510	44.4%
运费	32,486	25,556	27.1%
广告费	23,957	8,077	196.6%
促销费	15,492	11,456	35.2%
其他	6,247	5,842	6.9%
合计	97,684	64,441	51.6%

来源：公司公告，国金证券研究所

而中炬高新销售费用的增长主要体现在“运费及业务费”这一会计名目中，这一名目等同于海天味业的“运费”加“促销费”。17 年中报，中炬高新“运费及业务费”这一销售费用的核心科目同比大增 89%。而考虑到运费增幅一般与收入增速相差不会过大，可以推断中炬高新 17 年以来在市场地面推广费用的增长应至少是翻倍级别增长。

图表 21：中炬高新销售费用增长显著（万元）

项目	2017H1	2016H1	同比增幅
职工薪酬	4,852	4,195	15.7%
运费及业务费	15,714	8,331	88.6%
广告费	3,038	2,828	7.4%
其他	502	489	2.7%
合计	24,106	15,843	52.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

正是得益于龙头企业空中及地推的配合，从各渠道反馈看，17 年初以来，流通及 KA 渠道对提价的接受周期显著短于上一轮提价。在这一背景下，经销商因出厂提价但终端提不上去所损失的利润显著降低，同时周转速度显著加快，调味品行业逻辑链条正变得更加顺畅——大背景消费转好→成本压力推动提价→空中+地推加强→（1）提价终端接受提速（2）产品升级加速→渠道利润不压缩前提下周转加速→龙头调味品公司收入增速提升→调味品行业集中度提升。

因此我们认为，调味品行业正在重新进入新一轮的快速发展期，依托于中国国内宏观经济及消费的强劲表现，这一快速发展势头有望维持 2-3 年。预计 18 年调味品行业龙头公司大概率仍保持较快速增长。基于三大核心变量逻辑——17 年高基数、18 年无提价贡献（负面因素）和渠道对提价接受度逐渐提升（正面因素）的对冲，我们判断 18 年海天、中炬等龙头公司或同比略有降速，预计增速在 16-19% 一线。

三、 行业升级大背景下，差异化定位正逐渐进化为主流打法

美味鲜最早以差异化打法切入市场、实现弯道超车。在国内酱油以一至三级酱油为核心产品时代，美味鲜公司即以高氨基酸态氮含量的特级鲜味酱油产品为核心的差异化打法与主要竞争对手实现错位竞争。

图表 22：高盐稀态酿造酱油国家分类标准

档次	分类标准
特级	氨基酸态氮 ≥ 0.80 克/100 毫升，全氮 ≥ 1.5 克/100 毫升
一级	氨基酸态氮 ≥ 0.70 克/100 毫升，全氮 ≥ 1.3 克/100 毫升
二级	氨基酸态氮 ≥ 0.55 克/100 毫升，全氮 ≥ 1.0 克/100 毫升
三级	氨基酸态氮 ≥ 0.40 克/100 毫升，全氮 ≥ 0.7 克/100 毫升

来源：酿造酱油国家标准，国金证券研究所

在酱油行业近年来持续升级的大背景下，美味鲜先前“差异化定位”正逐渐向主流进化。这一观点从两个角度理解：一是“产品差异化定位转向主流”，二是“价格差异化定位偏向主流”。“转向”和“偏向”的差异将在下文解释。

3.1 产品差异化定位转向主流

美味鲜以“厨邦”品牌为核心主打特级高鲜生抽系列产品（90%为特级酱油），“厨邦酱油”（氨基酸态氮指标 ≥ 1.3 克/100 毫升）、“味极鲜”（氨基酸态氮指标 ≥ 1.2 克/100 毫升）、“金品生抽”（氨基酸态氮指标 ≥ 1.0 克/100 毫升）、“淡盐生抽”（氨基酸态氮指标 ≥ 1.0 克/100 毫升）等核心 SKU 的氨基酸态氮指标均显著高于国家特级标准。因此，在国内酱油消费主流维持在三级至一级的大背景下，美味鲜的特级产品群集合形成了显著的差异化定位。

这一产品定位要从 2010 年前后市场格局说起。2010 年之前，一至三级酱油占主流，主打特级产品的品牌仅有李锦记，但李锦记核心渠道为高端餐饮渠道。自 2010 年美味鲜与华与华营销咨询合作以来，以鲜明的绿格子包装及“厨邦酱油美味鲜，晒足一百八十天”的广告语，主打李锦记未发力的大流通及商超渠道。2010 年前后，与厨邦相似的广东鹤山东古和山东烟台欣和六月鲜崛起，但均与厨邦存在一定差异。东古是销售地区与厨邦存在差异——东古核心市场为广东及东北市场，厨邦除广东市场外，华南和浙江市场也为核心；欣和六月鲜地区和价格定位均与厨邦存在差异——地区差异：欣和六月鲜主攻华东、华北，主要为山东及上海市场；价格差异：价格定位更高，高于厨邦 10-20%。

图表 23：华与华营销咨询为厨邦打造的广告口号及绿格子包装



来源：公开资料，国金证券研究所

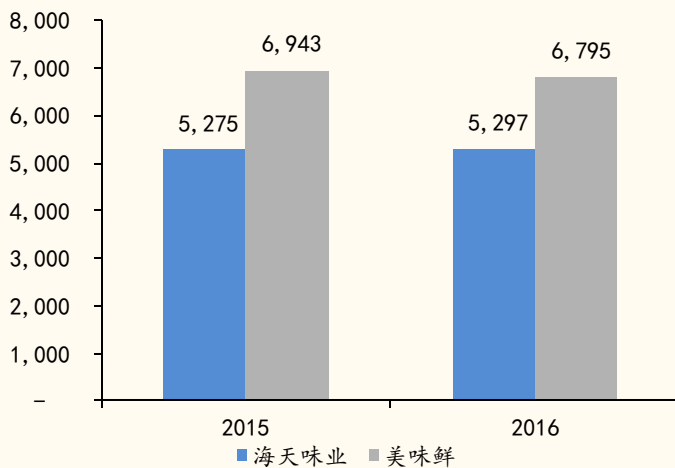
近年来，以海天为代表的领军企业不断推升酱油产品升级，特级酱油已渐成主流，因此美味鲜的产品差异化定位也逐渐转向主流。而与此同时，渠道差异化特点也被迅速抹平，因此随着厨邦自身实力的强大，公司开始加大餐饮渠道投入，同时这也与我们下一个观点——“价格差异化定位偏向主流”高度相关。

3.2 价格差异化定位偏向主流

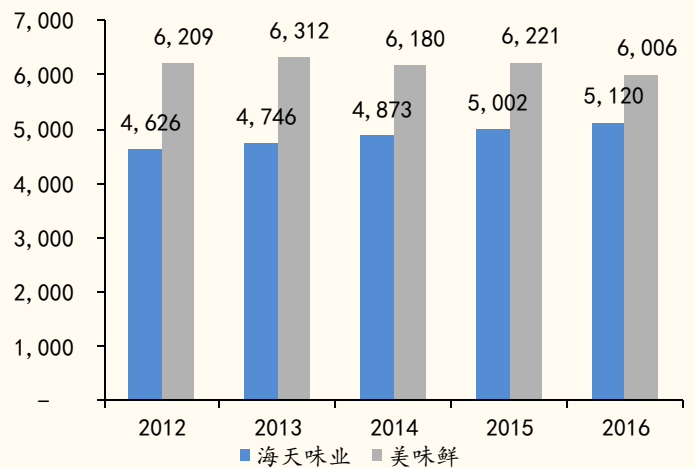
在特级生抽系列产品为核心的产品差异化定位战略下，美味鲜市场定价仅保持小幅高于市场主流价格的定价策略，即走“高品质、低价格”的性价比之路。

海天味业是我国酱油行业绝对龙头，其市场占有率（按生产量）约占国内整体份额 15%左右，在餐饮渠道及大流通渠道均占据行业第一位置。我们基本可以将海天味业酱油产品整体价位视作我国酱油行业价位带中枢。下图可见，美味鲜整体酱油吨价在 2012 年达到 6200 元/吨，高于海天味业 4626 元/吨 30%以上。但随着海天味业中高端化持续演进，同时美味鲜吨价却总体维持稳态，2016 年两者平均吨价差距已缩小至 17%，5 年时间里两者吨价差距由近 1600 元缩小至不足 900 元。这代表着，美味鲜过去的价格差异化特点在当下酱油行业升级的大背景下已逐渐被淡化，正逐渐向市场主流价格带移动。

图表 24：海天味业/美味鲜平均吨价对比（元/吨）



图表 25：海天味业/美味鲜酱油吨价对比（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所。（注：海天平均吨价指酱油、蚝油、调味酱平均吨价，三大业务收入占比>90%，美味鲜则是调味品整体平均吨价）

来源：公司公告，国金证券研究所

但总体而言，厨邦实际单价仍略高于主要竞品，因此我们用“偏向”而非“转向”。从实际终端价格来说，厨邦小瓶酱油产品价格一般在 7.5-10.5 元之间（视渠道不同或 SKU 不同），基本与海天、东古、味事达等主要竞争对手相近，同时这一价格也基本是目前酱油主流价格带，“差异化”意味已较淡。但厨邦小瓶产品为 410 毫升装，相比主要竞品 500 毫升装为主的产品容量少近 20%。也就是说，在当下美味鲜出厂吨价仅高于海天等主流厂商约 20%的实际情况下，美味鲜酱油若以单瓶这一单位形式来看，其出厂价及终端价与市场主流竞品基本相差不多，而主要通过规格形式的差异化实现价格策略的差异化。

图表 26：厨邦不同规格产品价格（410ML、1.25L、1.25L）



来源：1 号店，国金证券研究所

图表 27：海天不同规格产品价格（500ML、1.28L、1.90L）

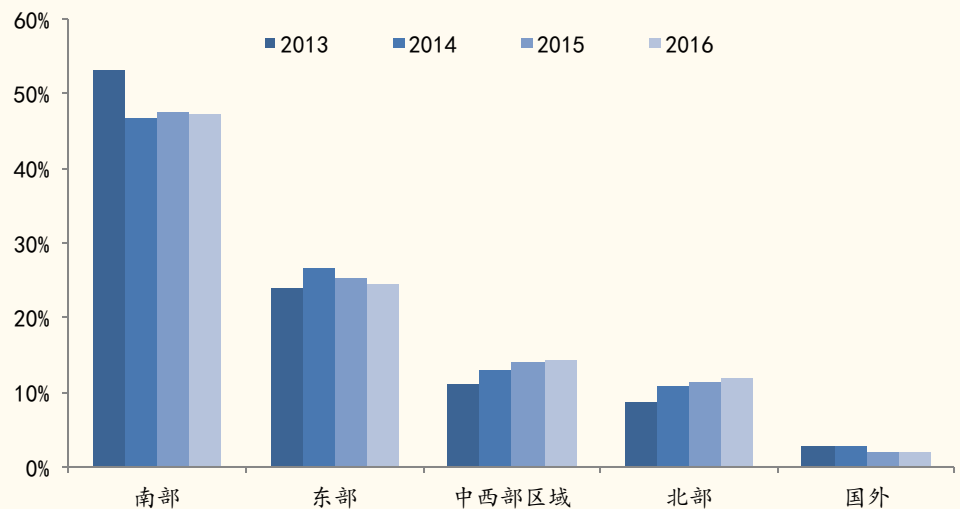


来源：1号店，国金证券研究所

需要强调的是，我们认为，美味鲜酱油吨价保持稳定或略有下行并不代表其价格战略的保守和失效，而代表着伴随其规模及实力的提升，公司已有能力在市场主流价格带与主要竞争对手展开正面竞争，同时也愿意切入见效慢但客户粘性更强的餐饮渠道（餐饮渠道扩张会对吨价造成一定影响，因餐饮渠道主要消费大规格产品）。

从中炬高新上市公司收入地区分布变化来看，近年来公司原有核心市场——南部及东部地区占比总体下行，非核心区域的二三级市场——中西部区域及北部区域占比持续提升，这说明美味鲜正由一个“泛区域化”调味品企业逐渐向“准全国化”调味品企业迈进。

图表 28：中炬高新不同地区收入占比（2013-2016）



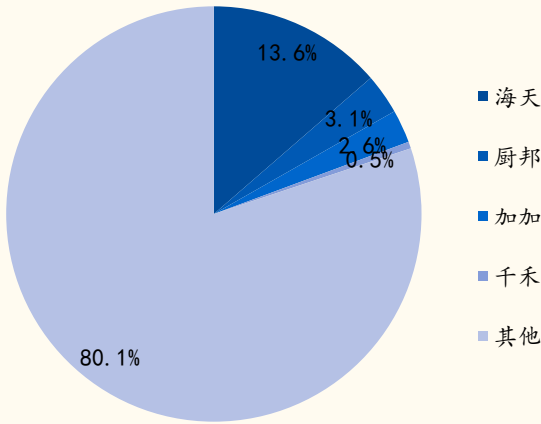
来源：公司公告，国金证券研究所

总结而言，我们认为美味鲜的扩张模式由过去的“差异化定位”打法正逐渐向主流打法进化，以更加主流的产品和更加主流的价格定位在正面市场参与竞争。尽管客观而言，在正面市场面对的竞争压力要相比之前更大，但正面市场的规模容量也要显著大于之前。凭借不断提升的规模效应和品牌能力，美味鲜扩张步伐正在提速，17年以来市场促销投入费用金额基本翻倍便是例证。

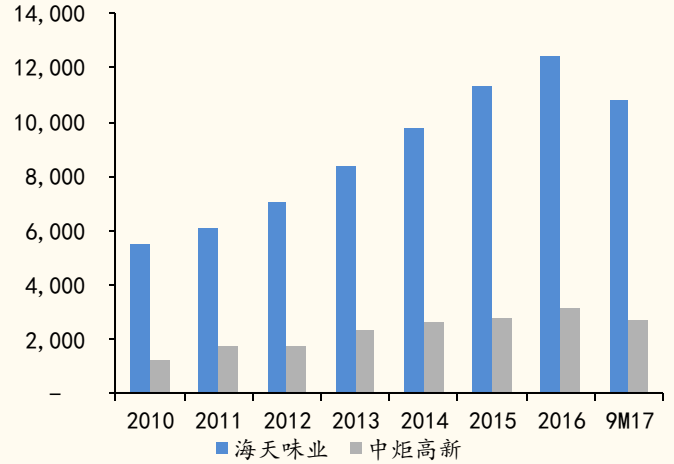
四、 美味鲜净利率水平有望持续改善

海天味业和中炬高新旗下的美味鲜是我国调味品行业两大龙头公司，尤其是在酱油细分领域两家公司分列第一、第二位，是酱油行业名副其实的领军企业。因此，对于两家公司的对比不可避免，尤其在毛利率/净利率端的比较是市场关注的焦点。

图表 29：2016 年国内酱油市场份额



图表 30：海天、中炬收入比较（人民币百万元）

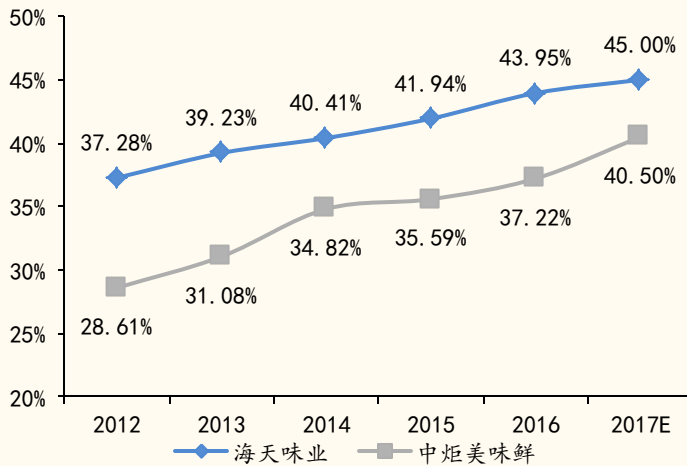


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

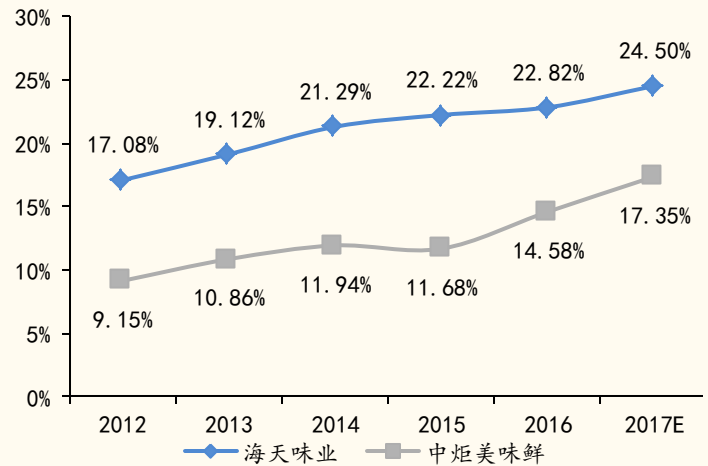
来源：Wind，国金证券研究所

海天味业已树立了调味品行业盈利能力的标杆。表观数字来看，海天味业毛利率/净利率全面领先中炬高新（美味鲜），无愧于我国调味品行业龙头企业。而相较于海天，中炬高新的盈利能力要略差，但近年来有加速逼近的趋势。

图表 31：海天/中炬美味鲜毛利率比较



图表 32：海天/中炬美味鲜净利率比较



来源：公司公告，国金证券研究所

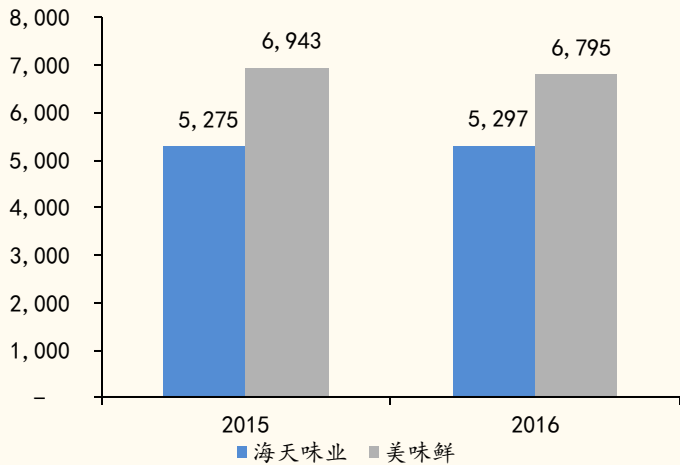
来源：公司公告，国金证券研究所

我们认为未来美味鲜有望延续逼近海天盈利能力的趋势主要基于以下几个方面的核心要素：

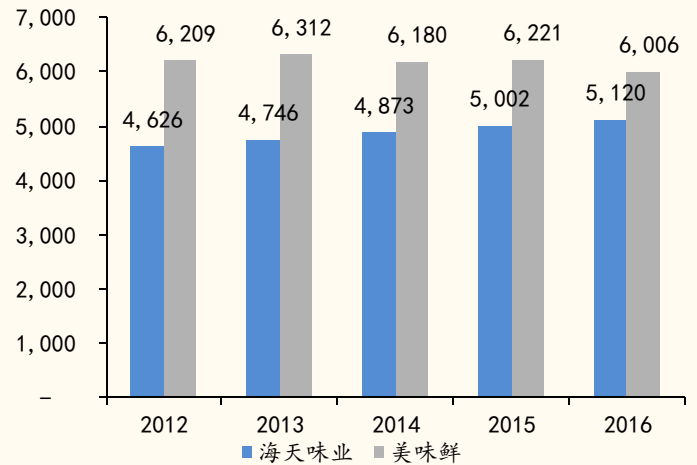
3.1 成本端：美味鲜均价高于海天，阳西占比提升有望拉升毛利率

从收入端看：美味鲜吨价显著高于海天，原本应享受更高的毛利率水平，但事实恰恰相反。由于美味鲜的差异化打法，其酱油出厂吨价显著高于海天。尽管近年来海天通过相对较快的产品结构升级推动吨价上涨，而美味鲜因餐饮渠道占比提升而吨价略有下行，但美味鲜产品平均吨价仍高海天约 20%。差距主要体现在成本端。

图表 33: 海天味业/美味鲜平均吨价对比 (元/吨)



图表 34: 海天味业/美味鲜酱油吨价对比 (元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所。注: 海天味业平均吨价是指三大业务酱油、蚝油、调味酱的平均吨价, 三大业务收入占比>90%, 美味鲜则是调味品整体平均吨价

来源: 公司公告, 国金证券研究所

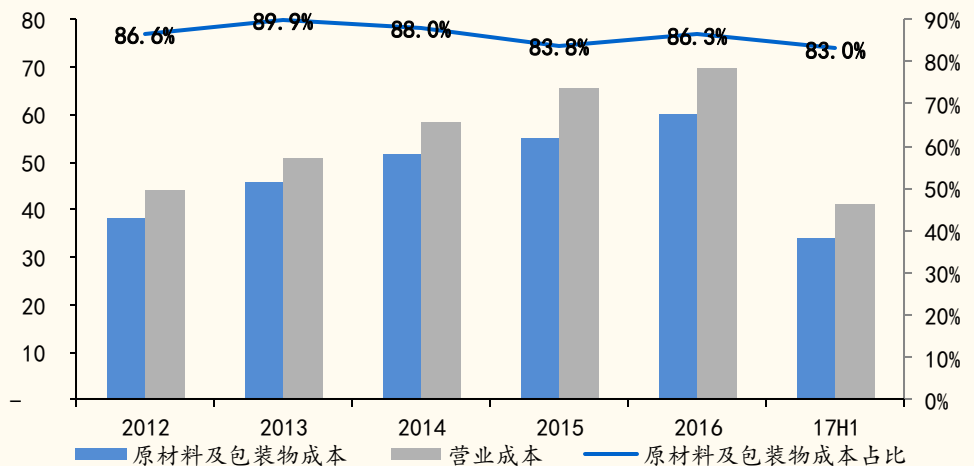
■ 原材料及包装物端: 海天具备规模优势, 但或许两者不存在巨大差异

调味品公司成本端主要分为四大类——原材料、包装物、制造成本、人工及其他成本。

海天味业成本项中, 原材料及包装物成本占比基本围绕 85% 震荡, 其中:

- (1) 原材料成本为最大项, 占比约 52-55%, 其中大豆、糖、味精占比最大, 分别占约 35-40%、30-35%、15%; 三项合计占 80-90%, 其余为盐和小麦粉。
- (2) 包装物为第二大项, 占比约 32-34%;
- (3) 制造成本 (折旧摊销) 为第三大项, 占比约为 10-11%;
- (4) 人工及其他成本占比约为 3-4%。

图表 35: 海天味业原材料即包装物占营业成本比约 85% (人民币: 亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

中炬高新 (美味鲜) 未披露其成本构成, 但我们预计其原材料、包装物采购成本总体应略高于海天。主要因自两点:

- (1) 海天相比中炬美味鲜具备明显的规模优势。假设美味鲜原材料及包装物成本占比与海天味业相同的话, 每年海天味业原材料及包装物采购额大约是中炬美味鲜的 3 倍以上。(以 2016 年年报为例, 海天味业原材料及包装物采购金额约为 52 亿元, 中炬美味鲜预计为 15-16 亿元, 比例为 3.3-3.5X)。但实际上,

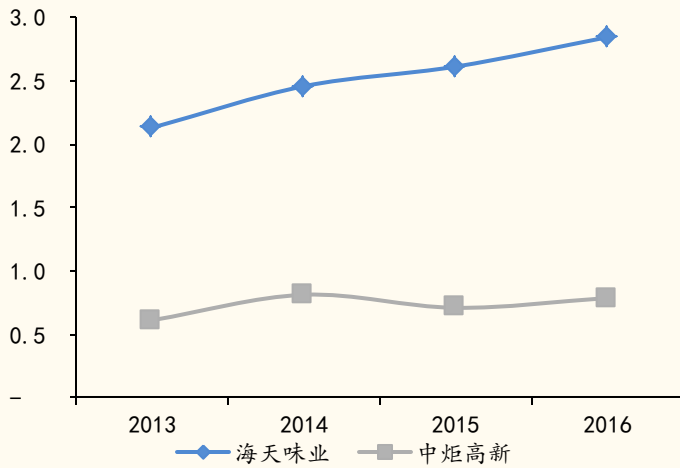
由于美味鲜制造费用和人工费用显著高于海天，所以美味鲜原材料及包装物成本占比比例要低于海天，即海天的采购金额有可能是美味鲜的 3.5-4 倍。从采购来说，海天应具备显著的规模优势（采购成本优势及账期优势）。

(2) 海天豆粕使用量、转化率高于行业。海天在大豆使用中更多使用豆粕（脱脂大豆），因此相较基本使用大豆的中炬美味鲜，海天成本更低。此外，海天的大豆转化率在业内首屈一指，也有助于节省成本。

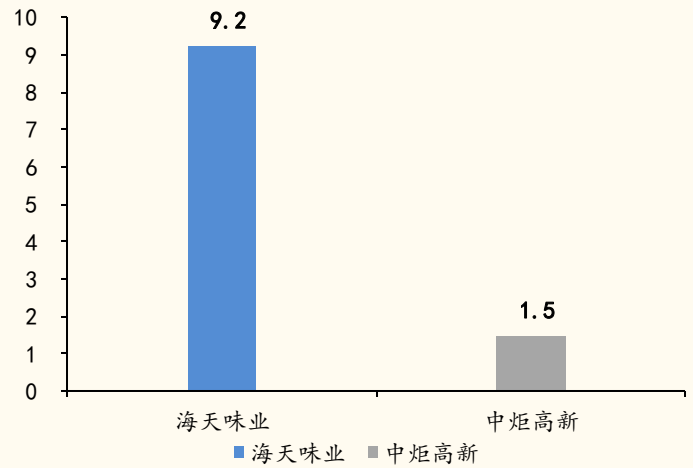
■ **人工端：海天相较中炬存在巨大优势，这或是海天毛利率显著好于中炬的核心因素之一**

人工端是目前海天味业和中炬高新存在显著差距的一个项目。中炬高新在生产端的效率显著低于海天，这也意味着在营业成本构成中，中炬高新的人工成本要显著高于海天味业，中炬高新运营效率仍然显著低于海天味业，而且近年来差距并未显性缩小。而纯从 2016 年生产员工人均创收这一指标来看，海天味业生产员工人均创收是中炬高新的 6 倍以上。考虑到海天味业营业成本中直接人工项仅占比 2-3%，因此中炬高新这一项成本占比或达到 10-15% 一线。我们认为这是中炬高新吨价更高但毛利率低于海天的最核心因素之一。

图表 36：海天/中炬单位人均创收（百万元）



图表 37：16 年海天/中炬生产人员人均创收（百万元）

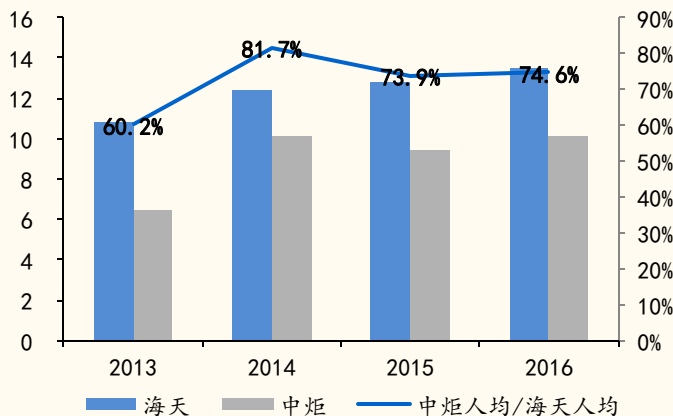


来源：公司公告，国金证券研究所

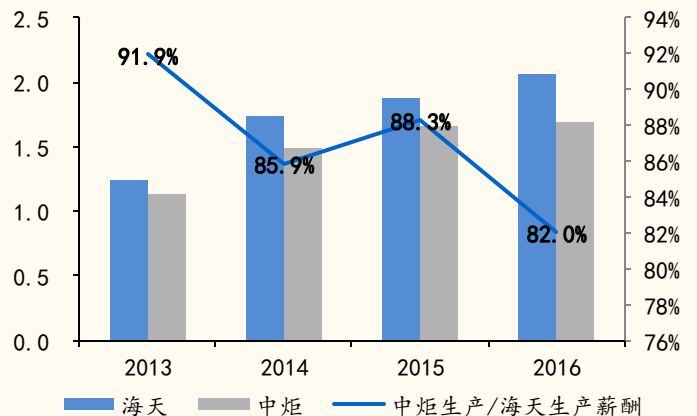
来源：公司公告，国金证券研究所

如果仅考虑平均薪酬（图表 38），近年来中炬高新人均薪酬相比海天味业的占比走势不能够说明什么问题，主要是由于薪酬中列支与销售费用和管理费用中的职工薪酬占比较大，扭曲了生产端的员工薪酬。因此，我们用现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”减利润表中销售费用及管理费用名目下职工薪酬数，作为近似估计生产端职工薪酬数字（图表 39）。

图表 38：海天/中炬人均薪酬及比例（万元）



图表 39：海天/中炬生产端总体薪酬及比例（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

因此，图表 39 的结论相对于图表 38 被扭曲的结论就显著清晰很多。过去我们一直纠结于中炬高新人均薪酬和人均创收效率的不匹配，但实际上扣除销售及管理人员成本，中炬高新生产端成本的优化趋势是在持续演进的。16 年中炬高新职工生产端职工总薪酬/海天味业生产端职工总薪酬相比 13 年下滑了 10 个百分点，这应是核心得益于自动化程度更高且人工成本更低的阳西产能的投产及收入占比提升（阳西收入占比 2016 年 36%VS2013 年 0%）。而我们预计 2017 年阳西收入占比将提升至接近 40%，因此生产端人员成本优化将持续利好中炬高新毛利率提升。

图表 40：阳西产能净利率显著高于中山净利率，占比提升有利于拉动整体净利率

	美味鲜总体净利率	中山净利率	阳西净利率	阳西收入(亿元)	阳西收入占比	阳西利润(亿元)	阳西利润占比
2012A	9.15%	9.15%					
2013A	10.86%	10.86%					
2014A	11.94%	12.47%	6.76%	2.16	9.31%	0.15	5.27%
2015A	11.68%	10.27%	14.95%	8.38	32.13%	1.25	40.81%
2016A	14.58%	12.33%	18.69%	10.43	36.04%	1.95	46.21%
17H1	15.22%	13.16%	18.86%	6.31	36.10%	1.19	44.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

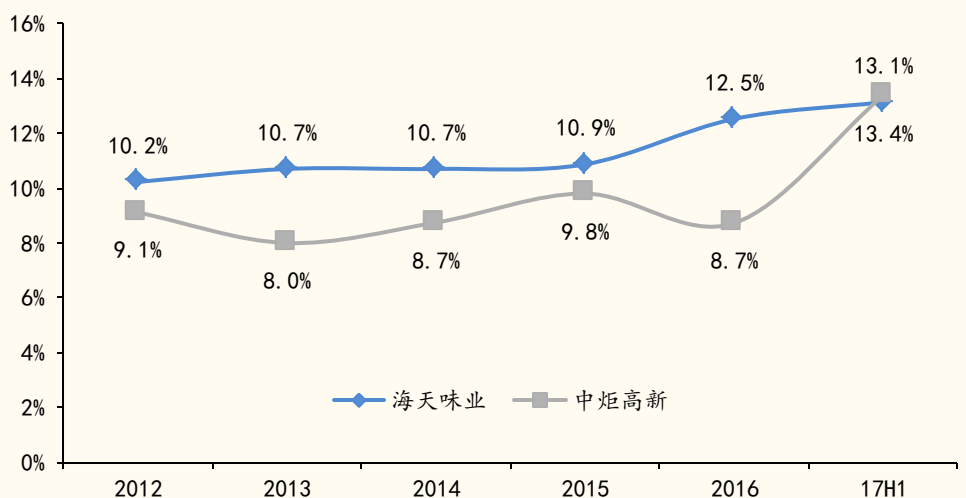
3.2 费用端：扣除扰动项，中炬和海天费用差距也在缩小

从费用率走势来看，海天味业的费用率整体呈现平稳趋势。不过，自 16H2 开始，费用率内部发生较大结构性变化。得益于良好的企业治理结构以及较好的现金储备，海天味业的管理费用率和财务费用率呈现持续下行态势。不过，海天味业于 16H2 开启大规模市场费用投放（主要原因：加速清理 15 年战略错误导致的渠道库存；配合完成 17-18 年收入规划，以顺利完成 18 年相较 13 年收入翻倍目标；配合江苏产能投产；等），因此其销售费用率略有上行，对冲掉了管理费用率和财务费用率的改善。而中炬高新期间费用率波动性较大，主要是由于其业务繁杂，调味品业务费用率受到其他数据扰动。

■ 销售费用：预计中炬销售费用中 90%以上为调味品业务支出

仅就销售费用而言，中炬高新母公司层面不存在干扰情况。因为中炬高新母公司无销售类业务，因此不存在销售费用支出。美味鲜的调味品业务收入占中炬高新整体收入的 90%以上，因此我们预计上市公司销售费用中 90%以上为调味品业务支出。因此，上市公司整体销售费用的走势基本代表了中炬高新调味品业务销售费用走势，受扰动较小。过去几年中炬高新销售费用率总体略低于海天，但今年基本已追平，主要是今年中炬高新市场推广力度显著加强。

图表 41：海天/中炬销售费用率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

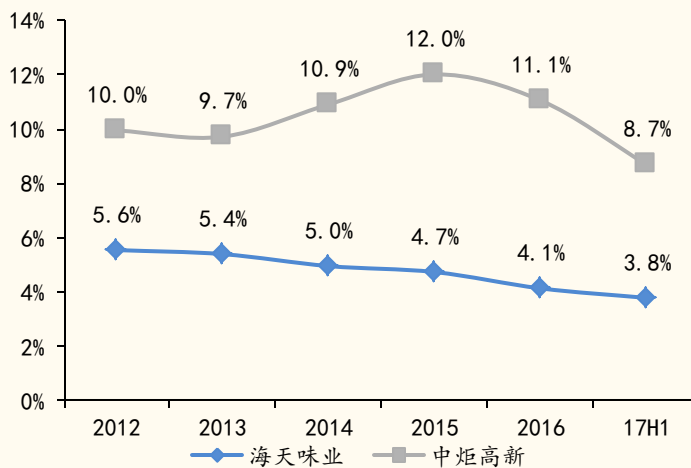
■ 管理费用：受扰动最大项，去除扰动项后改善更加明显

母公司费用列支对管理费用整体扰动较大，尽管在不扣除扰动项的情况下，中炬高新的管理费用率改善趋势也存在，不过扣除扰动项后这一趋势将更加明显。

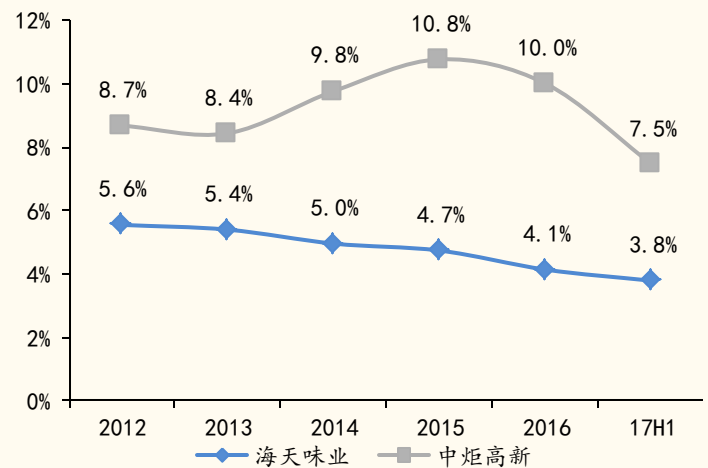
我们用（总体管理费用-母公司管理费用）/（总体营业收入-母公司营业收入）这一比例作为公司调味品业务管理费用估算值。在扣除母公司扰动项后，中炬高新调味品业务管理费用率相对于海天味业的劣势尽管仍然存在，但差距相比之前有较明显缩小。

需要另外强调的是，由于 2014 年起中炬高新开始实施高管及核心人员奖金计提计划（归母净利润 5%），这部分费用全额计入当期管理费用，这导致从 14 年开始中炬高新的管理费用率不降反升，但实际上这部分费用为后置费用。

图表 42：海天/中炬管理费用率对比（不扣除扰动项）



图表 43：海天/中炬管理费用率对比（扣除扰动项）



来源：公司公告，国金证券研究所

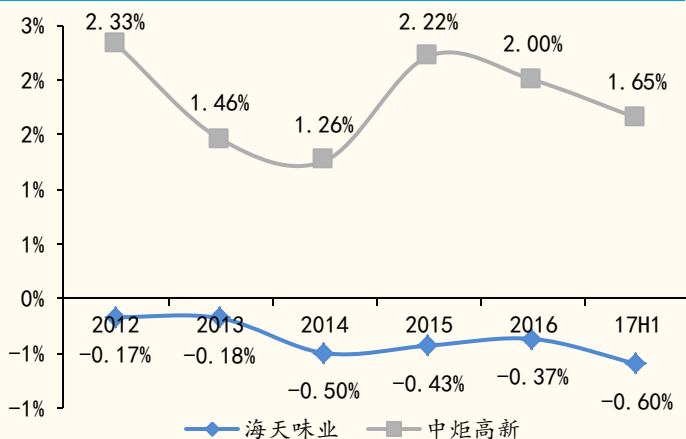
来源：公司公告，国金证券研究所（注：未扣除奖金计提计划部分）

以上分析说明，中炬高新调味品业务的管理改善被母公司及奖金计提计划大幅扭曲，实际改善速度显著好于总体报表显示。

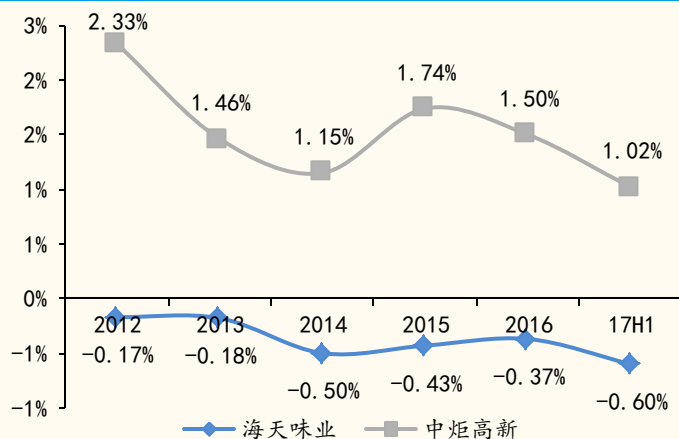
■ 财务费用：受投资收益扰动，扣除扰动项后也有改善

而财务费用也受投资收益扰动。近年中炬高新财务费用来源主要是 9 个亿公司债利息，这部分利息在母公司以及子公司（美味鲜）均有列支。但实际上，公司债中有部分资金以委托贷款形式存在，而委托贷款利息以利息形式存在于“投资收益”项，因此公司加上委托贷款利息后的财务费用才接近公司真实的财务费用。在扣除委托贷款利息扰动后，中炬高新调味品业务财务费用率相对于海天味业的劣势尽管也仍然存在，但差距相比之前也有较明显缩小。这说明，中炬高新与海天味业之间的财务费用差距也不像整体报表端显示的那么明显，而且也总体呈下行态势。

图表 44: 海天/中炬财务费用率对比 (不扣扰动项)



图表 45: 海天/中炬财务费用率对比 (扣除扰动项)

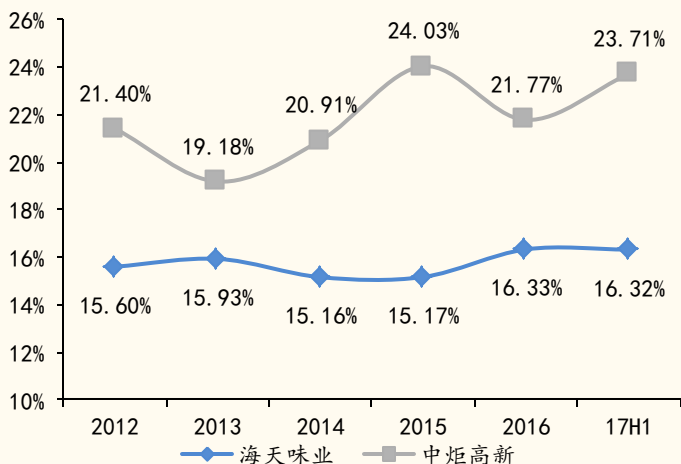


来源: 公司公告, 国金证券研究所

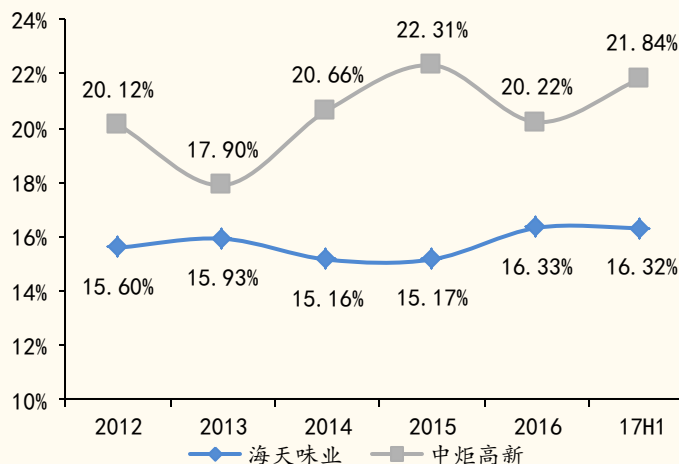
来源: 公司公告, 国金证券研究所

综合以上分析, 我们重新总结扣除扰动项之后的中炬高新期间费用率和海天味业进行对比。可以看到, 两者差距明显收窄。

图表 46: 海天/中炬期间费用率比较 (不扣扰动项)



图表 47: 海天/中炬期间费用率比较 (扣除扰动项)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

综上所述, 我们认为: 依靠于生产效率、管理费用两大核心推手的持续改善, 未来中炬高新净利率水平仍有继续逼近海天味业的可能。

营业成本端方面, 中炬高新的规模优势及产出效率要弱于海天味业, 但得益于自动化程度更高且人工成本更低的阳西产能的持续扩张及占比提升, 公司生产端效率正在快速改善, 即在构成营业成本中四大项——原材料及包装物、制造成本、直接人工成本中, 中炬高新改善最为明显的是直接人工成本项。此外, 我们预计由于阳西建设成本也显著低于中山产能, 因此预计在制造成本(折旧)方面也有体现出一定贡献。但原材料及包装物方面的差距, 我们认为以两者规模及海天的成本压缩能力来看很难显著弥补。

费用端方面, 我们认为过去几年对中炬费用率数据的市场认知存在被报表干扰的情况。在扣除干扰项之后, 我们认为公司管理费用率和财务费用率都在持续改善, 但管理费用端改善贡献更大。而销售费用端, 今年以来的行业费用投放高企是多种因素综合推动, 核心是海天开启费用战之后、中炬高新执行跟随战略加大投放, 这是特定时期内的特定举动。

五、 盈利预测

- 截至 17H1，阳西美味鲜公司（公司 100%控股）已实现累计投资 0.66 亿元，其中主要为购买土地使用权。产能扩张再度起航，**管理层着眼 2020 年之后可持续、多品类发展**。预计阳西美味鲜将于 2019 年开始逐步投产。
- 2012 年公司以广东厨邦食品（公司控股比例 80%）为投资主体，设立**美味鲜厨邦阳西生产基地**，计划投资额 14.98 亿元，新增 46.88 万吨生产能力（按调味品协会口径酱油按 0.6g/100ml 氨基酸态氮标准折合 80 万吨，后提高至 100 万吨）。广东厨邦阳西基地分三期建设，目前前两期已完工达成，项目进入第三期建设期。按照规划，广东厨邦阳西生产基地将在 2020 年实现满负荷运营，基本满足公司 2020 年前的需要。
- 公司 16 年 3 月成立 100%全资孙公司**阳西美味鲜食品**，意在加大非酱油业务的发展（16 年 3 月公告原文：阳西美味鲜公司的设立，将加大食用油、蚝油、醋和料酒等系列食品及调味品的生产与开拓，提升企业生产能力和生产效率）。**阳西美味鲜新增产能规划 65 万吨将包含 30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋以及 5 万吨料酒产能**，预计满产将实现收入 48.45 亿元，年利润总额 4.6 亿元，净利润 3.4 亿元。项目测算总年限为 13 年，建设期 5 年，第 3 年开始投产、第 6 年达产，6-13 年为经营期。

图表 48：调味品业务预测

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
酱油(收入)	923	1172	1480	1728	1903	2012	2344	2678	3046
量(万吨)	16.18	18.87	23.44	27.96	30.59	33.50	37.20	42.50	47.60
价(万元/吨)	0.57	0.62	0.63	0.62	0.62	0.60	0.63	0.63	0.64
收入 YOY	/	26.95%	26.28%	16.79%	10.11%	5.74%	16.49%	14.25%	13.78%
鸡粉鸡精(收入)	212	244	268	311	333	387	433	479	522
量(万吨)	1.11	1.28	1.45	1.78	1.96	2.24	2.50	2.75	3.00
价(万元/吨)	1.91	1.91	1.85	1.75	1.70	1.73	1.73	1.74	1.74
收入 YOY	/	15.19%	9.54%	16.24%	6.92%	16.22%	11.86%	10.64%	9.09%
其他(收入)	154	195	232	281	372	497	727	947	1147
量(万吨)	2.66	2.96	3.52	4.09	5.01	6.87	10.10	12.80	15.50
价(万元/吨)	0.58	0.66	0.66	0.69	0.74	0.72	0.72	0.74	0.74
收入 YOY	/	26.63%	18.92%	21.12%	32.29%	33.43%	46.41%	30.25%	21.09%
合计销量(万吨)	19.95	23.11	28.41	33.83	37.56	42.61	49.80	58.05	66.10
销量 YOY	/	15.84%	22.93%	19.08%	11.03%	13.45%	16.87%	16.57%	13.87%
合计收入	1289	1611	1980	2320	2608	2895	3503	4103	4715
调味品收入 YOY	23.72%	25.01%	22.85%	19.46%	12.38%	11.03%	21.00%	17.12%	14.92%
综合吨价(万元/吨)	0.65	0.70	0.70	0.69	0.69	0.68	0.70	0.71	0.71

来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计 2017-2019 年营业收入分别为 37.2 亿元/43.4 亿元/49.6 亿元，同比 +17.8%/16.5%/14.3%，净利润分别为 4.95 亿元/6.23 亿元/7.55 亿元，同比 +36.7%/25.9%/21.1%，对应 EPS 分别为 0.62 元/0.78 元/0.95 元。对标海天味业，给予调味品业务 2018 年 33X PE，叠加房地产业务 35 亿元市值估值，目标市值 240 亿元，对应目标价 30 元，给予“买入”评级。

六、 风险提示

- **宏观经济下行风险**：宏观经济下行对调味品需求会产生较为直接的负面影响。
- **后续费用加剧或效果不达预期**：费用投放效率边际递减，不排除后期行业费用投放整体加剧后，费用边际效果不达预期。
- **股东减持风险**：股东减持将会对股价造成波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,642	2,759	3,158	3,721	4,336	4,958	货币资金	270	355	441	452	539	585
增长率		4.4%	14.5%	17.8%	16.5%	14.3%	应收账款	80	78	71	92	107	123
主营业务成本	-1,731	-1,791	-1,999	-2,233	-2,563	-2,896	存货	1,261	1,322	1,342	1,358	1,559	1,761
%销售收入	65.5%	64.9%	63.3%	60.0%	59.1%	58.4%	其他流动资产	381	587	945	1,083	1,094	1,105
毛利	911	967	1,159	1,489	1,774	2,063	流动资产	1,993	2,342	2,800	2,985	3,299	3,574
%销售收入	34.5%	35.1%	36.7%	40.0%	40.9%	41.6%	%总资产	49.1%	51.8%	57.0%	57.9%	59.9%	61.7%
营业税金及附加	-45	-29	-42	-47	-53	-60	长期投资	546	531	472	462	452	442
%销售收入	1.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	固定资产	1,367	1,504	1,459	1,472	1,510	1,514
营业费用	-231	-270	-275	-450	-494	-538	%总资产	33.7%	33.3%	29.7%	28.5%	27.4%	26.1%
%销售收入	8.7%	9.8%	8.7%	12.1%	11.4%	10.9%	无形资产	131	122	156	210	222	234
管理费用	-288	-331	-349	-354	-425	-496	非流动资产	2,066	2,181	2,111	2,170	2,210	2,216
%销售收入	10.9%	12.0%	11.0%	9.5%	9.8%	10.0%	%总资产	50.9%	48.2%	43.0%	42.1%	40.1%	38.3%
息税前利润 (EBIT)	346	336	493	638	801	969	资产总计	4,059	4,523	4,911	5,155	5,510	5,790
%销售收入	13.1%	12.2%	15.6%	17.2%	18.5%	19.6%	短期借款	111	40	50	44	40	89
财务费用	-33	-61	-63	-58	-55	-54	应付款项	601	538	629	693	799	906
%销售收入	1.3%	2.2%	2.0%	1.5%	1.3%	1.1%	其他流动负债	120	150	176	200	228	334
资产减值损失	-1	-3	-7	-1	0	0	流动负债	832	728	855	937	1,067	1,330
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	109	89	59	39	49	59
投资收益	10	29	45	77	80	85	其他长期负债	506	908	908	917	894	917
%税前利润	3.0%	8.6%	9.3%	11.3%	9.5%	8.3%	负债	1,446	1,725	1,822	1,893	2,010	2,305
营业利润	323	301	467	657	826	1,000	普通股股东权益	2,355	2,514	2,799	2,896	3,040	2,919
营业利润率	12.2%	10.9%	14.8%	17.6%	19.0%	20.2%	少数股东权益	258	285	290	367	459	566
营业外收支	21	38	19	20	20	20	负债股东权益合计	4,059	4,523	4,911	5,155	5,510	5,790
税前利润	344	339	486	677	846	1,020	比率分析						
利润率	13.0%	12.3%	15.4%	18.2%	19.5%	20.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-51	-65	-76	-105	-131	-158	每股指标						
所得税率	14.9%	19.2%	15.6%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	0.360	0.310	0.455	0.621	0.782	0.948
净利润	293	274	410	572	715	862	每股净资产	2.956	3.156	3.514	3.635	3.816	3.664
少数股东损益	6	27	48	77	92	107	每股经营现金净流	0.416	0.488	0.844	0.730	0.913	1.210
归属于母公司的净利润	287	247	362	495	623	755	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.500	0.600	1.100
净利率	10.9%	9.0%	11.5%	13.3%	14.4%	15.2%	回报率						
							净资产收益率	12.18%	9.84%	12.95%	17.08%	20.48%	25.86%
							总资产收益率	7.07%	5.47%	7.38%	9.60%	11.30%	13.04%
							投入资本收益率	8.85%	7.11%	10.16%	12.72%	15.10%	18.10%
							增长率						
							主营业务收入增长率	13.96%	4.42%	14.48%	17.84%	16.52%	14.35%
							EBIT增长率	25.05%	-2.91%	46.54%	29.55%	25.49%	21.04%
							净利润增长率	34.74%	-13.78%	46.55%	36.52%	25.86%	21.23%
							总资产增长率	9.82%	11.44%	8.57%	4.98%	6.87%	5.08%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	7.4	6.9	5.5	6.0	6.0	6.0
							存货周转天数	260.3	263.1	243.1	222.0	222.0	222.0
							应付账款周转天数	67.3	62.4	45.5	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	162.5	168.8	140.6	118.5	103.3	89.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	16.91%	23.82%	18.18%	16.11%	12.68%	13.10%
							EBIT利息保障倍数	10.4	5.5	7.8	11.1	14.6	17.8
							资产负债率	35.64%	38.13%	37.10%	36.71%	36.49%	39.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	6	17	42
增持	2	5	5	17	40
中性	1	2	2	3	8
减持	0	0	0	0	1
评分	2.00	1.90	1.69	1.62	1.65

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH