

中炬高新 (600872)

证券研究报告

2018年02月28日

复购的力量——厨邦酱油二次加速的核心依据：海鲜消费

和海鲜完美结合的优异品质带来复购率的同时成为重要市场的立足之本

除了广东外，公司 2009-2012 年在海南、浙江、广西、福建四省营收规模和增速明显。而较高的复购率是东南四省营收快速增长的关键驱动力，虽然公司的品牌力在当时和海天等全国性品牌相比不是很强，但是公司所具有的和海鲜协同独特产品力却成为公司的巨大竞争力。

从复购率较高的内在原因来看，广式厨邦酱油的独特口感与海鲜的结合产生的味觉体验更好。从复购率较高的外在原因来看，收入水平的提高带动了酱油消费的上升。中炬和海鲜完美结合的优异品质带来复购率的同时成为重要市场的立足之本。

内陆市场已经显现并将继续发力的海鲜消费趋势将带来中炬发展的巨大空间

首先，从海鲜的内部需求看，过去受制于地理及各地餐饮偏好，内陆地区水产品消费尤其海鲜消费并不高。但随着近几年收入水平和消费结构提高、海鲜消费意识增强、内陆消费者对于海鲜的消费意识和需求不断上升。

其次，外部催化条件来看，渠道的细化以及冷链技术的不断发展，可以预判未来 2-3 年内陆城市的居民海鲜消费将会快速发展到一个较高的水准；另一方面盒马生鲜等生鲜冷链渠道的快速发展给内陆消费者消费海鲜提供了便捷的新渠道从而为厨邦和美味鲜酱油在内陆地区的销售打开放量空间。

中炬在消费趋势变化中获取机会的可复制优势

在行业层面上，酱油行业消费升级持续，中高端的中炬高新受益行业回暖、区域扩张、规模效应等利好因素，行业集中度可预见的提升；在公司层面上，酱油产品高端化趋势明显，公司作为高鲜味酱油龙头，其较高的氨基酸态氮含量与海鲜的协同作用成为中炬区别于其他公司的独特产品力。中炬产品和过去相比变化较小，和海鲜的协同作用依然占据产品力的优势。未来公司在产品上通过品类扩张和海鲜酱油单品竞争力的持续突显，在渠道上通过加强与餐饮和新媒体的深度合作来实现公司的多维发展。

盈利预测与估值

基于对行业加速（提价和集中度提升，餐饮复苏后周期）和海鲜市场为代表的细分酱油市场的巨大潜力，我们预测公司 17-19 年盈利为 5.07 亿元，6.64 亿元和 8.50 亿，并结合可比公司估值，给予调味品 18 年 35 倍估值（我们预测 18 年调味品净利润为 6.8 亿元），同时考虑地产增值部分 40 亿元左右，预计公司目标市值 $35 \times 6.8 + 40 = 278$ 亿元，目标价 35 元。

风险提示：公司扩产低于预期，食品安全问题

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,758.59	3,157.99	3,764.64	4,479.92	5,241.51
增长率(%)	4.42	14.48	19.21	19.00	17.00
EBITDA(百万元)	476.85	652.72	752.91	931.56	1,167.01
净利润(百万元)	247.27	362.37	506.79	663.79	849.58
增长率(%)	(13.78)	46.55	39.85	30.98	27.99
EPS(元/股)	0.31	0.45	0.64	0.83	1.07
市盈率(P/E)	88.08	60.10	42.98	32.81	25.64
市净率(P/B)	8.66	7.78	6.95	6.07	5.22
市销率(P/S)	7.90	6.90	5.79	4.86	4.16
EV/EBITDA	27.06	17.79	29.69	23.33	18.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.70 元
目标价格	35 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	796.64
流通 A 股股本(百万股)	796.64
A 股总市值(百万元)	20,808.16
流通 A 股市值(百万元)	20,808.16
每股净资产(元)	3.82
资产负债率(%)	35.60
一年内最高/最低(元)	28.68/14.43

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何长天	联系人
hechangtian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中炬高新-公司研究简报:国企改革叠加多品类发展下的业绩超预期只是开始》 2017-09-21
- 《中炬高新-公司研究简报:多品类阶段!再论动态变化下中炬高新投资价值》 2017-03-15
- 《中炬高新-公司点评:中报或超预期,上调目标价至 21 元》 2016-08-11



本文创新点

1. 区别于市场,我们首次结合海鲜的消费趋势分析中炬的产品力对于产品复购率和重点区域增长作出的重要推动,同时对于中炬高新鲜味酱油和海鲜结合的独特产品力优势进行分析
2. 我们首次对于内陆海鲜消费情况进行分析,并指出给中炬酱油带来巨大的消费空间

股价催化剂

1. 广大内陆地区的营收扩展空间,高增长带来的估值提升
2. 规模效应带来毛利率的提升
3. 经营效率的提高,费用率的降低和净利率的提升

内容目录

1. 和海鲜完美结合的优异产品力带来复购率的同时成为重要市场的立足之本	5
1.1. 较高的复购率塑造公司区位优势	5
1.2. 品牌力不是很强的背后是优异的产品力带动复购率的提升	6
2. 内陆市场已经显现并将继续发力的海鲜消费趋势将带来中炬发展的巨大空间	7
2.1. 收入水平提高和消费意识提升推动海鲜的内部需求增长	7
2.1.1. 内陆消费者收入水平的提升推动海鲜消费提高	7
2.1.2. 海鲜消费意识的增强推动海鲜消费提高	8
2.2. 和海鲜相关餐饮的发展和繁荣与电商冷链等渠道发展推动海鲜外部需求增长	8
2.2.1. 内陆餐饮渠道的海鲜类增长趋势为海鲜消费提供放量空间	8
2.2.2. 电商渠道以及生鲜冷链的快速发展为内陆消费者开拓家庭海鲜消费新渠道	9
3. 中炬在内陆海鲜消费趋势变化中获取机会的可复制优势	11
3.1. 行业层面：酱油行业消费升级持续，行业集中度可预见的提升	11
3.2. 公司层面：和海鲜协同的产品力优势明显，高复购率带来的是扩张的弹性极高	12
3.2.1. 中炬酱油产品变化和过去相比变化较小，与海鲜协同作用明显	12
3.2.2. 产品较高的复购率助力公司以高质量可持续增长	12
3.3. 中炬未来的实现路径——抓住海鲜消费趋势，产品和渠道的双层进化	12
3.3.1. 品类快速扩张，海鲜酱油单品地位逐步突显	12
3.3.2. 强化与餐饮及新媒体的深度合作助推渠道布局	13
4. 盈利预测与估值	14

图表目录

图 1: 历年公司各地区营收占比	5
图 2: 东南四省营收 (百万元) 及增速	6
图 3: 东南四省营收增速及销售费用增速	6
图 4: 2012 年各地人均全年水产品消费支出 (元)	6
图 5: 历年各地人均水产品消费支出 (元) 及增速	6
图 6: 内陆省份城镇、农村居民人均可支配收入及增速	7
图 7: 全国 CPI 及水产品 CPI 比较	7
图 8: 内陆省份城镇居民人均水产品消费支出合计 (元) 及增速	7
图 9: 内陆省份限额以上餐饮企业法人人数 (个) 及增速	8
图 10: 内陆省份限额以上餐饮企业营收 (亿元) 及增速	8
图 11: 中国海鲜市场企业区域分布	9
图 11: 用户最希望网上购买的生鲜品类	9
图 12: 不同区域购买生鲜品类对比	10
图 13: 中国生鲜电商市场规模 (亿元) 及增速	10
图 14: 消费者在盒马生鲜选购海鲜	11
图 15: 消费者在超级物种选购海鲜	11
图 17: 酱油行业历年产量 (万吨) 及增速	11
图 18: 2016 年全国酱油产量 (万吨) 前三企业	11
图 19: 2015 年我国酱油行业市场集中度	12
图 20: 2016 年我国调味品行业市场集中度	12
图 21: 调味品渠道结构	13
图 22: 厨邦顶级俱乐部活动	13
图 23: 厨邦顶级俱乐部活动	13
图 24: 可比公司估值表 (2018/2/26)	14
图 25: 中炬高新业绩释放逻辑图	14

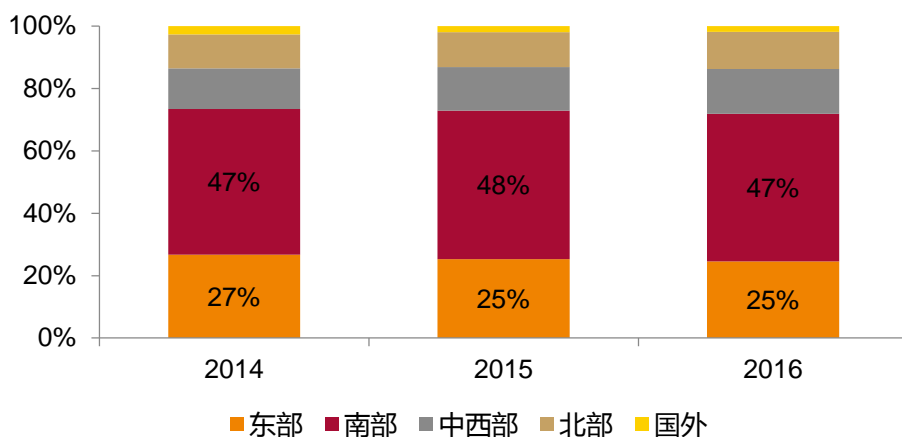
1. 和海鲜完美结合的优异产品力带来复购率的同时成为重要市场的立足之本

中炬高新把全国市场按成熟度划为：一级区域，广东、海南、浙江；二级区域：广西、福建；三级区域：东北、江西市场；四级区域：北京、天津、上海、河南、河北等中部市场；五级区域：其他市场。从历年数据来看，公司在一、二级区域所在的东南五省是主销区域，近三年来公司在该五省营收占比都在 70%以上。分析公司在一二级区域取得优秀业绩的原因，由于海天和中炬同在广东，而公司的品牌力难以和海天这一全国性调味品品牌相抗衡，因此公司所具有的与海鲜完美结合的独特产品力是造就公司巨大竞争力的核心原因。

1.1. 较高的复购率塑造公司区位优势

海南、浙江、广西、福建营收规模和增速明显。分析公司在东南五省取得巨大突破和市场占有率的原因，首先公司位于广东，因此广东的营收自然占其营收比重最高，除去广东省之外，我们来看海南、浙江、广西、福建四省的数据，根据公司年报披露，再 2009-2012 年，可以看到浙江的营收在四省中一直处于领先地位，而其他三省的营收每年也都保持在 5 千万元以上；从营收增速上看，广西和福建增速在 2009-2012 年一直保持在 30%以上，浙江和海南营收增速也基本保持在 20%以上。

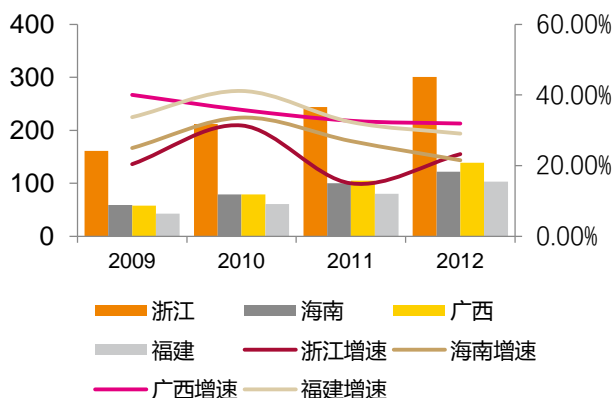
图 1：历年公司各地区营收占比



资料来源：公司年报、天风证券研究所

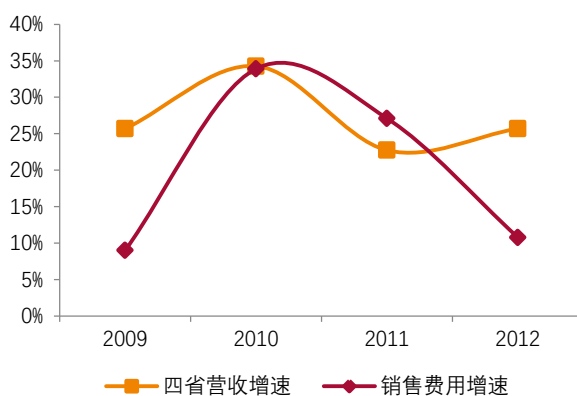
较高的复购率是东南四省营收快速增长的关键驱动力。深度分析海南、浙江、广西、福建四省营收规模和增速较快的原因，首先是由于地处东南沿海，居民消费水平较高；第二是临近广东，受益公司的区位辐射；但更重要的应该是这四省消费者对公司产品的复购率较高。从数据上来看，海南、浙江、广西、福建四省营收增速都在 20%以上，同时通过对比同年的销售费用增速，可以明显发现收入增速只有在 2011 年略低于销售费用增速，其他年份均高于销售费用增速，同时销售费用增速有明显下降趋势，而营收增速有上升趋势，这说明公司的销售效率越来越高，从而也反映了在前期销售铺垫之下，这些地区消费者的复购率正在不断增加，产品粘性和品牌认知越来越强。

图 2：东南四省营收（百万元）及增速



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 3：东南四省营收增速及销售费用增速



资料来源：公司年报、天风证券研究所

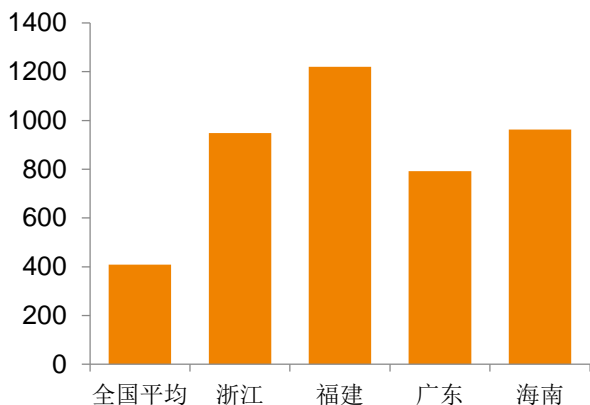
1.2. 品牌力不是很强的背后是优异的产品力带动复购率的提升

复购率提升方面，有着更为深层的内在和外在地原因。虽然公司的品牌力难以和海天等全国性调味品品牌相抗衡，但是公司所具有的独特产品力却成为公司的巨大竞争力。

从复购率较高的内在原因来看，广式厨邦酱油的独特口感与海鲜的结合产生的味觉体验更好。从制作工艺来看，酱油由黄豆等原料发酵而成，而发酵的条件是决定酱油口味的重要因素。长久以来，以广东地区为特色的高盐稀态发酵酱油一直备受市场欢迎，这是因为，广东地区地处亚热带气候，特别适合酱油的发酵；厨邦酱油独特的风味还取决于其传承的南派酱油传统酿造工艺精髓，配合采用现代先进生产技术，经过长达 180 天的天然日晒发酵，并选取品质优良的头道原油精制而成，造就了行业内鲜味生抽的典范。基于上述两点原因，厨邦酱油更适合制作蒸鱼、点蘸，保留食材原味从而更能提鲜调味。而这与东南五省人民喜食海鲜的特点完美结合，当烹制海鲜时，厨邦酱油独特的口感更能提升海鲜的鲜味和嫩滑度，从而内生地增加了沿海居民的产品粘性和购买频次。

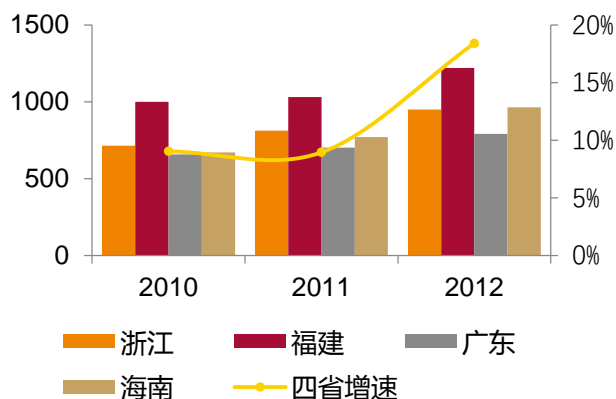
从复购率较高的外在原因来看，收入水平的提高带动了酱油消费的上升。首先从横向对比上来看，浙江、福建、广东、海南四省的全年人均水产品消费支出都要远高于全国平均水平，即使以人均水产品消费支出最低的广东省来看，其在 2012 年的水产品消费支出也要高出全国平均水平 93%；其次，从纵向对比上来看，2010 年-2012 年四省的人均水产品消费支出都保持着较高的增长，从四省出产品总计来看，历年都保持在 10% 以上的增速。东南地区的消费特点为厨邦酱油的销售奠定了稳定的消费基础。

图 4：2012 年各地人均全年水产品消费支出（元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：历年各地人均水产品消费支出（元）及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 内陆市场已经显现并将继续发力的海鲜消费趋势将带来中炬发展的巨大空间

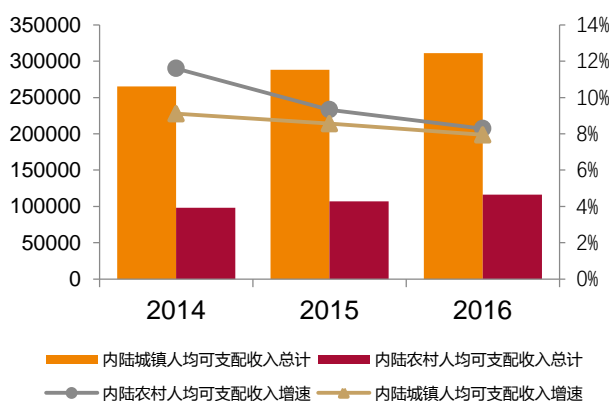
过去几年，虽然沿海城市的海鲜消费水平较高，但受制于地理因素以及各地餐饮消费偏好，内陆地区的水产品消费尤其是海鲜消费水平并不高。但随着近几年收入水平和消费结构的提高、海鲜消费意识的增强、渠道的细化以及冷链技术的不断发展，可以预判未来 2-3 年内陆城市的居民海鲜消费将会快速发展到一个较高的水准，从而为厨邦酱油在内陆地区的销售打开放量空间。

2.1. 收入水平提高和消费意识提升推动海鲜的内部需求增长

2.1.1. 内陆消费者收入水平的提升推动海鲜消费提高

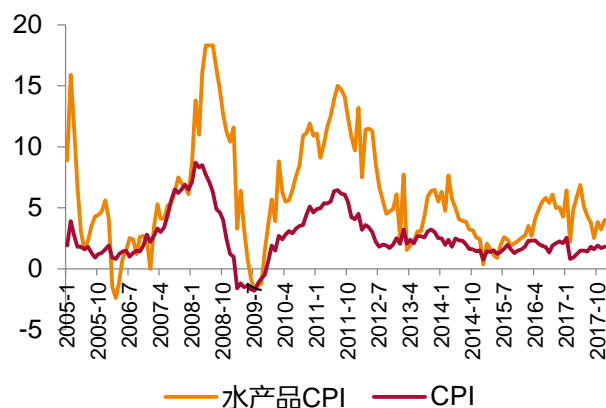
从数据上来看，全国水产品 CPI 的数值都要高于全国 CPI 的数值，这说明水产品（尤其是海鲜产品）的价格水平都要高于一般物价水平，一定程度上限制了内陆地区居民消费海鲜的动力。但通过统计青海、甘肃、云南、四川、湖北、湖南、安徽、江西、河南、山西、陕西这 11 个内陆省份的居民人均可支配收入来看，近 3 年来，无论是城镇居民还是农村居民，其人均可支配收入增速都保持在 8% 以上。从数据上看，2009 年至 2012 年期间，内陆省份城镇居民人均水产品消费支出合计均在 1500 以上，且年平均增长率为 9.34%，因而随着内陆地区居民人均可支配收入的提高、消费结构的不断提升，他们对于海鲜产品的消费需求将进一步扩大，进而增加酱油消费的伴生需求。

图 6：内陆省份城镇、农村居民人均可支配收入及增速



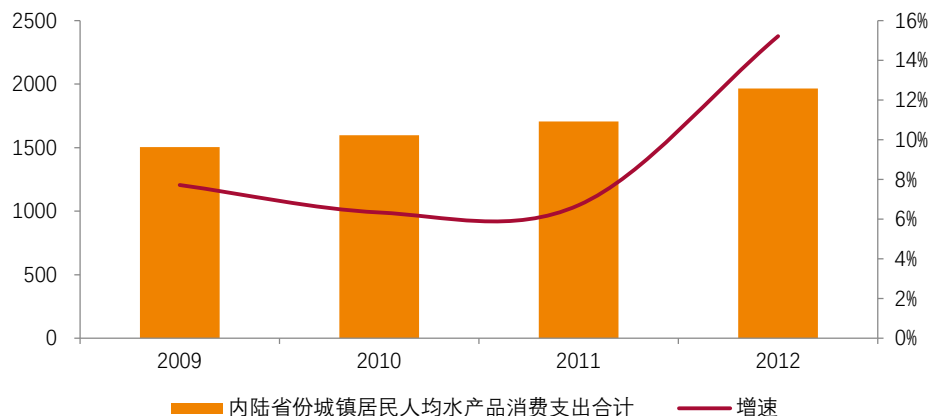
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：全国 CPI 及水产品 CPI 比较



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：内陆省份城镇居民人均水产品消费支出合计（元）及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

2.1.2. 海鲜消费意识的增强推动海鲜消费提高

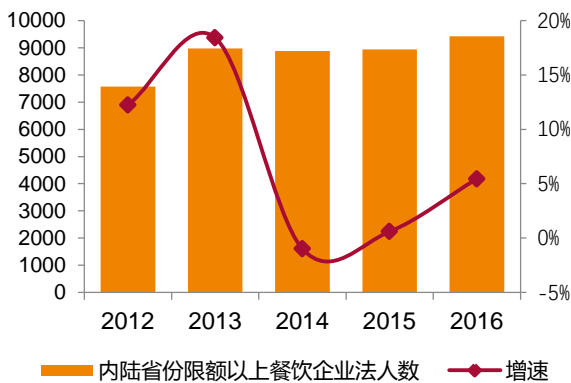
海鲜不仅味道鲜美，而且营养丰富，对于人体来说具有很大的益处。第一，因为海鲜含有的脂肪酸比较多，可以加速体内血液流动，所以可以预防血液凝固，降低身体的胆固醇含量，对一些血液疾病有很好的预防作用。第二，因为海鲜含有的蛋白质非常多，而蛋白质是身体重要的组成部分，吃海鲜对于补充身体的蛋白质意义重大。第三，因海鲜中含有大量的矿物质和微量元素，这在在蔬菜或者其他的食物中是难以补充的。近年来随着海鲜对人体的益处日益被人所知，人们对于海鲜消费的意识正在不断增强，从而增加了相关调味品的需求。

2.2. 和海鲜相关餐饮的发展和繁荣与电商冷链等渠道发展推动海鲜外部需求增长

2.2.1. 内陆餐饮渠道的海鲜类增长趋势为海鲜消费提供放量空间

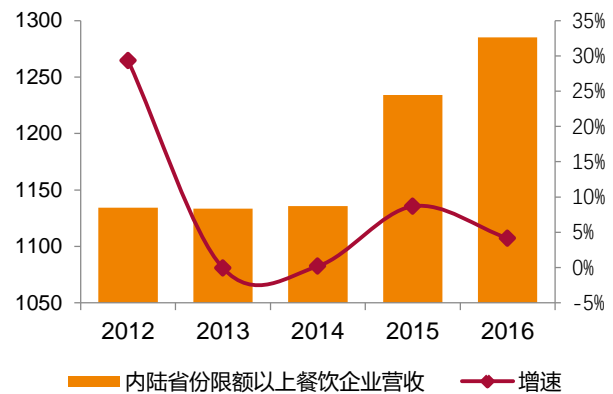
餐饮发展助力内陆海鲜消费。随着大众消费时代的来临，以海鲜为主题的餐饮业也迅速融入内陆消费之中，以海鲜自助餐厅、海鲜火锅和日式料理店等为代表的海鲜餐饮业态迅速成为内陆餐饮消费的流行趋势。通过统计内陆 11 个省份限额以上餐饮企业法人数和限额以上参与企业营收可以发现，除了在 2012-2014 年餐饮企业受到三公消费打压下内陆餐饮企业法人数和营收增速受到下滑外，自 2014 年起餐饮行业复苏后，内陆省份的餐饮企业法人数和餐饮企业营收都有着明显的增加，2016 年内陆省份餐饮企业法人数和营收增速都在 5%左右，内陆省份餐饮业近几年的复苏和发展为内陆居民的餐饮消费打下了基础，同时内陆省份居民餐饮渠道消费的增加也预示着海鲜等高价菜肴的点单率的同步提高，这为酱油等调味品的使用提供了放量空间。

图 9：内陆省份限额以上餐饮企业法人数（个）及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

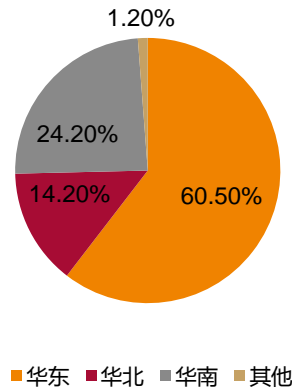
图 10：内陆省份限额以上餐饮企业营收（亿元）及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

内陆海鲜市场更具增量弹性。同时从中国海鲜市场区域分布来看，由于海鲜产品大多数都出自于沿海地区，所以企业的区域集中度也比较高，数据上来看，华东和华南两地区海鲜企业的占比超过了 80%，正因如此，在内陆地区海鲜企业基数低、集中度相对较小的前提下，未来内陆省份海鲜企业以及海鲜市场的发展相对于沿海地区来说具有更大的弹性和发展潜力，这进一步为内陆海鲜的消费和酱油等调味品的使用做好了量的铺垫。

图 11：中国海鲜市场企业区域分布

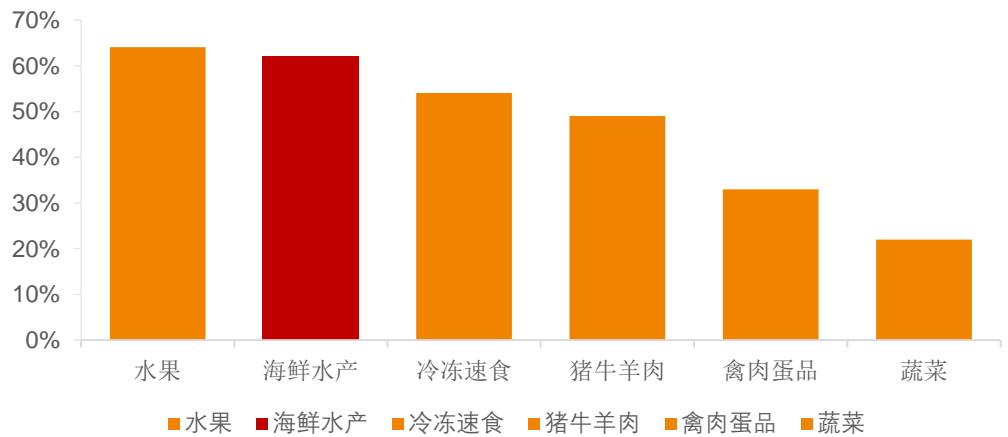


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

2.2.2. 电商渠道以及生鲜冷链的快速发展为内陆消费者开拓家庭海鲜消费新渠道

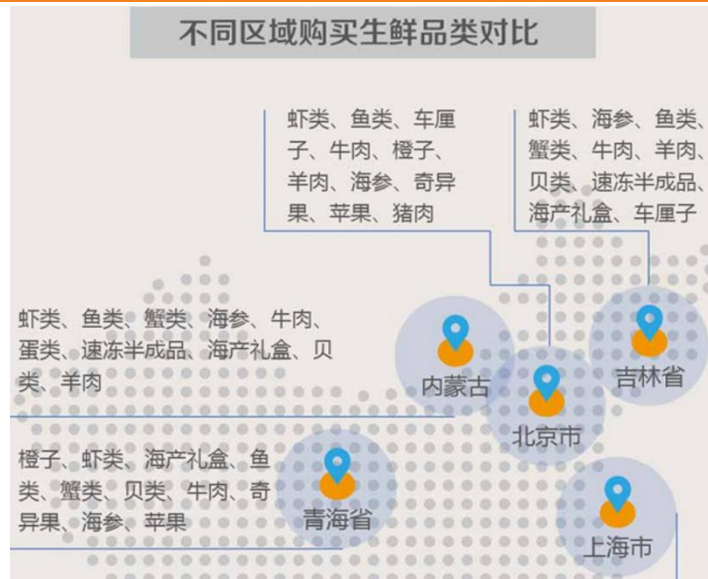
电商渠道为内陆海鲜消费开拓新路径。据京东相关调查显示，消费者网上购买生鲜相关意愿超过 70%。占比最高的就是海鲜和水果，海鲜为 62%，因为线下购买不到海鲜而选择网上购买海鲜的消费者达到 42%，说明有相当大的内陆消费者群体开始消费海鲜。春节期间京东数据显示，内陆地区海鲜消费偏好正逐渐凸显，说明内陆地区海鲜的消费习惯正在确立，由此也预示与海鲜配套的酱油消费将获得增长。

图 12：用户最希望网上购买的生鲜品类



资料来源：京东数据、天风证券研究所

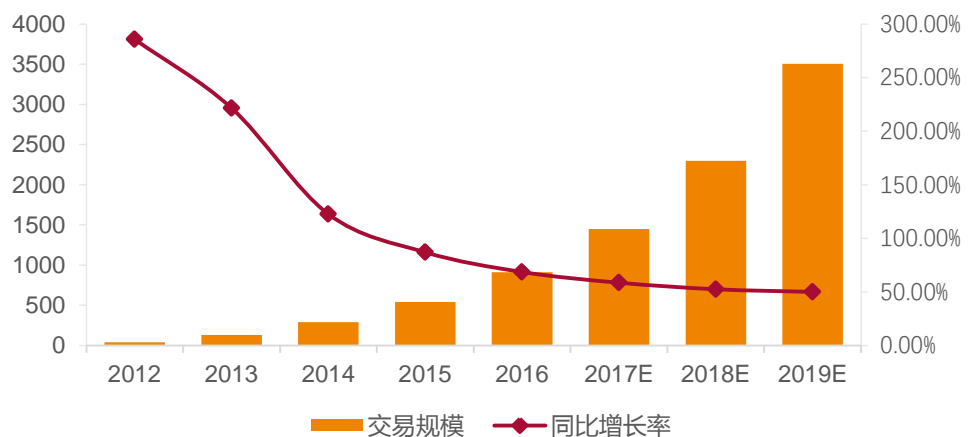
图 13：不同区域购买生鲜品类对比



资料来源：京东数据、天风证券研究所

生鲜冷链的发展为内陆海鲜消费提供新渠道。目前中国生鲜电商市场目前处于高速发展期，生鲜电商不断完善产业链条的各个环节。根据易观发布的数据显示，2016 年中国生鲜电商市场交易规模达到 913.9 亿元人民币，同比增长 68.6%。预计到 2019 年，中国生鲜电商市场交易规模将达到 3506.08 亿元人民币。随着行业商业模式的优化、供应链体系的搭建以及配送物流效率的提升，生鲜电商在产品新鲜度、配送时效以及成本费用率上的控制能力将进一步增强，用户体验不断提升。新型的生鲜零售超市如盒马鲜生、超级物种、便利蜂等均为线上线下结合经营，尤其是海鲜区，相当于把海鲜大排档搬进实体店面，店内海鲜均为鲜活，购买完的海鲜直接可以加工，也可以选择不加工，而且在 APP 上下单也可以加工海鲜。此类新型零售的崛起为消费者消费海鲜类产品增加了一个非常便利的渠道。与此同时，新的消费渠道和保鲜技术的发展也为酱油等调味品的使用开辟了路径。

图 14：中国生鲜电商市场规模（亿元）及增速



资料来源：易观、天风证券研究所

图 15：消费者在盒马生鲜选购海鲜



资料来源：盒马鲜生官网、天风证券研究所

图 16：消费者在超级物种选购海鲜



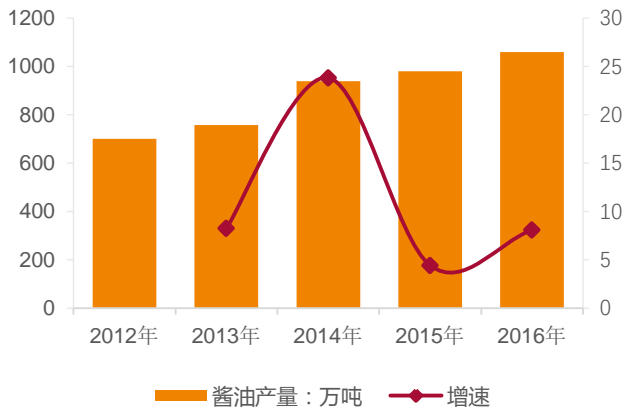
资料来源：超级物种官网、天风证券研究所

3. 中炬在内陆海鲜消费趋势变化中获取机会的可复制优势

3.1. 行业层面：酱油行业消费升级持续，行业集中度可预见的提升

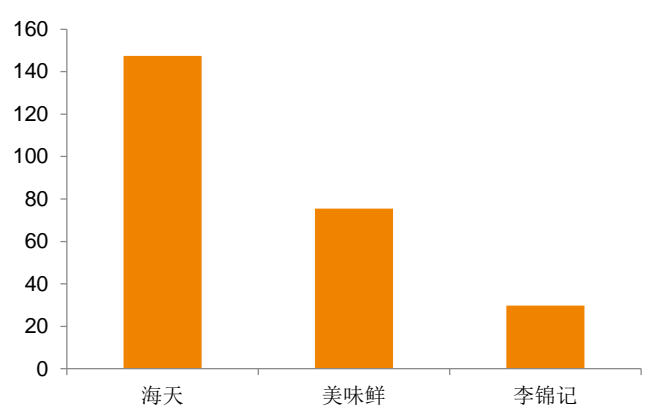
伴随酱油行业的逐渐成熟，我们预测销量仍然会保持 15-16 年 5%-8% 的个位数增长状态，但增速会逐渐放低，长远来看未来的主要增量来源于产品升级走向中高端带来价格带的上移。在行业产品升级的大趋势下，定位中高端的中炬高新受益消费升级业绩表现抢眼，营收和净利润增速非常不错，中炬享受了行业回暖、区域扩张、规模效应等多个利好因素，继续看好中炬的成长性。

图 17：酱油行业历年产量（万吨）及增速



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 18：2016 年全国酱油产量（万吨）前三企业

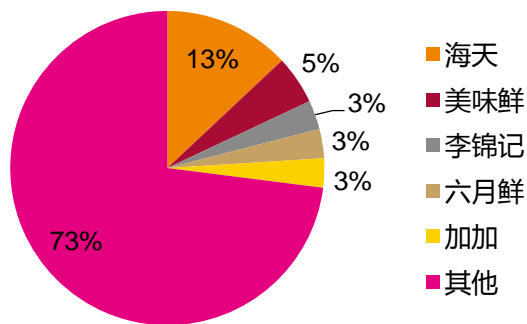


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

与较为成熟的日本市场相比仍存在较大差距，我国酱油行业集中度较低，根据中国产业信息网的数据显示：2015 年我国酱油市场份额 CR5 仅为 27%，许多区域品牌尚未实现全面布局。在行业进入成熟期，低增速背景下大企业通过兼并收购抢占小企业市场份额的情形将会不断出现，预计未来行业集中度会有较大幅度的提升，最会出现若干家全国性龙头企业。

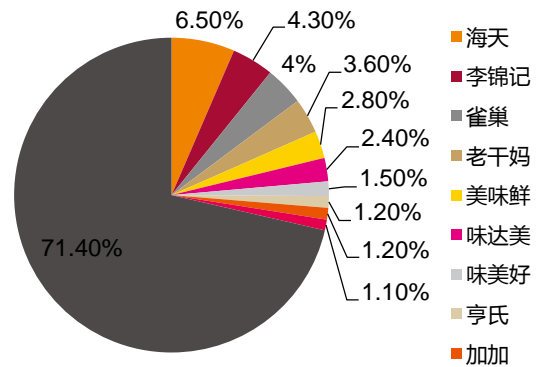
公司作为国内高鲜味酱油的龙头，随着消费升级带来高鲜味酱油的高增长和不断扩张中规模效应的不断显现，未来将会实现营收和利润的双重增长。调味品行业受益于餐饮行业持续两位数的增速，以及餐饮收入同比增速不断提高的带动，行业内的公司整体受益程度较高，公司稳定成为行业前三的龙头公司。

图 19：2015 年我国酱油行业市场集中度



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 20：2016 年我国调味品行业市场集中度



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

3.2. 公司层面：和海鲜协同的产品力优势明显，高复购率带来的是扩张的弹性极高

3.2.1. 中炬酱油产品变化和过去相比变化较小，与海鲜协同作用明显

中炬产品和过去相比变化较小，和海鲜的协同作用依然占据产品力的优势。作为高鲜味酱油的龙头，中炬在高鲜味酱油的推广方面保持了较高的一致性。酱油行业的消费升级一方面向高附加值的酱油发展，相对传统酱油更能满足消费者的健康诉求。另一方面则向专业化的方向发展，如海鲜酱油，满足特定消费者的需求。健康化、功能细分是国内酱油行业未来发展方向。参照日本经验，消费升级后，调味品功能性会进一步细分，即使单一酱油，品类也不断丰富。未来国内酱油还将出现更多功能细分的单品，产品升级仍将持续。

公司作为高鲜味酱油龙头，高鲜酱油氨基酸态氮含量较高，对鲜味提升明显，在餐饮端接受度日渐提升，公司旗下众多高鲜味酱油单品均适合制作凉拌、蒸鱼、点蘸，保留食材原生态风味，这一特点与海鲜的料理方法十分契合，与海鲜的协同作用成为中炬区别于其他公司的独特产品力。

3.2.2. 产品较高的复购率助力公司以高质量可持续增长

在海鲜消费较多的东南五省里，中炬的增长主要源于复购率，在品牌力没有独特优势的前提下，显示了中炬在海鲜消费这一领域拥有独特的产品力优势。据前文分析，由于中炬的产品力优势带来的复购率较高，在内陆将以较高的质量增长，带来的不仅是营收的边际增长更是营收质量的保证，预计费用的增速将带来更高增速的营收增长。

在内陆地区海鲜的消费量拥有较大的潜力，预计在内陆地区中炬能够复制在沿海地区的增长路径，依靠海鲜市场带动调味品持续增长。

3.3. 中炬未来的实现路径——抓住海鲜消费趋势，产品和渠道的双层进化

3.3.1. 品类快速扩张，海鲜酱油单品地位逐步突显

品类快速扩张，销售领域不断拓宽。调味品相较于白酒、饮料等其他消费品而言最大的特点是其每次用量少导致其周转周期较长，因此在这种行业特点下，那些拥有更多品类、规模更大的调味品企业往往更易获得竞争优势。近年来公司以扩大市场销售为引领，努力拓宽销售领域，并顺利完成了酱料、蚝油及非转基因五谷调和油等新产品的上市。同时在 2018 年，随着中炬高新阳西基地的部分达产，中炬高新的酱油产量将再创新高。去年四月公司通过了阳西美味鲜食品生产项目的计划，边建设边生产，预计工程完成后增加食用油 30 万吨、耗油 20 万吨、醋 10 万吨、料酒 5 万吨共 65 万吨的产能，随着阳西食品生产项目

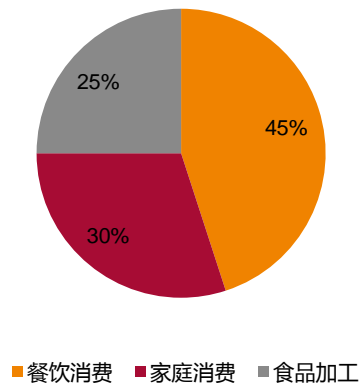
的建设以及后续产能的释放，公司快速进入品类扩张期。

海鲜酱油单品地位逐步突显。随着国内海鲜消费进入大众消费时代，海鲜酱油存在着巨大的市场空间，而海鲜酱油作为中炬产品力的体现，因其较高的氨基酸态氮含量，使得其与海鲜一起烹饪时对鲜味的提升更加明显。公司海鲜酱油单品独特的竞争力使得保证公司有力地占据了这一细分酱油领域。

3.3.2. 强化与餐饮及新媒体的深度合作助推渠道布局

根据智妍数据中心的调查，在渠道方面，整个调味品市场，45%为餐饮渠道，30%为家庭消费，25%为食品加工渠道。过去几年受益家庭消费的升级，中炬的销售在传统流通领域较多，主要通过小店、农贸市场等进行销售。与整个调味品市场的渠道结构相比，中炬在餐饮渠道的布局仍有很大提升空间，近几年随着餐饮发展和居民购物习惯的改变，公司正在加大餐饮市场的开拓力度，随着渠道拓展，预期未来公司商超和餐饮占比将进一步提升，从而逐步扩大厨邦和美味鲜的知名度。

图 21：调味品渠道结构



资料来源：智妍数据中心、天风证券研究所

在新媒体与营销方面，公司成立了厨邦顶级厨师俱乐部，让厨师协会参与公司的活动，让意见领袖参与市场；除此之外，公司与做菜网站以及 APP 如味觉大师、下厨房等进行深度合作来推广公司产品，公司品牌渗透度不断提高，发展机会看久。

图 22：厨邦顶级俱乐部活动



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 23：厨邦顶级俱乐部活动



资料来源：公司官网、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

目前公司已进入多品类发展阶段，随着未来阳西工厂的建成和投产，公司调味品业务将保持 18%-20% 的增长，调味品净利率有望逐渐达到 18% 的水平，我们预测公司 17-19 年调味品净利润为 5.3、6.8 和 8.7 亿元。

基于对行业加速（提价和集中度提升，餐饮复苏后周期）和海鲜市场为代表的细分酱油市场的巨大潜力，同时考虑公司非调味品业务仍将维持亏损，我们预测 17-19 年公司营收增长 19.21%、19% 和 17%，公司盈利将继续提升，预测公司 17-19 年盈利为 5.07 亿元，6.64 亿元和 8.50 亿，分别增长 39.85%、31% 和 28%。

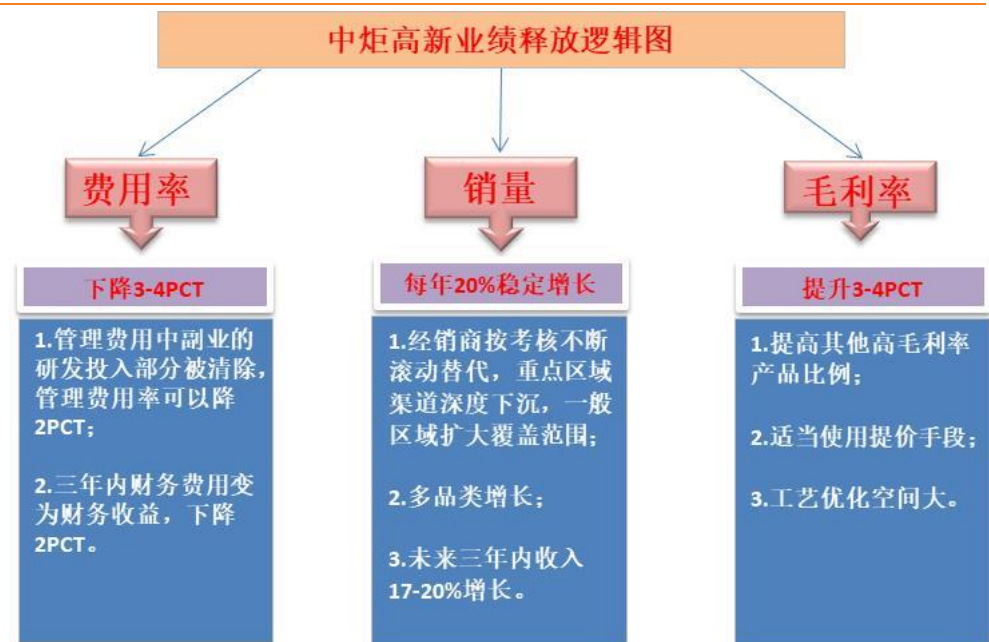
从业务模式和盈利增速相当的角度，我们从 A 股调味品上市公司中选取海天味业、千禾味业、加加食品、恒顺醋业四家公司作为中炬高新的相对估值对象池。作为 A 股第二大酱油股，我们认为比对酱油第一股海天味业更为合理，同时考虑到未来阳西工厂投产对公司的业绩释放，我们给予调味品 18 年 35 倍估值（我们预测 18 年调味品净利润为 6.8 亿元），同时考虑地产增值部分 40 亿元左右，预计公司目标市值 $6.8 \times 35 + 40 = 278$ 亿元，目标价 35 元。

图 24：可比公司估值表（2018/2/26）

代码	证券简称	市盈率PE		
		TTM	17E	18E
603288.SH	海天味业	44.71	42.58	35.72
600305.SH	恒顺醋业	30.43	26.46	23.59
002650.SZ	加加食品	36.95	34.70	27.85
603027.SH	千禾味业	37.44	—	26.32
平均值	平均值	37.38	34.58	28.37

资料来源：wind、天风证券研究所

图 25：中炬高新业绩释放逻辑图



资料来源：天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	354.62	441.44	386.41	1,139.54	1,081.95	营业收入	2,758.59	3,157.99	3,764.64	4,479.92	5,241.51
应收账款	78.22	70.56	156.12	101.63	109.44	营业成本	1,791.24	1,999.38	2,427.82	2,968.04	3,431.88
预付账款	23.81	65.88	290.00	34.77	309.40	营业税金及附加	29.46	41.68	51.45	56.07	68.81
存货	1,321.56	1,342.25	2,056.99	2,072.89	2,726.21	营业费用	270.38	275.36	303.50	332.90	421.10
其他	563.44	879.41	535.24	659.37	691.29	管理费用	331.33	348.94	331.30	296.40	262.08
流动资产合计	2,341.65	2,799.54	3,424.76	4,008.20	4,918.29	财务费用	61.16	63.25	21.85	11.81	(2.50)
长期股权投资	53.01	48.89	48.89	48.89	48.89	资产减值损失	3.15	7.38	3.79	4.77	5.32
固定资产	1,275.74	1,216.25	1,267.66	1,297.32	1,300.94	公允价值变动收益	(0.15)	0.00	0.93	(0.62)	0.10
在建工程	228.36	243.13	181.88	157.13	124.28	投资净收益	29.09	45.38	28.26	28.26	28.26
无形资产	107.23	143.19	136.10	129.01	121.92	其他	(57.88)	(90.76)	(58.38)	(55.28)	(56.72)
其他	517.12	459.88	455.80	452.60	448.91	营业利润	300.81	467.38	654.11	837.57	1,083.20
非流动资产合计	2,181.47	2,111.33	2,090.31	2,084.93	2,044.92	营业外收入	42.93	24.95	32.32	33.40	30.22
资产总计	4,523.12	4,910.87	5,515.07	6,093.13	6,963.21	营业外支出	4.62	6.07	6.18	5.62	5.96
短期借款	20.00	20.00	134.92	58.31	71.07	利润总额	339.12	486.26	680.26	865.35	1,107.47
应付账款	388.77	379.23	708.24	583.39	866.25	所得税	65.06	76.00	130.50	129.80	166.12
其他	319.29	455.81	350.37	522.32	440.39	净利润	274.06	410.26	549.76	735.55	941.35
流动负债合计	728.06	855.03	1,193.53	1,164.01	1,377.72	少数股东损益	26.79	47.89	42.97	71.75	91.77
长期借款	88.57	58.57	85.24	77.46	73.76	归属于母公司净利润	247.27	362.37	506.79	663.79	849.58
应付债券	892.73	894.43	760.80	849.32	834.85	每股收益(元)	0.31	0.45	0.64	0.83	1.07
其他	15.17	13.73	13.15	14.01	13.63						
非流动负债合计	996.47	966.73	859.19	940.80	922.24						
负债合计	1,724.53	1,821.76	2,052.72	2,104.81	2,299.96	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	284.61	289.85	330.66	401.22	490.95	成长能力					
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64	营业收入	4.42%	14.48%	19.21%	19.00%	17.00%
资本公积	279.16	282.05	282.05	282.05	282.05	营业利润	-6.81%	55.37%	39.95%	28.05%	29.33%
留存收益	1,700.95	1,986.30	2,335.05	2,790.46	3,375.67	归属于母公司净利润	-13.78%	46.55%	39.85%	30.98%	27.99%
其他	(262.77)	(265.73)	(282.05)	(282.05)	(282.05)	获利能力					
股东权益合计	2,798.59	3,089.10	3,462.35	3,988.32	4,663.26	毛利率	35.07%	36.69%	35.51%	33.75%	34.53%
负债和股东权益总计	4,523.12	4,910.87	5,515.07	6,093.13	6,963.21	净利率	8.96%	11.47%	13.46%	14.82%	16.21%
						ROE	9.84%	12.95%	16.18%	18.51%	20.36%
						ROIC	11.60%	15.18%	17.11%	19.47%	25.94%
						偿债能力					
						资产负债率	38.13%	37.10%	37.22%	34.54%	33.03%
						净负债率	16.48%	11.28%	10.90%	18.81%	1.98%
						流动比率	3.22	3.27	2.80	3.33	3.46
						速动比率	1.40	1.70	1.07	1.55	1.49
						营运能力					
						应收账款周转率	35.07	42.45	33.22	34.76	49.67
						存货周转率	2.14	2.37	2.21	2.17	2.18
						总资产周转率	0.64	0.67	0.73	0.79	0.82
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.45	0.64	0.83	1.07
						每股经营现金流	0.49	0.85	0.22	1.28	0.29
						每股净资产	3.16	3.51	3.93	4.50	5.24
						估值比率					
						市盈率	88.08	60.10	42.98	32.81	25.64
						市净率	8.66	7.78	6.95	6.07	5.22
						EV/EBITDA	27.06	17.79	29.69	23.33	18.76
						EV/EBIT	35.65	21.88	33.07	25.59	20.26

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com