



2018-04-26

公司点评报告

买入/维持

中炬高新(600872)

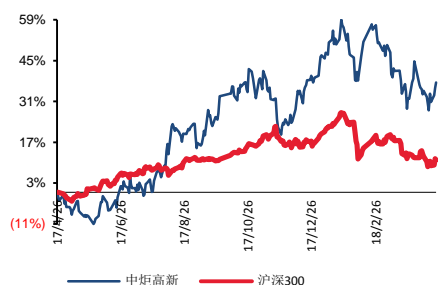
目标价: 29.00

昨收盘: 24.46

日常消费 食品、饮料与烟草

中炬高新业绩点评：美味鲜符合预期，母公司创收扭亏增厚业绩

■ 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)	19,486/19,486
12个月最高/最低(元)	28.29/15.96

相关研究报告：

中炬高新(600872)《中炬高新2017中报点评：美味鲜高增长，全年任务过半，下半年费用有望改善》--2017/08/27

中炬高新(600872)《中炬高新中报业绩预告点评：需求回暖盈利提升，继续维持高增长》--2017/07/14

中炬高新(600872)《中炬高新2016年报及一季报点评：收入利润大增，业绩再超预期》--2017/04/23

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

事件：根据年报和一季报，公司17年全年实现营收36.09亿元，同比增长14.29%；实现归母净利4.53亿元，同比增长25.08%，扣非净利4.15亿元，非经常性损益主要系政府补助和对外委托贷款取得收益；全年每股收益为0.57元，拟每10股派现1.8元（含税）。单四季度，公司实现营收8.81亿元，同比增长2.18%；实现归母净利9857万元，同比下滑7.33%。2018年一季度公司实现营收11.54亿元，同比增长18.42%；实现归母净利1.70亿，同比增长47.40%，每股收益0.21元。

美味鲜Q4蓄力放缓，Q1基数原因致低增，总体符合预期

2017Q4业绩略低于预期，主要受美味鲜收入、利润增速回落所影响。美味鲜2017Q4实现营收8.44亿元，同比增长1.04亿元，增幅14.1%；实现归母净利1.18亿元，同比增长约7.3%。美味鲜去年增速回落，一方面是因为春节的“日历效应”导致时间上错配，更多收入确认在今年一季度；另一方面公司去年业绩目标提前达成，考虑今年一季度前值基数高，主动蓄力放缓发货节奏，效果上季度间业绩相对平稳。公司去年3月对主体产品提价约3.5%，但允许经销商提前打款并按照旧价备货，导致2017Q1美味鲜收入增长33%。如果将去年一季度还原到全年正常增速20%，对应营收应为8.58亿元，则今年一季度营收的增幅应为17.95%。对比2016Q1和2018Q1的营收体量，则复合增速为19%。从这些角度分析，我们认为，美味鲜总体情况符合预期。

母公司处置资产创收扭亏，合并报表业绩增厚而毛利率拉低

母公司一季度实现营收1.19亿元，同比增长1.1亿元；实现净利润3032万元，同比增长4979万元实现扭亏，主要系出售空置宿舍所致。效果上是合并报表业绩增厚，而与之相对，母公司的收入占比提升，导致总体毛利率下滑。一季度毛利率38.88%，同比去年一季度下滑0.75pct。拆分后加以分析，美味鲜销售毛利率相比去年全年基本持平，为提价和成本变化共同作用的结果。按照公司2018年预算中的收入、利润分配情况，预计母公司全年物业出售收入1.78亿元，税前利润7500万元，收入占比同比去年有明显提升，但达不到一季度的水平，因此对全年毛利率有影响，但幅度有限。

产品结构优化，渠道更显均衡，提价及费用改善提高净利率

从 2017 年的收入占比来看，小品类增速更快，占比提升 2%，而鸡精、油类等均衡发展，且油类、料酒、蚝油、酱类、醋类等产品的毛利率大幅提升。未来随着新产能的投放以及营销力度的加大，公司的产品结构有望更加优化。营销渠道占比方面，当前公司农贸：餐饮：商超=48%：24%：28%，其中公司去年餐饮渠道增速约 25%左右，高于平均，公司的渠道发展更显均衡。产品和渠道的双轨发展，使公司销售规模不断扩大，费效比改善明显，这也是一季度利润大幅提升的重要原因。今年一季度费用率同比下降约 0.4pct，其中销售费用同比下降了 6%，销售费用率降低 1.6pct。考虑提价和费用改善，公司一季度净利率达 16.19%，高于去年平均的 14.17%超过 2pct。

盈利预测与评级：

依靠美味鲜公司的快速发展，中炬高新在调味品行业第二梯队中居前，且随着行业集中度提升不断增加市场份额。公司在成熟市场业务扎实、基础较好，在新渠道和新市场持续发力，规模优势逐渐增强。目前，公司业绩还处在明显加速阶段。伴随阳西新产能的扩建和释放，以及阳西食品生产项目的推进，公司将更好地发展品类、建设渠道，拥抱产能释放红利。今年业绩高增长的确定性强，而 2019 年产能处在平稳释放的早期，且没有母公司收入的特殊状况，料增速因基数原因略有回落，但 2020 年及往后，在产能释放的高峰期，收入、利润增速预计会持续保持在高位。

预测公司 2018-2020 年收入增速分别为 20%、12%、15%，净利润增速分别为 40%、18%、25%，对应的 EPS 分别为 0.80、0.94、1.17 元/股。给予美味鲜 32 倍 PE，叠加地产估值，目标价 29.00 元，“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨；市场竞争加剧；市场拓展不及预期等。

■ 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3609	4313	4831	5555
净利润(百万元)	453	635	748	931
摊薄每股收益(元)	0.57	0.80	0.94	1.17

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
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@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。