

厨邦速度 一名追赶者的自我修养

——中炬高新（600872）深度报告

2018年8月3日

强烈推荐/首次

中炬高新 深度报告

报告摘要：

行业格局有望从一超多强变为寡头垄断。

- ◆ 我国调味品行业的 CR5 仅有 21%，远低于日本 75% 的水平，分散市场待整合，龙头公司集中度仍有较大提升空间。
- ◆ 中炬属准全国化第二梯队，与龙头海天差异化发展。占比超 90% 的厨邦定位中高端，价格略高于海天；品类扩张从鸡精粉等切入，与海天错位竞争。
- ◆ 厨邦速度追赶海天。近 7 年来，美味鲜平均净利增长 34%，高于海天 19% 及行业平均 12%，净利与海天差距由 13 倍缩减至 6 倍并将持续缩小。

公司发展拥有强劲动能，从追赶者到领军者依稀可见。

- ◆ 治理提升。前海人寿跃居第一大股东加之公司新的薪酬考核直接与业绩挂钩，近 3 年高管薪酬翻两番，人均薪酬提升 50%，人均创收提升 30%。
- ◆ 产能释放。近年来公司“经营活动现金流入-（投资活动现金流出+筹资活动现金流出）”连续负增长，说明公司持续扩张，在建的阳西厨邦+阳西美味鲜基地将释放 100 万吨以上产能，建成后总产能超 150 万吨。
- ◆ 渠道拓宽。地域布局方面，公司以华南为根据地，未来将往增速更快中西北部（增速 25%+）及三四线城市下沉；终端渠道方面，公司将致力将调味品用量更多的餐饮渠道占比由 20% 提升至 40%。
- ◆ 地产增量。公司目前尚未开发的 522 亩商住地及 827 亩配套用地全部落在《中山站片区规划》内，相比购置成本的 4 亿元增值 31 亿元。

投资建议：我们认为公司业绩将持续快速增长，预计公司 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.77 元、0.98 元和 1.27 元，同比增长 35.09%、27.27%、29.59%，综合相对估值法（50 倍 PE）和绝对估值法（WACC8.25%），我们认为合理价格为 37 元，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：产能释放渠道拓展不达预期，原材料成本上升，食品安全等。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,157.99	3,609.37	4,251.84	4,966.00	5,905.00
增长率 (%)	14.48%	14.29%	17.80%	16.80%	18.91%
净利润(百万元)	410.26	511.40	658.49	832.04	1,065.77
增长率 (%)	49.70%	24.65%	28.76%	26.35%	28.09%
净资产收益率 (%)	12.95%	14.43%	17.83%	20.24%	23.04%
每股收益(元)	0.45	0.57	0.77	0.98	1.27
PE	66.06	52.81	38.97	30.62	23.59
PB	8.55	7.62	6.95	6.20	5.43

资料来源：Wind 东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：娄倩

010-66554008

louqian@dxsp.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	28.01-19.06
总市值 (亿元)	223.14
流通市值 (亿元)	223.14
总股本/流通 A 股 (万股)	79664/79664
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.76

52 周股价走势图



资料来源：Wind 东兴证券研究所

目 录

1. 厨邦速度追赶海天 行业有望从一超多强变寡头垄断.....	5
1.1 与龙头海天差异化竞争 走中高端路线.....	5
1.2 以厨邦速度奋力追赶 与海天净利差距由 13 倍缩减至 6 倍.....	8
2. 行业发展为公司带来机遇.....	11
2.1 分散市场待整合 集中度不断提升.....	11
2.2 成本费用提升 龙头公司提价转移风险.....	14
2.3 量价齐升拓宽行业空间 产品向中高端发展.....	15
2.3.1 “产品细分多样化+餐饮消费增加”使酱油人均用量提升.....	15
2.3.2 “需求弹性小+消费升级”使酱油往中高端发展 单价提升.....	16
3. 中炬自我修养不断完善 从追赶者到领军者依稀可见.....	17
3.1 改革春风带来新面貌 中炬厨邦拥有强劲追赶动能.....	17
3.2 阳西基地持续放量 100 万吨产能静待释放.....	18
3.3 渠道往中西北部及三四线城市下沉 提升餐饮占比.....	19
3.4 房地产蕴藏潜力 尚未开发土地估值 35 亿.....	21
4. 盈利预测及估值.....	23
5. 风险提示.....	24
6. 附录--草根调研.....	25
6.1 酱油类产品线上及商超调研.....	25
6.2 非酱油类产品线上及商超调研.....	25
6.3 便利店调研.....	26

表格目录

表 1：主要酱油品类成分表.....	6
表 2：主要酱油公司财务指标比较.....	8
表 3：阳西基地投入与产出效益.....	10
表 4：各公司产能表.....	13
表 5：各品牌主要渠道及产品.....	13
表 6：海天引领行业提价时间表.....	14
表 7：酱油品种细分化历程.....	15
表 8：外卖市场发展迅猛.....	16
表 9：酱油主要公司产品升级路径.....	17
表 10：中炬/海天人均薪酬与人均创收对比.....	18
表 11：阳西 1000 亩产业园利用情况.....	18
表 12：中炬/海天营销网络情况.....	20
表 13：中炬待开发地产估值.....	23
表 14：公司 2018-2020 调味品收入预测.....	24
表 15：公司绝对估值.....	24
表 16：酱油类产品线上及商超价量情况.....	25

表 17: 非酱油类产品线上及商超价量情况	25
表 18: 各品牌便利店统计情况	26
表 19: 公司盈利预测表	27

插图目录

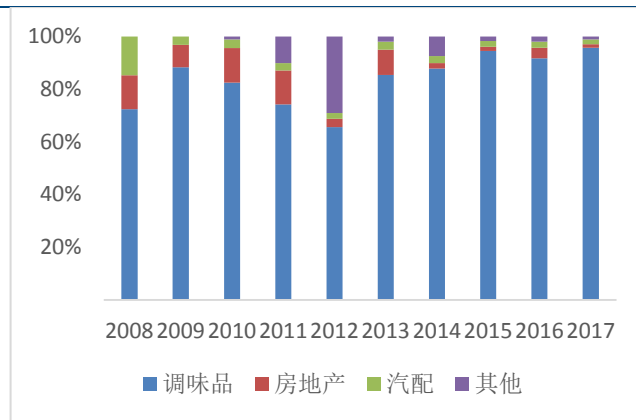
图 1: 主营业务构成变化	5
图 2: 美味鲜营收/净利在中炬占比情况	5
图 3: 中炬高新营收增长情况	5
图 4: 中炬高新净利增长情况	5
图 5: 美味鲜营收增长情况	5
图 6: 美味鲜净利增长情况	5
图 7: 美味鲜目前产品结构	7
图 8: 阳西基地达产后预期产品结构	7
图 9: 2017 年中炬产品分区域占比	7
图 10: 中炬五级市场划分	7
图 11: 海天/中炬渠道占比	7
图 12: 调味品企业销售渠道	7
图 13: 调味品主要企业营收增长率变化	9
图 14: 调味品主要企业净利增长率变化	9
图 15: 中炬与海天营收及净利差距变化	10
图 16: 调味品主要企业净利率变化	10
图 17: 经营活动现金流入与投资加筹资现金流出差计算情况	10
图 18: 调味品行业近 10 年营收与净利变化情况	11
图 19: 我国调味品 CR5 逐年递增	11
图 20: 部分亚洲国家 CR5	11
图 21: 我国酱油行业四梯度	12
图 22: 主要酱油企业市占率	12
图 23: 各品牌分区域销售额	12
图 24: 酱油企业成本拆分 (g/kg)	14
图 25: 酱油直接材料成本构成	14
图 26: 酱油生产直接材料价格变化	14
图 27: 餐饮住宿行业规模及增速	15
图 28: 城镇居民家庭人均收入/支出变化	16
图 29: 中国近十年城乡恩格尔系数	16
图 30: 前海人寿增持中炬高新历程	17
图 31: 中山基地、阳西基地产量与施工情况	18
图 32: 海天高明、苏州工厂产量与施工情况	19
图 33: 中炬分区域增长率情况	19
图 34: 销售费用占比	20
图 35: 销售人员占比	20

图 36：美味鲜总资产在中炬高新中占比	21
图 37：中汇合创营收变化情况	22
图 38：中汇合创净利变化情况	22
图 39：房地产业务增速及占比	22
图 40：房地产业务发展路径	22
图 41：中山房地产相关政策	22

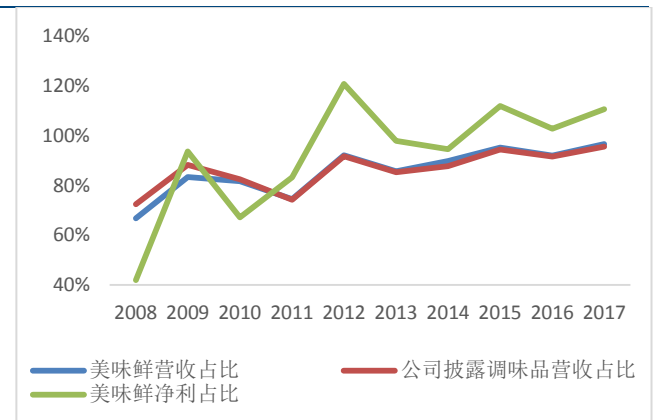
1. 厨邦速度追赶海天 行业有望从一超多强变寡头垄断

1.1 与龙头海天差异化竞争 走中高端路线

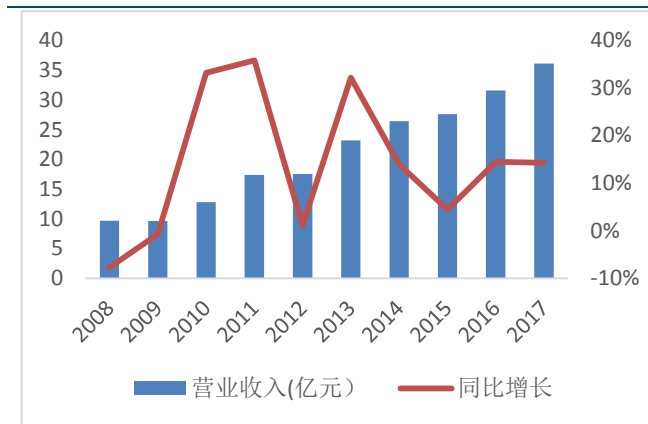
中炬高新从事调味品产销研、房地产开发等业务,调味品业务占比 10 年间从 72% 增长到 96%, 全资子公司美味鲜贡献了中炬近 5 年来 95% 以上的净利润, 且近 7 年来母公司的调味品板块单独业务略有亏损。

图 1: 主营业务构成变化


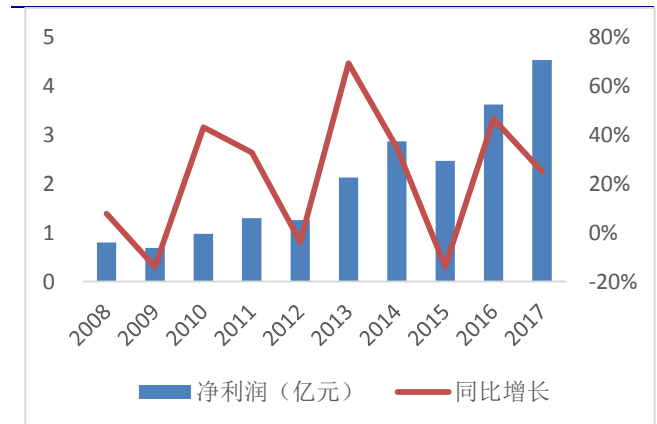
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 2: 美味鲜营收/净利在中炬占比情况


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

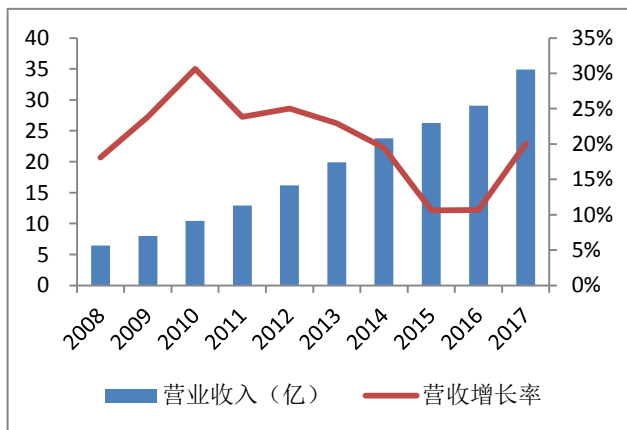
图 3: 中炬高新营收增长情况


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

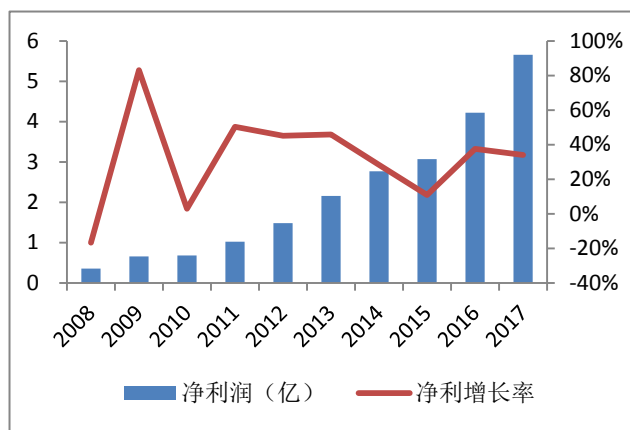
图 4: 中炬高新净利增长情况


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 5: 美味鲜营收增长情况
图 6: 美味鲜净利增长情况



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

美味鲜是以生产销售酱油为主、鸡精食用油等为辅，以东南区域为据点、向全国扩张的，主要产品定位中高端的调味品企业，属准全国化的第二梯队，与龙头海天差异化发展。

- ◆ **产品定位方面，主要产品厨邦定位中高端，价格略高于海天。**美味鲜旗下拥有“厨邦”和“美味鲜”两大品牌，凭借“厨邦酱油美味鲜，晒足一百八十天”的品牌宣传、全部使用非转基因黄豆使氨基酸态氮含量¹达特级标准以及醒目的绿格子包装设计，厨邦走中高端路线，占比超 90%；美味鲜定位中低端，占比不到 10%。
- ◆ **产品发展方面，酱油单品向功能化细分发展，品类扩张与海天错位竞争。**目前酱油在美味鲜调味品中占比约为 70%，对比海天 61%，日本调味品巨头龟甲万 26%，美味鲜酱油占比仍然较高。公司一方面进行酱油单品的升级改进，陆续推出了厨邦淡盐酱油、厨邦海鲜酱油、厨邦纯酿、厨邦铁强化小淘气酱油等；另一方面，公司大力拓展产品线，避开海天已比较成熟的蚝油和调味酱市场，利用阳西生产基地，从鸡精、食用油、料酒和米醋等产品切入，丰富产品结构。
- ◆ **渠道拓展方面，美味鲜 70%以上产品销往东南部区域，家庭消费占比 80%，海天则较为均衡。**美味鲜利用地缘优势，深耕华南，根据市场发展程度和渠道下沉深度把全国市场划分为**五级**。公司采取经销商为主、KA²直销为辅的营销模式，终端餐饮占比 20%，小于龙头海天的 60%以及行业平均的 40%。

表 1: 主要酱油品类成分表

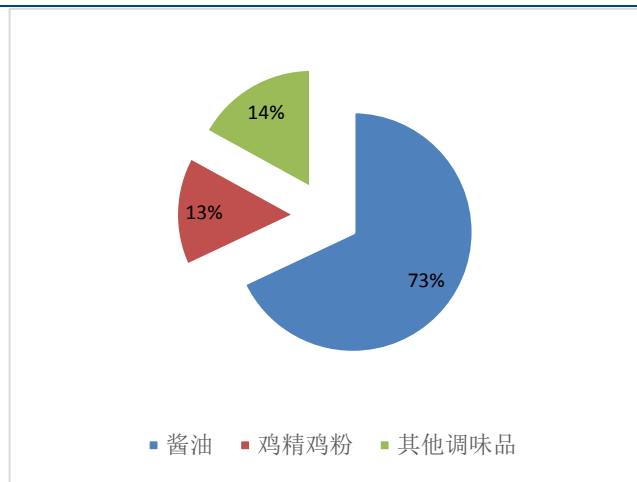
¹酱油的一个关键指标是氨基酸态氮含量，含量越高，味道越鲜，等级也越高。按照国家规定，不同等级酱油的氨基酸态氮含量分别为：特级≥0.8g/100ml；一级≥0.7g/100ml；二级≥0.55g/100ml；三级≥0.4g/100ml。

² KA 为 Key Account 的缩写，指单店营业面积 3000 平方米以上，客流量大、经营状况良好的大型连锁超市。

	产品名称	氨基酸态氮含量 (g/ml)/质量等级	大豆原料	价格 (天猫旗舰店)
厨邦	特级鲜味生抽	1.3/特级	非转基因黄豆	9.6 元/410ml
	金品生抽	1/特级	非转基因黄豆	8.4 元/410ml
	淡盐酱油	1/特级	非转基因黄豆	9.5 元/410ml
海天(包装升级后)	味极鲜	1.25/特级	非转基因黄豆, 非转基因大豆	10.9 元/450ml
	金标生抽	1/特级	非转基因黄豆, 非转基因脱脂大豆	8.5 元/500ml
	草菇老抽	0.7/一级	非转基因黄豆, 非转基因脱脂大豆	9 元/500ml

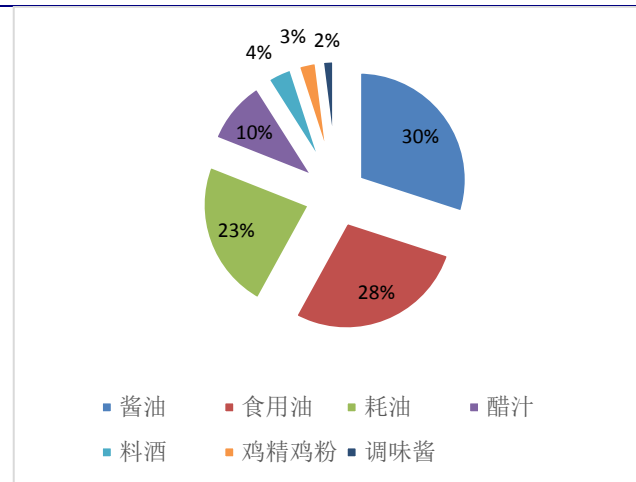
资料来源: 市场调研 东兴证券研究所

图 7: 美味鲜目前产品结构



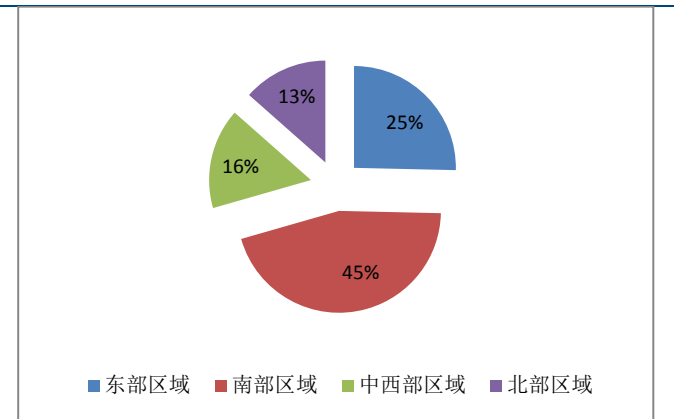
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 8: 阳西基地达产后预期产品结构



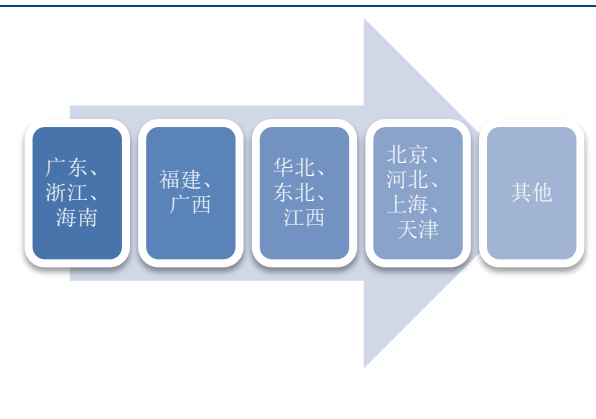
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 9: 2017 年中炬产品分区域占比



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

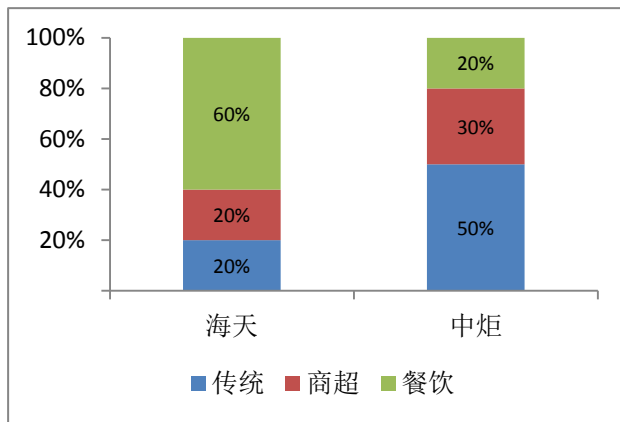
图 10: 中炬五级市场划分



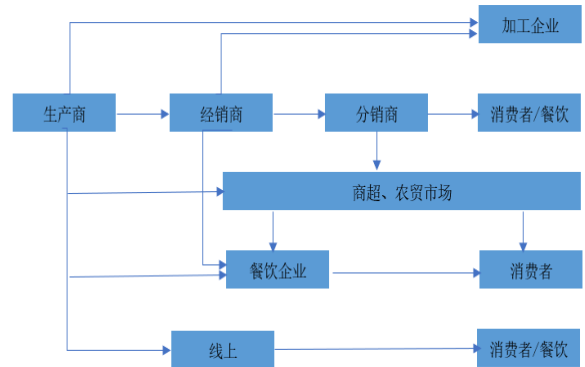
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 11: 海天/中炬渠道占比

图 12: 调味品企业销售渠道



资料来源：公司公告 东兴证券研究所



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

1.2 以厨邦速度奋力追赶 与海天净利差距由 13 倍缩减至 6 倍

中炬财务指标弱于海天。

- ◆ 从安全性和营运能力来看，中炬弱于海天，优于千禾及加加；
- ◆ 从盈利能力来看，海天由于成本控制力强、千禾由于发力高端产品、毛利率高于中炬，海天费用率低，总资产收益率均明显优于同行。

但厨邦速度快于同行，美味鲜与海天营收差距由 5 倍缩减至 4 倍，净利差距由 13 倍缩减至 6 倍。近 7 年来，美味鲜平均营收增长率为 18%，高于海天 14% 及行业平均 10%；平均净利增长率为 34%，高于海天 19% 及行业平均 12%。

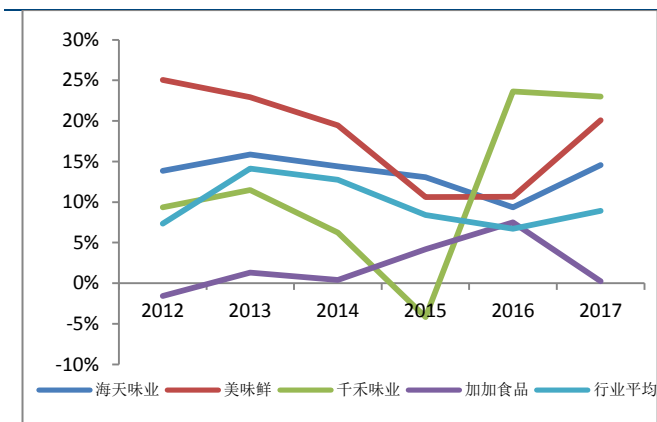
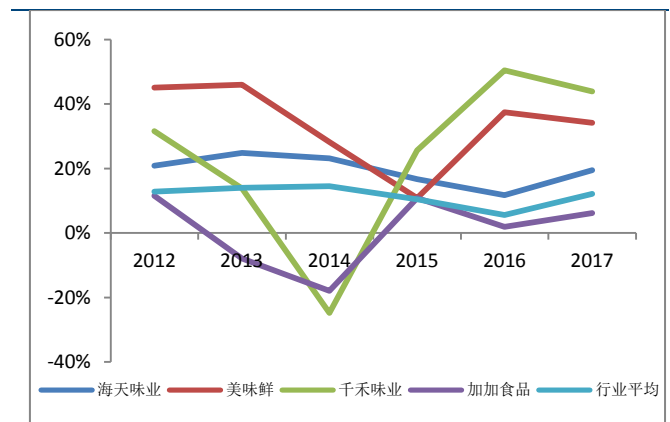
快速增长源于调味品产线的扩张优化及全国化布局的加快。

- ◆ 收入的快速增长，生产端源于阳西调味品产线的逐步投产，销售端因于中西北部销量的快速增长。公司大部分货款实行“先款再货”，CFO 持续为正；每年资金都会用来投资调味品产线，CFI 持续为负；“经营活动现金流入-（投资活动现金流出+筹资活动现金流出）”近年来持续负增大，说明公司扩张步伐逐步加大，进一步投资于阳西厨邦与阳西美味鲜基地。
- ◆ 净利的增长高于收入是规模效应综合原料利用率的提升所致。中山基地于 2012 年竣工，阳西厨邦于 2013 年启动建设，阳西美味鲜于 2017 年启动，中山基地的优化与阳西基地的建设都秉持“厨邦智造”的理念，优化成本。

表 2：主要酱油公司财务指标比较

	海天味业	中炬高新	千禾味业	加加食品
1.安全性分析				
货币资金/有息负债 ³	4.7	0.1698	1.2136	0.3182
流动资产/流动负债	2.6127	3.4305	5.2745	1.1051
(流动资产-存货)/流动负债	2.3821	-0.5555	-1.1788	0.5514
2.盈利能力				
毛利率	0.4569	0.3927	0.4334	0.2728
费用率	0.1757	0.2313	0.2565	0.1541
净利率	0.2421	0.1417	0.1519	0.0842
总资产收益率	0.2370	0.1001	0.1296	0.0556
3.营运能力				
生产资产 ⁴ /总资产	0.2611	0.2792	0.4452	0.5933
应收款 ⁵ /总资产	0.0012	0.0213	0.0625	0.0379
预付/总资产	0.0011	0.0020	0.0157	0.0285
应付/总资产	0.0340	0.0474	0.0457	0.0518
预收/总资产	0.1639	0.0395	0.0066	0.0294
4.杜邦分析				
净资产收益率	0.3243	0.1564	0.1475	0.0794
净利润率	0.2421	0.1417	0.1519	0.0842
总资产周转率	0.9788	0.7066	0.8531	0.6605
杠杆系数	1.3683	1.5622	1.1379	1.4282

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

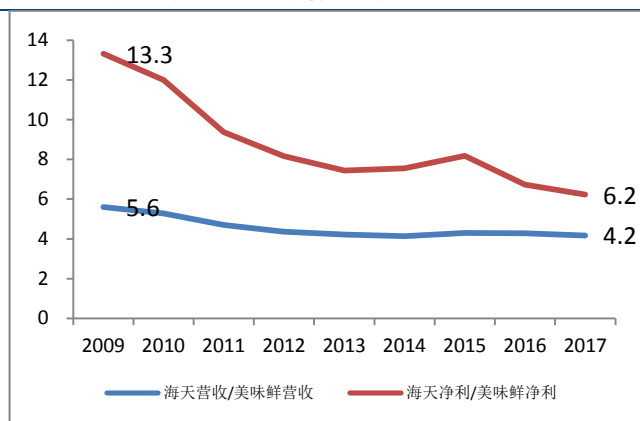
图 13: 调味品主要企业营收增长率变化

图 14: 调味品主要企业净利增长率变化

³ 有息负债=短期借款+应付票据+应付账款+其他应付+长期借款+应付债券

⁴ 生产资产=固定资产+在建工程+工程物资

⁵ 应收款=应收票据+应收账款+应收利息+其他应收+应收股利

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

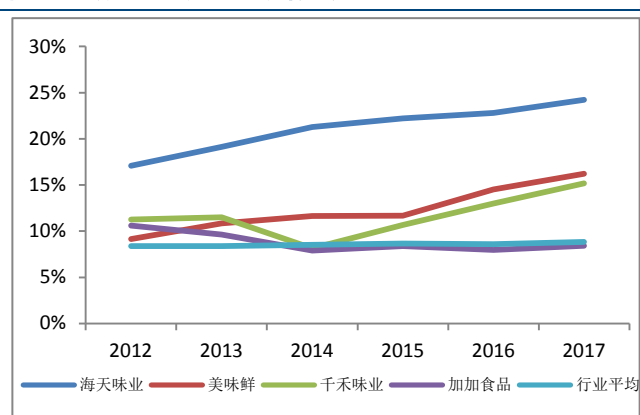
图 15: 中炬与海天营收及净利差距变化



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

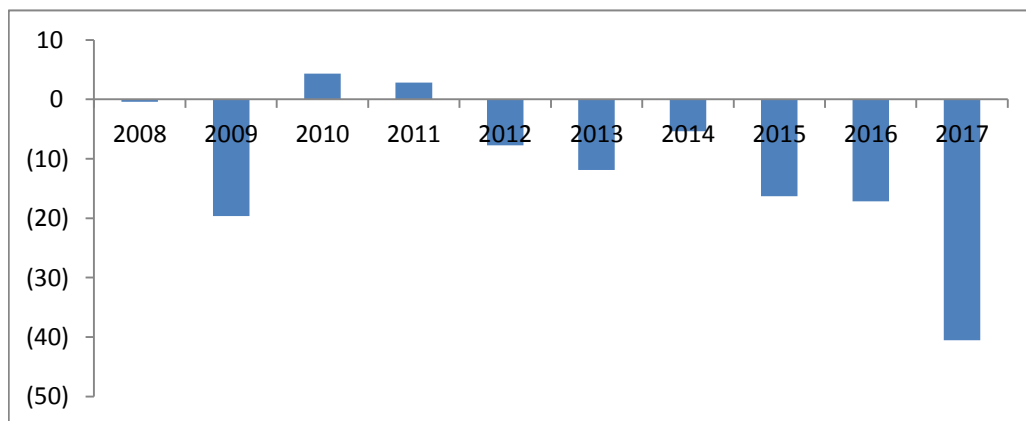
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 16: 调味品主要企业净利率变化



资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 17: 经营活动现金流入与投资加筹资现金流出差计算情况



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

表 3: 阳西基地投入与产出效益

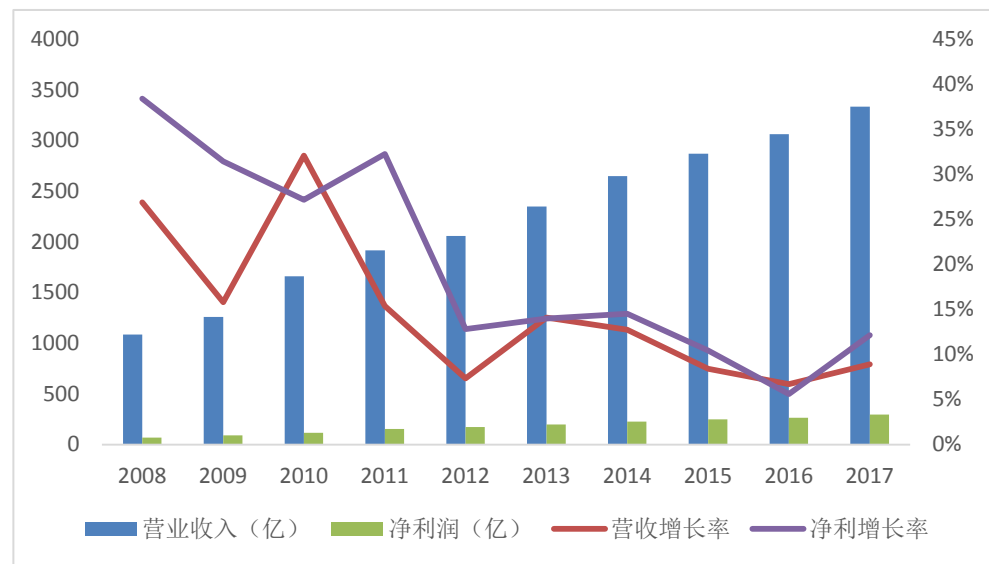
	阳西厨邦	阳西美味鲜
投入	14.98 亿	16.25 亿
产能	47 万吨	65 万吨
年达产收入	33.47 亿	48.45 亿
年达产净利	3.18 亿	3.4 亿
内部收益率	17.81%	24.34%

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

2. 行业发展为公司带来机遇

2017 年底调味品行业的市场规模达 3 千多亿元, 将持续稳定增长、逐步集中。

图 18: 调味品行业近 10 年营收与净利变化情况



资料来源: 国家统计局 东兴证券研究所

2.1 分散市场待整合 集中度不断提升

调味品行业集中度低, 但在不断提升。我国调味品行业技术门槛较低, 有地域口味差异, 市场分散, 同质化现象严重。2011-2016 年, 我国调味品行业的 CR5 从 18.3% 上升至 21.2%, 远低于日本的 74.8%, 龙头海天的市占率仅有 15% 左右, 低于日本酱油龙头龟甲万的 37%。

图 19: 我国调味品 CR5 逐年递增

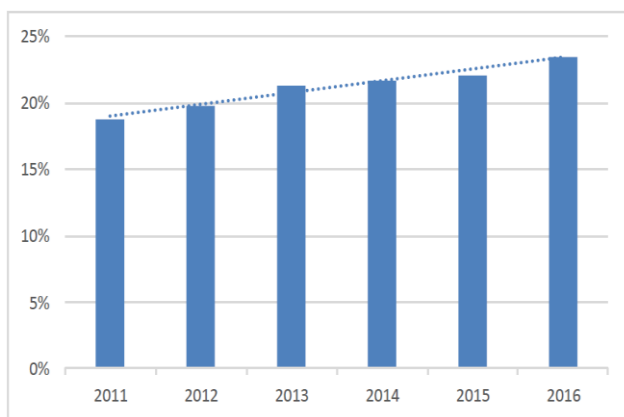
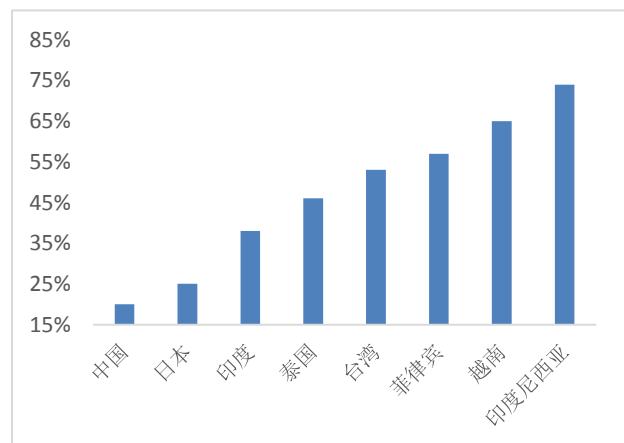


图 20: 部分亚洲国家 CR5



资料来源：Euromonitor 东兴证券研究所

资料来源：国家统计局 东兴证券研究所

目前，调味品行业呈现一超多强、四梯队分布的局面。

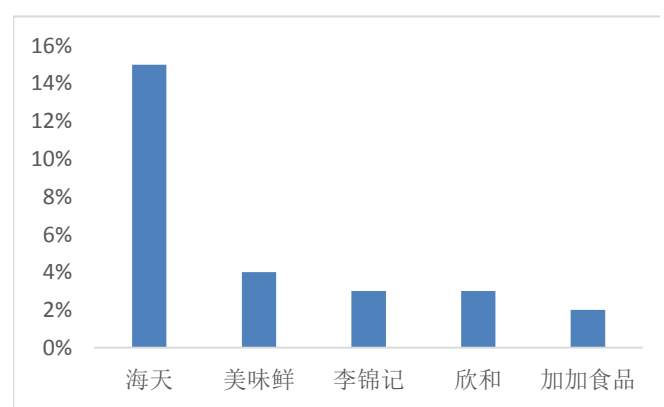
- ◆ 海天以 146 亿的营收遥遥领先，超过其后 5 家企业营收总和，属于全国性品牌；
- ◆ 李锦记、厨邦位于第二梯队，属于地区强势品牌和准全国品牌；
- ◆ 第三梯队有千禾、欣和、加加、东古等；
- ◆ 第四梯队为各地方的小工厂、作坊，主攻乡镇、农村市场。

图 21：我国酱油行业四梯队



资料来源：调味品商界 东兴证券研究所

图 22：主要酱油企业市占率

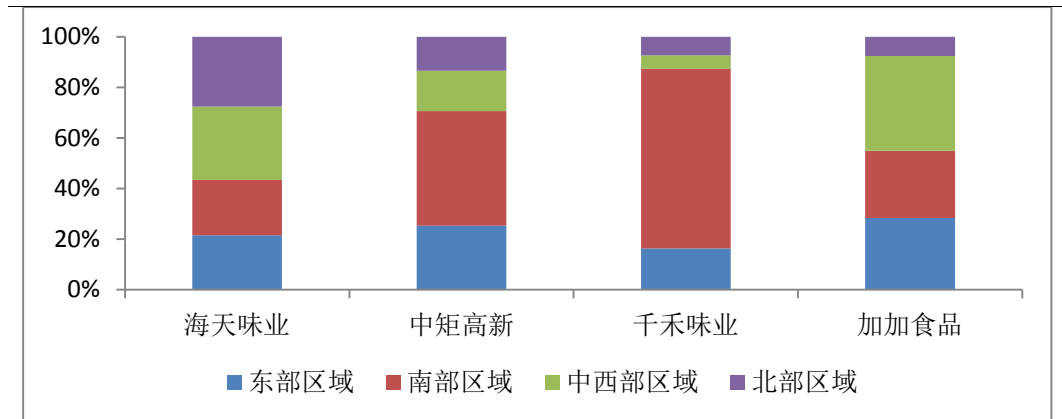


资料来源：国家统计局 东兴证券研究所

产品区域分布：海天全国化发展最快，美味鲜次之，其他以各自根据地为主，逐渐向周围渗透。

- ◆ 海天在全国比较均衡，各区域都占据绝对优势；
- ◆ 美味鲜深耕华南，向全国扩张；
- ◆ 千禾立足西南，向一线城市发展；
- ◆ 加加以湖南、河南、四川为生产基地，主做东部和中部市场。

图 23：各品牌分区域销售额



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

产能方面, 美味鲜的产能绝对量与产能利用率均弱于海天。海天 250+万吨的产能遥遥领先, 且产能利用率最高, 90%以上, 美味鲜 40+万吨, 产能利用率约为 70%。

表 4: 各公司产能表

(万吨)	酱油	调味酱	蚝油	食用油	醋	料酒	其他
海天味业	166.05	23.77	50.46				15.32
中炬高新	37.32	1.14			0.7	0.6	2.27
千禾味业	9.63				4.21		8.52
加加食品	16.53			7.99			3.97

资料来源: 糖酒快讯 东兴证券研究所

渠道方面, 海天主做餐饮, 美味鲜集中于家庭消费。

- ◆ 海天、李锦记掌握先发优势, 在餐饮布局较早, 餐饮占比大;
- ◆ 美味鲜以家庭端消费为主, 现在也开始发力餐饮;
- ◆ 千禾、欣和主做高端酱油, 以商超渠道对接家庭消费者为主。

表 5: 各品牌主要渠道及产品

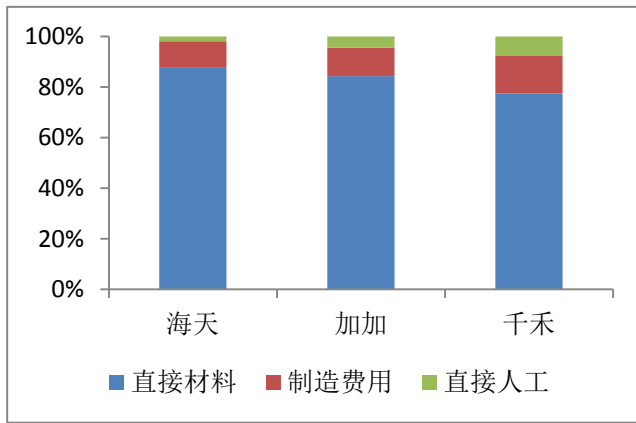
公司	渠道分布	定位	主要品牌
海天味业	餐饮 60%、商超 20%	低端到高端全覆盖	草菇老抽、金标生抽、海天味极鲜
美味鲜	60%商超、20%餐饮	中高端	厨邦美味鲜、厨邦特级鲜味生抽
李锦记	餐饮商超全覆盖	中高端	李锦记锦标生抽、李锦记秘制红烧酱油、李锦记薄盐生抽
山东欣和	商超为主	高端	欣和六月鲜
加加食品	商超为主	中低端	加加原酿造、加加面条鲜
千禾味业	商超为主, 发力电商	高端	千禾 135 高鲜酱油、千禾有机酱油

资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

2.2 成本费用提升 龙头公司提价转移风险

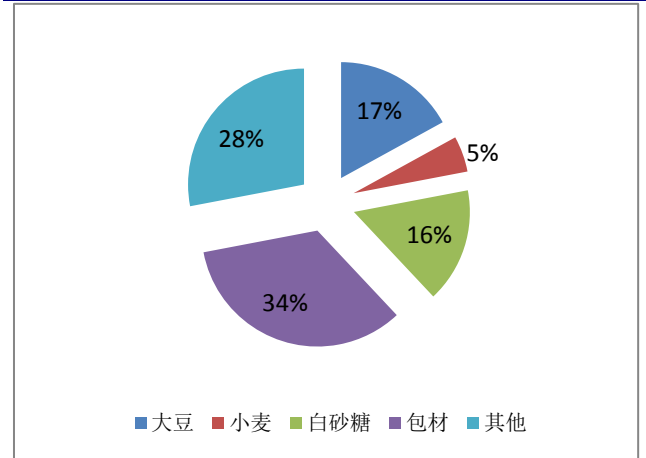
调味品直接材料价格呈上涨趋势，成本提升。直接材料占调味品成本 80%以上，大豆、白砂糖、小麦等农产品价格有波动；纸浆、瓦楞纸等包材的价格呈上涨趋势，且伴随消费升级包材质量高端化发展，双重因素影响使得调味品包材成本逐渐增大。

图 24: 酱油企业成本拆分 (g/kg)



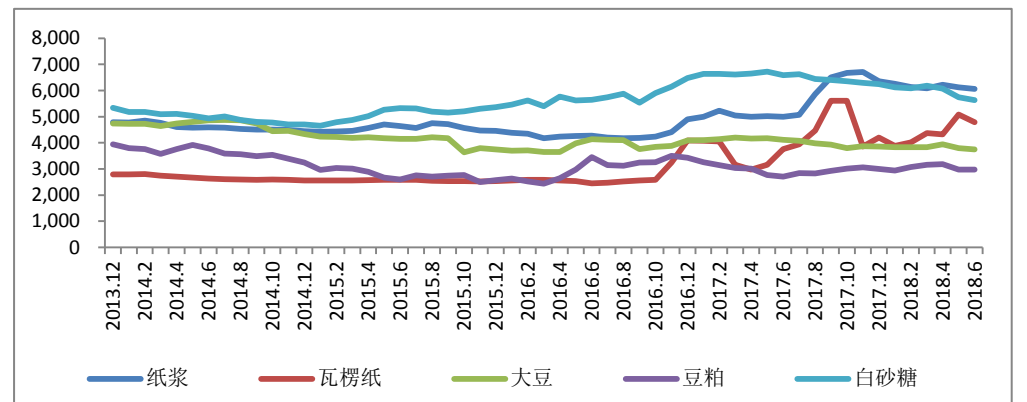
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 25: 酱油直接材料成本构成



资料来源: 中国产业信息网 东兴证券研究所

图 26: 酱油生产直接材料价格变化



资料来源: 国家统计局 东兴证券研究所

龙头企业提价转移风险，盈利能力稳中有进。应对成本上涨的负面影响，海天率先提价，海天提价周期一般为两年，其他品牌相继采取跟随策略。由于调味品行业需求弹性小，加之消费升级的影响，提价并未减少销量。

表 6: 海天引领行业提价时间表

年份	公司	提价情况	提价原因
2011	海天味业	酱油提价 8%、蚝油提价 4%	综合考虑市场需求、竞争格局
	中炬高新	厨邦提价 6%-7%	成本上涨
2012	海天味业	金标酱油提价 0.5 元, 涨幅 10%	
2013	李锦记	酱油提价 7%-10%	产品结构升级
2014	海天味业	60%商品提价 4%	理顺价格体系
2017	海天味业	70%商品提价 5%	原料成本上涨
	中炬高新	提价 5%-6%	原料成本上涨
	千禾味业	提价 8%	原料成本上涨

资料来源: 糖酒快讯 东兴证券研究所

2.3 量价齐升拓宽行业空间 产品向中高端发展

2.3.1 “产品细分多样化+餐饮消费增加”使酱油人均用量提升

酱油品类不断细分, 多样功能健康化是趋势。酱油品类先是从黄豆酱油中分化出生抽和老抽, 而生抽色鲜美且含盐量少, 人均消耗量 (6L/年) 远高于老抽 (1.4L/年)。而在生抽老抽的简单分类后, 市场继续演化出更细化的红烧、鲜味、儿童酱油等品类。

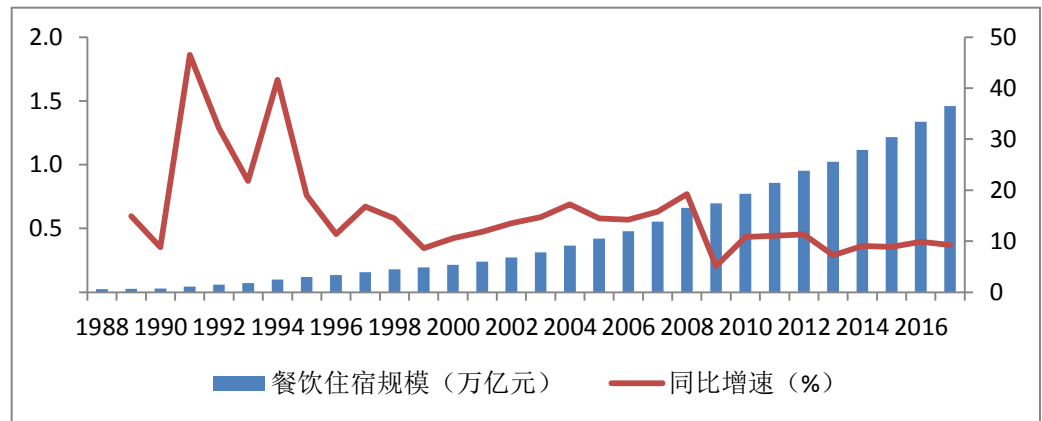
表 7: 酱油品种细分化历程

时间	酱油品种	发展历史
90 年代以前	本土酱油	以各地本土酱油为主
90 年代	黄豆酱油	黄豆酱油代替其他酱油
90 年代后期	老抽	老抽成为黄豆酱油的升级版
2000 年后	生抽	鲜调属性广受欢迎
2010 年后	功能化酱油	红烧酱油、鲜味酱油、儿童酱油等不断功能细分

资料来源: 中国产业信息 东兴证券研究所

调味品终端渠道餐饮占比最大 (45%), 餐饮消费增加将直接提升调味品用量。一方面, 随着外出就餐人群与外卖人数不断增长, 消费频次不断增加; 另一方面对于同样的烹饪, 餐饮 (6.4g/kg) 比家庭 (4.3g/kg) 使用酱油的用量更多。

图 27: 餐饮住宿行业规模及增速



资料来源: 国家统计局 东兴证券研究所

表 8: 外卖市场发展迅猛

	外卖 O2O 市场规模 (亿元)	外卖用户规模 (万人)	外卖网民使用率 (%)
2010	1.50		
2011	4.60		
2012	14.40		
2013	42.30		
2014	95.10		
2015	442.40	11,356.00	16.50
2016	715.80	20,856.00	28.50
2017		34,338.00	44.50

资料来源: 国家统计局 东兴证券研究所

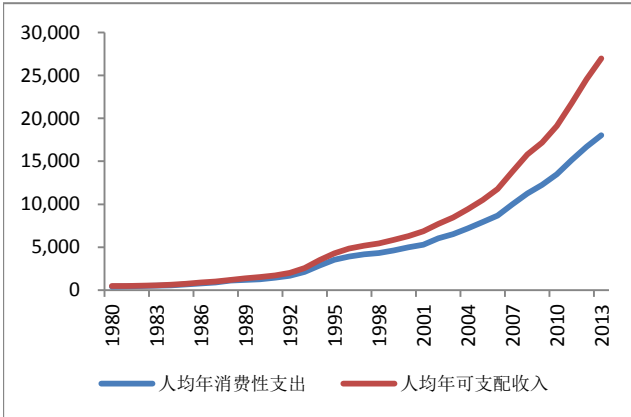
2.3.2 “需求弹性小+消费升级”使酱油往中高端发展 单价提升

酱油属于生活必需品, 具有较强的消费粘性, 需求弹性较小。

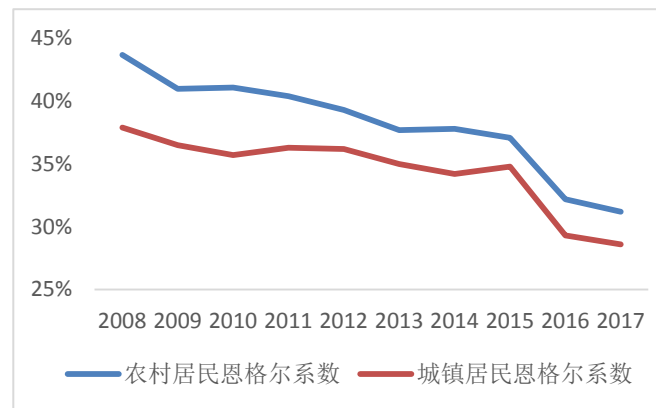
居民消费升级有望提升中高端调味品需求。恩格尔系数达富裕国家水平, 2017 年中国恩格尔系数下降到 29.3%, 首次低于 30%, 达到富裕国家水平; 城乡人均居民可支配收入进一步增长。目前中高端酱油 (≥ 8 元/500ml) 的销售额占比已经达到 23%, 同比增速高达 47%, 而酱油生产企业纷纷革新生产理念, 升级产品。

图 28: 城镇居民家庭人均收入/支出变化

图 29: 中国近十年城乡恩格尔系数



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所



资料来源: 国家统计局 东兴证券研究所

表 9: 酱油主要公司产品升级路径

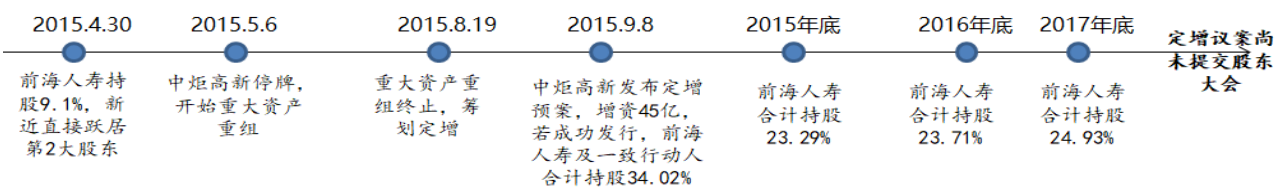
企业名称	产品升级方式	智能化产线
海天味业	提升中高端产品占比	自动化压榨/发酵/蒸煮/灌装生产线
中炬高新	提升产能利用率	厨邦智造
李锦记	产品多样化, 中高端转化	包装物料检测、自主瑶柱打丝机设备
千禾味业	发力高端, 主打有机零添加	先进的种曲机、管道、圆盘制曲机等

资料来源: 中国调味品协会 东兴证券研究所

3. 中炬自我修养不断完善 从追赶者到领军者依稀可见

3.1 改革春风带来新面貌 中炬厨邦拥有强劲追赶动能

前海人寿(实际控制人为宝能集团)通过二级市场增持跃居中炬第一大股东, 大幅提高管理层薪酬待遇。2015 年前海人寿二级市场买卖中炬高新, 截至 2018.3.31, 账户合计持股 24.93%。2016 年派驻两人入驻中炬, 分别担任董事与常务副总经理。2015-2017 近 3 年的主要高管报酬合计增加值是 2014 年底主要高管薪酬总计的 3 倍, 每年均有增长。

图 30: 前海人寿增持中炬高新历程


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

薪酬考核直接与业绩指标挂钩, 人均薪酬与人均创收均显著提升。公司 2014.3.18 颁布的核心管理人员绩效考核制度, 将人员工资奖励与公司营业收入、净利润和净资产收益率直接挂钩, 人均薪酬直接提升 50%, 人均创收明显提升 30%, 但公司人均创收仍差海天十倍之遥, 人均薪酬也低海天 50% 左右, 人员奖励与业务效率提升空间显著。

表 10: 中炬/海天人均薪酬与人均创收对比⁶

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
中炬高新								
人均薪酬 (万/元)	10.00	10.30	9.26	9.96	6.61	6.29	5.12	3.90
人均创收 (万/元)	7749.23	7652.32	6874.95	7811.39	5893.24	5641.13	5706.76	4411.37
海天味业								
人均薪酬 (万/元)	14.75	13.77	12.61	12.93	11.75	10.22	7.02	5.88
人均创收 (万/元)	92097.60	85476.28	83858.12	70061.69	66335.80	64565.41	80393.96	87491.49
平均国债收益率	3.62%	2.89%	3.36%	4.13%	3.85%	3.49%	3.86%	3.50%

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

3.2 阳西基地持续放量 100 万吨产能静待释放

阳西厨邦+阳西美味鲜将释放 100 万吨以上产能, 再加上中山基地, 总产能达 150 万吨以上, 此外阳西还有 288 亩用地尚在规划, 潜在价值巨大。

表 11: 阳西 1000 亩产业园利用情况

时间	相关披露	工程及进展
2010	拟在阳西产业园分期建设 1000 亩美味鲜厨邦食品 (阳西) 生产基地, 相关食品 100 万吨生产能力	另 288 亩用地尚在规划
2011	美味鲜生产场所面积 338 亩, 各类调味品 46.88 万吨	阳西厨邦工程, 一期已投产并持续投入建设, 累计投入 8.8 亿元
2015	阳西美味鲜食品有限公司, 建设周期 5 年, 占地 374 亩, 总投资 16.25 亿。建成后将新增 30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋及 5 万吨料酒	阳西美味鲜工程 17 年 9 月正式启动, 累计投入 0.94 亿元

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 31: 中山基地、阳西基地产量与施工情况

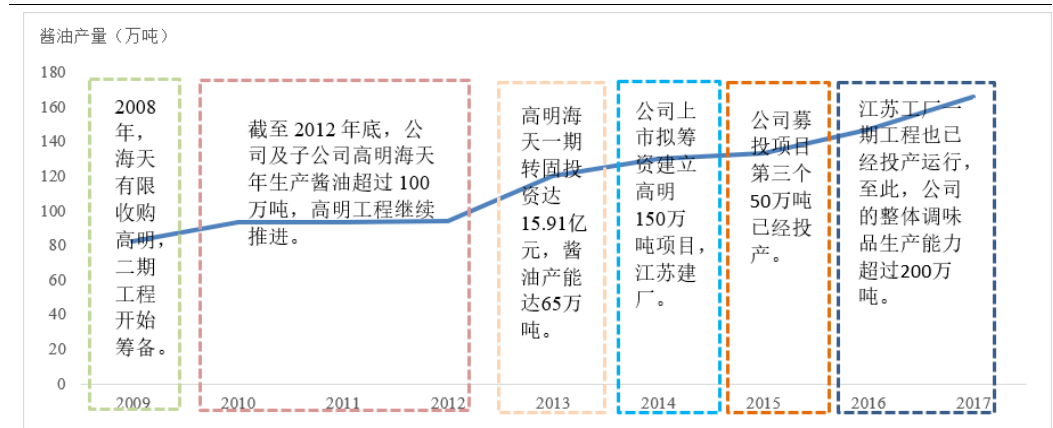
⁶ 人均薪酬 = (支付给职工以及为职工支付的现金 + 应付职工薪酬期末值 - 应付职工薪酬期初值) / 期末员工总数
 人均创收 = 营业总收入 / 期末员工总数
 人均薪酬及人均创收的计算均剔除了资金的时间价值



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

2017年中炬高新合计产量48万吨,为中山基地30万吨和阳西厨邦一期18万吨。而2017年海天调味品的整体生产力已达250万吨。

图 32: 海天高明、苏州工厂产量与施工情况

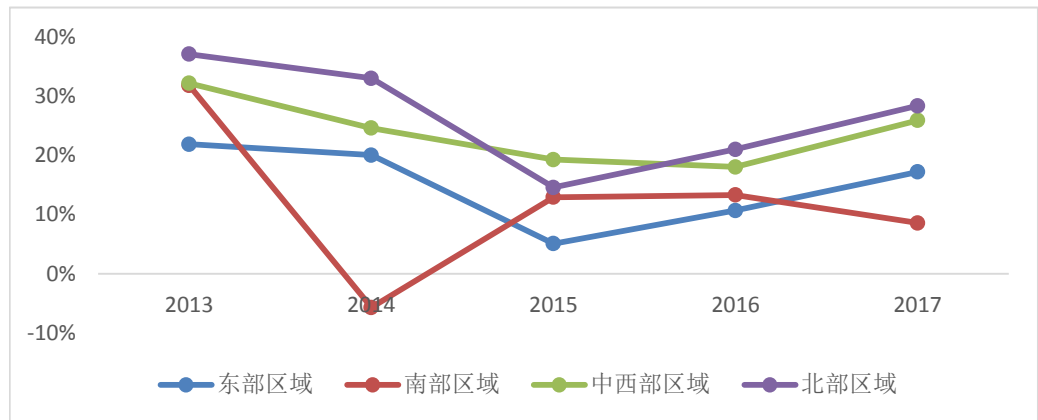


资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

3.3 渠道往中西北部及三四线城市下沉 提升餐饮占比

中西北部区域市场份额小, 发展迅猛。2017年, 中西部和北部营收增速达25.9%、28.4%, 明显高于东部和南部的增速, 公司正以华南为据点, 进行全国化扩张。

图 33: 中炬分区域增长率情况



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

中炬以地级市为基础构建营销网络, 目前已覆盖 70%。珠三角地区的渠道布局最为完善, 在华南地区的经销商已覆盖到县乡级别。但与龙头海天相比, 公司的渠道范围与海天仍是数倍之差, 销售方面的投入也弱于海天。中炬东南部区域营收仅为海天东南部的 40%, 中西北部区域是海天相同区域的 12%。

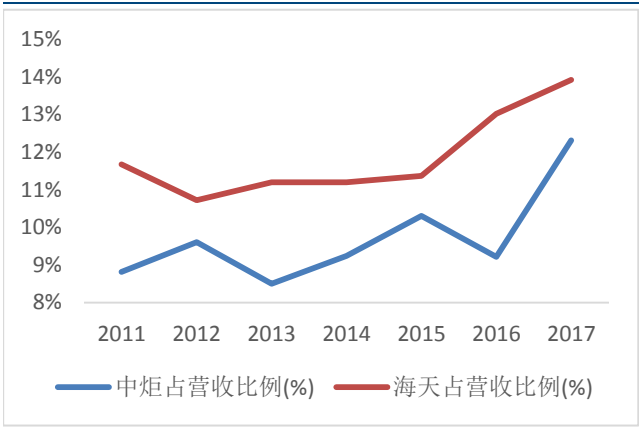
表 12: 中炬/海天营销网络情况

	中炬高新	海天味业
2015	90 个销售办事处, 900 人的业务团队, 600 个一级经销商, 一级经销商下辖约 4500 个分销商	2000 多家经销商、10000 多家联盟商, 网络覆盖 300 多个地级市、1000 多个县份
2016	718 个一级经销商, 一级经销商下辖分销商约 4500 个	2600 多家经销商、16000 多家联盟商, 网络覆盖了 320 多个地级市, 1400 多个县份
2017	一级经销商 800 余家, 分销商 5000 余家、终端销售网点 25 万家。销售区域覆盖 70% 以上地级市	覆盖范围增长了 10%

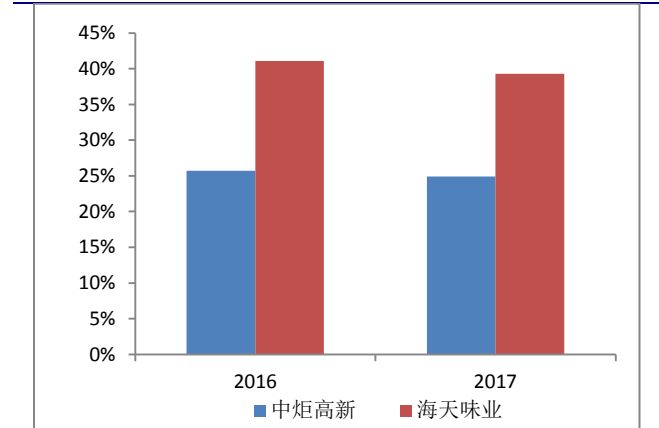
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 34: 销售费用占比

图 35: 销售人员占比



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所



资料来源: 公司年报 东兴证券研究所

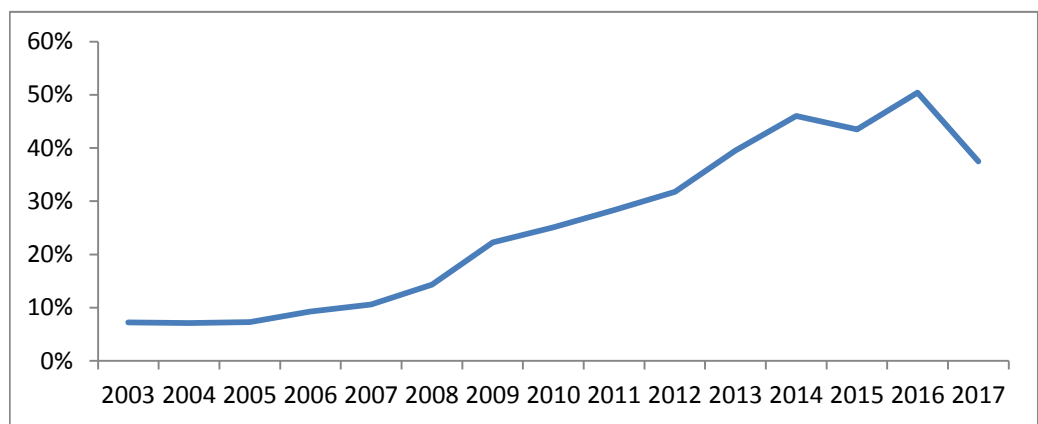
随着餐饮渠道推广力度加大, 公司餐饮终端占比有望从 20% 提升至 40%。

- ◆ 一方面, 公司以厨师为切入点, 举办厨师大赛、成立厨师俱乐部, 培养厨师对产品的粘性;
- ◆ 另一方面, 在经销商甄选上, 针对餐饮较弱的地区经销商情况, 另找专人来做。

3.4 房地产蕴藏潜力 尚未开发土地估值 35 亿

中炬高新虽利润 95% 以上由美味鲜创造, 但美味鲜总资产占中炬高新总资产不足一半, 公司大量存量资产待盘活。而 2018Q2 存量资产开始释放利润, 子公司中汇合创房地产公司 2018Q2 营收增长 13.6 倍, 母公司资产运营 2018Q2 营收同比增长 7.8 倍。

图 36: 美味鲜总资产在中炬高新中占比

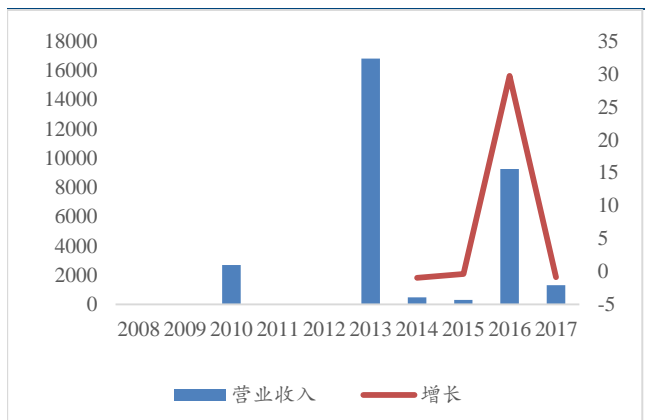


资料来源: 公司年报 东兴证券研究所

公司目前的房地产业务具备升值空间。中炬高新的房地产业务营收是由母公司及控股 79.16% 的子公司中汇合创共同创造。目前公司房地产业务主要集中在中山城区与开

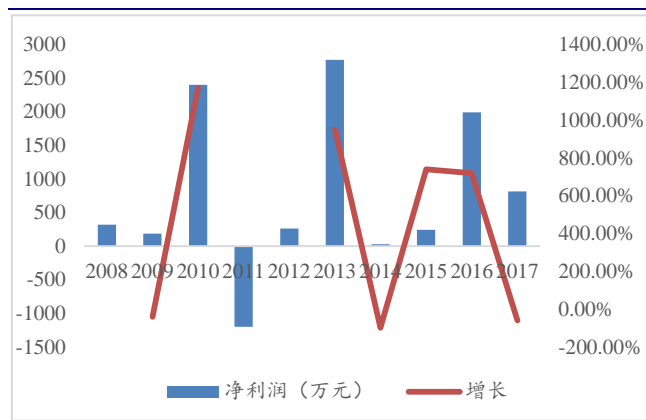
发区交界、岐江新城城轨中山站片区。随着粤港澳大湾区在国家战略层面的逐步落地，深中通道、中开高速、广州地铁的道路交通轨道发展，公司的房地产业务升值空间较大。但随着中山市 2017 年 3 月出台的限购政策⁷，其房地产业务不确定性大。

图 37: 中汇合创营收变化情况



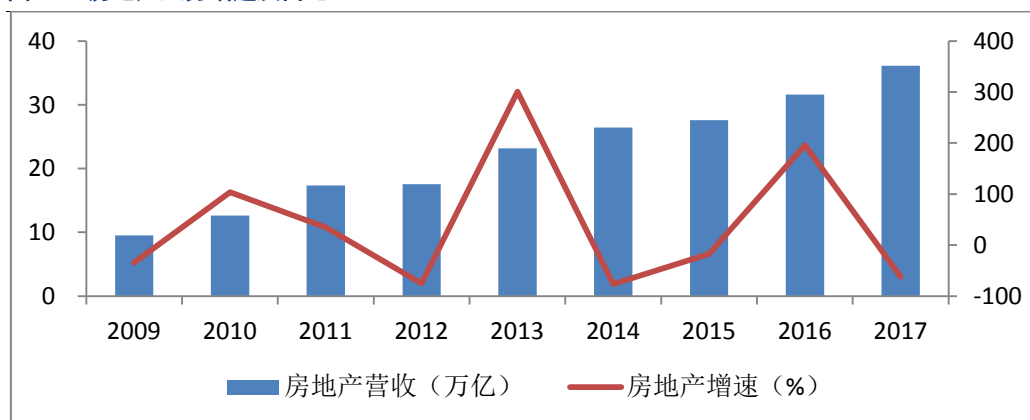
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 38: 中汇合创净利变化情况



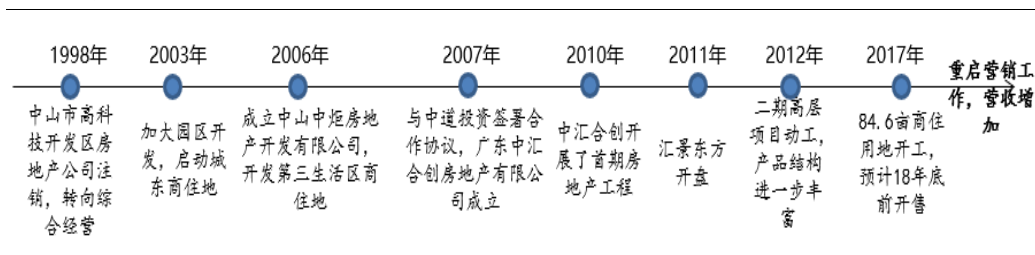
资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 39: 房地产业务增速及占比



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

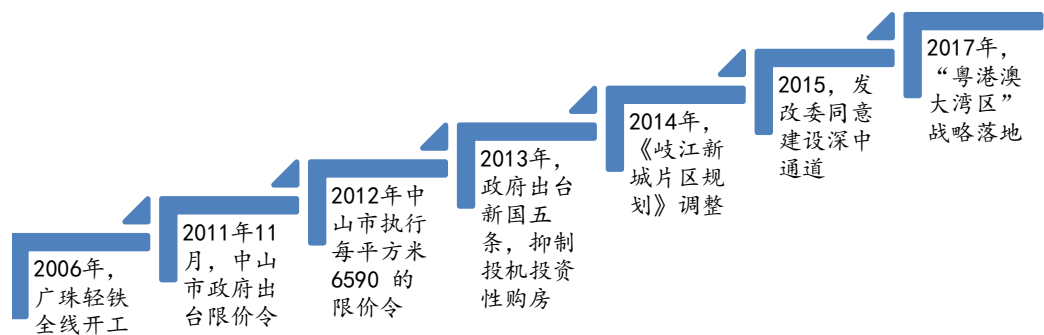
图 40: 房地产业务发展路径



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

图 41: 中山房地产相关政策

⁷将首套房贷首付款提高至 30%，同时规定本地购房人，限购三套，外地购房人，限购两套



资料来源: 中山房地产 东兴证券研究所

公司目前尚未开发的土地全部落在《中山站片区规划》内, 其中 522 亩为商住地, 827 亩为配套用地, 根据中山站旁核心地段商品房的最近土地成交价 (680-1000 万元/亩), 保守估计公司所在区土地开发价为 680 万元/亩, 土地购置成本为 31 万元/亩, 按公司商住地核算, 我们给予公司尚未开发地产价值 35 亿的估值, 增值 31 亿元。

表 13: 中炬待开发地产估值

	待开发商住	配套用地	合计
子公司中汇合创 (亩)	660	453	1053
母公司地产 (亩)	0	468	468
总待开发地产合计 (亩)	522	827	1349
	(660*79.16%)	(453*79.16%+468)	
市值 (亿元)	35		
	(522*680)		
购置成本 (亿元)		4	
		(31*1349)	
增值 (亿元)		31	

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们认为公司业绩将持续快速增长。“品牌力+公司治理+盘活资本”为中炬的快速增长奠定基础, “产品研发+产能释放+渠道拓宽”实现厨邦速度。预计 2018、2019、2020 年的 ESP 分别为 0.77、0.98、1.27 元。综合相对估值和绝对估值, 我们认为合理价为 37 元, 给予公司“强烈推荐”评级。

◆ 针对公司的快速增长及海天 54 倍 PE, 我们给予中炬 50 倍 PE, 对应 2018 年的相

对估值为 38.5 元。

- ◆ 鉴于调味品行业稳定增长，同时公司作为行业优质企业兼具成长性和业绩稳定性，可用 DCF 估值。设上证综指过去十年平均回报率 10.72% 为股市平均回报率 R_m ， β 值为 0.68，采用十年期国债收益率 3.5% 为无风险收益率，则公司的 WACC 为 8.25%。用 DCF 估计出企业调味品的价值，结合上文给出公司的地产增值价值，综合算出公司总价值。通过 DCF 模型我们测算的绝对估值为 35.76 元。

表 14: 公司 2018-2020 调味品收入预测

(亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
酱油	14.5	17.5	19.1	21.2	25.2	29.0	33.2	38.2
鸡精粉	2.2	2.9	3.4	3.8	4.5	5.1	5.6	6.2
调味品收入	19.8	23.2	26.1	28.9	34.5	39.4	45.3	52.6
YoY	22.8%	17.3%	12.4%	11.1%	19.3%	14.2%	14.9%	16.1%

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

表 15: 公司绝对估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	5,568.99	21.27%
第二阶段	10,443.03	39.89%
第三阶段 (终值)	10,169.71	38.84%
企业价值 AEV	26,181.73	100.00%
+ 非核心资产价值	545.85	2.08%
- 少数股东权益	353.62	-1.35%
- 净债务	982.83	-3.75%
调味品股本价值	25,391.13	96.98%
地产价值	3,100.00	
总股本价值	28,491.13	
股本 (百万股)	796.64	
每股价值 (元)	35.76	

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

5. 风险提示

风险提示: 产能释放渠道拓展不达预期，原材料成本上升，食品安全等。

6. 附录--草根调研

6.1 酱油类产品线上及商超调研

表 16: 酱油类产品线上及商超价量情况

产品信息	天猫旗舰店		天猫超市		京东旗舰店		物美(六道口圣熙广场店)		沃尔玛(北京清河店)		BHG (海淀成府路店)		
	产品名称/容量	价格	月销量	价格	月销量	价格	评价数	价格	占比	价格	占比	价格	占比
厨邦	金品生抽 / 410	8.4	18	7.5	186	7.9	5600	8.4	6.3	7.3	2	8.4	1.5
	草菇老抽 / 410	8.2	48	7.9	2091	7.9	4200	8.9	3.1	6.4	2	8.9	0.75
	特级老抽 / 410					8.5	11000	9.8	3.1	7.7	2	9.8	0.75
海天	海天生鲜味生抽 / 500			7	8477	6.9	100000	7.5		8.0		7.5	
	海天老抽王 / 500	8	161	7.9	14000	7.9	150000	8.0		7.3		8.0	
	海天海鲜酱油 / 500	11.5	33	11.8	2762	11.8	61000	11.9		11.9		11.9	
李锦记	草菇老抽 / 500	12.8	253	12.8	5352	12.8	36000	11.4		11.4		11.4	
	精选生抽 / 500ml	9.5	216	8.5	1882	8.9	110000	9.3	3	8		9.3	
	锦珍生抽 / 500ml			6	1594	6	30000	6.0	5			7.5	
千禾	锦珍老抽 / 500ml	6.8	86	6.5	2652	6.6	100	6.6	5	6.4		7.5	
	千和头道源香 / 500ml	30.9	31	29.8	785	29.8	33000	29.8		29.8		29.9	
	千禾有机酱油 / 500ml	49.8	38	46.8	789	46.8	21000	48.7		48.7		51.5	

资料来源: 实地调研 东兴证券研究所

6.2 非酱油类产品线上及商超调研

表 17: 非酱油类产品线上及商超价量情况

产品信息	天猫旗舰店		天猫超市		京东旗舰店		物美(六道 口圣熙广 场店)	沃尔玛(北 京清河店)	BHG (海 淀成府路 店)	
	价格	月销 量	价格	月销 量	价格	评价数	占比	占比	占比	
厨邦	厨邦耗油 / 730g	13.9	19	15.9	321	12.9	6200	2	2	
	厨邦米醋/420ml	8.9	298	7.9	15000	6.8	15000	2		
海天	海天蚝油 / 700g	8.5	658			8.5	260000	25	50	25
	海天豆瓣酱/800g					24	22000	20	50	3
	海天料酒/450ml	7.5	576	7	47000	7	250000	2	2	2
	海天米醋/450	6.9	195	6.8	15000	6.9	120000	2	2	1
李锦 记	蒜蓉辣椒酱 / 226g	20.8	473	19.99	2983	19.9	54000	10		10
	蒸鱼豉油 / 207ml	7.2	175	7.8	606	7.2	33000	60	100	60
	李锦记秘制红烧汁 / 410ml	13.8	584	11.9	7267	9.9	71000	80	100	100
千禾	千禾窖醋 / 500ml	29.8	20	29.8	536	26.8	7000	5		5
	千禾葱姜料酒/500ml	9.8	18	9.8	2549	9.8	500	3		3

资料来源：实地调研 东兴证券研究所

6.3 便利店调研

表 18：各品牌便利店统计情况

	酱油品牌/占 比	酱油品类排名首位/容量/价格	非酱油品类研究所属品牌名称/细 分领域占比
全时汇	海天 / 100%	海天鲜味生抽 500ml (7.5 元), 海天酱油老抽王 500ml (8 元), 海天味极鲜 380ml (7.5 元)	海天蚝油/50%、海天豆瓣酱 / 100%、李锦记蚝油 / 50%、李锦记 蒸鱼豉油 / 100%
邻家	李锦记 / 50%、鲁花 / 50%	李锦记精选生抽 / 500/9.8	海天蚝油/50%、海天豆瓣酱 / 100%、李锦记蚝油 / 50%、李锦记 蒸鱼豉油 / 100%
超市发	海天 / 50%、 李锦记 / 25%、东古 / 25%	海天鲜味生抽 500ml (7.5 元), 海天酱油老抽王 500ml (8 元), 海天海鲜酱油 500ml (9.5 元)	海天蚝油/50%、海天豆瓣酱 / 100%、李锦记蚝油 / 50%、李锦记 蒸鱼豉油 / 101%

资料来源：实地调研 东兴证券研究所

表 19: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2800	3116	3603	3938	4528	营业收入	3158	3609	4252	4966	5905
货币资金	441	241	475	563	560	营业成本	1999	2192	2549	2924	3432
应收账款	44	67	72	82	102	营业税金及附加	42	48	53	65	76
其他应收款	27	45	54	63	74	营业费用	275	426	459	519	591
预付款项	66	11	39	71	109	管理费用	349	348	395	447	514
存货	1342	1413	1496	1550	1883	财务费用	63	60	61	62	64
其他流动资产	879	1339	1467	1610	1798	资产减值损失	7.38	22.78	11.10	13.75	15.88
非流动资产合计	2111	2189	2244	2595	2848	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	49	31	41	49	53	投资净收益	45.38	71.24	50.00	45.00	50.00
固定资产	1216.2	1213.95	1292.00	1614.84	1851.50	营业利润	467	611	773	981	1263
无形资产	143	212	191	170	148	营业外收入	24.95	5.60	16.98	15.84	12.81
其他非流动资产	0	35	0	0	0	营业外支出	6.07	7.46	6.00	6.51	6.66
资产总计	4911	5305	5847	6533	7376	利润总额	486	609	784	991	1269
流动负债合计	855	908	1081	1237	1435	所得税	76	98	125	158	203
短期借款	20	15	15	15	15	净利润	410	511	658	832	1066
应付账款	236	251	318	345	407	少数股东损益	48	58	44	50	51
预收款项	200	209	309	406	496	归属母公司净利润	362	453	614	782	1015
一年内到期的非流动	30	0	0	0	0	EBITDA	15809	18415	1069	1350	1670
非流动负债合计	967	946	968	1030	1082	EPS (元)	0.45	0.57	0.77	0.98	1.27
长期借款	59	20	70	130	180	主要财务比率					
应付债券	894	896	898	900	902		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1822	1855	2049	2266	2516	成长能力					
少数股东权益	290	309	354	404	455	营业收入增长	14.48%	14.29%	17.80%	16.80%	18.91%
实收资本(或股本)	797	797	797	797	797	营业利润增长	55.37%	30.73%	26.50%	26.94%	28.68%
资本公积	282	282	282	282	282	归属于母公司净利润	35.51%	27.31%	35.51%	27.31%	29.80%
未分配利润	1519	1762	1705	1667	1591	获利能力					
归属母公司股东权益	2799	3141	3444	3863	4405	毛利率(%)	36.69%	39.27%	40.04%	41.12%	41.88%
负债和所有者权益	4911	5305	5847	6533	7376	净利率(%)	12.99%	14.17%	15.49%	16.75%	18.05%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.38%	8.54%	10.50%	11.97%	13.76%
	单位:百万元					ROE(%)	12.95%	14.43%	17.83%	20.24%	23.04%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	677	651	868	1077	1045	资产负债率(%)	37%	35%	35%	35%	40%
净利润	410	511	658	832	1066	流动比率	3.27	3.43	3.33	3.19	3.16
折旧摊销	126.00	129.00	235.19	306.35	343.67	速动比率	1.70	1.87	1.95	1.93	1.84
财务费用	63	60	61	62	64	营运能力					
应付账款的变化	7	-24	-5	-10	-21	总资产周转率	0.67	0.71	0.76	0.80	0.85
预收账款的变化	100	10	100	97	90	应收账款周转率	67	65	61	65	64
投资活动现金流	-404	-571	-545	-611	-625	应付账款周转率	12.67	14.80	14.94	14.98	15.70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	-59	-54	-19	-31	-19	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.57	0.77	0.98	1.27
投资收益	45	71	50	45	50	每股净现金流(最新)	0.11	-0.25	0.29	0.11	0.00
筹资活动现金流	-186	-280	-89	-378	-423	每股净资产(最新摊)	3.51	3.94	4.32	4.85	5.53
应付债券增加	2	2	2	2	2	估值比率					
长期借款增加	30	38	50	60	50	P/E	66.06	52.81	38.97	30.62	23.59
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	8.55	7.62	6.95	6.20	5.43
资本公积增加	3	0	0	0	0	EV/EBITDA	1.55	1.34	22.87	18.10	14.65
现金净增加额	87	-201	234	88	-3						

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。