



2018-08-22

公司点评报告

买入/维持

中炬高新(600872)

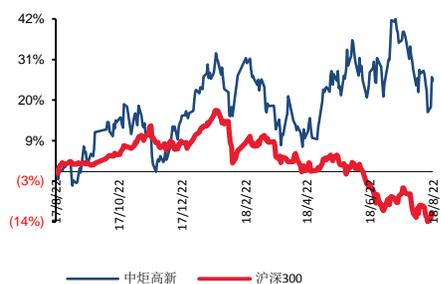
目标价: 35.00

昨收盘: 26.48

日常消费 食品、饮料与烟草

## 中炬高新中报点评：业绩好于前期预告，美味鲜恢复高增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	797/797
总市值/流通(百万元)	21,095/21,095
12个月最高/最低(元)	30.12/20.47

### 相关研究报告：

中炬高新(600872)《中炬高新业绩预告点评：美味鲜高增长，房地产确认收入，业绩超预期》--2018/07/15

中炬高新(600872)《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》--2018/04/26

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

### 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

**点评事件：**公司公告2018年中报，报告期内实现营收21.74亿元，同增20.49%；实现归母净利润3.39亿元，同增60.99%；实现扣非归母净利润3.27亿元，同增59.65%；经营现金流同增30.03%至4.12亿元。报告期内毛利率39.95%、净利率17.26%，同比各提升0.82pct、4.13pct。其中，美味鲜收入19.62亿元，同增12.28%；归母净利润3.02亿元，同增24.85%；综合毛利率为39.99%，同比提升0.47pct；净利率为17%，同比提升1.8pct。单二季度来看，公司营收10.20亿元，同增22.94%；归母净利1.69亿元，同增77.41%；期间毛利率41.16%、净利率18.48%，同比各提升2.62pct、5.72pct。其中，美味鲜收入9.5亿元，同增18.90%；归母净利润1.63亿元，同增21.64%。整体上，业绩略好于前期预告，且多项经营指标向好。

### 美味鲜恢复高增长，毛利率、净利率创新高，渠道均衡发展

报告期内美味鲜实现收入19.6亿元、利润3.02亿元，分别达成全年预算的50.91%、53.45%。因为2017Q1提价等因素，今年前两个季度增速不均衡。正如我们在上篇报告中指出，美味鲜在二季度不再享有提价红利，主要靠量增和产品结构升级贡献收入增量。单二季度来看，美味鲜收入增长18.90%，恢复常速符合预期；而净利润增长21.64%，快于收入增长，带动净利率提升，属于超预期。

分产品来看，酱油上半年增长超过10%，总产量约20万吨；而食用油、其他品类增长约20%左右；各类新品包括黄豆酱、渔女蚝油、料酒等收入接近1亿元，完成全年预算6成以上。总体来看，酱油今年产能存在限制，而小品类更快发展，新品的成长超预期。

分销售区域来看，北部区域发展更快，本期收入2.92亿元，收入比重提升1.2pct，中西部和东部区域收入比重分别提升0.08pct、0.06pct。符合公司继续推进“稳步发展东南沿海、重点提升中北东北、加速开拓西南区域、逐步发展西北市场”的渠道规划战略。

报告期内，公司新增经销商90个，加快了渠道细分优化。分渠道来看，报告期内美味鲜在三个渠道都保持两位数增长趋势，相对比较均衡。其中商超、餐饮的增速略高于公司平均增长水平。未来公司主要着力

于多品项、组合式推广，以及打造餐饮推广路径。

### 中汇合创房地产确认收入和利润，母公司资产运营增厚业绩

报告期内，中汇合创通过将已售房产转自持物业再做二手销售的方式完成部分已售房产的备案和交付工作，实现营业收入 3921 万元，同比增加 3715 万元，增长 13.62 倍；归母净利润 980 万元，同比增加 839 万元，增幅 5.95 倍。目前已售但尚未结转收入的物业货值约 1 亿元。根据年初中汇合创收入、利润预算均为 0 进行判断，房地产业务确认收入的进度超预期。

母公司积极开展资产运营，全年预计可产生资产转让收入 178 亿元，其中，上半年已完成 1.13 亿元，预计总部下半年还将会有 0.65 亿元资产转让收入。短期业绩得以增厚。

### 销售费用率同比改善，管理费用率仍在下行通道中

单二季度来看，销售费用率 10.55%，同比下降 3.08pct；管理费用率 8.02%，为过去四年单季最低水平，环比继续改善。具体分析，因为 2017 年一季度提价，公司出台相关的促销活动，导致销售费用率上升，今年来看，销售费用率连续两个季度下行，预计下半年还将保持同比改善的趋势。而管理费用的增长主要因为职工薪酬及研发费用增加，但增加幅度不及收入增长幅度，判断未来伴随着收入规模持续扩大、经营管理效益继续提升，管理费用率还将继续保持下行。

总体上判断，在原材料价格企稳、包材价格涨幅有限、产品结构升级带来的正面效益更大的情况下，毛利率稳中有升，继续向好。净利率提升短期内更多地是依赖费用率下行。我们看好公司下半年和未来的盈利能力逐步提升。

### 行业地位加强，基本面好、确定性强，存在估值溢价空间

集中度加速提升的行业格局下，中炬高新作为调味品第二梯度的强势品牌，迅速崛起并扩大规模，目前基本上确立了行业第二的龙头位置。公司的基本面好，又具备规模优势。未来加快发展餐饮渠道，增加经销商和分销商的数量，不断提升覆盖率和市占率，新投放的产能匹配释放，生产经营效率还有望持续提升，公司做大做强的确定性很强。

行业属性好，公司竞争力强，从大单品成长模式向平台化转变也能提升估值。我们认为公司存在明确的估值溢价空间。

### 盈利预测与评级：

美味鲜二季度恢复高增长，结合任务达成进度来看，预计下半年美味鲜仍将保持较快增长，再叠加母公司资产运营和中汇合创超预期确认收入增厚了业绩，中炬高新今年整体的收入、利润实现高增长具有很强的确定性。明年随着阳西产能更多释放出来，主品类酱油有望迎来更快地增长，而其他小品类和新品也有望保持发展势头。

考虑总部资产运营和房地产业务增厚今年业绩造成高基数，但明年在美味鲜放量的情况下，业绩也不会差。后续主要看产能释放和销量提升带来收入、利润的增长。

预测 2018-2020 年收入增速分别为 19%、17%、19%，净利润增速分别为 45%、26%、27%，对应的 EPS 分别为 0.83、1.04、1.32。未来三年业绩的复合增速有望超过 32%。

考虑业绩确定性增长和估值溢价空间，2019 年给美味鲜业绩 30 倍 PE，叠加地产估值 30 亿，看好公司市值突破 280 亿元，目标价 35.00 元，维持“买入”评级。

### 风险提示：

原材料价格大幅上涨；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	4293	5018	5971
净利润(百万元)	453	658	829	1050
摊薄每股收益(元)	0.57	0.83	1.04	1.32

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	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@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
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	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	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@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。