

高基数下小幅增长，机制变革有望注入发展动力

季报点评

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0170511070001

孙颖 (联系人)

证书编号: S0280118090017

● 2018Q3 营收同比增长 7.15%，归母净利润同比增长 1.83%，低于预期：

2018 年前三季度实现收入 31.65 亿元/+15.97%，归母净利润 4.86 亿元/+36.95%，毛利率 39.18%/-1.05pct；其中 18Q3 实现收入 9.91 亿元，同比+7.15%，归母净利润 1.47 亿元，同比+1.83%，低于市场预期。归母净利润回落主要因为美味鲜、公司本部及中汇合创营业收入增速下降，美味鲜 2017Q3 三季度确认政府补助收入约 1800 万元而 2018 年将在四季度确认，原材料及包装材料成本上升，毛利率下降。

● 费用管控卓有成效，总部扭亏逐渐贡献收入

2017 年销售费用基数比较大，产品提价、产生的促销费广告费比较高，2018 严格控制运营成本，Q3 销售费用率同比下降 3.82pct。公司本部 2018 年 1-9 月实现营业收入 1.37 亿元，Q3 没有确认资产转让收入，Q3 营业收入 921 万元，同比增长 9.9%。

● 美味鲜增速放缓，产能投放有望提升盈利能力：

美味鲜前三季度营业收入 29.2 亿元/+10.28%；Q3 营业收入 9.58 亿元/+6.41%。美味鲜增速放缓主要因 2017 年年初产品提价，2017Q3 营业收入达到 9 亿元，基数偏高及 2018 年 9 月台风影响物流对收入造成一定影响。2017 年产能 48 万吨，随着阳西二期第三阶段扩产，将增加 1 万吨酱油产能。阳西美味鲜基地主要是扩建非酱油产能，料酒、蚝油、醋都将不断放量，阳西基地规划净利率为 9.5%，高于美味鲜基地(7.1%)，未来核心产能或以阳西基地为主，盈利能力将持续提升。

● 机制变革有望注入动力，短期业绩承压不改长期“推荐”：

公司同时发布董事会换届选举公告，治理结构改变在即，后续期待激励加大带来业务快速成长。我们预计公司 2018-2019 年营收分别为 42.9/50.9 亿元，同比增速分别为 18.9%/18.7%。净利润分别为 6.2/7.2 亿元，同比增速分别为 36.0%/17.1%。对应 EPS 分别为 0.77/0.91 元，对应 PE 36X/31X，维持“推荐”评级。

● 风险提示：原材料价格波动，渠道拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3158	3,609	4,292	5,093	6,243
增长率(%)	14.5	14.3	18.9	18.7	22.6
净利润(百万元)	362.4	453	617	722	933
增长率(%)	46.5	25.1	36.0	17.1	29.3
毛利率(%)	36.7	39.3	38.8	39.8	40.5
净利率(%)	11.5	12.6	14.4	14.2	15.0
ROE(%)	13.3	14.8	17.4	17.3	18.7
EPS(摊薄/元)	0.45	0.57	0.77	0.91	1.17
P/E(倍)	61.56	49.2	36.2	30.9	23.9
P/B(倍)	7.97	7.1	6.2	5.3	4.4

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.10.30
收盘价(元):	23.66
一年最低/最高(元):	20.9/33.66
总股本(亿股):	7.97
总市值(亿元):	188.48
流通股本(亿股):	7.97
流通市值(亿元):	188.48
近 3 月换手率:	64.62%

股价一年走势



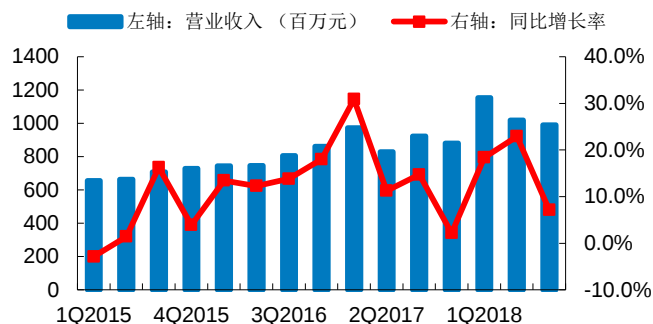
收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-21.86	-11.07	17.13
绝对	-32.39	-23.69	-6.37

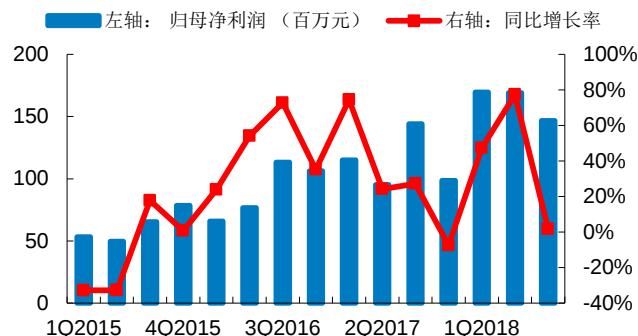
相关报告

《调味品高增长，地产提速逐渐贡献收入，总部减亏》2018-08-29

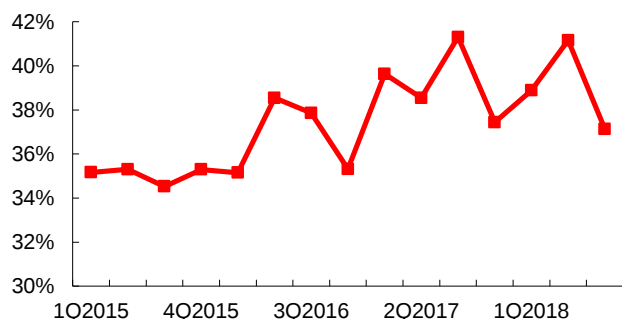
《盈利持续改善，全国调味品龙头初现》2018-07-07

图1: 2015Q1-2018Q3 单季营业收入及同比增速

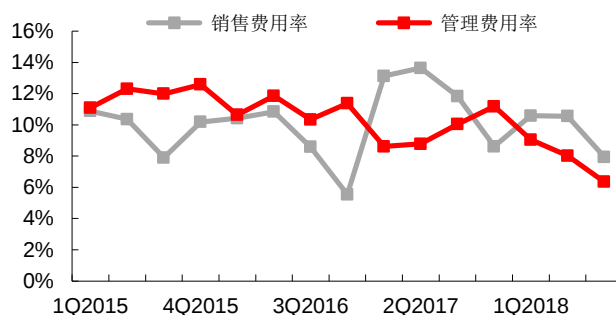
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2: 2015Q1-2018Q3 单季归母净利润及其同比增速

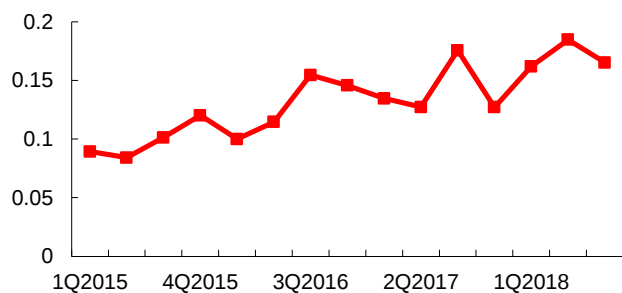
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3: 2015Q1-2018Q3 单季毛利率

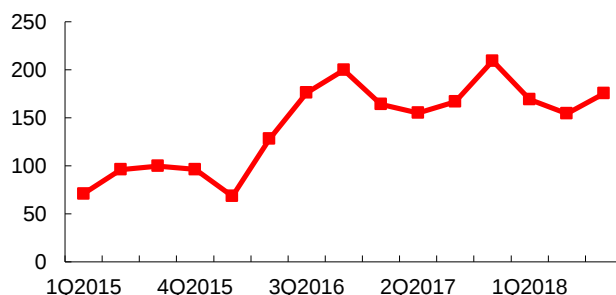
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4: 2015Q1-2018Q3 单季销售费用率和管理费用率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5: 2015Q1-2018Q3 单季净利率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6: 2015Q1-2018Q3 公司预收账款 (百万元)

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2800	3116	3091	3181	3380	营业收入	3158	3609	4292	5093	6243
现金	441	241	317	320	298	营业成本	1999	2192	2626	3065	3715
应收账款	44	67	68	90	104	营业税金及附加	42	48	57	68	83
其他应收款	27	45	36	61	58	营业费用	275	426	507	602	737
预付账款	66	11	105	22	133	管理费用	349	348	292	407	462
存货	1342	1413	1504	1560	1817	财务费用	63	60	36	26	30
其他流动资产	879	1339	1061	1128	970	资产减值损失	7	23	18	23	29
非流动资产	2111	2189	2399	2630	2984	公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
长期投资	49	31	26	18	10	投资净收益	45	71	59	59	60
固定资产	1216	1214	1407	1618	1925	营业利润	467	611	815	961	1246
无形资产	143	212	229	248	269	营业外收入	25	6	18	15	15
其他非流动资产	703	732	738	747	781	营业外支出	6	7	7	7	7
资产总计	4911	5305	5490	5811	6364	利润总额	486	609	827	970	1253
流动负债	855	908	1506	1252	1984	所得税	76	98	133	156	201
短期借款	20	15	15	15	15	净利润	410	511	694	814	1052
应付账款	236	251	394	336	547	少数股东损益	48	58	78	92	119
其他流动负债	599	642	1098	901	1422	归属母公司净利润	362	453	617	722	933
非流动负债	967	946	823	725	656	EBITDA	663	792	973	1139	1452
长期借款	953	916	801	702	632	EPS(元)	0.45	0.57	0.77	0.91	1.17
其他非流动负债	14	30	22	23	24						
负债合计	1822	1855	2330	1977	2640	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	290	309	387	479	598	成长能力					
股本	797	797	797	797	797	营业收入(%)	14.5	14.3	18.9	18.7	22.6
资本公积	282	282	282	282	282	营业利润(%)	55.4	30.7	33.4	17.9	29.6
留存收益	1704	2046	2522	3080	3802	归属于母公司净利润(%)	46.5	25.1	36.0	17.1	29.3
归属母公司股东权益	2799	3141	2773	3354	3125	获利能力					
负债和股东权益	4911	5305	5490	5811	6364	毛利率(%)	36.7	39.3	38.8	39.8	40.5
						净利率(%)	11.5	12.6	14.4	14.2	15.0
						ROE(%)	13.3	14.8	17.4	17.3	18.7
						ROIC(%)	11.9	13.6	15.3	16.0	17.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.1	35.0	42.4	34.0	41.5
						净负债比率(%)	18.2	20.0	17.5	13.3	10.9
						流动比率	3.3	3.4	2.1	2.5	1.7
						速动比率	1.7	1.9	1.1	1.3	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
						应收账款周转率	66.8	65.3	63.8	64.8	64.5
						应付账款周转率	8.0	9.0	8.1	8.4	8.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.45	0.57	0.77	0.91	1.17
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.24	0.57	0.69	0.81
						每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.94	4.54	5.29	6.30
						估值比率					
						P/E	61.56	49.21	36.18	30.90	23.90
						P/B	7.97	7.10	6.17	5.29	4.44
						EV/EBITDA	34.94	29.5	24.1	20.6	16.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>