

日期: 2019年04月02日

行业: 食品饮料



调味品稳增，迈进五年“双百”新征途

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2019.4.2)

报告日股价 (元)	36.00
12mth A 股价格区间 (元)	22.23-37.11
总股本 (百万股)	796.64
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	287
每股净资产 (元)	4.53
PBR (X)	7.96

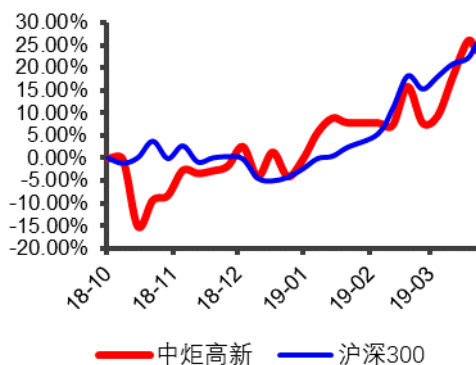
主要股东 (2018)

中山润田投资	24.92%
中山火炬集团	10.72%
香港中央结算有限公司	3.06%

收入结构 (2018)

调味品	91.62%
房地产及服务	3.04%
汽车配件	1.68%
其他	3.66%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2018年年报，全年实现收入41.66亿元，同增15.43%；归属净利润为6.07亿元，同增34.01%，EPS为0.76元/股，ROE=18.07%。公司拟每10股派现2.3元。

■ 事项点评

调味品稳定增长，拓渠道、多品类、差异化发展

公司2018年收入41.66亿元，同增15.43%，其中Q4收入10.02亿元，同增13.73%。其中，调味品收入38.17亿元，同增10.54%，占比91.62%。具体来看，酱油、鸡精鸡粉、食用油、蚝油、酱类、醋、料酒、腐乳收入分别为25.90亿元（+9.12%）、4.43亿元（+7.24%）、3.21亿元（+15.93%）、1.40亿元（+41.80%）、1.35亿元（+8.49%）、0.77亿元（+6.23%）、0.58亿元（+68.88%）、0.33亿元（-2.21%），酱油、鸡精鸡粉、酱类、醋销量高个位数增长，食用油、蚝油、料酒放量增长，腐乳则销量收缩。公司核心业务调味品保持两位数以上稳定增长，一是不断深化全国布局，2018年全国337个地级市覆盖260个，开发率77%，累计经销商达864个，未来将加快空白地级市和三级市场区县的开发力度；二是完善多品类均衡发展，以酱油为主品类，扶持鸡精鸡粉、蚝油、食用油成为10亿产值单品，黄豆酱、醋、料酒成为5亿产值单品；三是全渠道差异化推广，厨邦定位中高端、主攻家庭消费，美味鲜定位中低端、面向餐饮渠道和家庭的中档消费，目前餐饮渠道占比25%左右，正在逐步提升。报告期内公司房地产及服务业务收入1.27亿元，同比增加0.74亿元，增幅高达155.56%，占比3.04%；汽车配件业务收入6990.46万元，同增7.60%，占比1.68%。

厨邦较快增长，收购剩余20%股权将增厚净利率1.5pct

子公司美味鲜2018年收入38.52亿元，同增10.31%，其中Q4收入9.32亿元，同增10.43%；全年净利润6.36亿元，同增12.37%，净利率16.51%（+0.30pct），其中Q4净利润1.80亿元，同增4.65%，净利率19.31%（-1.07pct）。公司以厨邦品牌为主、美味鲜品牌为辅，2018年中高端品牌厨邦报告期收入15.26亿元，同增17.20%，占美味鲜公司的40%；实现净利润3.22亿元，同增21.05%，净利率21.10%（+0.67pct），按持股80%比例测算占美味鲜公司的41%。剔除厨邦影响，我们估算中低端品牌美味鲜收入23.26亿元（+6.21%），净利润3.78亿元（+7.13%），净利率16.27%（+0.14pct）。目前，公司正在进行厨邦剩余20%股权的收购事项，若成功收购，按18年业绩测算大致增厚归母净利率1.5pct。

Q4 毛利率回升，全年控费有效

2018年公司综合毛利率39.11%，同比略有下降0.16pct，Q4毛利率环比回升2.09pct至39.22%，原材料成本上涨压力缓和。全年调味品、房地产及服务、汽车配件的毛利率分别为39.31%（-0.63pct）、34.84%（+22.33pct）、25.67%（-6.87pct），调味品和汽车配件毛利率下降主要系直接材料和制造费用较快增长。报告期销售、管理、研发、财务费用率分别为10.35%（-1.46pct）、6.63%（-0.06pct）、2.93%（-0.03pct）、1.30%（-0.36pct），销售费用率下降幅度较大，主要系运费及业务费、职工薪酬增速下降。我们预计随着公司加快渠道拓展，销售费用增速将提升，但匹配收入增速，以保持销售费用率的稳定；管理费用受益

于宝能入主成为实控人后的机制效率提升，管理费用率趋势下降，目前公司管理费用率与海天相比有5%左右的下降空间。

宝能正式入主，迈进五年“双百”新征程

公司实控人已正式变更为宝能，宝能入主后，有望改进企业运营效率、推进股权激励等，为企业经营释放活力。同时，公司树立了新的五年发展目标，致力于打造国内超一流的综合性调味品集团企业。2019-2023年，公司将以内生发展为主、壮大调味品，外延发展为辅、开展兼并收购来实现五年营收过百亿、产销量过百万吨的双百目标。按照目标测算，公司五年营收CAGR约为19%，产销量CAGR约为13-14%。

投资建议

暂不考虑厨邦剩余 20% 股权收购事项，我们预计公司 2019-2021 年归属净利润分别为 7.33/8.64/10.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.09/1.30 元/股，对应 PE 分别为 39/33/28 倍（按 2019/4/2 收盘价计算）。公司调味品业务积极开拓渠道，加大对空白区域的渗透，潜力区域（中西部、北部）有望保持两位数以上快速增长；酱油与海天差异化竞争，并打造多品类矩阵，扶持鸡精鸡粉、食用油、蚝油等成为第二梯队产品蓄力，未来若成功收购厨邦剩余股权将进一步增厚业绩。宝能入主为公司释放机制活力，有望持续降低管理费用率。公司进入发展新阶段，朝着五年百亿目标迈进。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

食品安全风险、调味品增长不及预期、原材料成本上涨风险、机制改革效果不及预期等。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4166.46	4685.45	5400.48	6201.52
年增长率		12.46%	15.26%	14.83%
归属于母公司的净利润	607.43	733.33	864.46	1031.47
年增长率		20.73%	17.88%	19.32%
每股收益（元）	0.76	0.92	1.09	1.30
PER（X）	47.37	39.13	33.03	27.69

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2019/4/2 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	397	1406	1620	1860
应收和预付款项	81	148	116	187
存货	1594	1770	2083	2316
其他流动资产	1548	1548	1548	1548
长期股权投资	6	6	6	6
投资性房地产	284	284	284	284
固定资产和在建工程	1719	1899	2022	2125
无形资产和开发支出	212	212	212	212
其他非流动资产	143	106	99	99
资产总计	5984	7378	7989	8637
短期借款	2	1028	672	410
应付和预收款项	1084	862	1073	1082
长期借款	0	399	399	399
其他负债	950	501	501	501
负债合计	2036	2790	2645	2392
股本	797	797	797	797
资本公积	282	282	282	282
留存收益	2526	3076	3724	4498
归属母公司股东权益	3605	4155	4803	5577
少数股东权益	343	434	540	668
股东权益合计	3948	4588	5344	6245
负债和股东权益合计	5984	7378	7989	8637

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	724	624	1021	978
投资活动产生现金流量	-307	-200	-200	-200
融资活动产生现金流量	-271	812	-607	-538
现金流量净额	145	1236	215	240

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4166	4685	5400	6202
营业成本	2537	2838	3250	3711
营业税金及附加	69	78	90	103
营业费用	431	478	540	608
管理费用	398	422	475	533
财务费用	54	31	36	19
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	96	100	100	100
其他收益	23	20	20	20
营业利润	799	958	1129	1348
营业外收支净额	-6	0	0	0
利润总额	793	958	1129	1348
所得税	111	134	158	189
净利润	681	824	971	1159
少数股东损益	74	91	107	127
归属母公司股东净利润	607	733	864	1031

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	39.11%	39.43%	39.82%	40.17%
EBIT/销售收入	19.73%	21.10%	21.55%	22.02%
销售净利率	15.94%	17.59%	17.99%	18.69%
ROE	16.38%	17.65%	18.00%	18.50%
资产负债率	31.05%	37.81%	33.11%	27.70%
流动比率	2.46	2.04	2.39	2.97
速动比率	0.18	0.65	0.77	1.03
总资产周转率	0.73	0.64	0.68	0.72
应收账款周转率	85.95	57.57	79.07	59.87
存货周转率	1.59	1.60	1.56	1.60

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。