消费升级与娱乐研究中心

中炬高新 (600872.SH) 买入（维持评级）

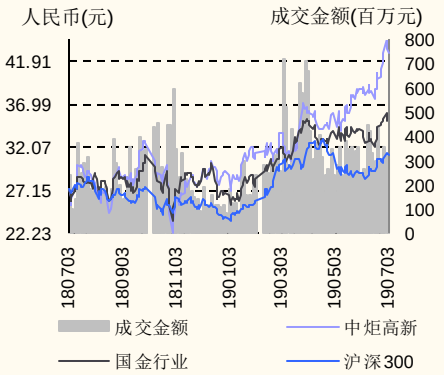
公司点评

市场价格（人民币）：43.42 元

聚焦主业+优化激励，战略机制理顺

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	796.64
总市值(百万元)	34,589.99
年内股价最高最低(元)	44.46/22.23
沪深 300 指数	3893.53
上证指数	3015.26



相关报告

1.《调味品稳健增长，提速增效初显-中炬高新一季报点评》，2019.4.29

2.《体制变更终落地，19 年再出发-中炬高新年报点评》，2019.3.31

3.《18 年完美收官，19 年预计进入改善提升期-18 年中炬高新业绩...》，2019.1.17

4.《短期业绩低于预期，换届即将落地利好长期-2018 年中炬高新三...》，2018.10.30

5.《总体业绩超预期，下半年经营压力大幅减轻-中炬高新 18 年半年报...》，2018.8.22

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号：S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.569	0.762	0.938	1.165	1.399
每股净资产(元)	3.94	4.53	4.75	4.93	5.34
每股经营性现金流(元)	0.82	0.91	0.97	1.37	1.64
市盈率(倍)	43.52	38.64	45.67	36.76	30.61
净利润增长率(%)	25.08%	34.01%	23.00%	24.22%	20.09%
净资产收益率(%)	14.43%	16.85%	19.74%	23.64%	26.20%
总股本(百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

■ 我们近期调研了公司，就公司经营和规划与管理层做了全面沟通。

经营分析

■ **理顺战略机制，做大做强调味品业务为核心：**2019 年是宝能入主和新管理层上任的第一个完整年度，首要任务是明确公司发展方向，做更长远的战略规划，实现真正意义上的体制机制转变。新的管理层对于公司的发展战略逐步清晰，以战略为核心开展内外部改革：1）长期仍以做大做强调味品为核心目标，以“五年双百”为战略指引，中短期解决调味品发展品类、地域和渠道三个不平衡的问题，以内生式发展为主，外延式发展为辅的方式聚焦调味品主业。2）做立足全国、面向国际的健康食品企业是公司更长远的目标，以调味品为核心立足更高、更远的目标，战略层面加速公司成长。3）地产业务以粤港澳大湾区和深圳产业外溢为契机，结合宝能自身运营经验，引进产业，实现可持续发展。中炬高新具备的优秀基因是战略实现的重要基础，同时宝能对公司在产业上的支持也有望实现业务共振。

■ **明确激励措施提升人员效率，稳定和发展并重：**管理层和员工的稳定是公司改革发展期的关键要素，公司明确表示美味鲜核心管理层稳定不变，并辅以更具竞争力的员工激励体系提升管理层和员工的活力，支持公司业务快速成长。之前受限于体制因素，员工激励程度有限，新管理层上任后规划了多项举措，将以完善人才培养体系、薪酬制度改革、住房补贴和股权激励等措施自上而下全方位覆盖各级员工，将激励落到实处，进一步提升员工的“主人翁”意识。并且公司更加注重销售团队的培养和激励，将激励向一线销售员工倾斜，给予薪酬、晋升等更多机会，稳定销售团队的同时鼓励实现更高的人均效率。

■ **二季度增长无忧，盈利能力长期优化可期：**参考我们跟踪到的终端数据，公司二季度酱油环比增速并未回落，蚝油继续高速增长，二季度整体预计将维持平稳增长，下半年将持续发力，加速成长。中长期来看，在公司战略指引下，将通过推进阳西产能投产、发力餐饮渠道和加快全国化布局等不断提升收入规模。后续随着阳西产能投产和技改落地，将对公司生产效率和毛利率水平带来正向促进，同时营销端积极投入将有助于提升品牌价值和消费粘性，管理效率提升有效改善公司较高的管理费用率，实现降本增效，提升盈利能力。

盈利预测

■ 预计公司 2019-2021 年收入分别为 48.12 亿元/56.90 亿元/66.31 亿元，同比+15.5%/+18.2%/+16.5%；归母净利润分别为 7.47 亿元/9.28 亿元/11.15 亿元，同比+23.0%/+24.2%/+20.1%；折合 EPS 分别为 0.94/1.17/1.40 元；当前股价对应估值 46/37/31 倍，若扣除房地产业务（市值约为 42 亿）则对应 PE 分别为 40/32/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示

■ 费用加剧或效果不达预期/少数股权收购不达预期/房地产销售不达预期。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**3,158**	**3,609**	**4,166**	**4,812**	**5,690**	**6,631**
增长率		*14.3%*	*15.4%*	*15.5%*	*18.2%*	*16.5%*
主营业务成本	-1,999	-2,192	-2,537	-2,924	-3,416	-3,947
%销售收入	*63.3%*	*60.7%*	*60.9%*	*60.8%*	*60.0%*	*59.5%*
毛利	1,159	1,417	1,630	1,889	2,274	2,684
%销售收入	*36.7%*	*39.3%*	*39.1%*	*39.2%*	*40.0%*	*40.5%*
营业税金及附加	-42	-48	-69	-72	-85	-99
%销售收入	*1.3%*	*1.3%*	*1.7%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*
营业费用	-275	-426	-431	-505	-609	-723
%销售收入	*8.7%*	*11.8%*	*10.4%*	*10.5%*	*10.7%*	*10.9%*
管理费用	-349	-348	-398	-433	-472	-530
%销售收入	*11.0%*	*9.6%*	*9.5%*	*9.0%*	*8.3%*	*8.0%*
息税前利润（EBIT）	493	595	731	878	1,107	1,331
%销售收入	*15.6%*	*16.5%*	*17.6%*	*18.2%*	*19.5%*	*20.1%*
财务费用	-63	-60	-54	-34	-51	-59
%销售收入	*2.0%*	*1.7%*	*1.3%*	*0.7%*	*0.9%*	*0.9%*
资产减值损失	-7	-23	2	-3	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	45	71	96	100	105	110
%税前利润	*9.3%*	*11.7%*	*12.1%*	*10.5%*	*8.9%*	*7.9%*
营业利润	467	611	799	962	1,180	1,400
营业利润率	*14.8%*	*16.9%*	*19.2%*	*20.0%*	*20.7%*	*21.1%*
营业外收支	19	-2	-6	-6	-6	-6
税前利润	**486**	**609**	**793**	**956**	**1,174**	**1,394**
利润率	*15.4%*	*16.9%*	*19.0%*	*19.9%*	*20.6%*	*21.0%*
所得税	-76	-98	-111	-124	-153	-181
所得税率	*15.6%*	*16.1%*	*14.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
净利润	410	511	681	832	1,021	1,213
少数股东损益	48	58	74	85	93	98
归属于母公司的净利润	**362**	**453**	**607**	**747**	**928**	**1,115**
净利率	*11.5%*	*12.6%*	*14.6%*	*15.5%*	*16.3%*	*16.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	410	511	681	832	1,021	1,213
少数股东损益	48	58	74	85	93	98
非现金支出	134	151	128	139	147	153
非经营收益	-4	-14	-85	-94	-10	0.3
营运资金变动	137	2	-1	-105	-67	-61
经营活动现金净流	**677**	**651**	**724**	**772**	**1,092**	**1,305**
资本开支	-161	-206	-246	-306	-219	-204
投资	-268	-434	-162	-73	-80	-80
其他	25	69	100	100	105	110
投资活动现金净流	**-404**	**-571**	**-307**	**-280**	**-194**	**-174**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-20	-74	-33	191	72	-148
其他	-166	-207	-238	-621	-907	-917
筹资活动现金净流	**-186**	**-280**	**-271**	**-430**	**-835**	**-1,065**
现金净流量	**87**	**-201**	**145**	**62**	**62**	**66**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	441	241	397	459	521	587
应收款项	71	112	73	112	133	154
存货	1,342	1,413	1,594	1,682	1,919	2,163
其他流动资产	945	1,350	1,556	1,615	1,667	1,720
流动资产	2,800	3,116	3,621	3,868	4,240	4,624
%总资产	*57.0%*	*58.7%*	*60.5%*	*60.0%*	*61.0%*	*62.1%*
长期投资	472	418	345	365	405	445
固定资产	1,459	1,481	1,719	1,789	1,830	1,837
%总资产	*29.7%*	*27.9%*	*28.7%*	*27.7%*	*26.3%*	*24.7%*
无形资产	156	224	226	234	242	259
非流动资产	2,111	2,189	2,363	2,583	2,712	2,817
%总资产	*43.0%*	*41.3%*	*39.5%*	*40.0%*	*39.0%*	*37.9%*
资产总计	**4,911**	**5,305**	**5,984**	**6,451**	**6,952**	**7,441**
短期借款	50	15	501	882	1,144	784
应付款项	629	696	673	877	1,027	1,190
其他流动负债	176	197	413	190	227	265
流动负债	855	908	1,587	1,949	2,398	2,239
长期贷款	59	20	0	0	0	0
其他长期负债	908	926	448	286	102	320
负债	**1,822**	**1,855**	**2,036**	**2,235**	**2,499**	**2,559**
普通股股东权益	2,799	3,141	3,605	3,785	3,927	4,255
少数股东权益	290	309	343.01	430.89	526	627
负债股东权益合计	**4,911**	**5,305**	**5,984**	**6,451**	**6,952**	**7,441**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.455	0.569	0.762	0.938	1.165	1.399
每股净资产	3.514	3.943	4.525	4.752	4.929	5.341
每股经营现金净流	0.849	0.817	0.908	0.969	1.370	1.638
每股股利	0.140	0.180	0.230	0.250	0.270	0.300
回报率						
净资产收益率	12.95%	14.43%	16.85%	19.74%	23.64%	26.20%
总资产收益率	7.38%	8.54%	10.15%	11.58%	13.35%	14.98%
投入资本收益率	10.16%	11.40%	12.95%	14.42%	17.22%	19.75%
增长率						
主营业务收入增长率	14.48%	14.29%	15.43%	15.50%	18.25%	16.53%
EBIT 增长率	46.54%	20.75%	22.93%	20.10%	26.11%	20.22%
净利润增长率	46.55%	25.08%	34.01%	23.00%	24.22%	20.09%
总资产增长率	8.57%	8.02%	12.80%	7.81%	7.77%	7.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.5	5.6	5.0	5.5	5.5	5.5
存货周转天数	243.1	229.4	216.3	210.0	205.0	200.0
应付账款周转天数	45.5	40.6	46.5	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	140.6	122.8	118.3	100.1	80.9	68.2
偿债能力						
净负债/股东权益	18.18%	20.01%	12.75%	14.75%	13.97%	8.12%
EBIT 利息保障倍数	7.8	9.8	13.5	26.1	21.7	22.4
资产负债率	37.10%	34.96%	34.02%	34.64%	35.95%	34.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	5	9	29	60
增持	2	2	3	9	22
中性	0	1	3	4	6
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.33**	**1.50**	**1.60**	**1.40**	**1.39**

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

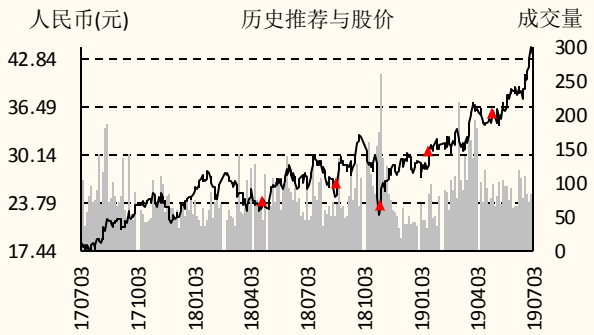
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-07	买入	26.13	30.00～30.00
2	2018-04-24	买入	23.68	N/A
3	2018-07-15	买入	30.05	N/A
4	2018-08-22	买入	26.72	N/A
5	2018-10-30	买入	22.23	N/A
6	2019-01-17	买入	30.06	N/A
7	2019-03-31	买入	36.58	N/A
8	2019-04-29	买入	34.29	40.00～40.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH