

食品饮料
低成本扩张+厨邦智造促实现双百目标

2019年09月09日

——中炬高新（600872.SH）深度研究报告
公司评级：增持（首次）
分析师：梁希民

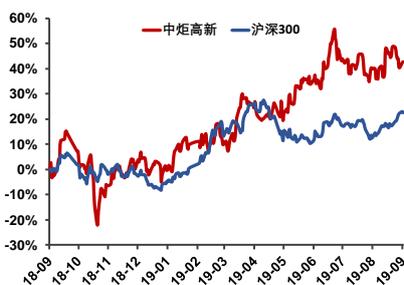
执业证书号：S1030510120001

0755-23602217

liangxm@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

中炬高新(600872.SH)与沪深300对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

| | |
|-----------|--------|
| 总市值（百万） | 32,160 |
| 流通市值（百万） | 20,697 |
| 总股本（百万股） | 797 |
| 流通股本（百万股） | 513 |
| 日均成交额（百万） | 1,581 |
| 近一个月换手（%） | 7.54 |
| 第一大股东 | 中山润田投资 |

请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

- 1) **调味品业务行业排名第二，公司近6年净利润增长3.8倍。**公司调味品业务定位高端，拥有“厨邦”和“美味鲜”两大品牌，具有较强的品牌优势和渠道优势。2012年-2018年公司销售收入和归母净利润年均增长为15.6%和30%，净利率由7%提高到16.4%，净资产收益率达到17.0%。业绩的持续增长主要来自于调味品产销量的增加、产品结构的不断升级以及单位产品制造费用的下降。
- 2) **调味品行业集中度提升，龙头企业拥有更大的增长空间。**调味品行业已由高速增长进入到稳定增长期，龙头企业因规模和技术效应，利润增速将超越行业增速。国际比较显示，国内调味品行业集中度仍有较大的提升空间，龙头公司竞争优势和市占率将持续扩大。
- 3) **公司中长期发展战略：五年实现双百目标。**即从2019年到2023年，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。未来阳西基地新增产能的逐步达产、产品结构不断升级和厨邦智造、精益生产等有望继续提高毛利率水平、降低费用率，实现盈利能力的提升。地产业务受益于粤港澳大湾区及深中通道建设，将增厚公司业绩，待开发土地面临升值。
- 4) **盈利预测与投资评级。**公司19年PE为44倍，为行业可比公司的中值水平，但明显低于海天味业（58倍）。从历史估值来看，公司的PE水平（TTM）与近十年的平均水平相当。考虑到公司阳西基地已开启低成本扩张之路，厨邦智造、精益生产等带来盈利能力的持续改善，以及地产业务尚有不低于33亿的价值重估，给予“增持”评级。
- 5) **风险提示：食品安全风险、原材料价格波动风险等。**

预测指标

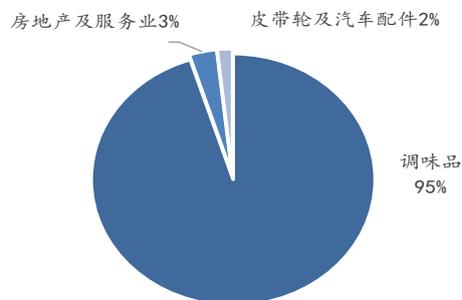
| 预测指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 4166 | 4704 | 5529 | 6501 |
| 收入同比 | 15.43% | 12.90% | 17.53% | 17.59% |
| 归母净利润（百万元） | 590 | 721 | 895 | 1112 |
| 归母净利润同比 | 35.98% | 22.13% | 24.15% | 24.25% |
| 毛利率 | 39.11% | 39.64% | 40.62% | 41.60% |
| 净利率 | 15.94% | 17.24% | 18.21% | 19.25% |
| EPS（元） | 0.74 | 0.91 | 1.12 | 1.40 |
| PE（倍） | 53.76 | 44.02 | 35.46 | 28.54 |

一、调味品业务产能规模行业第二

1、主营业务调味品定位高端、产能规模据行业第二

多元发展的投资控股型企业集团。中炬高新在 1992 年 12 月 30 日由中山高新技术产业开发总公司进行股份制改组、募集设立，1995 年 1 月在上交所挂牌交易。作为全国国家级开发区的首家上市公司，中炬高新经过二十多年年的发展，已从纯园区开发型上市公司，逐步过渡到以国家级开发区为依托（中山火炬高技术产业开发区），多元发展的投资控股型企业集团。截至 2019 年 3 月 31 日，公司总资产为 59.1 亿元，股东权益为 38.5 亿元，资产负债率为 34.0%。公司旗下拥有美味鲜、中汇合创和中炬精工等控股子公司，所从事的业务包括调味食品、房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等。2018 年实现销售收入 41.66 亿元，归母净利润 6.1 亿元，调味品及房地产业务收入占比为 95.1%和 3.2%。

Figure 1 公司主要业务占比



资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

调味品（酱油）业务产量规模据全国第二；房地产及服务业务波动较大。调味品业务是公司近 10 年来收入和利润高速增长的主要动力，收入占比 10 年间从 72.4%增长到 95.1%。调味品业务生产规模达到 54 万吨，酱油总产量在国内百强企业中排名第 2 位，鸡精鸡粉产量排名第 3 位，企业总产量排行第 2 位，仅次于海天味业。公司拥有“厨邦”和“美味鲜”两大品牌，具有较强的品牌优势和渠道优势，销售区域以东南部地区为基础（占比 70%），并向全国扩张；公司地产及服务业务主要集中在广东省中山市，受宏观及当地规划等政策影响，业务收入波动较大，近两年受益于大湾区的建设，销售收入增长较快。2018 年调味品业务收入分别同比增长 10.6%和 570%。

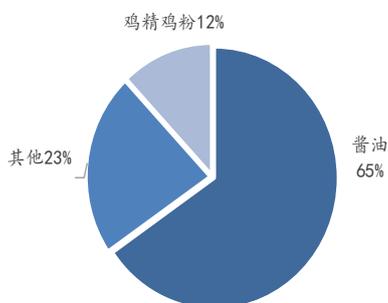
Figure 2 厨邦系列产品



资料来源：广东美味鲜公司网站、世纪证券研究所

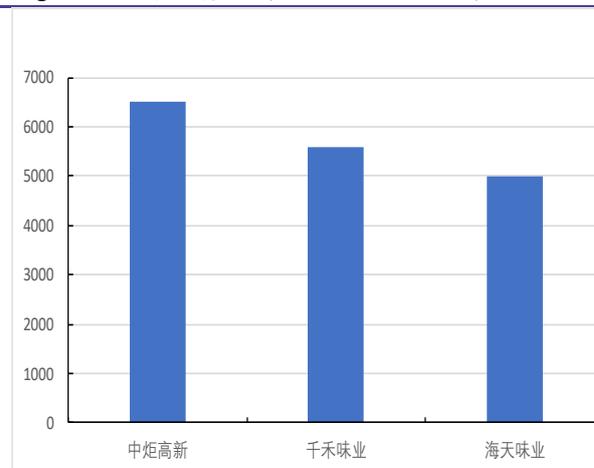
主力产品厨邦酱油走高端特色路线。公司主要产品酱油、鸡精鸡粉、食用油、蚝油、酱料、食醋在调味品业务收入的占比分别为 67.8%、11.6%、8%、3.6%、3.5 和 2% (2018 年)。酱油是最大品类，主力产品厨邦酱油走高端特色路线，公司坚持使用高盐稀态传统晒制工艺酿造酱油，占主力产品厨邦系列晒足 180 天，氨基酸态氮含量在 1-1.2 克/100 毫升以上，比国家特级标准 (≥ 0.8) 高出 25-50%，高氨基酸态氮含量带来的高鲜度特色较为突出，公司产品销售均价明显高于其他公司。

Figure 3 公司调味品品类收入占比



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 主要公司产品单价比较 (2016) 单位：元/吨



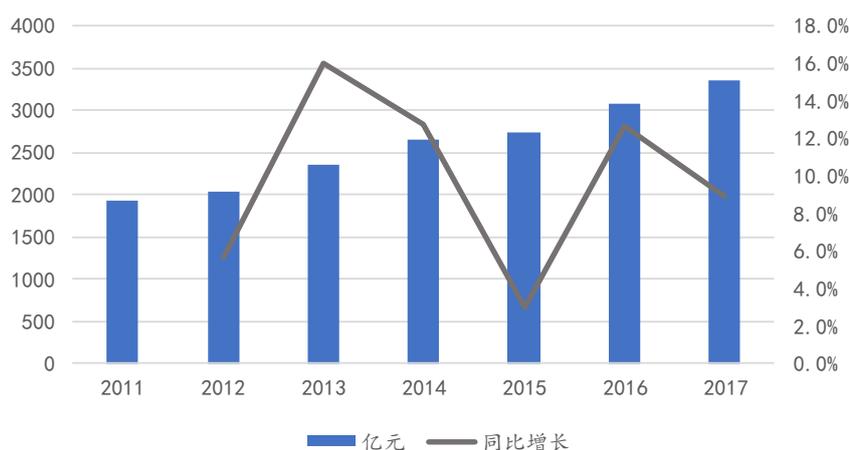
资料来源：公司公告、调味品协会、世纪证券研究所

二、调味品行业品牌集中度提升、龙头公司增长空间更大

1、调味品行业由高速增长回归到更为扎实的稳健增长态势

调味品行业既是传统行业，又是长青行业。2010年以来，调味品行业规模增长近一倍。进入2013年后，行业收入和利润增速放缓，2017年我国调味品收入规模达到3097亿元，同比增长8.9%；利润总额为330.50亿元，同比增长12.9%；百强企业的总产量和销售收入分别为1247.10万吨和820.30亿元，同比增长9.4%和9.5%。行业由高速增长进入到稳增长、调结构的新阶段。受益于产品结构的升级和集中度的提高，行业利润增速仍超越于收入增长。

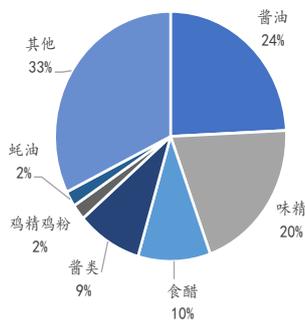
Figure 5 近年调味品行业收入及增长情况



资料来源：WIND、世纪证券研究所

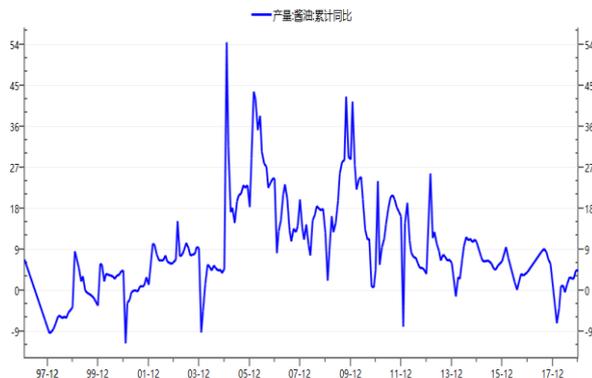
酱醋行业经历了由量变到质变的过程，消费转型和产品结构持续提升。酱醋行业是调味品中的明星子行业，其增速超越于整个调味品行业增速。2008-2015年，酱油、食醋及类似产品销售额占比也从27%提升至35%，而味精则从30%下降至20%。2010年-2017年，随着行业规模的增大，酱油、食醋及类似产品行业销售收入由40%的高增长逐步回落到10%，但由于产品结构的逐步提升，行业集中度的不断提高，规模企业效率增强，龙头公司的利润增速仍维持在20%左右。

Figure 6 国内调味品各品类收入占比



资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

Figure 7 酱油行业产量累计同比增长 单位：%



资料来源：WIND、世纪证券研究所

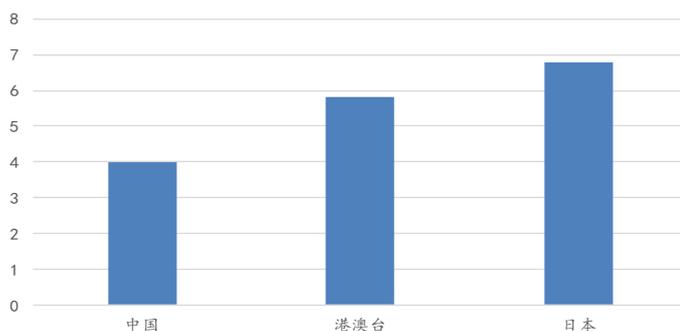
2、未来调味品行业增长空间仍然较大

未来增长主要在于两方面：量的增长和价的提高。预计行业收入仍可获得5-10%的增速，而龙头企业因规模和技术效应，利润增速将超越行业增速。

人均消费量仍有提高的空间。中国拥有13亿人口的大市场，人均年消费酱油量为4公斤多，仅为其它饮食习惯相近的东方国家和地区消费量的40%-60%，未来行业的市场空间巨大。

Figure 8 人均酱油消费量

单位：千克/年

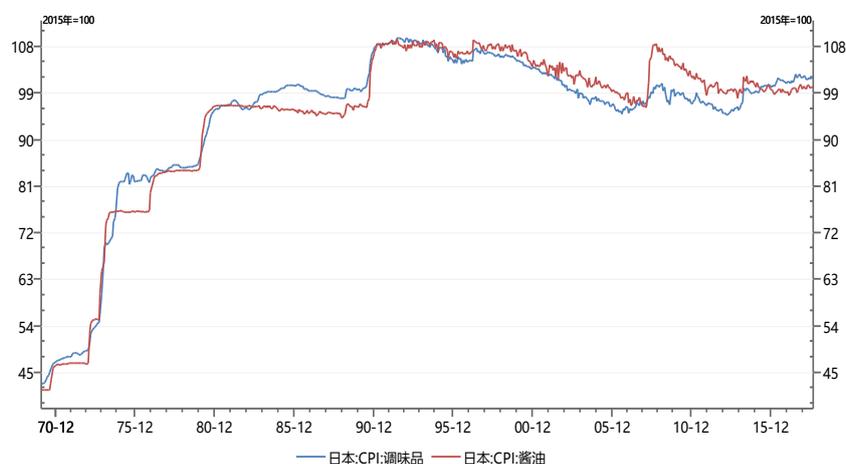


资料来源：《中国行业发展报告》、世纪证券研究所

消费升级带来产品结构的提升，为整个行业带来机遇。从日本酱油消费的历史来看，尽管日本家庭人均酱油消费量在达到高点后逐年下滑（由七十年代达到了顶峰13升左右下滑到当前的6.8升左右），但消费单价提升明显。日本调料行业走向多元化、细分化、健康化、少咸化，酱油衍生物对普通酱油替代较为显著。国内目前整体来看，酱油行业的发展路径同日本相近，酱油正由老抽向生抽转型（生抽使用量远超老抽），低档生抽向高档生抽、功能性

(高鲜)、健康性(零添加、有机)转型;餐饮渠道消费量日益增加,因餐饮渠道每千克人均调味品消费量7.19克明显大于家庭渠道4.58克,由此带来消费量及消费结构的提升。

Figure 9 日本调味品、酱油 CPI 变化



数据来源: Wind

资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 酱油行业产品结构及变化趋势

| | 品类 | 功能概念 | 价格带(元/500ML) | 品牌及产品 |
|-----|-----------------------|---------|--------------|--|
| 低端 | 传统酱油、 黄豆酱油 | 着色&替代盐 | 5元以下 | 淘大黄豆酱油、地方品牌或散装 |
| 中端 | 生抽、老抽 | 更香&上色 | 5-7元 | 金标、银标生抽:海天、厨邦、李锦记 |
| 中高端 | 鲜味生抽 | 好吃&调味 | 7-10元 | 海天特级生抽、特级老抽; 厨邦特级生抽、海鲜生抽; 李锦记精选生抽 |
| | 高鲜生抽 | 调味&代替味精 | 9-12元 | 海天:味极鲜、特级味极鲜; 厨邦味极鲜、一品鲜;李锦记一品鲜 |
| 高端 | 零添加、原 酿造、头 道、淡盐 | 健康 | 15-20元 | 海天:零添加头道、365高鲜头道; 厨邦:纯酿、淡盐; 李锦记:零添加纯味鲜 |
| 超高端 | 有机 | 有机 | 20元以上 | 海天有机、千禾有机、 |

资料来源: 天猫超市、京东超市、世纪证券研究所

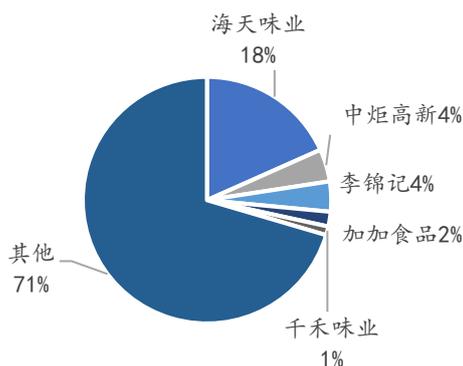
3、国际比较显示,调味品龙头企业发展空间更大

日本发展启示:行业集中度提升、小品牌退出。从酱油市场比较成熟的日本发展历程来看,龙头企业获得了更大的市场。日本从1955年的6000家酱油厂缩减到目前的1400家,主流酱油厂有5个,市占率约为60%。其中规模最

大的为龟甲万公司，其旗下的万字牌和 Higeeta 牌合计市占率占比达到 33.5%，规模效应明显。在日本人均消费量到达顶峰后开始下滑的情况下，龟甲万积极拓展品类，布局复合调料，开发出更加细分的产品，展现了强者恒强的态势。

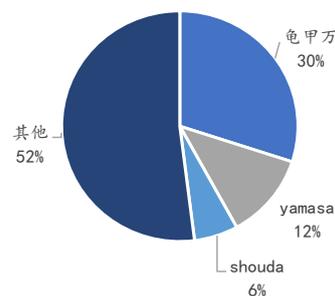
国内企业集中度有待进一步提高。国内酱油市场 CR5（海天、美味鲜、李锦记、欣和、东古）的市占率仍不到 30%，而市场比较成熟的日本 CR5 约 60%，与之相比，国内龙头企业市占率偏低。全国有大小酱油企业近 2000 家，全国和地方品牌呈现三七结构，即地方性企业（年销售收入在几百万—1 个亿）市场占有率为 70%，而全国性品牌企业占比为 30%。随着消费者对品质和品牌的重视，行业监管和环保要求的提高，未来行业集中度提升和产业升级加快成为必然趋势，预计未来主流厂商将集中到 8-10 家。

Figure 11 主要公司调味品收入占比（2018）



资料来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

Figure 12 日本主要酱油公司市场占有率



资料来源：中国产业信息网、世纪证券研究所

龙头公司拓展渠道强化高成长性，中炬高新由第二梯队向第一梯队迈进。按照销售规模和网络布局，国内以酱油为主的调味品公司可分为四个梯队：海天味业以调味品收入 170 亿元（2018 年）在行业中排名第一，其销售网络布局全国，各区域均衡发展且均占据绝对优势；美味鲜（中炬高新）和李锦记收入和产能规模据行业第二梯队，海天、李锦记、美味鲜等酱油行业的全国性品牌已形成规模化；第三梯队，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，向东部和中部市场拓展。龙头企业凭借品牌、技术、资金和规模优势实现快速增长，中小企业优胜劣汰趋势较为明显。美味鲜（中炬高新）作为行业领先的企业之一，生产规模 and 市场份额不断提升，品牌竞争力持续显现，并逐步从行业第二梯队中突围，向第一梯队迈进。

Figure 13 调味品公司（酱油类）的竞争格局

| | 公司情况 | 收入规模 | 销售网络布局情况 |
|------|-------------|---------|---------------------|
| 第一梯队 | 海天味业 | 50 亿元以上 | 全国均衡发展，细化深耕各市场 |
| 第二梯队 | 中炬高新、李锦记 | 20-50 亿 | 区域强势品牌，逐步完成全国化布局 |
| 第三梯队 | 千禾、欣和、加加、东古 | 1-20 亿元 | 以各自区域为基地，向周边或一线城市渗透 |
| 第四梯队 | 地方性工厂、作坊 | 1 亿元以下 | 地方性品牌，当地销售 |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

三、产能扩张与产品升级促公司持续高成长

1、调味品业务成为公司主要的业绩增长来源

公司净利润近 6 年增长 3.8 倍，年均增长 30%。2012 年-2018 年公司的销售收入由 17.5 亿元提高到 41.7 亿元，年均增长 15.6%，净利润由 1.26 亿提高到 6.07 亿元，年均增长 30%，其中调味品收入规模由 16.6 亿元提高到 35.2 亿元，年均增长 13.5%。2018 年公司调味品业务实现营业收入 38.2 亿元，同比增长 10.6%。在大众品业绩整体表现平淡的情况下，公司调味品业务收入屡超预期。调味品业务收入和利润的持续增长主要来自于产销量的增加、产品结构不断升级、单价的不断提高以及单位产品制造费用的下降。

Figure 14 近年公司营业收入变化 单位：百万元



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 15 近年公司净利润变化 单位：百万元

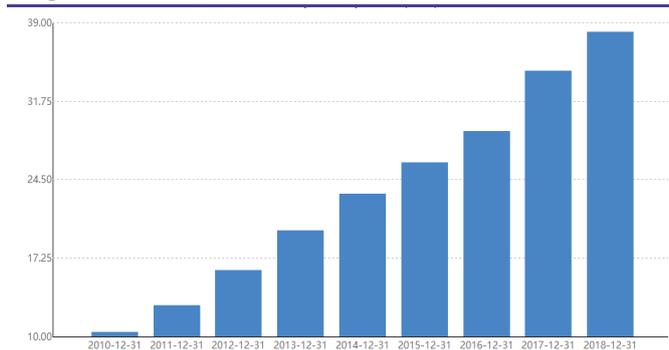


资料来源：WIND、世纪证券研究所

2、产能扩张提供增长动力

调味品产量持续提高。中炬高新在1999年收购广东美味鲜公司后，即开始了持续20年的高速发展之路。公司自2003年对中山基地开始进行四期扩改建设，2013年全部投产，形成30万吨产能；2012年公司启动阳西厨邦基地建设，设计总规模47万吨，2014年—2018年陆续投产30万吨；2017年公司再启动65万吨阳西美味鲜基地建设。2018年公司的调味品生产规模已达到54万吨，随着阳西项目的逐步达产，公司的收入和利润有望持续提升。

Figure 16 公司酱油产品收入逐年提升 单位：亿元



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 17 调味品公司近年主要产品提价幅度

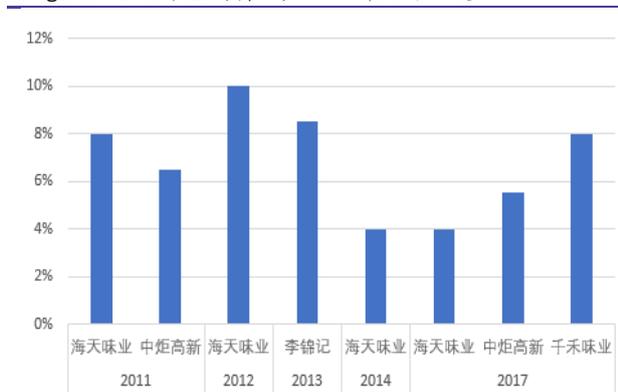
| 项目建设时间 | 项目名称 | 设计产能 (万吨) | 完成产能 (万吨) |
|-----------|------------|-----------|-----------|
| 2004-2013 | 中山基地扩建技改项目 | 30 | 30 |
| 2014-2020 | 阳西厨邦基地建设项目 | 46.88 | 30 |
| 2017-2023 | 阳西美味鲜基地建设 | 65 | — |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3、调味品结构不断优化、单价格有所提升

丰富产品系列，单价得到提升。近年公司重点围绕酱油、鸡精粉两大核心品类进行产品结构优化，酱油单品持续升级，产品价格不断提高。目前，公司主力产品厨邦酱油、厨邦特级生抽、厨邦味极鲜生抽，价格带在7-12元之间。中高端系列产品（氨基酸态氮含量 $\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$ ）价格略高于竞争对手的同类产品。公司近年陆续推出了厨邦淡盐酱油、厨邦纯酿、厨邦铁强化小淘气酱油等高端产品或功能产品，进一步丰富产品结构。预计随着未来消费升级和行业集中度的不断提升，公司产品价格仍有提升空间。

Figure 18 近年主要酱油产品品牌提价幅度



资料来源：公司公告、糖酒快讯、世纪证券研究所

Figure 19 中高端产品价格对比

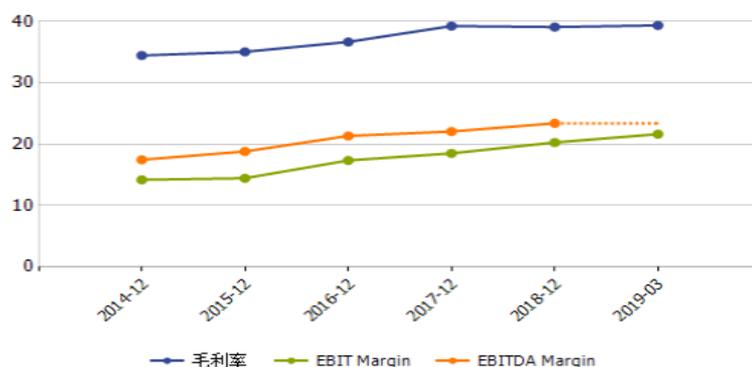
| 中高端鲜味系列产品 | 氨基酸态氮含量 | 价格 (元 /500ML) |
|------------|---------------------------------|---------------|
| 厨邦特级生抽 | $\geq 1.3\text{g}/100\text{ml}$ | 12.1 |
| 厨邦味极鲜酱油 | $\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$ | 11.2 |
| 海天金标生抽 | $\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$ | 9.9 |
| 海天味极鲜酱油 | $\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$ | 13.0 |
| 李锦记一品鲜特级酱油 | $\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$ | 8.9 |
| 李锦记味极鲜 | $\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$ | 8.9 |

资料来源：天猫超市、京东、世纪证券研究所

4、毛利率及净利率持续提升

生产效率不断提高，毛利率近5年稳步提升10个百分点。由于产能利用率提高+产品结构优化，公司调味品业务的毛利率近5年持续提升，由2014年34.5%提高到2019年一季度的39.4%，公司毛利率屡创历史新高，主要原因在于生产效率不断提升，单位产品制造费用下降。2018年在原材料价格上涨的背景下，毛利率仅下降了0.1个百分点，仍维持在39.1%的高位。随着高毛利率产品推广以及智能制造的推进，公司未来毛利率仍有提升空间。

Figure 20 销售毛利率持续提升

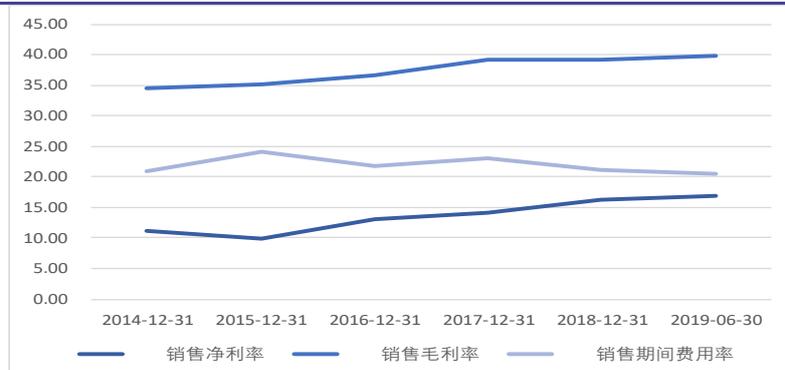


资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

净利率仍跟随毛利率呈现上升态势。尽管公司的期间费用率持续上升，受益于毛利率的提高，整体盈利能力得到明显提升。公司净利率由2010年的11.1%提高到17.3%（2019年Q1）。2018年公司销售费用同比增加1.16%，主要增加在商品房销售服务费、佣金、市场营销投入以及销售人员调薪等方面。由于收入规模增加摊薄费用，2018年销售费用率为10.35%，同比降低1.46pct。2018年管理费用率为6.62%，同比降低0.07pct；净利率为14.6%，同比提高2.02%，盈利能力有所提升。受体制影响，公司管理费用一直较高，2016年以来有所改善，未来仍有较大下降空间，盈利能力有望随之提升。

Figure 21 净利率持续上升

单位：%



资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

四、未来调味品业务有望高歌猛进、不断释放增长潜力

公司提出中长期发展战略—五年实现双百目标。公司已顺利完成管理权交接，并实现了国企向民营机制的转换，2019年新一届董事会提出了未来发展方向：

◇长期目标：聚焦健康食品主业，把公司打造成为国内超一流的综合性调味品集团企业。

◇中期目标：实现五年“双百”目标。即从2019年到2023年，公司用五年的时间，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。公司拟按照三步走发展战略，通过内外并举的措施，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购。

预计未来，在行业逐步走向品牌化、高端化、集约化的过程中，中炬高新将在行业整合中受益，实现市占率和利润规模的稳步提升。

1、新增产能持续接力、不断释放增长潜力

阳西基地带来低成本扩张。公司目前中山基地产能为30万吨，阳西厨邦项目16年已达产项目约17万吨，预计未来两年仍将持续释放30万吨产能。同时，2017年开始投入建设的阳西美味鲜项目设计产能有65万吨，建设期五年，将继续接力厨邦项目为公司的发展奠定基础。阳西基地因土地、水电成本较低、自动化生产水平高，其投产后将带来低成本扩张和毛利率的提升。

阳西厨邦基地：设计产能47万吨，2012年开始共分三期建设，首期6万吨在14年6月竣工投产，二期工程于2016年和2018年投产，预计2020年全部达产。

阳西美味鲜基地：2017年开建，建设期5年建设周期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。

Figure 22 公司在建项目设计产能 单位：万吨

| 阳西厨邦基地 | | | | | | | |
|---------|-------|------|------|------|------|------|-------|
| 设计投产时间 | 酱油 | 鸡精鸡粉 | 调味酱 | 蚝油 | 醋汁 | 食用油 | 合计 |
| 2014年 | 5.1 | 0.31 | 0.17 | 0.27 | 0.11 | 0.18 | 6.14 |
| 2016年 | 13.46 | 1.08 | 0.58 | 1.15 | 0.38 | 0.65 | 17.3 |
| 2018年 | 22.97 | 1.98 | 1.09 | 2.76 | 0.73 | 1.16 | 30.69 |
| 2020年 | 33.37 | 3.16 | 1.71 | 5.59 | 1.22 | 1.83 | 46.88 |
| 阳西美味鲜基地 | | | | | | | |
| | 食用油 | 蚝油 | 醋 | 料酒 | 合计 | | |
| 2023年 | 30 | 20 | 10 | 5 | 65 | | |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2、主力新产品提升、大食品开发均衡布局

(1) 持续优化主力产品结构、提升单品竞争力。

2018年公司完成低盐、健康、风味型酱油产品的重新定位和研发，开发了二梯队鸡精鸡粉产品，实现鸡精粉全国均衡发展产品储备。未来美味鲜公司创新团队按照“生产一批、储备一批、研发一批、谋划一批”的思路，对厨邦品牌不断延伸，细分市场、升级并推出新品。

多品类均衡布局，调味食品向健康食品方向逐步发展。除了酱油以外，美味鲜在鸡精、蚝油品类知名度较高，并且陆续推出了食用油、罐头、料酒、米醋等系列新产品，拟从调味食品向健康食品方向逐步发展。同时利用资源优势，适度进入大食品领域。阳西拥有丰富的资源，公司拟开发原产地的资源型产品，比如蚝罐头、鲮鱼罐头等，做渠道和模式与酱油产品重叠的大食品。

(2) 非酱油类品种发展空间广阔。

蚝油、食用油等小品类与酱油产品协同发展。2018年公司调味品业务实现营业收入38.2亿元，同比增长10.6%；前两大品类酱油（收入占比67.8%）和鸡精鸡粉（收入占比11.6%）同比增长9.1%和7.3%；食用油、蚝油、料酒等小品类尽管收入占比较小，但增速较高（2018年收入分别增长15.9%、41.8%和68.9%），成为公司产品结构的重要补充。如同海天味业一样，公司以酱油品牌和销售渠道为依托，向其他调味品类逐渐延伸，以形成协同效应。目前，公司的酱油收入占比相当于海天味业5年前的水平，高于当前的海天（61%）和日本巨头龟甲万（26%）。随着阳西基地产能逐步释放，蚝油、食醋等其他调味品销售规模有较大上升空间。

Figure 23 公司分产品收入及增长情况（2018年）

单位：百万元

| 产品分项 | 营业收入 | 收入占比% | 营业收入同比增长 (%) | 毛利率 (%) | 毛利率比上年增减 (%) |
|------|-------|--------|--------------|---------|--------------|
| 酱油 | 2,590 | 67.84% | 9.12% | 44.14% | -0.66% |
| 鸡精鸡粉 | 443 | 11.60% | 7.24% | 40.72% | -1.38% |
| 酱类 | 135 | 3.55% | 8.49% | 24.32% | 2.22% |
| 蚝油 | 140 | 3.66% | 41.80% | 29.69% | -3.92% |
| 食用油 | 321 | 8.42% | 15.93% | 18.41% | 3.27% |

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

◇**食用油短平快**：食用油业务主要是厨邦品牌的延伸。食用油 18 年收入规模接近 3.2 亿，增速 15.9%。产品包括花生油系列、玉米油系列及芝麻油系列和厨邦五谷调和油等。食用油和酱油不同，不需要发酵周期，且市场容量较大，渠道协同好。

◇**蚝油、酱料跟随行业发展，增长空间大**：蚝油在中国家庭的消费已开始启动，海天蚝油呈现出从地方性向全国化、从餐饮向居民的快速发展势头；调味酱创新空间非常广阔。海天蚝油与黄豆酱已做到市场第一，行业市场逐渐成熟。海天味业蚝油近两年呈现 20% 以上的增长。2017 年公司采用跟随策略推出厨邦蚝油与黄豆酱，2018 年蚝油和酱类增速达到 41.8% 和 8.5%。未来随着产能释放+市场扩张+营销宣传，厨邦蚝油与酱料有望持续高速增长。

3、技术进步、管理效率可望继续提升盈利能力

相比于海天味业等同行业公司，公司的毛利率水平偏低而费用率偏高，近年随着公司规模扩大、制造水平和管理效率的提升，差距逐渐减少，未来公司的盈利能力仍有较大的提升空间。

(1) 通过厨邦智造、精益生产提升毛利率水平

与海天味业相比，公司毛利率偏低的原因在于制造水平。公司主营业务结构与海天味业、千禾味业相近，但盈利能力指标却弱于两家公司。2018 年公司综合毛利率和净利率为 39.1% 和 9.93%，而行业龙头海天味业为 44.3% 和 22.8%，分别低于海天 9 个和 13 个百分点。主要原因在于：海天规模效应，制造水平、自动化程度较高、固定资产结构和人员结构具有明显优势，公司与其差距较大。另外，海天销售渠道的高效率和全员激励的民营机制，也是其长胜的法宝。

未来盈利能力的提升需要更多依靠内控水平的改善。除了产品结构提升、广西低成本的产能扩张之外，毛利率提升的最大空间是制造流程上。公司引入了精益管理项目，邀请国外资深管理专家辅导企业管理提升，确定了公司改善革新项目“厨邦智造”。公司在提高生产效率、杜绝浪费等方面已经取得了较好的效果，毛利率得到持续提升。2018 年，公司围绕酱油、食用油、鸡精粉等核心产品的产能提升，实施 9 个公司级重大项目，在项目规划建设的同时，对生产工艺和设备进行升级改造。在提升产品质量的同时，大大提高工作效率，改善工作环境，降低传统人工操作，节约人工成本。

Figure 24 中炬高与同行业公司盈利能力比较

| | 收入结构 | 毛利率 (%) | 净利率 (%) |
|------|-------------------------|---------|---------|
| 海天味业 | 酱油 61%、蚝油 15.5%、酱类 14% | 46.5 | 25.6 |
| 中炬高新 | 酱油 67%、蚝油 11%、食用油 8% | 39.1 | 16.4 |
| 千禾味业 | 酱油 63%、食醋 18%、焦糖色 19.1% | 45.7 | 22.5 |
| 加加食品 | 酱油 51%、植物油 28% | 26.2 | 6.5 |

资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 25 中炬高新与同行业公司费用率比较

| | 销售费用率 (%) | 管理费用率 (%) | 财务费用率 (%) |
|------|-----------|-----------|-----------|
| 海天味业 | 13.13 | 4.34 | -0.90 |
| 中炬高新 | 10.35 | 9.55 | 1.30 |
| 千禾味业 | 20.30 | 6.81 | 0.16 |
| 加加食品 | 9.67 | 7.05 | 0.60 |

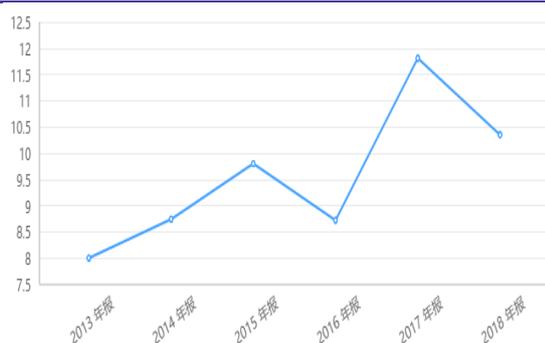
资料来源：WIND、世纪证券研究所

(2) 降本增效、管理费率仍有下降空间

销售费用率有望稳定在 10% 的水平。2018 年销售费用率在占比同比下降 1.46pct。2018 年公司对人员进行大幅精减，生产/销售人员同比减少 36%/12%，研发人员同比上升 31%。公司销售费率低于海天味业（13.3%），公司的广告费用投入明显低于海天味业。考虑到研发费用保持在 3% 以上，其全国化发展、市场运营需要投入，预计销售费用率可能稳定在 10% 左右水平。

公司管理费用率明显高于同行业公司，仍有下降空间。中炬高新管理费用率高企，近年有所下降，2018 年达到 6.62%，仍高于海天 4.3% 水平。主要原因在于职工薪酬占比较高，2018 年职工薪酬占收入比达到 4.2%，而海天味业仅为 0.9%。究其原因为：国有企业整体管理效率较低；盈利能力较差的子公司较多。财务费用：近 9 亿元的公司债券（预计将于 2020 年到期）导致财务费用超过 5000 万元。公司持有厨邦食品（阳西基地）80% 的股权，另有 20% 的利润被少数股东分走。预计随着公司规模扩大、信息化管理程度提高以及转向民营后经营机制不断优化，公司的管理费用率将继续下降。资金充裕带来财务费用下降和利润漏出减少，公司盈利存在较大的改善空间。

Figure 26 中炬高新近年销售费用率有所提高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

Figure 27 中炬高新近年管理费用率持续下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

股市有风险 入市需谨慎

4、销售网络的精耕细作

渠道逐步下沉细化，填补市场空白。目前，公司在流通领域（批发市场、农贸市场、杂货店等）占比最大，其次是超市，餐饮较小。近几年超市发展不错，尤其是二三线城市，一线城市由于成本太高，不是公司发展的重点。在流通领域，美味鲜重点销售区域一共是五级市场，不同市场规划不同的产品类型，并采用不同的拓展策略。一二级市场相对成熟，公司销售渠道拟下沉到乡、村一级，渠道精耕细作，产品以巩固酱油为主多品类发展；三级、四级市场渠道下沉到县乡级和地市，增长来自于填补市场空白为主。

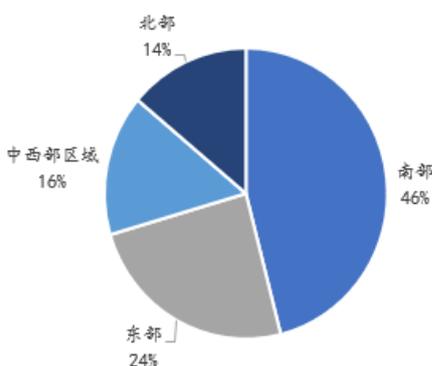
Figure 28 公司渠道市场分级下沉

| | 所属地区 | 收入占比 | 拓展策略 |
|------|--------------------|------|-----------------|
| 一级市场 | 广东、浙江、海南 | 60% | 下沉到村一级，渠道精耕细作 |
| 二级市场 | 广西、福建、江西 | 15% | 下沉到乡、村一级，渠道精耕细作 |
| 三级市场 | 东北等地区 | 10% | 下沉县乡级，填补市场空白 |
| 四级市场 | 华北（京津沪、河北、河南等中部地区） | 8% | 下沉到地市，填补市场空白 |
| 五级市场 | 西北市场（西北、西南等其他区域） | 5% | 覆盖省会城市等市场空白 |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

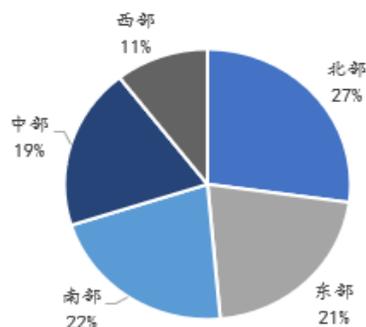
中西北部区域市场及三四线城市仍有较大市场空间。公司以“稳步发展东南沿海，重点提升中北部和东北市场，加速开拓西南区域，逐步推进西北市场”为渠道发展纲领。2018年北部和中西的收入增速达17.6%和12.5%以上，而成熟的东部及南部区域收入增速在10%以内。2019年上半年，公司在18年开发18个地级市的基础上，再开发15个空白市场，在全国337个地级市的开发率达到81%（累计开发275个）。公司18年新开178个经销商，累计经销商数量达864个，19年计划经销商数量达到1000家（+16%），相比于海天味业（经销商2000多家，网络覆盖300多个地级市、1000多个县份），公司在填补空白市场以及成熟市场的精耕细作方面仍有较大的改进空间。未来将加快空白地级市和三级市场区县的开发力度，全国性布局初具规模。同时，公司积极拓展线上渠道，开展网络营销，并逐步开拓海外市场，推动厨邦品牌走向国际化。

Figure 29 中炬高新销售区域收入占比



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 30 海天味业销售区域收入占比



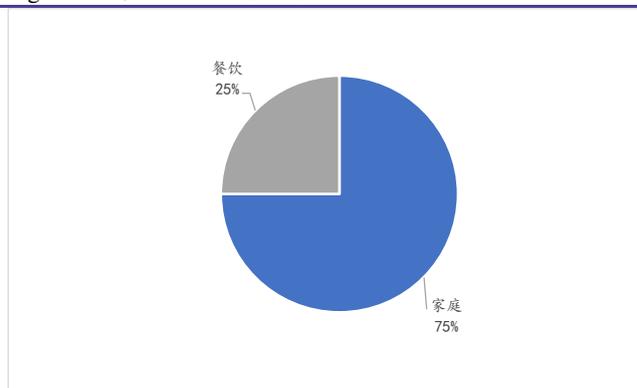
资料来源：WIND、世纪证券研究所

餐饮渠道终端建设推广力度持续加大，餐饮端收入占比有望提升。中国消费者可分为专业消费者和家庭消费者，专业消费者是指厨师和工业消费者，40%餐厅，30%家庭，其他30%（工业渠道占比最大）。目前公司产品家庭消费和餐饮渠道的占比为75:25，餐饮渠道占比明显低于海天味业（60%）和行业平均（40%）。餐饮渠道成为公司比较大的短板，与海天、李锦记的主要差距就在于此。公司拟通过两个策略解决：

◇推出适合餐饮渠道的产品并规划系列产品。公司学习海天味业，推出不同规格、不同档次的高性价比产品，通过对品类进行可选与必选分类，根据公司战略引导经销商销货，一站式采购；同时加强经销商培训，提升销售实力。

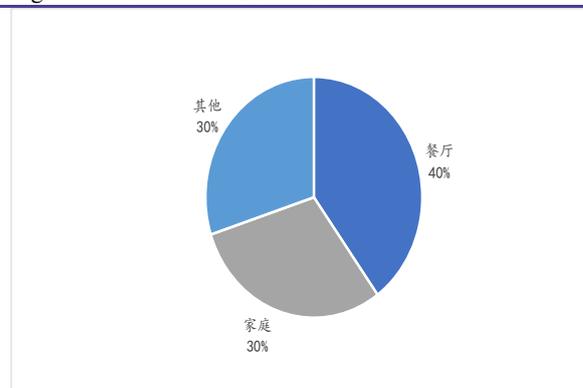
◇有计划有步骤的拓展餐饮市场，统一推广产品。餐饮杂志广告、冠名、厨艺宣讲、地区巡回路演等，如组织厨邦厨师顶级俱乐部，通过厨艺比赛等加强与厨师粘性。

Figure 31 中炬高新家庭渠道占比较高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 32 调味品行业各类渠道占比情况



资料来源：WIND、世纪证券研究所

五、地产业务受益于粤港澳大湾区及深中通道建设

房产销售重启，增厚公司业绩。2010年起从事房地产开发，公司拥有中山城轨站北侧约1600亩商住地。由于受到中山市《岐江新城片区规划》调整的影响，房地产业务开发进程放缓。2016年，受益于深中通道建设，中山房地产市场转热，公司对已开发项目汇景东方重新启动销售。目前已开发物业面积约6万平方米，产品主要是联排别墅、高层洋房、商铺等，2018年房地产业务实现销售收入8,773万元，同比增长5.7倍；归母净利润2,432万元，同比增长2.8倍。由于中山市《岐江新城片区规划》尚未最终落实，中汇合创地块正处于岐江新城中心位置，房地产业务后续开发尚无具体计划表。《岐江新城片区规划》以外的中炬高新名下84.6亩商住地已于2017年度开工建设，预计建设可出售商品房面积近9万平方米，首期3-5号楼、约1.8万方住宅楼将于将在2019年下半年开售。

受益“深中通道”获批建设，公司原有土地和建筑升值。深中通道2016年底开始建设，预计2024年完工，建成后从深圳机场至中山开发区入口仅30分钟，较目前缩短60%。同时“粤港澳大湾区”建设也带来了深茂铁路及广州地铁接入中山等重大交通枢纽工程。受益于此预期，目前中山火炬开发区等商品住宅目前价格较2014年上涨2倍。公司在城轨中山站北侧拥有商住地1,906亩（其中中汇合创名下1,353亩，中炬高新名下553亩），可开发商住地1,666亩，其中中汇合创拥有的土地全部落在《中山站片区规划》范围内，确定用于商住开发用地约900亩，配套用地约453亩。扣除已开发的240亩，剩余可开发的商住地为660亩。中炬高新名下的商住地有468亩落在《中山站片区规划》范围内（85亩不在规划范围内），全部是商住配套用地。公司拥有的土地和房产重估空间巨大。

地产业务重估不低于33亿元。如果未开发660亩商业用地按400万/亩估算，1006亩配套用地按100万/亩估算，公司土地价值保守估计36亿元；参考2018年1月方直集团6.56亿+5.13万平配建竞得中山火炬开发区灰炉村65.56亩商住地，假设给予50%的折价，则公司这块未开发的商用地估值约33亿元。

六、宝能系入主，改革发展提速

实际控制人变更，治理机制发生重大转变。前海人寿 2015 年通过二级市场举牌中炬高新，之后再连续增持成为公司第一大股东，2018 年前海人寿将股份全部转给中山润田投资（两者同为宝能旗下公司），同年 11 月宝能系在董事会换届中获得 6 个董事会席位（非独立董事）中的 4 席，宝能系代表陈琳女士当选董事长，并担任公司法人代表；陈超强担任总经理。宝能系正式掌握中炬高新实际控制权。截至 2019 年 6 月 30 日，公司第一大股东润田投资持股 24.92%，实控人由中山火炬高技术产业开发区管委会变更为姚振华先生，国企控股变更为民营企业。

Figure 33 公司前十大股东（2019.6.30）

| 排名 | 股东名称 | 方向 | 变动分析 | 持股数量(股) | 持股数量变动(股) | 占总股本比例(%) |
|----|----------------------------------|----|----------|-------------|------------|-----------|
| 1 | 中山润田投资有限公司 | 不变 | 85.0265 | 198,520,905 | 0 | 24.9200 |
| 2 | 中山火炬集团有限公司 | 不变 | 36.5877 | 85,425,450 | 0 | 10.7200 |
| 3 | 香港中央结算有限公司(陆股通) | 增加 | 25.0600 | 58,510,283 | 29,138,423 | 7.3400 |
| 4 | 全国社保基金一零一组合 | 增加 | 7.8210 | 18,260,487 | 2,199,921 | 2.2900 |
| 5 | 全国社保基金一零六组合 | 不变 | 6.7024 | 15,648,949 | 0 | 1.9600 |
| 6 | 林艺玲 | 不变 | 4.2830 | 10,000,000 | 0 | 1.2600 |
| 7 | 全国社保基金一零组合 | 不变 | 3.0752 | 7,180,011 | 0 | 0.9000 |
| 8 | 全国社保基金四零六组合 | 减少 | 2.9441 | 6,873,902 | -662,200 | 0.8600 |
| 9 | BILL&MELINDAGATESFOUNDATIONTRUST | 新进 | 2.8646 | 6,688,364 | | 0.8400 |
| 10 | 中证500交易型开放式指数证券投资基金 | 新进 | 2.8637 | 6,686,208 | | 0.8400 |
| | 合计 | | 177.2282 | 413,794,559 | | 51.9300 |

资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

期待降本增效，提高经营效率。参考海天味业民营机制下，全员激励所带来的高效运作，预计中炬高新的治理机制发生转变后，其运营效率和盈利能力将有较大的提升空间。公司 2014 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%，但与海天相比，公司人均薪酬与业务效率仍有较大的提升空间。公司近年的盈利能力得到改善：毛利率持续提升、管理费率明显下降。可以期待未来民营机制的转变和股权激励的实施将有效提高公司的经营效率，减少管理成本，为公司发展带来新活力，同时宝能系拥有丰富的产业资源，有利助力公司未来发展。

公司曾拟定向增发，若完成实施将提速公司发展。2015 年 9 月公司公告非公开发行股票预案：拟向前海人寿关联方发行股票 3.01 亿股，募集资金 45

亿元，投资于调味食品产业的扩张以及科技产业孵化集聚区两大项目。若非公开发行股票顺利实施，将为加快公司产能、渠道建设、提高生产效率和整体培育以科技产业孵化园为代表的新的利润增长点。主营业务注入强大的资金，有利于公司全面提速发展。公司已于2016年10月26日拍到科技孵化园土地，完成了定增进程中的实质性的一步。由于该非公开发行股票筹划时间短，涉及金额较大(已超过公司2014年末总资产)、募投项目较多(共8个)，在公司披露非公开发行预案后，保荐机构对募投项目继续进行深入论证，目前有关工作仍在进行中。

Figure 34 非公开发行募集资金投资项目

| 项目名称 | 预计总投资额(万元) | 募集资金拟投入额(万元) | 项目情况说明 |
|-------------------|------------|--------------|---|
| 1、调味品业务扩产升级项目 | | | |
| 阳西基地后续建设项目 | 121,925 | 121,925 | 项目完成后，公司将新增18.37万吨酱油、0.52万吨罐头、5.59万吨蚝油、1万吨醋汁、1.83万吨食用油、1.71万吨调味酱的产能。 |
| 渠道建设及品牌推广项目 | 107,649 | 99,585 | 公司拟在四年内新增150个办事处，并通过传统媒体和新媒体的广告投放，进一步提高公司的品牌知名度和美誉度。 |
| 研发中心扩建项目 | 22,174 | 22,174 | 拟建立酿造中试车间、煮制中试车间、罐头项目、发酵制品项目、酶解项目、质量安全检测共6个实验室。 |
| 南派酱油生产智能化及自动化改造项目 | 10,790 | 10,790 | 通过包装生产线技术改造自动化，不仅能够实现自动调节各部件运转，降低人力成本的投入，还将提高出货的良品率，提高产品出货速度，提高公司的竞争力。 |
| 电商推广及自主线上平台建设项目 | 62,832 | 62,832 | 项目主要分为借助第三方电商平台、自主搭建食品类垂直电商平台及线下体验店。 |
| 2、食用油扩建项目 | | | |
| | 35,944 | 35,944 | 项目将引进国内外先进的生产线配备吹瓶机、旋转称重灌装机、自动下箱机、自动码垛机等设备，生产900mL、1.8L、5L三种包装规格的花生油、玉米油与调和油等食用油产品。 |
| 3、信息化系统升级项目 | | | |
| | 8,734 | 8,734 | 项目拟建设企业信息化管理系统，系统包含仓储物流物联网与大数据，可实现对公司财务、成本、采购、生产、库存、销售、质量等管理升级再造。 |
| 4、科技产业孵化园建设项目 | | | |
| | 200,000 | 88,016 | 项目通过为新成立的科技型中小企业提供物理空间和基础设施，以及提供一系列的包括技术、财务、HR、市场等资源支持，并择优为初创企业提供部分启动资金，可以降低创业者的创业风险和创业成本、提高企业成功率、促进科技成果转化。 |
| 合计 | 570,048 | 450,000 | |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

七、盈利预测与投资评级

预测的假设条件：

- 1、随着产能扩张和结构升级，预计未来三年调味品收入增速达到 18%的水平，其中产销量的增长高于行业增速达到为 15%；消费升级及公司产品结构提升带来产品均价提高 3%。
- 2、地产业务尽管受限售限价以及中山市《岐江新城片区规划》尚未最终落地影响仍有较多不确定性，但公司近两年完工的仍有近 9 万平方米的商品房可供出售，首期约 1.8 万方住宅楼有望在 2019 年下半年开售。预计未来三年房地产业务收入维持在 1.3 亿元的水平。
- 3、公司近年毛利率呈现持续上升的态势。受益于产品结构升级和“厨邦智造”精益生产效应，保守预计未来三年公司综合毛利率每年提高约一个百分点，即 39.64%、40.62%、41.60%。
- 4、销售费率维持在 10%的水平，管理费率略有下降。
- 5、税率维持近三年平均水平。

Figure 35 主要产品预测

| 项目(单位:百万元、%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | | | | | |
| 调味品 | 3453 | 3817 | 4504 | 5315 | 6271 |
| 皮带轮及汽车、摩托车配件 | 65 | 70 | 70 | 84 | 100 |
| 房地产及服务 | 49 | 127 | 130 | 130 | 130 |
| 合计 | 3567 | 4014 | 4704 | 5529 | 6501 |
| 毛利率 | | | | | |
| 调味品 | 39.94 | 39.31 | 40.00 | 41.00 | 42.00 |
| 皮带轮及汽车、摩托车配件 | 32.54 | 25.67 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 房地产及服务 | 12.51 | 34.84 | 35.00 | 35.00 | 35.00 |
| 合计 | 39.42 | 38.94 | 39.64 | 40.62 | 41.60 |

资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

预计公司 2019/2020 年实现销售收入 45 亿元/53 亿元，归母净利润 7.2 亿 /8.95 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元/1.12 元。

公司现有业务估值合理。不考虑地产的重估带来的影响，仅从现有调味品业务出发进行比较，预计公司 2019 年-2021 年的每股收益为 0.91 元、1.12 元和 1.4 元。公司目前的总市值为 317 亿元，对应 19 年的动态 PE 水平为 44 倍，为行业可比公司的中值水平，但明显低于海天味业（58 倍）。从历史估值

来看，公司的 PE 水平（TTM）接近十年来的平均水平。

给予“增持”的投资评级。考虑到公司主营业务开启低成本扩张之路，厨邦智造、精益生产等带来盈利能力的持续改善；地产锦上添花且尚有不低于 33 亿的价值重估以及宝能入驻有望带来的机制转变，给予“增持”评级。

Figure 36 可比公司市盈率

| 代码 | 证券简称 | 总市值 | 流通市值 | 市盈率 PE | | | 市净率 PB (MRQ) |
|-----------|------|------|------|--------|------|------|-----------------|
| | | | | TTM | 19E | 20E | |
| 600872.SH | 中炬高新 | 317 | 317 | 50.0 | 44.1 | 34.4 | 8.8 |
| 沪深(11) | 中位值 | 42 | 42 | 50.0 | 44.1 | 34.4 | 5.6 |
| 603288.SH | 海天味业 | 3050 | 3050 | 62.7 | 58.0 | 48.7 | 21.8 |
| 603317.SH | 天味食品 | 192 | 192 | 64.7 | 58.3 | 46.3 | 11.6 |
| 600305.SH | 恒顺醋业 | 121 | 121 | 37.4 | 34.2 | 29.7 | 5.6 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 100 | 100 | 52.3 | 45.4 | 36.2 | 7.7 |
| 002650.SZ | 加加食品 | 41 | 41 | 34.2 | -- | -- | 1.8 |
| 600866.SH | 星湖科技 | 37 | 37 | 35.7 | 13.6 | 11.5 | 2.5 |
| 002495.SZ | 佳隆股份 | 28 | 28 | 96.8 | -- | -- | 2.4 |
| 603696.SH | 安记食品 | 23 | 23 | 48.9 | 37.9 | 25.5 | 4.0 |

注：股价为 2019 年 9 月 6 日收盘价

资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 37 公司历史市盈率水平



资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

八、风险因素分析

1、食品安全风险

公司严格在各个经营环节执行质量控制，自成立以来，在历次的国家级市场抽检中，产品质量均符合要求。尽管如此，公司仍然存在质量安全控制潜在

风险。

2、原材料价格波动风险

黄豆、白糖等农产品是公司生产产品的主要原材料，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响。如果原材料价格上涨较大，将有可能对产品毛利率水平带来一定影响。

3、行业景气度下降风险

虽然调味品是属于一个刚性需求较强的一个产品，但易受高端餐饮下滑等因素的影响，大众消费品的增速也有可能面临下行的风险，但同时也有利于行业整合。

附表

Figure 38 主要财务数据及估值

单位：百万元

| 利润表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 3157.99 | 3609.37 | 4166.46 | 4704.06 | 5528.79 | 6501.41 |
| 减：营业成本 | 1999.38 | 2191.89 | 2536.75 | 2839.44 | 3283.23 | 3796.91 |
| 营业税金及附加 | 41.68 | 48.20 | 69.47 | 67.78 | 79.67 | 93.68 |
| 营业费用 | 275.36 | 426.34 | 431.29 | 470.41 | 552.88 | 650.14 |
| 管理费用 | 348.94 | 348.08 | 275.84 | 282.24 | 320.67 | 364.08 |
| 财务费用 | 63.25 | 60.45 | 54.18 | 25.63 | 17.14 | -0.47 |
| 资产减值损失 | 7.38 | 22.78 | -2.07 | -2.07 | -2.07 | -2.07 |
| 加：投资收益 | 45.38 | 71.24 | 95.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | -121.87 | -40.62 | -40.62 | -40.62 |
| 营业利润 | 467.38 | 582.88 | 774.82 | 980.01 | 1236.66 | 1558.52 |
| 加：其他非经营损益 | 18.88 | -1.85 | -5.98 | 3.68 | 3.68 | 3.68 |
| 利润总额 | 486.26 | 581.02 | 768.84 | 983.70 | 1240.34 | 1562.20 |
| 减：所得税 | 76.00 | 88.74 | 104.66 | 243.31 | 307.47 | 387.93 |
| 净利润 | 410.26 | 492.29 | 664.18 | 740.39 | 932.88 | 1174.27 |
| 减：少数股东损益 | 47.89 | 58.14 | 73.81 | 90.15 | 111.91 | 139.05 |
| 归属母公司股东净利润 | 362.37 | 434.15 | 590.37 | 721.02 | 895.13 | 1112.20 |
| 财务分析和估值指标汇总 | | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 收益率 | | | | | | |
| 毛利率 | 36.69% | 39.27% | 39.11% | 39.64% | 40.62% | 41.60% |
| 三费/销售收入 | 21.77% | 23.13% | 18.27% | 16.54% | 16.11% | 15.59% |
| EBIT/销售收入 | 17.37% | 17.75% | 19.73% | 22.94% | 24.07% | 25.19% |
| EBITDA/销售收入 | 21.37% | 21.31% | 22.86% | 29.51% | 30.38% | 31.07% |

| | | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售净利率 | 12.99% | 13.64% | 15.94% | 17.24% | 18.21% | 19.25% |
| 资产获利率 | | | | | | |
| ROE | 12.95% | 13.82% | 16.38% | 17.36% | 18.52% | 19.59% |
| ROA | 11.62% | 12.61% | 14.36% | 16.38% | 18.43% | 20.16% |
| ROIC | 11.86% | 13.46% | 16.31% | 19.26% | 19.30% | 23.30% |
| 增长率 | | | | | | |
| 销售收入增长率 | 14.48% | 14.29% | 15.43% | 12.90% | 17.53% | 17.59% |
| EBIT 增长率 | 37.37% | 16.80% | 28.29% | 31.28% | 23.31% | 23.07% |
| EBITDA 增长率 | 29.89% | 14.01% | 23.81% | 45.74% | 21.00% | 20.25% |
| 净利润增长率 | 49.70% | 19.99% | 34.92% | 22.13% | 24.15% | 24.25% |
| 总资产增长率 | 8.37% | 7.58% | 12.71% | 15.07% | 9.62% | 12.50% |
| 股东权益增长率 | 11.35% | 12.20% | 14.77% | 15.20% | 16.38% | 17.49% |
| 经营营运资本增长率 | 18.10% | 25.96% | -10.82% | 24.92% | -1.41% | 23.95% |
| 资本结构 | | | | | | |
| 资产负债率 | 34.58% | 32.09% | 31.05% | 31.47% | 27.54% | 24.42% |
| 投资资本/总资产 | 84.71% | 85.52% | 74.98% | 79.95% | 74.14% | 75.31% |
| 带息债务/总负债 | 59.58% | 57.12% | 22.56% | 35.55% | 20.06% | 20.11% |
| 流动比率 | 3.87 | 4.09 | 2.46 | 2.49 | 2.98 | 3.55 |
| 速动比率 | 0.61 | 0.24 | 0.18 | 0.38 | 0.66 | 0.92 |
| 股利支付率 | 21.98% | 25.69% | 24.29% | 23.99% | 23.99% | 23.99% |
| 收益留存率 | 78.02% | 74.31% | 75.71% | 76.01% | 76.01% | 76.01% |
| 资产管理效率 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.67 | 0.71 | 0.73 | 0.71 | 0.77 | 0.80 |
| 固定资产周转率 | 2.60 | 2.97 | 3.09 | 3.16 | 3.42 | 3.82 |
| 应收账款周转率 | 72.48 | 53.87 | 85.95 | 57.43 | 77.50 | 59.72 |
| 存货周转率 | 1.49 | 1.55 | 1.59 | 1.44 | 1.53 | 1.45 |
| 业绩和估值指标 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| EBIT | 548.66 | 640.82 | 822.10 | 1079.28 | 1330.84 | 1637.91 |
| EBITDA | 674.78 | 769.33 | 952.54 | 1388.25 | 1679.81 | 2019.96 |
| 净利润 | 362.37 | 434.15 | 590.37 | 721.02 | 895.13 | 1112.20 |
| EPS | 0.455 | 0.545 | 0.741 | 0.905 | 1.124 | 1.396 |
| BPS | 3.514 | 3.943 | 4.525 | 5.213 | 6.067 | 7.128 |
| PE | 87.58 | 73.10 | 53.76 | 44.02 | 35.46 | 28.54 |
| PB | 11.34 | 10.11 | 8.80 | 7.64 | 6.57 | 5.59 |
| PS | 10.05 | 8.79 | 7.62 | 6.75 | 5.74 | 4.88 |
| PCF | 46.84 | 48.73 | 43.81 | 57.01 | 22.46 | 32.47 |
| EV/EBIT | 60.04 | 51.41 | 39.44 | 30.44 | 24.24 | 19.65 |
| EV/EBITDA | 48.81 | 42.82 | 34.04 | 23.66 | 19.20 | 15.93 |

资料来源：wind 资讯、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，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。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

| 股票投资评级说明： | 行业投资评级说明： |
|--|---|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。