

证券研究报告

公司研究——季报点评

中炬高新 (600872.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.08.23

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 行业分析师

执业编号: S1500519090001

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

相关研究

《20190430 中炬高新 (600872) 调味品业务盈利能力显著提升, 品类扩张步伐加快》

《20190823 中炬高新 (600872) 调味品业务稳步发展, 新考核制度激发活力》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

新兴市场加速发展, 小品类持续扩张

2019年11月01日

事件: 中炬高新 2019年10月31日发布2019年三季报, 1-9月, 公司实现营业总收入 35.31 亿元, 同比增长 11.57%; 实现归母净利润 5.46 亿元, 同比增长 12.3%; 摊薄每股收益 0.68 元。加权 ROE 14.66%, 同比增加 0.03 个百分点。

调味品业务的实施主体美味鲜公司 1-3Q2019 收入为 33.57 亿元, 同比增长 14.97%; 归母净利润 5.43 亿元, 同比增长 19.08%。剔除调味品业务的其他主营业务 (包括房地产、物业租赁等) 同期实现收入 1.74 亿元, 同比减少 0.71 亿元。

点评:

➤ **中西部、北部加快调整, 小品类持续扩张。**美味鲜公司 1Q/2Q/3Q2019 的收入增速分别为 15.32%/15.26%/14.30%, 公司继续沿袭了 2018 年的深度扩张策略: 1) 继续大力开拓市场, 发展经销商。2018 年末经销商数量 864 家, 3Q2019 报告期末达到 1009 家, 净增加 145 家, 加快了渠道细分优化。公司在中西部地区以及北部地区的经销商数量 1Q/2Q/3Q2019 分别净增加 22/21/14 和 17/32/12 家, 同期南部和东部大本营市场经销商数量仅增加 2/4/4 家和 3/12/6 家。总的来看, 公司经销商数量在非成熟区域保持高速增长, 且总量上高于成熟区域, 可见公司一方面在潜力增量市场进行渠道下沉和“经销商赛马机制”的决心, 另一方面对存量市场进行渠道整合、优胜劣汰。分区域来看, 1-3Q2019 东部/南部/中西部/北部的营业收入分别达到 8.12/14.31/6.04/4.88 亿元, 增速 11.94%/12.26%/25.95%/18.69%, 中西部、北部地区收入增速较快, 均高于 15%, 有重点、有系统地进行市场开拓扩张。2) 按销售模式划分, 公司分销/直销收入分别为 32.68/0.68 亿, 同比增长 15.99%/-8.45%; 分销模式占据主流。3) 产品品类进一步丰富, 鸡精鸡粉、食用油及其他小品类等产品占比持续扩张。分品类来看, 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入占比分别为 64.1%/11.8%/10.6%/13.4%, 同比变动-3.2/0.4/1.4/1.4 个百分点; 收入分别为 21.39/3.95/3.54/4.48 亿元, 同比增速 9.85%/19.20%/33.27%/28.97%。综上所述, 我们预计 2019 年全年会继续延续三季度情况, 公司向着调味品多元化平台持续努力发展。

➤ **调味品板块盈利水平上升, 公司费用率平稳。**1-3Q2019, 中炬高新整体毛利率达到 39.20%, 同比增长 0.13 个百分点, 调味品毛利率为 39.01%, 同比下降 0.17 个百分点。主要原因是产品结构变化 (酱油占比下降, 其他品类上升)、原材料价格略有上升 (主要是味精和 I+G), 以及公司采取了降价等促销方式加速开拓市场。报告期内费用率小幅上升, 公司整体共上升 0.09 个百分点: 销售费用率 9.77%, 同比下降 0.02 个百分点; 管理费用率 5.98%, 同比下降 0.01 个百分点; 财务费用率 1.17%, 同比下降 0.09 个百分点, 研发费用率 3.01%, 同比上升 0.17 个百分点。调味品板块美味鲜公司盈利能力逐年提高, 近三年一期的净利润率分别为 14.5%/16.2%/16.5%/17.7%。在毛利率下降、费用率变化不大之下, 归

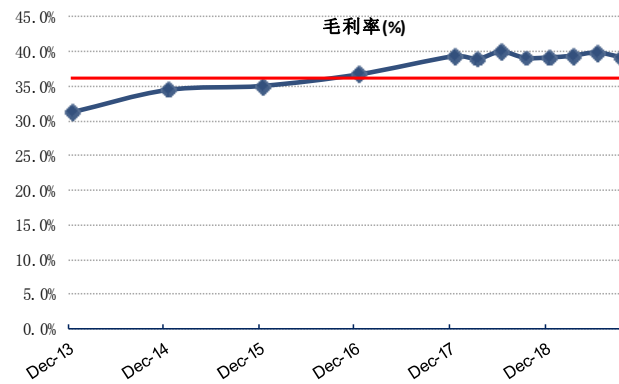
母净利润增长继续高于营业收入的增长，主要是本期投资收益 1218 万元，同比增长 861 万元，增幅 241.22%（本期政府补助增加了 861 万元）；另少数股东损益 4,994.6 万元，同比增长 4.49%（主要原因因阳西厨邦公司 2019 年 1-9 月净利润为 2.5 亿元较上年同期增加 1,081 万元，增幅为 4.52%，与少数股东损益增幅基本一致），归属母公司的净利润占净利润的比例增大。

- **房地产收入下滑。**公司本部 1-9 月实现营业收入 0.34 亿元，同比减少 1.03 亿元，降幅 75.18%；其中第三季度没有确认资产转让收入，单季营业收入 871 万元，同比下降 5.44%。1-9 月实现归母净利润-2,308 万元，同比减少 3,890 万元（主要是 2018 年一季度转让物业形成利润约 4400 万元）；其中 7-9 月归母净利润为-598 万元，同比减亏 484 万元，减亏幅度 44.74%。中汇合创公司 1-9 月实现主营业务收入 7,849 万元，同比增加 3,269 万元，增幅 71.37%；其中第三季度营业收入 1,755 万元，同比增加 1,163 万元，增幅 196.45%。1-9 月归母净利润 2,426 万元，同比增加了 1,100 万元，增幅 82.96%；其中 7-9 月归母净利润 425 万元，同比增加了 38 万元，增幅 9.82%（主要是三季度计提及结转土地增值税增加以及委托贷款等投资收益同比减少近 700 万元）。中炬精工公司 1-9 月实现营业收入 5,679 万元，同比减少 169 万元，降幅 2.89%；其中第三季度营业收入 1,523 万元，同比减少 133 万元，降幅 8.03%。1-9 月归母净利润 193.4 万元，同比减少了 2.6 万元，降幅 1.33%；其中 7-9 月归母净利润 92.4 万元，同比增加了 38.4 万元，增幅 71.11%。总的来说，非调味品业务不及预期，但公司有望凭借调味品业务实现收入、利润双突破。
- **盈利预测与评级：**我们预计中炬高新 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 7.49、9.69 和 11.38 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.94、1.22 和 1.43 元。维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**费用率特别是销售、管理费用的进一步下降；公司调味品产能迎来密集投放期；公司房地产项目于 2019 年开始预售。
- **风险因素：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。

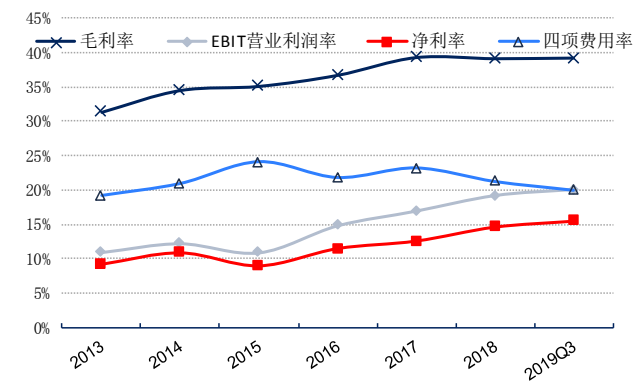
重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,609.37	4,166.46	4,864.74	6,275.71	7,513.58
增长率 YoY %	14.29%	15.43%	16.76%	29.00%	19.72%
归属母公司净利润(百万元)	453.26	607.43	748.76	969.39	1,137.95
增长率 YoY%	25.08%	34.01%	23.27%	29.47%	17.39%
毛利率%	39.27%	39.11%	39.92%	40.25%	39.95%
净资产收益率 ROE%	15.26%	18.01%	19.26%	20.82%	19.93%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.76	0.94	1.22	1.43
市盈率 P/E(倍)	78	58	47	37	31
市净率 P/B(倍)	11.29	9.83	8.50	6.90	5.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

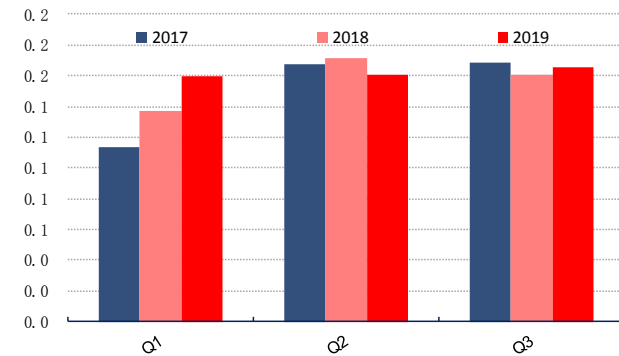
注：股价为2019年10月31日收盘价

图 1 公司 2013-2019Q3 毛利率 (%)


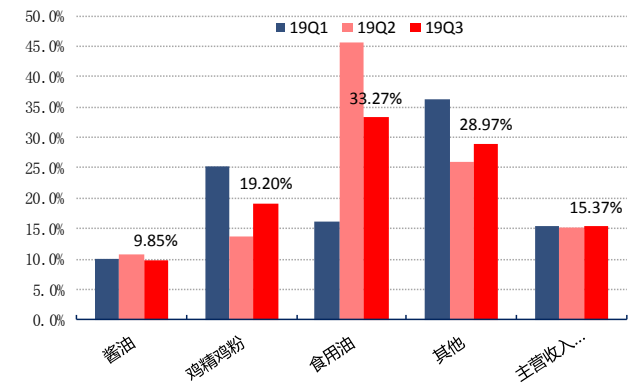
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2 毛利率、净利率、营业利润率和四项费用率情况 (%)


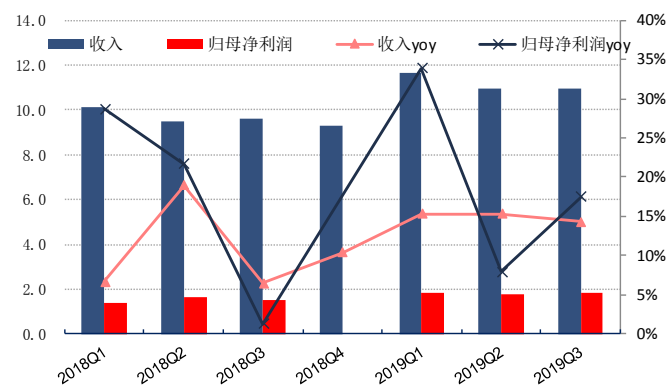
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3 美味鲜 Q1、Q2、Q3 归母净利率对比 (%)


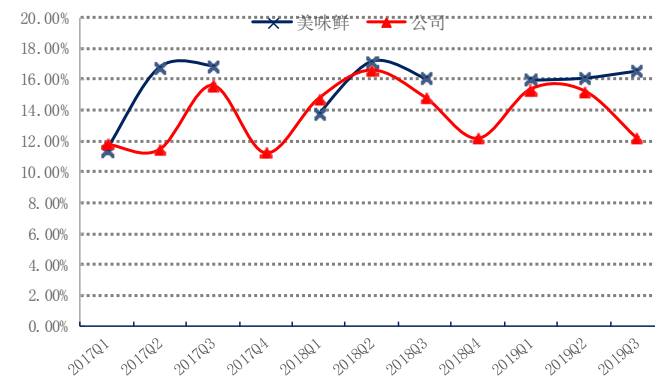
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4 分产品收入增速 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5 美味鲜收入、归母净利润情况 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6 公司及美味鲜归母净利润率变化情况 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,116.08	3,620.84	4,330.54	5,581.31	7,001.40
货币资金	240.76	397.13	854.75	1,566.85	2,491.07
应收票据	0.00	1.05	1.23	1.58	1.89
应收账款	67.00	47.43	55.38	71.44	85.53
预付账款	10.56	8.45	9.74	12.49	15.03
存货	1,412.96	1,594.14	1,836.80	2,356.30	2,835.22
其他	1,384.79	1,572.65	1,572.65	1,572.65	1,572.65
非流动资产	2,188.68	2,362.84	2,429.29	2,514.26	2,595.37
长期股权投资	30.56	6.14	6.14	6.14	6.14
固定资产(合计)	1,213.95	1,350.36	1,403.58	1,500.15	1,594.82
无形资产	211.92	210.17	238.88	265.92	280.06
其他	732.25	796.18	780.70	742.06	714.35
资产总计	5,304.76	5,983.69	6,759.83	8,095.57	9,596.77
流动负债	908.33	1,587.46	1,705.53	1,952.06	2,174.68
短期借款	15.00	2.16	2.16	2.16	2.16
应付票据	54.71	40.06	46.15	59.21	71.24
应付账款	251.19	395.25	455.42	584.22	702.97
其他	587.44	1,150.00	1,201.80	1,306.48	1,398.31
非流动负债	946.27	448.43	448.43	448.43	448.43
长期借款	19.83	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	926.45	448.43	448.43	448.43	448.43
负债合计	1,854.61	2,035.89	2,153.96	2,400.49	2,623.10
少数股东权益	309.34	343.01	435.55	555.36	696.01
归属母公司股东权益	3,140.81	3,604.79	4,170.32	5,139.72	6,277.66
负债和股东权益	5,304.76	5,983.69	6,759.83	8,095.57	9,596.77

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,609.37	4,166.46	4,864.74	6,275.71	7,513.58
同比(%)	14.29%	15.43%	16.76%	29.00%	19.72%
归属母公司净利润	453.26	607.43	748.76	969.39	1,137.95
同比(%)	25.08%	34.01%	23.27%	29.47%	17.39%
毛利率(%)	39.27%	39.11%	39.92%	40.25%	39.95%
ROE%	15.26%	18.01%	19.26%	20.82%	19.93%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.76	0.94	1.22	1.43
P/E	78	58	47	37	31
P/B	11.29	9.83	8.50	6.90	5.65
EV/EBITDA	45.64	37.14	31.62	24.97	21.43

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,609.37	4,166.46	4,864.74	6,275.71	7,513.58
营业成本	2,191.89	2,536.75	2,922.90	3,749.58	4,511.70
营业税金及附加	48.20	69.47	81.12	104.64	125.28
销售费用	426.34	431.29	503.57	649.62	777.76
管理费用	348.08	275.84	322.07	415.48	497.43
研发费用	0.00	121.87	142.29	183.56	219.77
财务费用	60.45	54.18	-3.74	-8.95	-17.45
减值损失合计	22.78	-2.07	6.73	7.22	5.10
投资净收益	71.24	95.69	70.77	79.23	81.90
其他	28.15	23.72	25.50	24.24	24.87
营业利润	611.03	798.55	986.08	1,278.02	1,500.75
营业外收支	-1.85	-5.98	3.68	3.39	3.47
利润总额	609.18	792.57	989.77	1,281.42	1,504.23
所得税	97.77	111.33	148.47	192.21	225.63
净利润	511.40	681.24	841.30	1,089.20	1,278.59
少数股东损益	58.14	73.81	92.54	119.81	140.65
归属母公司净利润	453.26	607.43	748.76	969.39	1,137.95
EBITDA	797.12	978.73	1,149.73	1,456.03	1,696.40
EPS(当年)(元)	0.57	0.76	0.94	1.22	1.43

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	650.62	723.57	797.81	893.60	1,116.85
净利润	511.40	681.24	841.30	1,089.20	1,278.59
折旧摊销	128.51	130.45	159.83	174.48	192.04
财务费用	59.42	55.71	0.14	0.14	0.14
投资损失	-71.24	-95.69	-70.77	-79.23	-81.90
营运资金变动	2.32	-0.64	-140.73	-299.35	-278.35
其它	20.20	-47.50	8.05	8.37	6.34
投资活动现金流	-570.98	-307.35	-156.82	-181.37	-192.50
资本支出	-206.05	-246.10	-227.60	-260.60	-274.39
长期投资	7,307.11	7,084.85	70.77	79.23	81.90
其他	-7,672.05	-7,146.10	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-280.18	-271.06	-183.36	-0.14	-0.14
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-73.74	-32.67	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	206.44	237.27	183.36	0.14	0.14
现金流净增加额	-200.68	145.26	457.62	712.10	924.22

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，食品饮料行业分析师。复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。