

# 中炬高新 (600872)

证券研究报告

2019年11月19日

## 公司举措频频，考核动能强劲，业绩稳步增长

召开经销商会议、举办厨师训练营，管理层荣获“最佳董事会奖”殊荣。厨邦致力于经销商体系培训，今年已在广东、河南等地召开经销商会议，通过开展“打造高效团队，提高运营能力”、“7步打造餐批旗舰店，单店销量提升30%”等专题培训，提升销售团队的业务能力。同时公司积极开展厨师训练营，邀请各地厨师现场烹饪，分享菜品，目前已经开展到第十三期。厨师训练营有利于公司加深与厨师的联系，进而加速打开餐饮市场。

2019年11月8日，中炬高新获得了2019年上市公司口碑榜的最佳董事会奖。体现了宝能入主之后董事会所取得的卓越成效，也是资本市场对中炬高新董事会的肯定。

### 新的激励考核改革持续带来强大动能

公司对激励考核制度进行了改革，营业收入、归母净利润及净资产收益率的各自权重，从2:6:2，调整为4:4:2，收入指标权重增加，这与公司五年“双百”的目标一致，更侧重于对收入的考核，激励公司员工的战斗力，打开公司收入增长通道。

### 公司三季报显示美味鲜业绩继续稳健增长，中炬高新毛利率略升，费用率变化不大

美味鲜公司基本延续上半年以来的增长速度，继续保持稳定高姿态的增长。前三季度实现营业收入33.57亿元，同比增加4.37亿元，增幅14.97%，实现归母净利润5.43亿元，同比增加0.87亿元，增幅19.08%。美味鲜公司单三季度实现营收10.95亿元，同比增速14.3%，相较于2018年单三季度6.41%的增速翻了一番。美味鲜公司单三季度实现归母净利润1.81亿元，同增0.27亿元，增幅17.53%，而2018年单季度的归母净利润增速只有1%。

中炬高新前三季度毛利率为39.2%，同比上升0.13PCT。三项费用率总体变化不大，其中销售费用、管理费用及财务费用占比分别为9.77%、8.99%及1.17%，分别同比上升0.02、上升0.16和下降0.09PCT。在毛利率上升、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，营业总收入/归母净利润达到35.31/5.46亿元，同比增长11.57%/12.32%。

### 盈利预测与估值分析

预计公司19/20/21年纯调味品收入为46.8/57.3/70.8亿元，调味品部分净利润为8.1/10.6/13.7亿元，对应纯调味品部分EPS为1.02/1.33/1.72元/股。给予2020年调味品35倍估值，纯调味品部分目标价为46.6元，考虑地产市值为60亿元，总市值看到430亿，对应公司目标价为54元，“买入”评级。

**风险提示：**激励成效不显著风险，房地产业务风险，市场风险，原材料价格波动风险，食品安全风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,609.37	4,166.46	4,916.43	5,899.71	7,079.66
增长率(%)	14.29	15.43	18.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	768.03	1,077.01	1,193.00	1,483.92	1,852.39
净利润(百万元)	453.26	607.43	863.64	1,090.60	1,376.68
增长率(%)	25.08	34.01	42.18	26.28	26.23
EPS(元/股)	0.57	0.76	1.08	1.37	1.73
市盈率(P/E)	80.32	59.94	42.15	33.38	26.45
市净率(P/B)	11.59	10.10	8.70	7.37	6.18
市销率(P/S)	10.09	8.74	7.41	6.17	5.14
EV/EBITDA	26.38	22.18	30.66	23.89	19.02

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	46.85元
目标价格	54元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	796.64
流通A股股本(百万股)	796.64
A股总市值(百万元)	37,322.45
流通A股市值(百万元)	37,322.45
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	29.51
一年内最高/最低(元)	47.08/26.61

### 作者

刘鹏 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070003  
hechangtian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中炬高新-首次覆盖报告:业绩稳步增长，激励靴子落地，长期大力看好》2019-11-05
- 《中炬高新-公司专题研究:复购的力量——厨邦酱油二次加速的核心依据：海鲜消费》2018-02-28
- 《中炬高新-公司研究简报:国企改革叠加多品类发展下的业绩超预期只是开始》2017-09-21



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	240.76	397.13	569.44	1,813.73	2,211.41
应收票据及应收账款	67.00	48.48	96.20	(77.57)	(93.08)
预付账款	10.56	8.45	76.61	6.02	76.64
存货	1,412.96	1,594.14	2,086.57	2,192.66	2,953.66
其他	1,384.79	1,572.65	1,319.73	1,425.22	1,476.64
<b>流动资产合计</b>	<b>3,116.08</b>	<b>3,620.84</b>	<b>4,148.54</b>	<b>5,360.06</b>	<b>6,625.28</b>
长期股权投资	30.56	6.14	6.14	6.14	6.14
固定资产	1,213.95	1,350.36	1,452.65	1,511.56	1,531.46
在建工程	267.21	368.92	257.35	202.41	151.45
无形资产	211.92	210.17	203.81	197.45	191.09
其他	465.04	427.27	620.05	625.12	620.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,188.68</b>	<b>2,362.84</b>	<b>2,539.99</b>	<b>2,542.68</b>	<b>2,500.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,304.76</b>	<b>5,983.69</b>	<b>6,688.54</b>	<b>7,902.74</b>	<b>9,125.96</b>
短期借款	15.00	2.16	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	305.90	435.31	406.38	576.73	604.91
其他	587.44	1,150.00	888.15	1,092.52	1,236.11
<b>流动负债合计</b>	<b>908.33</b>	<b>1,587.46</b>	<b>1,294.53</b>	<b>1,669.25</b>	<b>1,841.03</b>
长期借款	19.83	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	896.24	398.98	729.88	675.03	601.30
其他	30.21	49.45	31.13	36.93	39.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>946.27</b>	<b>448.43</b>	<b>761.01</b>	<b>711.96</b>	<b>640.47</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,854.61</b>	<b>2,035.89</b>	<b>2,055.54</b>	<b>2,381.21</b>	<b>2,481.49</b>
少数股东权益	309.34	343.01	447.45	582.24	750.28
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	282.05
留存收益	2,327.89	2,791.77	3,388.90	4,142.65	5,097.56
其他	(265.77)	(265.67)	(282.05)	(282.05)	(282.05)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,450.16</b>	<b>3,947.80</b>	<b>4,632.99</b>	<b>5,521.53</b>	<b>6,644.47</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,304.76</b>	<b>5,983.69</b>	<b>6,688.54</b>	<b>7,902.74</b>	<b>9,125.96</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	511.40	681.24	863.64	1,090.60	1,376.68
折旧摊销	128.51	130.45	75.64	82.38	87.43
财务费用	59.42	55.71	(5.69)	(14.56)	(24.60)
投资损失	(71.24)	(95.69)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	(460.02)	(184.94)	(318.17)	359.42	(764.01)
其它	482.54	136.80	109.94	137.08	171.85
<b>经营活动现金流</b>	<b>650.62</b>	<b>723.57</b>	<b>635.36</b>	<b>1,564.91</b>	<b>757.35</b>
资本支出	180.42	318.83	78.32	74.20	47.76
长期投资	(18.33)	(24.42)	0.00	0.00	0.00
其他	(733.08)	(601.76)	(264.63)	(64.20)	(7.76)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(570.98)</b>	<b>(307.35)</b>	<b>(186.31)</b>	<b>10.00</b>	<b>40.00</b>
债权融资	931.06	900.31	906.27	900.22	901.55
股权融资	(58.65)	(52.25)	(8.86)	16.40	26.43
其他	(1,152.59)	(1,119.11)	(1,174.16)	(1,247.24)	(1,327.64)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(280.18)</b>	<b>(271.06)</b>	<b>(276.74)</b>	<b>(330.62)</b>	<b>(399.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(200.55)</b>	<b>145.17</b>	<b>172.31</b>	<b>1,244.29</b>	<b>397.69</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,609.37</b>	<b>4,166.46</b>	<b>4,916.43</b>	<b>5,899.71</b>	<b>7,079.66</b>
营业成本	2,191.89	2,536.75	2,925.28	3,469.03	4,106.20
营业税金及附加	48.20	69.47	83.58	100.30	120.35
营业费用	426.34	431.29	442.48	501.48	566.37
管理费用	348.08	275.84	280.24	318.58	361.06
研发费用	25.75	121.87	147.49	188.79	240.71
财务费用	60.45	54.18	(5.69)	(14.56)	(24.60)
资产减值损失	22.78	(2.07)	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	71.24	95.69	90.00	90.00	90.00
其他	(196.39)	(215.10)	(180.00)	(180.00)	(180.00)
<b>营业利润</b>	<b>611.03</b>	<b>798.55</b>	<b>1,123.06</b>	<b>1,416.10</b>	<b>1,789.56</b>
营业外收入	5.60	1.30	20.00	20.00	20.00
营业外支出	7.46	7.28	10.98	8.57	8.94
<b>利润总额</b>	<b>609.18</b>	<b>792.57</b>	<b>1,132.08</b>	<b>1,427.53</b>	<b>1,800.61</b>
所得税	97.77	111.33	158.49	199.85	252.09
<b>净利润</b>	<b>511.40</b>	<b>681.24</b>	<b>973.59</b>	<b>1,227.67</b>	<b>1,548.52</b>
少数股东损益	58.14	73.81	109.94	137.08	171.85
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>453.26</b>	<b>607.43</b>	<b>863.64</b>	<b>1,090.60</b>	<b>1,376.68</b>
每股收益(元)	0.57	0.76	1.08	1.37	1.73

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.29%	15.43%	18.00%	20.00%	20.00%
营业利润	30.73%	30.69%	40.64%	26.09%	26.37%
归属于母公司净利润	25.08%	34.01%	42.18%	26.28%	26.23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.27%	39.11%	40.50%	41.20%	42.00%
净利率	12.56%	14.58%	17.57%	18.49%	19.45%
ROE	14.43%	16.85%	20.63%	22.08%	23.36%
ROIC	17.66%	19.93%	23.87%	27.70%	38.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.96%	34.02%	30.73%	30.13%	27.19%
净负债率	20.01%	12.75%	7.27%	-16.54%	-19.71%
流动比率	3.43	2.28	3.20	3.21	3.60
速动比率	1.87	1.28	1.59	1.90	1.99
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	65.28	72.16	67.96	633.12	-82.97
存货周转率	2.62	2.77	2.67	2.76	2.75
总资产周转率	0.71	0.74	0.78	0.81	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.57	0.76	1.08	1.37	1.73
每股经营现金流	0.82	0.91	0.80	1.96	0.95
每股净资产	3.94	4.53	5.25	6.20	7.40
<b>估值比率</b>					
市盈率	80.32	59.94	42.15	33.38	26.45
市净率	11.59	10.10	8.70	7.37	6.18
EV/EBITDA	26.38	22.18	30.66	23.89	19.02
EV/EBIT	31.49	25.12	32.73	25.29	19.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com