

# 中炬高新 (600872)

## 宝能与美味鲜合力不断释放，长期继续看好

我们关于中炬高新的核心看法：长期继续看好，宝能和美味鲜将不断形成合力，未来在宝能管理赋能、美味鲜有效优化的背景下中炬高新核心调味品业务有望重回收入 20% 增长，利润 30% 以上增长快车道。主要理由如下：

一、少数股东权益收不回来影响不大，未来逐步通过各种方式减少影响。

二、销售未来会加速，宝能向美味鲜输出管理能力，酱油的收入增速有望重新回到 15-20% 增长！我们认为公司在销售上有改变，并开始解决，我们非常期待未来半年公司的销售收入特别是酱油的销售收入增速加快。厨邦酱油在餐饮，省外非核心区域（福建广西海南浙江）以外都有很多区域可以扩张。

另外公司苦心开发近一年半的餐饮渠道有望在未来两年有所突破，主要是核心区域的餐饮市场。要明确一点宝能是对目前的美味鲜有正向赋能作用的，这点非常关键。

三、未来公司有望通过人员调整组织架构优化，更好的优化成本和费用，使得利润率提升的空间和概率都提高。

我们基于对公司基本面的发展趋势不断向好的判断，宝能对公司的持续赋能，全新激励制度出台以及公司半年报、三季报展现出的公司发展前景，继续看好中炬高新。

公司公告了公司新的激励制度，同时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

美味鲜销售体系不会被破坏，只会被不断优化。新激励制度注重对收入的考核、对中层骨干的奖金分配、对超额奖励的制定上，有利于提升公司整体战斗力。我们认为：全新的激励制度是宝能为中炬高新带来的强大动能，考核指标上的变化有望打开公司收入的增长通道，同时有望助力公司的销售毛利率持续提高。

### 盈利预测与估值

预计中炬高新 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)	69.04	51.52	36.23	28.69	22.73
市净率(P/B)	9.96	8.68	7.48	6.34	5.31
市销率(P/S)	8.67	7.51	6.36	5.30	4.42
EV/EBITDA	26.38	22.18	26.37	20.44	16.26

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	39.28 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)	31,291.91
流通 A 股市值(百万元)	31,291.91
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	29.51
一年内最高/最低(元)	48.10/26.61

### 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-公司点评:公司举措频频,考核动能强劲,业绩稳步增长》 2019-11-19
- 《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



## 1. 我们关于中炬高新的核心看法：长期继续看好，宝能和美味鲜将不断形成合力，未来在宝能管理赋能，美味鲜有效优化的背景下中炬高新核心调味品业务有望重回收入增速 20%增长，利润 30%以上增长快车道。主要理由如下：

一、少数股东权益收不回来影响不大，未来逐步通过各种方式减少影响。

二、销售未来会加速，宝能向美味鲜输出管理能力，酱油的收入增速有望重新回到 15-20% 增长！我们认为公司在销售上有改变，并开始解决，我们非常期待未来半年公司的销售收入特别是酱油的销售收入增速加快。厨邦酱油在餐饮，省外非核心区域（福建广西海南浙江）以外都有很多区域可以扩张。

另外公司苦心开发近一年半的餐饮渠道有望在未来两年有所突破，主要是核心区域的餐饮市场。要明确一点宝能是对目前的美味鲜有正向赋能作用的，这点非常关键。

三、未来公司有望通过人员调整组织架构优化，更好的优化成本和费用，使得利润率提升的空间和概率都提高。

我们基于对公司基本面的发展趋势不断向好的判断，宝能对公司的持续赋能，全新激励制度出台以及公司半年报、三季报展现出的公司发展前景，继续看好中炬高新。

## 2. 中炬高新公告了新的激励制度，主要针对公司中高层管理人员，主要变化为注重对收入的考核、对中层骨干的奖金分配、对超额奖励的制定上

与半年报公告同日，2019 年 8 月 22 日，公司公告了核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度（2019 版）。

激励制度的覆盖对象主要包括：（一）公司高级管理人员；（二）其他核心管理人员；1、公司中层管理、技术骨干；2、公司总经理提名的经董事会薪酬与考核委员会认为应当适用的公司本部及控股子公司的管理、技术、业务骨干人员。

本次激励制度的变化主要包括：

（1）从考核指标上，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。

（2）从奖金分配上，从原来向高层管理人员倾斜，改为向中层业务骨干倾斜；这会在董事会薪酬与考核委员会的年终报告中体现。

（3）从超额奖励上，在原来完成目标提取归母净利润 5%作为奖励外，还根据指标完成情况，对完成率达到 1.1 倍及 1.2 倍的情况，分别提取归母净利润超额部分 15%及 25%加入到奖金包，可激发员工的积极性和创造性，促进公司业绩的提升。

表 1：公司激励制度整理

出台时间	激励计划	主要内容
2013 年度 股东大会	《董监高等核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》	对核心管理人员的考核周期、考核指标、考核程序及执行程序、申诉机制等作出了相关规定，有利于提升公司核心管理团队的凝聚力
2019 年半 年报	《中炬高新技术实业（集团）股份有限公司核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》	相比之前，注重对收入的考核、对中层骨干的奖金分配、对超额奖励的制定上，有利于提升公司整体战斗力

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

## 3. 中炬高新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。

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%。

#### 4. 盈利预测与估值分析

预计中炬高新 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。

#### 5. 风险提示

**激励成效不显著风险：**上文中我们绩效激励的视角对中炬高新的未来增长空间进行了阐述，若未来公司的激励政策没有良好的具体落实行动，或者公司内部和市场没有良好的反馈，则可能出现激励成效不显著的风险。

**房地产业务风险：**公司在中山市岐江新城片区，中山站北侧拥有可开发商住地约 1,600 亩。公司的房地产业务拥有巨大的空间和优势。由于控规的不确定性，公司的开发规划也无法确定，需待调整完成后才能根据新的控制性规划再进行深入的设计开发工作。岐江新城片区的控制性规划编制工作由市政府牵头，市规划局及岐江新城总部等部门协同推进，编制工作小组定期召开工作会议，目前仍未有规划确定的明确时间表，存在很大的不确定性，公司也无法预计实质性开发的启动时间。

**市场风险：**虽然中炬高新调味品业务取得持续增长，但仍存在市场分布不均衡、渠道发展不平衡等问题。公司已经在发展中注意上述问题并努力修正，但仍有可能因为市场开拓不力而造成后续增长放缓甚至萎缩的问题。

**原材料价格波动风险：**美味鲜公司主要原材料为黄豆、面粉、白糖、食盐等农产品及玻璃瓶、塑料瓶和纸箱等包装物，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求关系以及国际期货市场价格等因素的影响；包装物受供给情况影响较大；如果原材料价格波动较大，将对产品毛利率水平产生一定影响。

**食品安全风险：**食品安全是食品加工企业最为关注的风险。公司已在在采购、生产、销售等各个经营环节执行严格的质量控制，并不定期对产品进行检测；产品质量安全控制情况良好。尽管如此，公司仍然存在质量安全风险。

## 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>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	69.04	51.52	36.23	28.69	22.73
市净率	9.96	8.68	7.48	6.34	5.31
EV/EBITDA	26.38	22.18	26.37	20.44	16.26
EV/EBIT	31.49	25.12	28.15	21.65	17.06

### 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