

2019年08月22日

发展战略理顺，激励体制优化

买入 (维持)

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,166	4,809	5,653	6,631
同比 (%)	15.4%	15.4%	17.6%	17.3%
归母净利润 (百万元)	607	712	892	1,076
同比 (%)	34.0%	17.2%	25.3%	20.7%
每股收益 (元/股)	0.76	0.89	1.12	1.35
P/E (倍)	51.35	43.82	34.98	28.97

事件

公司发布 2019 年中报, 19H1 实现营收 23.92 亿元 (+10.03%), 归母净利 3.66 亿元 (+7.99%), 扣非净利 3.46 亿元 (+5.86%)。19Q2 实现营收 11.61 亿元 (+13.8%), 归母净利 1.77 亿元 (+4.4%), 扣非净利 1.67 亿元 (+3%)。

投资要点

■ **美味鲜 Q2 盈利高基数下有所放缓**: 19H1 实现营收 23.92 亿元 (+10.03%), 其中美味鲜公司营收 22.62 亿元 (+15.29%), 归母净利 3.62 亿元 (+20%), 净利率同增 0.64pct; 单 Q2 美味鲜公司营收 10.95 亿元 (+15.26%), 归母净利 1.92 亿元 (+7.98%), 净利率同降 1.31pct。主因 2018Q2 公司净利润基数较高, 单季度净利率达 18%, 超过全年平均水平 2pct。1) **分产品看**, 酱油业务稳步发展, 19H1 实现收入 14.7 亿元 (+10.44%); 小品类鸡精鸡粉、蚝油、料酒、食用油继续保持高速增长态势, 19H1 分别实现收入 2.7/1.0/0.46/2.0 亿元, 分别同增 19/61/66/27%。2) **渠道布局**, 19Q2 末经销商数量 975 家, 较 19Q1 末净增加 68 家, 截止到 19Q2 地级市开发率达到 81%, 较 18 年末提高 4pct, 未来将加快空白地级市和三级市场区县开发, 加快全国化进程。作为公司成熟市场的南部、东部市场二季度收入同比+12.5/11.5%, 增长稳健; 公司重点开发低基数区域中西部地区及北部地区, 区域内经销商数分别净增加 19/32 家, 渠道扩张驱动收入分别同比+23.2/22.3%。美味鲜加大投入餐饮渠道, 19H1 餐饮产品营收增长 41.49%, 远高于公司整体营收增幅; 3) **地产业务**, 中汇合创公司上半年收入 6094 万元, 同比+52.8%, 净利润 2242 万元, 同增 1004 万元, 同比+81%。4) **本部业务**。公司本部上半年实现营业收入 0.25 亿元, 同比减少 1.02 亿元, 净利润-1710 万元, 同比减少 4373.5 万元。2018H1 本部出售资产基数较高。**利润端**: 19Q2 公司毛利率 40.29%(-0.86pct), 美味鲜产品毛利率达到 39.61%, 成本端除谷氨酸包材外较为稳定。19Q2 销售费用率 10.41%(-0.15pct), 主要是广告费用平稳, 其中销售人员工资待遇提高及业务费用驱动销售费用+7%; 管理费用率 (含研发费用) 9.74%(+1.72pct), 管理人员薪酬待遇提升。综上, 19H1 实现归母净利 3.66 亿元 (+7.99%), 其中美味鲜净利润 3.99 亿元 (+19.46%), 利润率 17.64% (+0.62pct)。

■ **考核指标调整, 布局五年双百**。公司同时公告《绩效考核与薪酬激励制度》, 1) **考核指标收入权重上升**。考核指标上, 公司营业收入、归母净利润及净资产收益率的考核权重, 从 2:6:2 调整为 4:4:2, 更侧重于对收入的考核, 与公司五年“双百”的目标一致。2) **奖金分配倾斜向中层业务骨干**; 3) **超额奖励**。对完成率达到了 1.1 倍和 1.2 倍的情况, 分别提取归母净利润超额部分 15% 及 25% 加入奖金包。新管理层对公司发展战略已经明晰, 激励配套做出相应改进, 激发活力释放潜力, 迈向五年双百。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.15
一年最低/最高价	21.48/44.76
市净率(倍)	8.67
流通 A 股市值(百万元)	31188.35

基础数据

每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	38.14
总股本(百万股)	796.64
流通 A 股(百万股)	796.64

相关研究

- 1、《中炬高新 (600872): 美味鲜表现亮眼, 体制变革进行时》2019-04-28
- 2、《中炬高新 (600872): 体制变革终落地, 蓄势待发起宏图》2019-03-31
- 3、《中炬高新 (600872): 经营稳健, 机制盘活》2018-10-30

盈利预测与投资评级: 预计 19-21 年公司营收分别为 48/57/66 亿, 同比+15/18/17%; 归母净利润为 7.1/8.9/10.8 亿, 同比+17/25/21%, PE 分别为 44/35/29X, 维持“买入”评级。

风险提示: 产能扩张、渠道拓展不达预期, 原材料价格波动风险。

表 1: 公司单季经营数据概览

单位: 百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	924	881	1,154	1,020	991	1,002	1,231	1,161
yoy	14.7%	2.2%	18.4%	22.9%	7.1%	13.8%	6.7%	13.8%
归母净利润	144	99	170	169	147	122	189	177
yoy	27.3%	-7.3%	47.4%	77.4%	1.8%	23.4%	11.5%	4.4%
毛利率 (%)	41.30	37.44	38.88	41.16	37.12	39.27	39.38	40.29
期间费用率 (%)	23.56	21.50	20.73	19.97	18.67	22.29	19.82	21.32
其中: 销售费用率 (%)	11.83	8.62	10.58	10.55	7.94	12.26	10.14	10.41
管理费用率 (%)	10.04	11.18	9.04	8.02	9.42	8.62	8.28	9.74
财务费用率 (%)	1.69	1.70	1.10	1.40	1.32	1.41	1.40	1.17
归母净利率 (%)	15.59	11.19	14.72	16.58	14.82	12.14	15.38	15.22
ROE	4.85	3.19	5.26	5.09	4.30	3.43	5.25	4.91
pct	0.55	-0.69	1.23	1.81	-0.55	0.24	-0.01	-0.18
资产负债率 (%)	35.60	34.96	33.20	34.89	32.56	34.02	34.88	38.14
pct	-1.72	-2.14	-2.42	-2.98	-3.04	-0.94	1.67	3.25
存货	1,372	1,413	1,388	1,387	1,411	1,594	1,510	1,499
较上年同比增减	52	71	79	55	39	181	122	112
存货周转天数 (天)	223	226	179	193	198	213	187	193
较上年同比增减 (天)	-24	-14	-24	-26	-26	-13	8	0
应付账款及应付票据	305	306	284	299	327	435	542	568
较上年同比增减	48	19	18	8	22	129	258	268
预收账款	167	209	169	154	175	237	112	86
较上年同比增减	-9	10	5	-1	9	28	-57	-69
经营性现金流净额	191	143	183	229	205	107	386	288
筹资性现金流净额	-168	-93	-42	-2	-175	-52	-22	107
资本开支	57	70	49	106	93	108	66	58

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

中炬高新三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3621	3703	4381	5458	营业收入	4166	4809	5653	6631
现金	397	113	542	1158	减:营业成本	2537	2919	3401	3964
应收账款	48	85	80	112	营业税金及附加	69	80	91	107
存货	1594	1866	2165	2534	营业费用	431	529	594	696
其他流动资产	1581	1639	1594	1654	管理费用	276	327	384	448
非流动资产	2363	2572	2840	3127	财务费用	54	63	60	47
长期股权投资	6	5	5	5	资产减值损失	-2	11	13	15
固定资产	1350	1572	1835	2101	加:投资净收益	96	78	83	83
在建工程	369	346	342	346	其他收益	0	0	0	0
无形资产	210	224	239	260	营业利润	799	957	1193	1436
其他非流动资产	427	424	419	414	加:营业外净收支	-6	-4	-5	-5
资产总计	5984	6275	7222	8585	利润总额	793	954	1188	1432
流动负债	1587	1265	1333	1649	减:所得税费用	111	155	184	221
短期借款	2	2	2	2	少数股东损益	74	87	112	134
应付账款	395	349	518	492	归属母公司净利润	607	712	892	1076
其他流动负债	1190	914	813	1155	EBIT	807	959	1192	1419
非流动负债	448	447	450	428	EBITDA	938	1087	1348	1609
长期借款	399	397	400	379					
其他非流动负债	49	49	49	49	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2036	1711	1783	2078	每股收益(元)	0.76	0.89	1.12	1.35
少数股东权益	343	430	543	677	每股净资产(元)	4.53	5.19	6.15	7.32
归属母公司股东权益	3605	4133	4896	5830	发行在外股份(百万股)	797	797	797	797
负债和股东权益	5984	6275	7222	8585	ROIC(%)	15.3%	17.2%	18.4%	18.7%
					ROE(%)	17.3%	17.5%	18.5%	18.6%
					毛利率(%)	39.1%	39.3%	39.8%	40.2%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	14.6%	14.8%	15.8%	16.2%
经营活动现金流	724	622	932	1193	资产负债率(%)	34.0%	27.3%	24.7%	24.2%
投资活动现金流	-307	-258	-343	-393	收入增长率(%)	15.4%	15.4%	17.6%	17.3%
筹资活动现金流	-271	-648	-161	-185	净利润增长率(%)	34.0%	17.2%	25.3%	20.7%
现金净增加额	145	-284	429	616	P/E	51.35	43.82	34.98	28.97
折旧和摊销	130	127	156	190	P/B	8.65	7.55	6.37	5.35
资本开支	355	210	269	286	EV/EBITDA	34.21	29.49	23.56	19.44
营运资本变动	-1	-289	-206	-171					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>