

中炬高新（600872）调研报告

美味鲜团队保持稳定，提升激励释放活力

- ❖ **事件：**近期我们参加中炬高新股东大会，第九届董事会上任以来，公司呈现健康持续发展态势。会议中公司管理层以积极、开放的态度进行了交流，并表达了对美味鲜领导班子的肯定与支持。未来公司将聚焦调味品主业，多措并举提升人才激励，释放活力，同时宝能入驻将为公司发展提供产业支持。
- ❖ **美味鲜核心人员保持稳定，宝能入驻提供产业支持。**宝能入驻中炬后，一方面保持了原美味鲜核心管理人员的稳定，此次股东会特地邀请美味鲜领导班子出席投资者交流，管理层亦表示要求领导班子“放开手，走出去”，并设立容错机制，传递公司对美味鲜核心领导班子的重视与支持。另一方面，管理层表示宝能亦将嫁接自有成熟的管理，物流，服务等商业经验，在产业上为公司提供多维度支持，包括通过市场化人才招聘及激励改善机制，借助产业资源优势实现外延等，同时中山市受益粤港澳大湾区建设，宝能亦有能力在物流端及零售端做相关资源承接。
- ❖ **多措并举提升人才激励，释放机制活力。**此次股东大会管理层着重交流了人才激励制度的考虑，计划多措并举，包括股权激励、现金、福利政策等，并表示各项政策目前正在系统性推进，具体措施包括：1）建立内部人才培养体系：包括进行内部干部选拔选聘，规划培养内部干部等；2）薪酬调整：将结合每个人贡献和分工进行分层级的薪酬调整；3）住房补贴：与年限挂钩，在工厂周边为员工提供有效住房补贴；4）股权激励：适当时候进行相应股权，共同投资基金激励。同时，公司亦将把资源向销售团队倾斜，提升薪酬基数，完善晋升体系。我们认为在当前阶段提升激励能够有效促进公司内部活力提升，加速公司主业增长。
- ❖ **推进股权机制理顺，目标五年“双百”。**公司再次强调“五年双百”规划，计划到2023年实现年营收过百亿，销量过百万吨，同时计划长期向“超一流的综合性调味品集团”迈进。公司规划以内生增长为主，外延为辅，推进渠道、区域、产品三大不平衡的改善，草根调研显示二季度公司外埠区域及调味品实现稳健增长，体现公司强有力的战略执行力度。此外，厨邦少数股东权益事件目前仍处于仲裁程序，管理层表示将全力保护好股东利益，期待后续机制改善及管理理顺后，调味品业务实现更快成长。
- ❖ **盈利预测、估值及评级：**公司调味品业务质地良好，在全国化市场开拓、发展餐饮渠道以及品类外拓方面具备较大成长空间，在阳西产能逐步释放及产品结构提升推动下，加上费用控制趋好，未来净利率有望继续提升，收购子公司少数股东权益推进后有望增厚业绩。我们维持2019-2021年EPS预测0.98/1.24/1.50元，短期股价已合理，考虑调味品行业在当下环境具备较强确定性，参考可比龙头公司估值，考虑机制改善后业绩增长潜力大，上调12个月目标价至50.0元，对应20年调味品主业40倍PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险因素：**调味品增长不达预期，机制改善效果低于预期，市场竞争激烈。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,166	4,854	5,768	6,957
同比增速(%)	15.4%	16.5%	18.8%	20.6%
归母净利润(百万)	607	778	987	1,196
同比增速(%)	34.0%	28.0%	27.0%	21.2%
每股盈利(元)	0.76	0.98	1.24	1.50
市盈率(倍)	56	44	35	29
市净率(倍)	9	8	7	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年06月28日收盘价

强推（维持）

目标价：50.00元

当前价：42.83元

华创证券研究所

证券分析师：方振

 邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

 电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

联系人：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	79,664
已上市流通股(万股)	79,664
总市值(亿元)	341.2
流通市值(亿元)	341.2
资产负债率(%)	34.9
每股净资产(元)	4.5
12个月内最高/最低价	42.93/21.6

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中炬高新（600872）2018年三季报点评：推进董事会改选，来年机制改善可期》

2018-10-30

《中炬高新（600872）2018年报点评：调味品增长稳健，目标五年“双百”》

2019-04-01

《中炬高新（600872）2019年一季报点评：调味品增长超预期，盈利能力持续提升》

2019-04-29

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	397	863	1,483	2,143
应收票据	1	1	1	2
应收账款	47	50	60	72
预付账款	8	10	12	14
存货	1,594	1,735	2,051	2,458
其他流动资产	1,574	1,584	1,480	1,437
流动资产合计	3,621	4,243	5,087	6,126
其他长期投资	339	339	339	339
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	1,350	1,588	1,808	2,011
在建工程	369	419	469	519
无形资产	210	189	170	153
其他非流动资产	89	86	83	82
非流动资产合计	2,363	2,627	2,875	3,110
资产合计	5,984	6,870	7,962	9,236
短期借款	2	2	2	2
应付票据	40	75	88	106
应付账款	395	466	551	660
预收款项	237	277	329	397
其他应付款	203	203	203	203
一年内到期的非流动负债	499	499	499	499
其他流动负债	212	329	453	583
流动负债合计	1,588	1,851	2,125	2,450
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	399.00	399.00	399.00	399.00
其他非流动负债	49	49	49	49
非流动负债合计	448	448	448	448
负债合计	2,036	2,299	2,573	2,898
归属母公司所有者权益	3,605	4,183	4,987	5,919
少数股东权益	343	388	402	419
所有者权益合计	3,948	4,571	5,389	6,338
负债和股东权益	5,984	6,870	7,962	9,236

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	734	844	972	1,084
现金收益	866	946	1,138	1,361
存货影响	-181	-141	-316	-406
经营性应收影响	23	-3	-9	-13
经营性应付影响	180	145	151	194
其他影响	-153	-103	9	-52
投资活动现金流	-307	-390	-390	-390
资本支出	-344	-392	-391	-391
股权投资	100	0	0	0
其他长期资产变化	-63	2	1	1
融资活动现金流	-271	12	38	-34
借款增加	-31	0	0	0
股利及利息支付	-237	-194	-269	-326
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-3	206	307	292

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,166	4,854	5,768	6,957
营业成本	2,537	2,992	3,537	4,238
税金及附加	69	81	96	116
销售费用	431	478	539	651
管理费用	276	321	382	461
财务费用	54	-2	-4	-7
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	96	96	96	96
其他收益	23	23	23	23
营业利润	799	963	1,171	1,418
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	793	957	1,165	1,412
所得税	112	134	164	199
净利润	681	823	1,001	1,213
少数股东损益	74	45	14	17
归属母公司净利润	607	778	987	1,196
NOPLAT	728	821	998	1,207
EPS(摊薄) (元)	0.76	0.98	1.24	1.50

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	15.4%	16.5%	18.8%	20.6%
EBIT 增长率	26.5%	12.8%	21.5%	21.0%
归母净利润增长率	34.0%	28.0%	27.0%	21.2%
获利能力				
毛利率	39.1%	38.4%	38.7%	39.1%
净利率	16.4%	17.0%	17.4%	17.4%
ROE	15.4%	17.0%	18.3%	18.9%
ROIC	17.5%	17.1%	17.8%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	34.0%	33.5%	32.3%	31.4%
债务权益比	24.1%	20.8%	17.6%	15.0%
流动比率	228.0%	229.2%	239.4%	250.0%
速动比率	127.6%	135.5%	142.9%	149.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	5	4	3	3
应付账款周转天数	46	52	52	51
存货周转天数	213	200	193	192
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.98	1.24	1.50
每股经营现金流	0.92	1.06	1.22	1.36
每股净资产	4.53	5.25	6.26	7.43
估值比率				
P/E	56	44	35	29
P/B	9	8	7	6
EV/EBITDA	18	16	14	11

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500