增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 24 日
行业：食品饮料

Q2 收入恢复快增，盈利水平创新高

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号： S0870518070002

基本数据（2020.8.21）

报告日股价（元）	80.86
12mth A 股价格区间（元）	36.30-80.86
总股本（百万股）	796.64
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	644.16
每股净资产（元）	5.25
PBR（X）	15.41

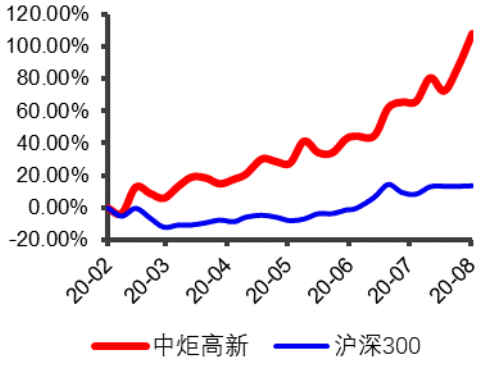
主要股东（2020H1）

中山润田投资	24.92%
香港中央结算有限公司	12.53%
中山火炬集团有限公司	10.72%
全国社保基金一零一组合	2.29%
全国社保基金一零六组合	1.96%

收入结构（2020H1）

酱油	62.0%
鸡精鸡粉	8.3%
食用油	11.8%
其他	17.9%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：

《中炬高新（600872）2019 年报点评：中山技改再扩产能，稳步迈进百亿目标》

《中炬高新（600872）2020Q1 季报点评：美味鲜净利逆势增长，盈利能力持续提升》

■ 公司动态事项

公司发布2020年中报，上半年营收25.54亿元，同比增长6.78%，归属净利润为4.55亿元，同比增长24.31%，扣非归属净利润为4.42亿元，同比增长27.48%。

■ 事项点评

Q2 美味鲜收入恢复快速增长，加快经销商开拓

上半年美味鲜实现营收24.92亿元/+10.2%，其中Q2收入13.69亿元/+25.0%。分产品看，上半年公司酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入分别为15.83/2.11/3.01/3.77亿元，同比+7.8%/-21.9%/+49.7%/+23.0%，其中Q2增速分别为+19.8%/-9.8%/+88.4%/+43.3%，酱油增长稳健，食用油增长迅猛，鸡精鸡粉受餐饮拖累降幅较大，此外蚝油增速接近40%、料酒增速超过50%。分区域看，东部/南部/中西部/北部收入分别为5.41/10.05/5.21/4.06亿元，同比-1.9%/+5.5%/+32.2%/+16.1%，东部收入略有下降主要系偏餐饮品类收入下降较大。公司上半年经销商总数达1254个，净增203个，同比增长83%，其中东部/南部/中西部/北部分别净增38/17/43/105个。期末公司地级市开发率87.83%/+4.5pct，区县开发率45.24%/+6.9pct。

毛利率上升，净利率创新高

上半年公司毛利率为42.85%，同比提高3.24pct，主要系增值税税率降低（2019年4月1日起增值税率从16%下调至13%）及部分原材料、包装物采购单价下降。H1美味鲜销售/管理（含研发）/财务费用率分别+1.42/-1.09/+0.12pct，销售费用率上升主要系促销推广费、人工费用、运费、广告宣传费增加，公司通过调整促销产品结构、不同渠道促销资源的结构、推广费用的结构，实现了主销产品和实惠型产品销售的持续上涨，促进了家庭端的销售增量，弥补了餐饮端的下滑。上半年美味鲜实现归属净利润4.56亿元/+26.0%，其中Q1/Q2增速分别为10.8%/42.1%，上半年净利率为19.86%/+2.22pct，其中Q1/Q2净利率分别为19.77%/+2.03pct、19.94%/+2.41pct。

加大渠道开拓和产能建设，内部变革降本增效

公司加大渠道开发力度和营销力度，上半年在稳定老经销商发展的基础上，加快新经销商的发展和培育，拆分了大区和办事处，加强了KA、社区团购、新零售等新型渠道的开拓，下半年将着重开发三四五级市场、空白市场，完善一二级市场。围绕1+N品类发展策略，公司推进中山厂区技改升级扩产项目，新增25万吨酱油和2万吨料酒，预计2022年末完成；阳西二期10万吨蚝油预计今年10月底试投产；厨邦三期天然油扩建项目第一阶段预计Q3投产，酱油煮制项目预计今年12月底投产。宝能入主后，公司开展组织变革、人才培养储备及绩效管理等核心工作，增加了厨邦酱油系列规格产品的考核，新增营销人员编制，设立了总经理特别奖，建立了以业绩为导向的激励机制，并全面落实“3331人才工程”及人才培养计划。同时，公司持续降本增效，生产产能和效率进一步提升，未来不断加大销售费用的投入、严控管理费用的大幅增长。

■ 投资建议

由于毛利率改善导致净利率上升略超预期，我们小幅调整盈利预测，预计2020-2022年公司归属净利润分别为8.55/10.31/12.36亿元，对应EPS分别为1.07/1.29/1.55元/股，对应PE分别为75/62/52倍（按2020/8/21收盘价计算）。展望下半年，随着餐饮市场愈发企稳恢复，且公司加大渠道开拓力度、积极组织变革激发内部潜力，公司有望保持较快地稳健增长。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、调味品增长不及预期、原材料成本上涨风险、机制改革效果不及预期等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4674.84	5344.20	6312.54	7395.87
年增长率		14.32%	18.12%	17.16%
归属于母公司的净利润	717.94	854.52	1030.74	1235.58
年增长率		19.02%	20.62%	19.87%
每股收益（元）	0.90	1.07	1.29	1.55
PER（X）	89.72	75.38	62.49	52.13

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/21 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	699	802	1009	1812
应收和预付款项	54	100	82	131
存货	1568	2031	2231	2755
其他流动资产	1204	1204	1204	1204
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	304	293	281	270
固定资产和在建工程	1790	1972	2131	2134
无形资产和开发支出	213	188	163	138
其他非流动资产	116	19	12	12
资产总计	5954	6613	7119	8461
短期借款	113	508	0	0
应付和预收款项	1065	1064	1146	1371
长期借款	0	-400	-400	-400
其他负债	530	423	423	423
负债合计	1708	1595	1168	1394
股本	797	797	797	797
资本公积	91	91	91	91
留存收益	3061	3744	4569	5558
归属母公司股东权益	3949	4633	5457	6446
少数股东权益	297	386	493	622
股东权益合计	4246	5018	5950	7067
负债和股东权益合计	5954	6613	7119	8461

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	1059	848	1323	1316
投资活动产生现金流量	-128	-306	-423	-306
融资活动产生现金流量	-631	-170	-692	-206
现金流量净额	300	371	208	803

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4675	5344	6313	7396
营业成本	2826	3216	3809	4457
营业税金及附加	61	70	82	96
营业费用	456	545	619	710
管理&研发费用	442	497	574	658
财务费用	49	-1	-18	-37
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	72	70	70	70
其他收益	19	20	20	20
营业利润	931	1107	1337	1602
营业外收支净额	-3	0	0	0
利润总额	928	1107	1336	1601
所得税	137	164	198	237
净利润	791	943	1138	1364
少数股东损益	73	89	107	129
归属母公司股东净利润	718	855	1031	1236

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	39.55%	39.82%	39.65%	39.74%
EBIT/销售收入	20.42%	20.62%	20.81%	21.10%
销售净利率	16.65%	17.65%	18.03%	18.45%
ROE	17.85%	18.45%	18.89%	19.17%
资产负债率	25.07%	24.31%	16.54%	16.58%
流动比率	2.32	2.07	2.89	3.29
速动比率	1.15	1.02	1.42	1.72
总资产周转率	0.84	0.81	0.89	0.88
应收账款周转率	177.84	90.30	151.12	96.67
存货周转率	1.80	1.58	1.71	1.62

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。