业绩稳健增长，中西北部渠道加速开拓

增持 ——维持

日期：2020 年 11 月 02 日
行业：食品饮料

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

基本数据（2020.10.30）

报告日股价（元）	160.20
12mth A 股价格区间（元）	77.17-198.48
总股本（百万股）	3240.44
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	5191.19
每股净资产（元）	5.63
PBR（X）	28.47

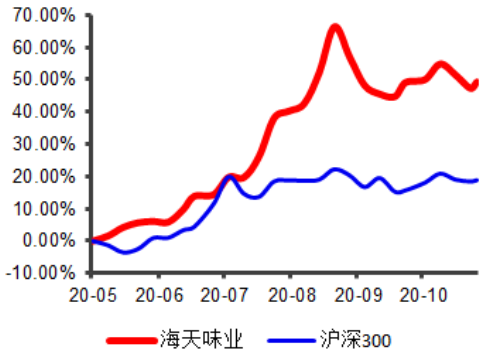
主要股东（2020Q3）

海天集团	58.26%
庞康	9.57%
香港中央结算有限公司	6.36%
程雪	3.17%
黎旭晖	1.73%

收入结构（2020Q3）

酱油	56.41%
蚝油	18.41%
调味酱	10.31%
其他	14.88%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：

《海天味业（603288）2020Q1 季报点评：Q1 预收款高增为后蓄力，全年不改目标彰显实力》

《海天味业（603288）中报点评：Q2 重回增长快车道，强者恒强》

■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报，前三季度实现营收170.86亿元/+15.26%，归属净利润为45.71亿元/+19.20%，扣非归属净利润为44.00亿元/+20.94%。其中Q3营收54.92亿元/+17.75%，归属净利润13.19亿元/+21.57%。

■ 事项点评

Q3 公司收入稳健增长，中西北部三地渠道加速开拓

公司收入保持稳健增长，前三季度酱油/蚝油/调味酱收入97.27/30.09/19.45亿元，同比+12.1%/18.2%/10.2%，其中Q3收入分别为30.98/10.11/5.66亿元，同比+15.1%/21.8%/12.3%。分地区看，Q3公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别为10.59/9.70/11.36/13.70/6.64亿元，中部、西部和北部收入增速达到25%左右，东部增长12.7%，南部增长4.1%，东部和南部增速环比有所放缓，其中南部地区因餐饮渠道收入占比较高，而餐饮市场尚未完全恢复导致增速较低。截止期末，公司全国经销商数量达6739家，季度净增306家，东部/南部/中部/北部/西部经销商数量分别为818/868/1485/2072/1496家，季度净增25/6/79/101/95家，中北西部三地加快渠道拓展，带来收入的快速增长。

毛销差同比扩大，净利率稳步提升

因新收入准则下运费调至营业成本，前三季度公司毛利率42.3%，同比下降2.2pct，其中Q3毛利率40.9%，同比下降2.9pct，我们判断可比口径下前三季度毛利率稳中有升。Q3公司销售费用率为9.8%，同比下降3.1pct，毛销差同比小幅提升0.2pct。Q3公司管理/研发/财务费用率分别为1.5%/3.4%/-1.7%，同比-0.4/+0.1/+0.1pct，公司期间费用率略有下降。Q3公司归属净利润为13.19亿元，同比+21.6%，净利率同比提高0.8pct至24.0%，公司盈利能力稳步提升。Q3期末公司账面合同负债25.97亿元，同比+6.59亿元，环比+0.55亿元。Q3公司经营活动现金净流入16.46亿元，同比-27.6%，主要系原材料成本采购支出加大。

渠道和产品结构日臻完善，全年增长目标完成可期

疫情发生以来，公司顺应变化及时加大了家庭端的渠道推广，家庭端增势良好，一定程度上弥补了餐饮端的下滑，且Q2以来随着疫情逐渐稳定，餐饮端日渐恢复，公司整体经营情况稳健，渠道结构更趋完善。近期公司也推出了火锅底料新品，进入高成长的复合调味料赛道，我们认为未来随着产线到位、产能扩充，凭借公司强大的渠道网络和品牌号召力，火锅底料等新品有望实现快速放量，公司产品矩阵更加全面。综合来看，疫情极端压力测试下，公司全年按着年初制定的收入15%/净利润18%的增长目标稳步前行，彰显了龙头企业强大的抗风险能力，全年增长目标完成可期。

■ 投资建议

维持盈利预测，预计2020-2022年公司归属净利润分别为63.32/74.07/86.18亿元，对应EPS分别为1.95/2.29/2.66元/股，对应PE分别为82/70/60倍（按2020/10/30收盘价计算）。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、原材料价格波动风险、人才流失风险、行业景气度下降风险、疫情反复的风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19796.89	22766.49	26249.97	30072.56
年增长率		15.00%	15.30%	14.56%
归属于母公司的净利润	5353.19	6331.57	7407.49	8618.41
年增长率		18.28%	16.99%	16.35%
每股收益（元）	1.65	1.95	2.29	2.66
PER（X）	96.97	81.99	70.08	60.23

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/10/30 收盘价）

损益简表及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**20269.37**	**26110.63**	**35005.29**	**44943.35**
现金	13455.53	19527.87	28100.25	37789.11
应收账款	2.46	3.01	3.34	3.90
其它应收款	89.75	37.76	55.44	56.70
预付账款	18.58	22.58	25.38	29.38
存货	1802.76	1619.09	1920.54	2163.93
其他	4900.28	4900.32	4900.33	4900.34
非流动资产	**4484.52**	**4907.46**	**5028.02**	**5031.79**
长期投资	5.52	355.52	705.52	1055.52
固定资产	3941.77	4017.07	3802.06	3463.61
无形资产	153.55	151.19	136.76	128.98
其他	383.68	383.68	383.68	383.68
资产总计	**24753.89**	**31018.09**	**40033.31**	**49975.14**
流动负债	**7978.44**	**8663.41**	**10266.73**	**11585.02**
短期借款	19.60	0.00	0.00	0.00
应付账款	900.95	868.43	1018.98	1154.30
其他	7057.89	7794.99	9247.75	10430.72
非流动负债	**177.74**	**177.74**	**177.74**	**177.74**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	177.74	177.74	177.74	177.74
负债合计	**8156.18**	**8841.15**	**10444.47**	**11762.76**
少数股东权益	15.75	19.52	23.93	29.07
股本	2700.37	2700.37	2700.37	2700.37
资本公积	1330.66	1330.66	1330.66	1330.66
留存收益	12550.92	18126.39	25533.88	34152.28
归属母公司股东权益	16581.96	22157.42	29564.91	38183.31
负债和股东权益	**24753.89**	**31018.09**	**40033.31**	**49975.14**

现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**6567.57**	**7350.90**	**8763.75**	**9735.66**
净利润	5356.24	6335.34	7411.90	8623.54
折旧摊销	477.90	429.31	420.80	393.04
财务费用	-293.63	0.41	0.00	0.00
投资损失	-59.69	-350.00	-350.00	-350.00
营运资金变动	1494.15	935.64	1281.04	1069.09
其他	-407.41	0.20	0.00	0.00
投资活动现金流	**88.85**	**-502.45**	**-191.36**	**-46.81**
资本支出	-579.26	-502.45	-191.36	-46.81
长期投资	200.00	0.00	0.00	0.00
其他	468.12	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**-2647.45**	**-776.11**	**0.00**	**0.00**
短期借款	0.00	-19.60	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	5.60	5.40	5.50
其他	-2647.45	-762.11	-5.40	-5.50
现金净增加额	**4008.97**	**6072.33**	**8572.39**	**9688.86**

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**19796.89**	**22766.49**	**26249.97**	**30072.56**
营业成本	10800.72	12520.25	14409.18	16480.62
营业税金及附加	203.35	245.38	281.78	318.61
营业费用	2162.82	2276.65	2625.00	2947.11
管理与研发费用	289.90	943.59	1055.13	1232.81
财务费用	-292.74	-411.65	-594.81	-822.71
资产减值损失	-17.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动及其他收益	172.69	290	290	290
投资净收益	59.69	60	60	60
营业利润	**6379.44**	**7542.27**	**8823.69**	**10266.12**
营业外收入	1.32	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	**6377.20**	**7542.07**	**8823.69**	**10266.12**
所得税	1020.96	1206.73	1411.79	1642.58
净利润	**5356.24**	**6335.34**	**7411.90**	**8623.54**
少数股东损益	3.06	3.77	4.41	5.13
归属母公司净利润	**5353.19**	**6331.57**	**7407.49**	**8618.41**
EBITDA	6230.57	7129.03	8199.82	9396.06
EPS（元）	1.98	2.34	2.74	3.19

主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.16	0.15	0.15	0.15
营业利润	0.22	0.18	0.17	0.16
归属母公司净利润	0.23	0.18	0.17	0.16
获利能力				
毛利率	0.45	0.45	0.45	0.45
净利率	0.27	0.28	0.28	0.29
ROE	0.32	0.29	0.25	0.23
ROIC	-2.81	-2.18	-1.60	-1.37
偿债能力				
资产负债率	0.33	0.29	0.26	0.24
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.54	3.01	3.41	3.88
速动比率	2.31	2.83	3.22	3.69
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.82	0.74	0.67
应收账款周转率	8067.41	8318.85	8267.50	8305.89
应付账款周转率	25.08	25.73	27.82	27.67
每股指标(元)				
每股收益	1.98	2.34	2.74	3.19
每股经营现金	2.43	2.72	3.25	3.61
每股净资产	6.14	8.21	10.95	14.14
估值比率				
P/E	52.52	44.40	37.95	32.62
P/B	16.95	12.69	9.51	7.36
EV/EBITDA	42.97	-2.74	9.52	7.27

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。