2020 年 11 月 01 日
公司研究●证券研究报告

海天味业（603288.SH）

公司快报

增长稳健，完成全年目标概率大

事件：公司发布三季报，前三季度实现营收 170.86 亿元，同+15.26%；实现归母净利 45.71 亿元，同+19.20%；实现扣非归母净利 43.99 亿元，同+20.94%。单 Q3 实现营收 54.92 亿元，同+17.73%；实现归母净利润 13.21 亿元，同比+21.69%

投资要点

- **三季度增长稳健，全年目标完成概率大。**前三季度实现营收 170.86 亿元，同+15.26%，三个季度的营收分别为 58.84/57.11/54.92 亿元，同比+7.17%/22.29%/17.73%，与公司年初给予的收入增速目标 15%相比，除 Q1 受餐饮关闭和物流受阻的影响收入同期没有实现目标增速，二三季度都超过预期目标增速完成。利润端，前三季度实现归母净利润 45.71 亿元，同+19.20%，3Q 归母净利分别为 16.13/16.40/13.19 亿元，同+9.17%/28.83%/21.54%，与年初利润目标+18%的增速相比，全年目标完成概率大。

- **大单品增长稳健，新型区域继续高增。**从单 Q3 的产品端来看，酱油增长稳健，实现收入 30.98 亿元，同+15.17%，调味酱恢复增长，实现 5.66 亿元，同+12.36%，蚝油继续高增，收入 10.10 亿元，同+21.74%。从 Q3 的区域增速来看，受益于公司有力得当的促销措施和经销商的选取，中西北部继续保持高增，分别实现+25.04%/28.05%/24.82%，可以看到上半年因为受物流受阻影响，北部区域 H1 收入同比+12%，到三季度恢复完成；成熟区域，如东部维持稳定增长，同+12.67%，南部地区 Q3 同+4.10%，我们预计主要系餐饮端受疫情影响尚未完全复苏，随着后续餐饮端的继续复苏，增速有望回升。

- **毛利率环比小幅提升，盈利能力同比上行。**单 Q3 毛利率实现 40.87%，受新收入准则的影响，运费调整至成本使得毛利率同比下降 2.88pct，但环比+0.91pct。净利率实现 24.06%，对比去年同期，同比+0.78pct，主要系费用调整有所下降；对比今年二季度，环比-4.69pct，主要系销售费用率环比提升+5.54pct，我们预计主要系公司优化费用投入结构和费用确认节奏所致，预计四季度费用投放节奏稳健，在预算之内完成全年的净利润目标。

- **投资建议：**公司完成 2020 年总营收 227.8 亿元（+15%）、归母净利润 63.2 亿元（+18%）的目标概率大；且我们认为在今年疫情倒逼行业集中度的过程中，公司具备企业管理、销售渠道、产品技术、品牌影响力的综合竞争优势将继续实现份额的提升。我们预计公司 2020-2021 年营收增长 15.2%/15.7%，业绩增长 18.2%/18.3%，实现 ROE 分别为 31.6%/31.3%，维持买入-B 评级。

- **风险提示：**调味品业务不达预期风险，渠道扩展不及预期，原材料价格波动风险，食品安全问题

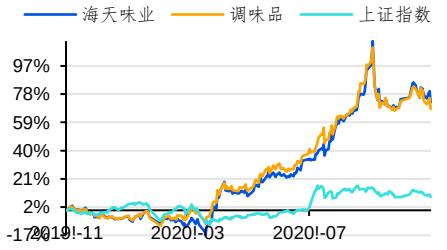
| III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-30)	160.20 元

交易数据

总市值（百万元）	519,119.00
流通市值（百万元）	519,119.00
总股本（百万股）	3,240.44
流通股本（百万股）	3,240.44
12 个月价格区间	92.18/203.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.37	11.56	67.63
绝对收益	-1.17	8.98	77.71

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

海天味业：龙头优势显著，业绩超预期 2020-08-28

海天味业：Q1 业绩亮眼，彰显龙头优势 2020-04-27

海天味业：业绩符合预期，稳健增长前行--海天味业 2019 年报点评 2020-03-26

海天味业：业绩符合预期，王者稳健前行 2019-10-30

海天味业：业绩符合预期，酱油龙头稳健增长 2019-08-15

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,034	19,797	22,799	26,374	30,393
YoY(%)	16.8	16.2	15.2	15.7	15.2
净利润(百万元)	4,365	5,353	6,327	7,483	8,753
YoY(%)	23.6	22.6	18.2	18.3	17.0
毛利率(%)	46.5	45.4	42.9	43.2	43.5
EPS(摊薄/元)	1.35	1.65	1.95	2.31	2.70
ROE(%)	31.4	32.3	31.6	31.3	30.7
P/E(倍)	118.9	97.0	82.1	69.4	59.3
P/B(倍)	37.4	31.3	26.0	21.7	18.2
净利率(%)	25.6	27.0	27.8	28.4	28.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15808	20269	24260	29202	34613
现金	9457	13456	17840	21869	27657
应收票据及应收账款	2	2	3	3	4
预付账款	17	19	23	25	30
存货	1203	1803	1454	2295	1997
其他流动资产	5128	4990	4941	5010	4925
非流动资产	4336	4485	4846	5214	5563
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3746	3448	3864	4262	4633
无形资产	144	138	131	125	117
其他非流动资产	447	898	851	827	814
资产总计	20144	24754	29106	34416	40176
流动负债	6148	7978	8917	10315	11497
短期借款	20	20	20	20	20
应付票据及应付账款	745	1298	1166	1671	1577
其他流动负债	5384	6660	7731	8625	9900
非流动负债	**108**	**178**	**178**	**178**	**178**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	108	178	178	178	178
负债合计	6256	8156	9094	10493	11674
少数股东权益	13	16	20	24	29
股本	2700	2700	3240	3240	3240
资本公积	1331	1331	791	791	791
留存收益	9805	12551	15303	18609	22456
归属母公司股东权益	13875	16582	19992	23899	28473
负债和股东权益	20144	24754	29106	34416	40176

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5996	6568	7473	7744	10089
净利润	4367	5356	6331	7488	8758
折旧摊销	442	478	416	502	594
财务费用	-153	-293	-354	-463	-590
投资损失	-295	-60	-136	-134	-103
营运资金变动	1667	1476	1332	485	1558
其他经营现金流	-32	-390	-115	-134	-128
投资活动现金流	169	89	-526	-601	-712
筹资活动现金流	-2313	-2647	-2562	-3114	-3589
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.35	1.65	1.95	2.31	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.85	2.03	2.31	2.39	3.11
每股净资产(最新摊薄)	4.28	5.12	6.17	7.38	8.79

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17034	19797	22799	26374	30393
营业成本	9119	10801	13025	14992	17167
营业税金及附加	190	203	235	269	310
营业费用	2236	2163	1824	2070	2386
管理费用	246	290	319	369	426
研发费用	493	587	570	620	623
财务费用	-153	-293	-354	-463	-590
资产减值损失	0	-17	-21	-24	-27
公允价值变动收益	0	173	115	134	128
投资净收益	295	60	136	134	103
营业利润	5241	6379	7549	8914	10432
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	18	4	0	0	0
利润总额	5223	6377	7549	8914	10432
所得税	856	1021	1218	1426	1674
税后利润	4367	5356	6331	7488	8758
少数股东损益	2	3	4	4	5
归属母公司净利润	4365	5353	6327	7483	8753
EBITDA	5383	6453	7496	8821	10284

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.8	16.2	15.2	15.7	15.2
营业利润(%)	24.5	21.7	18.3	18.1	17.0
归属于母公司净利润(%)	23.6	22.6	18.2	18.3	17.0
获利能力					
毛利率(%)	46.5	45.4	42.9	43.2	43.5
净利率(%)	25.6	27.0	27.8	28.4	28.8
ROE(%)	31.4	32.3	31.6	31.3	30.7
ROIC(%)	29.5	29.9	29.4	29.0	28.4
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1	32.9	31.2	30.5	29.1
流动比率	2.6	2.5	2.7	2.8	3.0
速动比率	1.5	2.3	2.6	2.6	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6937.0	8067.4	8067.4	8067.4	8067.4
应付账款周转率	14.0	10.6	10.6	10.6	10.6
估值比率					
P/E	118.9	97.0	82.1	69.4	59.3
P/B	37.4	31.3	26.0	21.7	18.2
EV/EBITDA	94.7	77.6	66.2	55.8	47.3

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn