消费升级与娱乐研究中心

海天味业 (603288.SH) 买入（维持评级）

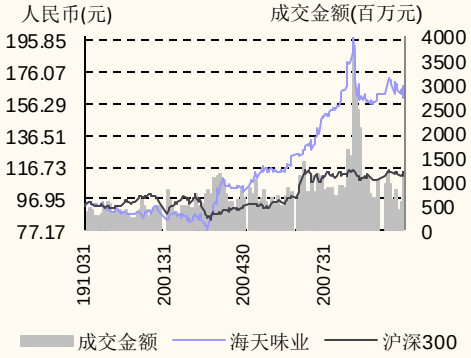
公司点评

市场价格（人民币）：160.20 元

稳健增长态势不变，经营平衡能力较强

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	32.40
已上市流通 A 股(亿股)	32.40
总市值(亿元)	5,191.19
年内股价最高最低(元)	198.48/77.17
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,034	19,797	22,524	26,314	31,034
营业收入增长率	16.80%	16.22%	13.78%	16.83%	17.93%
归母净利润(百万元)	4,365	5,353	6,303	7,346	8,626
归母净利润增长率	23.60%	22.64%	17.74%	16.54%	17.44%
摊薄每股收益(元)	1.616	1.982	1.945	2.267	2.662
每股经营性现金流净额	2.22	2.43	2.46	3.24	3.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.46%	32.28%	30.95%	29.65%	28.81%
P/E	42.56	54.23	82.36	70.67	60.18
P/B	13.39	17.51	25.49	20.96	17.33

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度实现营业收入 170.86 亿元，同比增长 15.26%；归母净利润 45.71 亿元，同比增长 19.20%。

事件点评

- **任务目标完成度高，收入持续稳健增长：**公司 Q3 实现收入 54.92 亿元，同比增长 17.73%；归母净利润 13.19 亿元，同比增长 21.54%。公司全年计划季度间完成率较高，预计全年目标有望顺利完成。分品类来看，公司 Q3 酱油/调味酱/蚝油的收入增速分别为 15%/12%/22%，传统优势调味品保持稳健的增长中枢，蚝油品类增速更快。从地区上看，中部/北部/西部收入保持高增长，前三季度收入增速为 24%/16%/26%，经销商数量增加较多，公司对弱势市场的开拓持续进展。疫情可控后餐饮复苏，公司线下渠道增速得到有效恢复，Q3 线下渠道收入同比增长 18.8%，线上渠道收入下滑 14.7%。
- **费用率的改善带来整体盈利能力提高：**公司 Q3 整体毛利率为 40.87%，同比下降 2.88pct。根据新收入准则，公司将运费调整至营业成本，导致毛利率的下降和销售费用的减少。而环比来看，公司毛利率环比提升 0.91pct。从费用率上来看，公司 Q3 销售费用率为 9.76%，同比下降 3.11pct；毛销差为 31.11%，同比提升 0.23pct，整体盈利能力在改善。公司 Q3 管理费用率为 1.48%，同比下降 0.43pct，环比下降 0.17pct。费用率的改善带来净利率水平的提升，公司 Q3 归母净利率为 24.06%，同比提升 0.75pct。
- **基础调味品地位难以取代，公司抗风险能力优秀：**今年疫情导致大部分调味品及食品企业季度经营节奏发生分化，受益的需求带来业绩弹性，疫情消失导致增速放缓。而公司保持了各个季度间稳健的经营节奏进度，通过强有力的渠道管控力在疫情期间实现了经营的平稳运行，抗风险能力优秀。公司无论是 B 端还是 C 端渠道韧性较强，上下游强议价能力下疫情更加凸显了公司优质价值，因此估值水平中枢提升，随着餐饮恢复后增长动力更加强劲。

盈利预测

- 预计公司 2020-2022 年收入增速为 14%/17%/18%，归母净利润增速为 18%/17%/17%，EPS 为 2.46/3.24/3.80 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险、终端消费恢复不及预期、区域性竞争态势变化风险。

相关报告

1.《海天味业中报点评-强渠道享受需求复苏，调味品王者业绩领军》，2020.8.28

2.《短期收入承压，长期彰显行业竞争力-海天味业点评报告》，2020.4.27

4.《收购合肥燕庄，平台型调味品企业值得期待-海天味业点评报告》，2020.1.2

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**14,584**	**17,034**	**19,797**	**22,524**	**26,314**	**31,034**
增长率		16.8%	16.2%	13.8%	16.8%	17.9%
主营业务成本	-7,921	-9,119	-10,801	-12,142	-14,130	-16,431
%销售收入	54.3%	53.5%	54.6%	53.9%	53.7%	52.9%
毛利	6,664	7,915	8,996	10,382	12,185	14,603
%销售收入	45.7%	46.5%	45.4%	46.1%	46.3%	47.1%
营业税金及附加	-159	-190	-203	-237	-274	-320
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,957	-2,236	-2,163	-2,252	-2,631	-3,414
%销售收入	13.4%	13.1%	10.9%	10.0%	10.0%	11.0%
管理费用	-607	-246	-290	-293	-342	-403
%销售收入	4.2%	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	0	-493	-587	-608	-710	-838
%销售收入	0.0%	2.9%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润（EBIT）	3,941	4,751	5,753	6,992	8,227	9,628
%销售收入	27.0%	27.9%	29.1%	31.0%	31.3%	31.0%
财务费用	82	153	293	316	411	535
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-1.5%	-1.4%	-1.6%	-1.7%
资产减值损失	0	0	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	173	0	0	0
投资收益	144	295	60	70	70	70
%税前利润	3.4%	5.6%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
营业利润	4,211	5,241	6,379	7,419	8,748	10,273
营业利润率	28.9%	30.8%	32.2%	32.9%	33.2%	33.1%
营业外收支	4	-18	-2	0	0	0
税前利润	4,215	5,223	6,377	7,419	8,748	10,273
利润率	28.9%	30.7%	32.2%	32.9%	33.2%	33.1%
所得税	-684	-856	-1,021	-1,113	-1,400	-1,644
所得税率	16.2%	16.4%	16.0%	15.0%	16.0%	16.0%
净利润	3,531	4,367	5,356	6,306	7,349	8,629
少数股东损益	0	2	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	**3,531**	**4,365**	**5,353**	**6,303**	**7,346**	**8,626**
净利率	24.2%	25.6%	27.0%	28.0%	27.9%	27.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,531	4,367	5,356	6,306	7,349	8,629
少数股东损益	0	2	3	3	3	3
非现金支出	441	442	495	461	482	507
非经营收益	-262	-486	-761	344	-60	-60
营运资金变动	1,005	1,667	1,476	-480	990	1,195
经营活动现金净流	**4,716**	**5,990**	**6,567**	**6,631**	**8,761**	**10,272**
资本开支	-259	-223	-579	-360	-390	-410
投资	-2,400	0	200	-40	-30	-30
其他	226	406	468	70	70	70
投资活动现金净流	**-2,433**	**183**	**89**	**-330**	**-350**	**-370**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-17	20	0	-97	0	0
其他	-1,839	-37	-2,647	-2,521	-2,938	-3,451
筹资活动现金净流	**-1,857**	**-17**	**-2,647**	**-2,619**	**-2,938**	**-3,451**
现金净流量	**426**	**6,155**	**4,008**	**3,682**	**5,473**	**6,451**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,613	9,457	13,456	17,138	22,611	29,062
应收款项	19	61	92	99	115	136
存货	1,041	1,203	1,803	1,996	2,323	2,701
其他流动资产	5,121	5,086	4,919	4,912	4,916	4,921
流动资产	11,794	15,808	20,269	24,145	29,965	36,820
%总资产	72.2%	78.5%	81.9%	85.7%	88.3%	90.4%
长期投资	5	6	6	36	66	96
固定资产	4,265	3,998	3,942	3,834	3,734	3,630
%总资产	26.1%	19.8%	15.9%	13.6%	11.0%	8.9%
无形资产	182	176	154	161	168	174
非流动资产	4,542	4,336	4,485	4,030	3,967	3,900
%总资产	27.8%	21.5%	18.1%	14.3%	11.7%	9.6%
资产总计	**16,336**	**20,144**	**24,754**	**28,175**	**33,933**	**40,720**
短期借款	0	20	20	0	0	0
应付款项	1,183	1,811	2,515	2,329	2,711	3,183
其他流动负债	3,332	4,318	5,444	5,334	6,289	7,416
流动负债	4,514	6,148	7,978	7,662	9,000	10,599
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	58	108	178	130	140	150
负债	**4,572**	**6,256**	**8,156**	**7,792**	**9,140**	**10,749**
普通股股东权益	**11,753**	**13,875**	**16,582**	**20,364**	**24,771**	**29,947**
其中：股本	2,701	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
未分配利润	6,445	8,436	11,182	14,964	19,371	24,547
少数股东权益	11	13	16	19	22	25
负债股东权益合计	**16,336**	**20,144**	**24,754**	**28,175**	**33,933**	**40,720**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.307	1.616	1.982	1.945	2.267	2.662
每股净资产	4.351	5.138	6.141	6.284	7.644	9.242
每股经营现金净流	1.746	2.218	2.432	2.456	3.245	3.804
每股股利	0.850	0.980	1.080	0.934	1.088	1.278
回报率						
净资产收益率	30.05%	31.46%	32.28%	30.95%	29.65%	28.81%
总资产收益率	21.62%	21.67%	21.63%	22.37%	21.65%	21.18%
投入资本收益率	28.07%	28.56%	29.08%	29.12%	27.83%	26.94%
增长率						
主营业务收入增长率	17.06%	16.80%	16.22%	13.78%	16.83%	17.93%
EBIT增长率	20.56%	20.54%	21.09%	21.55%	17.66%	17.03%
净利润增长率	24.21%	23.60%	22.64%	17.74%	16.54%	17.44%
总资产增长率	21.33%	23.31%	22.89%	13.82%	20.44%	20.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	45.6	44.9	50.8	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	25.4	24.7	26.7	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	91.3	80.3	63.6	50.9	39.4	29.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.71%	-67.96%	-110.34%	-108.01%	-110.88%	-113.24%
EBIT利息保障倍数	-48.1	-31.1	-19.7	-22.1	-20.0	-18.0
资产负债率	27.99%	31.06%	32.95%	27.66%	26.94%	26.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH