Q2 重回增长快车道，强者恒强

增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 28 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（2020.8.27）

报告日股价（元）	183.02
12mth A 股价格区间（元）	77.17-183.02
总股本（百万股）	3240.44
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值（亿元）	5930.66
每股净资产（元）	5.22
PBR（X）	35.05

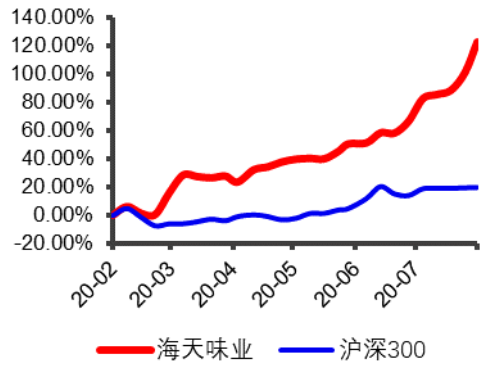
主要股东（2020H1）

海天集团	58.26%
庞康	9.57%
香港中央结算有限公司	6.38%

收入结构（2020H1）

酱油	57.2%
蚝油	17.2%
调味酱	11.9%
其他	13.7%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：

《海天味业（603288）2019 年年报点评：19 开局如期兑现，20 目标稳增彰显强者信心》

《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》

■ 公司动态事项

公司发布2020年中报，上半年实现营收115.95亿元，同比增长14.12%，归属净利润为32.53亿元，同比增长18.27%，扣非归属净利润为31.66亿元，同比增长21.75%。

■ 事项点评

Q2 重回增长快车道，预收款维持高增

上半年酱油/调味酱/蚝油收入分别为66.29/13.79/19.98亿元，同比+10.7%/+9.3%/+16.5%，其中Q2增速分别为16.7%/19.8%/30.8%，随着疫情得到控制，物流受阻及餐饮闭店等负面情况逐渐消除，Q2公司出货量恢复常态，收入增长重回快车道。上半年中部和西部收入增长23-24%左右，东部和北部增长10-11%左右，南部低个位数增长，其中除南部外（Q2增长17.5%），其余四大区域Q2收入增长均达到20-30%左右。截止期末，公司全国经销商数量达到6433家，东部/南部/中部/北部/西部经销商数量分别为793/862/1406/1971/1401家，较年初净增51/85/134/189/168家。期末公司合同负债为25.14亿元，同比增长98.6%，经销商打款积极，Q3收入有望延续快增态势。

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，上半年公司毛利率同比下降2.0pct至42.9%，可比口径下公司毛利率约为46.1%，同比提升约1.2pct，我们判断主要受益于产品结构不断优化。公司销售费用率同比下降3.5pct至7.5%，可比口径下销售费用率约为10.5%，同比下降约0.5pct，主要系促销费减少，导致促销费率同比下降0.7pct。上半年公司毛销差同比进一步扩大1.6pct至35.5%。公司管理/研发/财务费用率分别为1.4%/2.6%/-1.7%，与去年同期基本持平。上半年公司实现归属净利润为32.53亿元/+18.3%，净利率为28.1%/+1.0pct，其中Q2归属净利润为16.40亿元/+28.8%，净利率为28.7%/+1.5pct。报告期公司经营活动现金净流入15.7亿元/+69.4%，主要系现金回款同比增长20.7%，且消耗上期存货较多。

试水火锅底料卡位品类，全年增长目标可期

公司近期推出了四款火锅底料新品，包括云贵酸汤风味火锅、韩式部队火锅、新疆番茄火锅和韩式辣牛肉风味火锅，与主流的川渝麻辣口味形成一定错位，每包100-200g，天猫单包15.9元、4包组合价39.6元，定价为行业中高端。我们认为在复合调味料行业处于成长红利期背景下，公司推出火锅底料新品旨在品类卡位，进一步将产品矩阵从基础调味品拓宽至复合调味品，打开未来成长空间。凭借公司强大的渠道网络和品牌号召力，复合调味料新品放量可期。展望下半年，餐饮业企稳恢复，目前公司餐饮端出货情况已恢复常态，为后续收入维持两位数增长奠定基础。疫情一定程度上推动了市场份额进一步向龙头集中，公司在产能、渠道、品牌等方面彰显出更强的抗风险性，强者恒强，全年大概率完成增长目标。

■ 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94/80/69倍（按2020/8/27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）	110.79	93.67	80.06	68.81

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/27 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。