海天味业（603288）

公司研究/点评报告

渠道扩张更进一步，强大控费能力再度体现

——海天味业（603288）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 08 月 28 日

一、事件概述

8 月 27 日，公司发布 2020 年半年报。报告期内，公司实现营收 115.95 亿元，同比+14.12%；实现归母净利润 32.53 亿元，同比+18.27%。

二、分析与判断

➢ 促销战略助力收入正增长，中西部放量成亮点

20H1 公司实现营收收 115.95 亿元，同比+14.12%；实现归母净利润 32.53 亿元，同比+18.27%。折合 20Q2 单季度公司实现营收 57.11 亿元，同比+22.29%，实现归母净利润 16.40 亿元，同比+28.88%。上半年餐饮渠道受到显著冲击，公司春节后及时推出针对餐饮渠道、KA/BC、流通渠道匹配的折扣促销活动叠加刺激渠道网络快速开发经销商，从而激发了渠道主动加库存力度加大。20Q2 餐饮端需求环比恢复，C 端需求仍处于相对高位，公司持续聚焦终端促销费用投放以及加大任务返点力度，推动餐饮 B 端及 C 端补库存及动销提速。

分产品看，三大核心品种实现营收 100.06 亿元，同比+11.62%，其中酱油/调味酱/蚝油收入增速分别为 10.71%/9.34%/16.48%。分区域看，归功于渠道网络扩张及下沉的快速推进，20H1 中西部区域显著放量拉升整体收入，20H1 中部/西部地区收入分别同比+23.14%/+24.55%，显著高于东部/南部/北部的+10.76%/+3.14%/+11.82%。从经销商数量来看，截至 20H1 末公司总经销商数量达到 6433 家，较 2019 年末净增加 627 家，其中中部和西部区域经销商分别净增加 134/168 家，公司在相对弱势区域实施快速渠道扩张；公司销售规模最大的北部区域经销商则净增加 189 家，判断是疫情期间公司主动推动渠道分拆更加精细化。

➢ 毛销差改善明显显示强大的成本及费用调控能力

毛利率：20H1 公司毛利率为 42.94%，同比下降 1.92ppt，主要是会计准则调整，运费调整至成本项；**净利率：**20H1 公司净利率达 28.08%，同比+1.00ppt，主要归功于销售费用率的下降，20H1 公司销售费用率仅为 7.46%，同比-3.54ppt，销售费用率下降主要是促销费用减少及运费转移至成本项；其他费用方面，20H1 管理/研发/财务费用率分别为 4.02%/2.64%/-1.72%，分别同比+0.05pct/-0.03pct/-0.29pct，基本保持稳定。

如将运输费用调整回费用率，则毛利率为 45.97%，同比+1.11ppt；销售费用率为 10.50%，同比-0.50ppt，毛销差扩大 1.61ppt，继续体现强大的成本及费用调控能力。

➢ 短期激进营销手段的实施有望对冲疫情影响，长期依旧值得看好

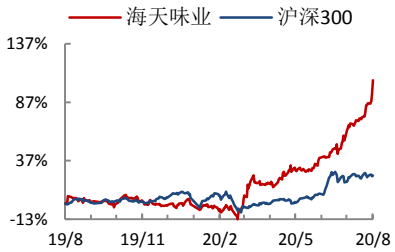
短期看：根据终端观察，公司 Q3 仍延续 Q2 以来的销售攻坚，持续推行新网络开拓、渠道跟随费用政策，叠加餐饮需求逐步恢复推动 B 端渠道改善，预计 Q3 仍大概率保持双位数以上收入增长；**长期看：产能/品类/渠道三端改革背景下公司短板补齐、长板拉长，坚定看好公司未来业绩的持续释放。1.产能端：**海天 2017 年年底启动高明 220 万吨调味品扩建项目，扩建总规模为 220 万吨（其中酱油 150 万吨，酱 30 万吨，复合调味料 40 万吨），新建酱油产能在现有基础上接近翻倍，20 年开始高明产能年增加 40 万吨，同时江苏海天年产能预计增加 20 万吨，产能释放为 19 年开始的“三五”计划打下持续增长的基调；**2.产品端：**持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类，推进酱油结构升级，做大蚝油体量，加强调味酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育，并持续加强对于腐乳、醋、芝麻油（并购安徽燕庄）、火锅底料（Q3 新上市）等小品类的重视程度；**3.渠道端：**积极推进渠道进一步下沉，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对于镇村渠道的进一步开发，有望为收入增长持续提供推力。

推荐　维持评级

当前价格：　183.02 元

交易数据	2020-8-27
近 12 个月最高/最低(元)	183.02/77.17
总股本（百万股）	3240.44
流通股本（百万股）	3240.44
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	5930.66
流通市值（亿元）	5930.66

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

1.海天味业（603288）19 年年报点评：业绩符合预期，长期逻辑清晰

2.海天味业（603288）事件点评报告：并购动作再下一程，小品类扩张持续推进

3. 海天味业（603288）2020 年一季报点评：促销战略助收入增长，弱势区域显著放量

三、投资建议

考虑到公司上半年的业绩表现，我们调高此前盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入为 228.06 亿元/264.09 亿元/305.03 亿元，同比+15.2%/15.8%/15.5%；实现归属上市公司净利润为 63.43 亿元/74.98 亿元/87.72 亿元，同比+18.5%/18.2%/17.0%，折合 EPS 为 1.96 元/2.31 元/2.71 元，对应 PE 为 94X/79X/68X。调味品板块对应 2020 年预期平均估值约为 78 倍（算数平均法，盈利预测按 wind 一致预期并剔除异常值），公司预期估值略高于板块整体预期估值水平。考虑到公司在产能、产品及渠道方面三管齐下，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。综上，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情影响超预期、消费升级不达预期、上游原材料价格异常上涨、食品安全风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	19,797	22,806	26,409	30,503
增长率（%）	16.2%	15.2%	15.8%	15.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,353	6,343	7,498	8,772
增长率（%）	22.6%	18.5%	18.2%	17.0%
每股收益（元）	1.98	1.96	2.31	2.71
PE（现价）	92.4	93.5	79.1	67.6
PB	29.8	30.8	25.9	21.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	19,797	22,806	26,409	30,503
营业成本	10,801	12,384	13,997	16,197
营业税金及附加	203	244	277	323
销售费用	2,163	2,169	2,551	2,787
管理费用	290	239	343	311
研发费用	587	677	784	905
EBIT	5,753	7,093	8,458	9,979
财务费用	(293)	(336)	(319)	(336)
资产减值损失	(17)	(14)	(14)	(11)
投资收益	60	60	60	60
营业利润	6,379	7,584	8,950	10,476
营业外收支	(2)	(10)	(6)	(8)
利润总额	6,377	7,574	8,943	10,468
所得税	1,021	1,227	1,440	1,691
净利润	5,356	6,347	7,503	8,777
归属于母公司净利润	5,353	6,343	7,498	8,772
EBITDA	6,231	7,523	8,879	10,372

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13456	17714	22424	29452
应收账款及票据	2	3	3	4
预付款项	19	22	25	29
存货	1803	1430	2310	1934
其他流动资产	22	22	22	22
流动资产合计	20269	24130	29822	36422
长期股权投资	0	60	119	179
固定资产	3448	3348	3149	2999
无形资产	138	127	117	107
非流动资产合计	4485	3956	3476	3004
资产合计	24754	28086	33298	39426
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	1298	1250	1548	1713
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7978	8639	10206	11607
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	178	178	178	178
非流动负债合计	178	178	178	178
负债合计	8156	8816	10384	11785
股本	2700	3240	3240	3240
少数股东权益	16	20	24	30
股东权益合计	16598	19270	22915	27641
负债和股东权益合计	24754	28086	33298	39426

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	16.2%	15.2%	15.8%	15.5%
EBIT 增长率	21.1%	23.3%	19.2%	18.0%
净利润增长率	22.6%	18.5%	18.2%	17.0%
盈利能力				
毛利率	45.4%	45.7%	47.0%	46.9%
净利润率	27.0%	27.8%	28.4%	28.8%
总资产收益率 ROA	21.6%	22.6%	22.5%	22.2%
净资产收益率 ROE	32.3%	33.0%	32.8%	31.8%
偿债能力				
流动比率	2.5	2.8	2.9	3.1
速动比率	2.3	2.6	2.7	3.0
现金比率	2.3	2.6	2.7	3.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	50.1	47.2	48.6	47.9
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
每股指标（元）				
每股收益	2.0	2.0	2.3	2.7
每股净资产	6.1	5.9	7.1	8.5
每股经营现金流	2.4	2.4	2.6	3.4
每股股利	1.1	1.1	1.2	1.3
估值分析				
PE	92.4	93.5	79.1	67.6
PB	29.8	30.8	25.9	21.5
EV/EBITDA	85.0	70.2	59.1	50.0
股息收益率	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,356	6,347	7,503	8,777
折旧和摊销	479	415	408	382
营运资金变动	1,493	1,072	599	1,842
经营活动现金流	6,568	7,785	8,457	10,950
资本开支	579	(148)	(112)	(130)
投资	200	0	0	0
投资活动现金流	89	148	112	130
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(2,647)	(3,675)	(3,859)	(4,051)
现金净流量	4,009	4,258	4,710	7,028

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。