2020 年 08 月 27 日
公司研究●证券研究报告

# 海天味业（603288.SH）

公司快报

| III

# 龙头优势显著，业绩超预期

事件：公司发布 2020 年半年报，20H1 公司实现营收 115.95 亿元，同+14.12%；实现归母净利 32.53 亿元，同+18.27%；实现扣非归母净利 31.65 亿元，同+21.75%。其中 20Q2 实现营收 57.11 亿元，同+22.29%；实现归母净利润 16.40 亿元，同比+28.83%，超市场预期。

**投资要点**

- **业绩超预期，同比显著提升：**公司 Q1 实现营收 58.83 亿元（+7.17%），归母公司净利润 16.12 亿元（+9.17%）；Q2 实现营收 57.11 亿元（+22.29%），归母净利润 16.40 亿元（+28.83 亿元），环比继续改善，同比提升加速，收入和业绩超预期。同时，合同负债从 Q1 的 25.14 亿元小幅提升到 Q2 末的 25.42 亿元，维持高位，体现出渠道经销商的积极性；销售商品所获现金流 65.80 亿元，经营性净现金流 11.56 亿元，同比+32.19%，现金流亮眼。

- **调味酱和蚝油环比快速恢复，酱油 Q2 快速增长：**酱油上半年实现 66.29 亿元（+10.71%），一二季度酱油分别增长 5.83%和 16.68%，Q2 收入快速恢复到快速增长水平；调味酱 H1 实现营收 13.79 亿元（+9.37%），继前年调整、去年恢复增长后，今年一二季度分别增长 1.56%和 19.75%，Q2 实现高速增长；随着餐饮端的逐步恢复，蚝油也恢复快速增长，上半年营收 19.98 亿元（+16.51%），其中一二季度分别增长 4.25%和 30.82%。

- **成熟区域环比明显恢复，新兴区域维持高增：**家庭端竞争激烈，受益于公司有力得当的促销措施和经销商的选取，但是东部区域上半年实现 22.83 亿元（+10.76%），其中 Q2 实现 22.41%的快速增长，而南部区域一季度餐饮端影响较重，二季度环比提升，单季度实现+17.50%，上半年完成 20.74 亿元（+3.14%）；北部区域由于一季度物流影响因素增速+4.12%，Q2 随着疫情缓解交通恢复顺畅，同时加大经销商的渗透力度，Q2 实现收入+20.68%，上半年完成 28.61 亿元（+11.82%）。新兴发展区域中部和西部，公司通过大力发展经销商，上半年分别净增加 134 个和 168 个，维持新兴发展区域的高增，上半年分别实现收入 23.92 亿和 13.87 亿元（+23.14%/24.55%）。截至二季度末经销商数量也增加至 6433 个。

- **盈利能力继续提升：**新收入准则以后，运费调整至营业成本，导致上半年公司营业成本 66.16 亿元，同比+18.09%，销售毛利率 42.94%同比下降 1.92pcts，我们预计将费用还原的情况下公司的综合毛利率应该有小幅增长（上半年高毛利的酱油收入占比也提升）。在准则下，销售费用同比下降 22.54%，销售费用率 7.46%（-3.54pcts），同时上半年管理费用率基本持平，综合作用下销售净利率实现 28.08%（+1.00pcts）。

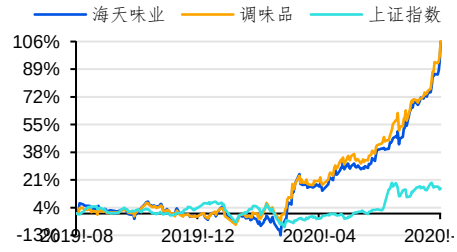
- **投资建议：**公司争取实现 2020 年总营收 227.8 亿元（+15%）、归母净利润 63.2 亿元（+18%）的目标；我们认为公司在企业管理、销售渠道、产品技术、品牌影响力四大方面竞争优势还在持续增强，随着行业份额的逐渐集中，龙头优势将继续

| | |
|---|---|
| 投资评级 | 买入-B(维持) |
| 股价(2020-08-27) | 183.02 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 593,065.92 |
| 流通市值（百万元） | 593,065.92 |
| 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 | 92.18/183.38 元 |

**一年股价表现**




*资料来源：贝格数据*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 20.4 | 42.36 | 90.88 |
| 绝对收益 | 25.19 | 60.05 | 107.87 |

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：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

海天味业：业绩稳健增长，“三五”迎来开门红 2019-05-30

领跑。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

**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) | 135.9 | 110.8 | 93.7 | 79.3 | 67.8 |
| P/B(倍) | 42.7 | 35.8 | 29.7 | 24.8 | 20.8 |
| 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 | 135.9 | 110.8 | 93.7 | 79.3 | 67.8 |
| P/B | 42.7 | 35.8 | 29.7 | 24.8 | 20.8 |
| EV/EBITDA | 108.5 | 89.1 | 76.1 | 64.2 | 54.5 |

*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