

证券研究报告

平安食品饮料

强烈推荐 (维持)

研究助理

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627694
zhangyuguang467@pingan.com.cn

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
1060209040123
wenxian@pingan.com.cn

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
tangweiliang978@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

海天味业 (603288)

产品竞争力提升，成长动力持续

平安观点：

■ **产品提价在即，助于提升公司中长期收入水平。**海天 11 月末将会提高调味品出厂价，提价产品占总产品比重近 60%，均价增长幅度近 4%，终端价涨幅略高于出厂价。海天自 12 年以来首次提价，目的在于保持渠道利润，维护价格体系稳定。产品提价可能短期对终端需求尤其是餐饮渠道产生负面影响（餐饮对价格敏感性更高），但叠加均价提升因素，对收入整体影响不大。中长期来看提价利于维护渠道体系稳定，同时提升公司收入水平，促进行业良性发展。

■ **老产品单品多元化发展提高竞争力。**产品是企业竞争力的核心，海天对酱油明星产品金标生抽进行升级，将原来单品拆分成包括甜金标（以点蘸为主）、老金标（含盐度较高）在内的五个品类的系列产品，实现单品多元化，以满足消费者的更多需求，草菇老抽估计明年改版，升级后的产品品类将更为丰富，产品更具竞争力。

■ **新品多处于培育期，为品类扩张打下基础。**新品中拌饭酱仍是重点推广的品类，14 年实现 2 亿收入目标无忧；老字号为 10 元以上高端产品，定位于消费升级后未来的主流价位，与料酒仍处培育期；食醋产能 6-7 万吨，虽当前未重点推广但具有发展潜力；果醋饮料估计 15 年推出，定位在年轻消费群体。公司新品多定位于未来价格区间、消费群体，为将来的品类扩张销售放量打下基础。

■ **着手布局网络渠道，积极开拓网购品类。**公司传统渠道拓展方面仍以成熟地区密集式覆盖，非成熟地区渠道深耕为主，同时着手于网络渠道的发展：公司在天猫商城设立直营店，其他网店均交由经销商去运营；产品方面，公司积极开发出适合专供网络的产品，主要是更改包装形式使之更易运输。当前调味品电商渠道占比仍低但增速很快，海天布局电商，未来有望实现渠道全流通发展。

■ **毛利率仍有提升空间，销售费用投入可能加大。**毛利率提升空间来自于：一是精细化生产与生产技术改造提高产出率，这估计是未来毛利率提升主因；二是募投项目投产后产生规模效应；三是产品结构调整。未来公司积极拓展新品，销售费用投放将会加大，销售费用率可能稳中略升；管理费用率估计保持平稳增长。

■ **盈利预测与估值：**我们维持 14 年盈利预测不变，预计公司 14-16 年实现 EPS 为 1.36、1.64 和 1.95 元，同比分别增 27%、21%和 19%，最新收盘价对应 PE 分别为 28、23 和 19 倍；考虑到海天为调味品龙头，其品牌与渠道优势将长期存在，未来净利率仍有提升空间，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ **风险提示：**原材料价格上涨以及食品安全事件。

损益表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,402	9,824	11,371	13,010	净利润	1,606	2,043	2,461	2,935
YoY	18.8%	16.9%	15.7%	14.4%	折旧摊销	225	281	300	325
营业成本	5,106	5,740	6,545	7,416	营运资金投资	99	198	263	244
毛利率	39.2%	41.6%	42.4%	43.0%	经营活动现金净流量	1,930	2,583	3,092	3,572
营业税金及附加	62	67	80	92	资本开支	-219	-498	-581	-341
股权激励费用	0	5	31	23	投资活动现金净流量	-667	-498	-581	-341
销售费用	899	1,027	1,137	1,248	债务融资	-1	0	0	0
管理费用	454	533	556	606	股权融资	0	1,970	0	0
财务费用	-15	-26	-35	-40	支付红利	0	-356	-452	-545
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-1,354	273	-1,785	-1,873
营业利润	1,896	2,477	3,056	3,665	当年现金净流量	-91	2,357	726	1,358
加：营业外收入	81	92	46	46					
减：营业外支出	2	3	2	2	资产负债表 (百万元)				
利润总额	1,976	2,566	3,100	3,710	货币资金	2,265	4,932	5,658	7,015
减：所得税	369	523	639	774	应收款项	0	0	0	0
净利润	1,606	2,043	2,461	2,935	预付款项	21	36	34	42
减：少数股东损益	0	0	0	0	存货	1,013	1,122	1,289	1,455
归属母公司所有者净利	1,606	2,043	2,461	2,935	其他流动资产	112	115	143	158
YoY	33.0%	27.1%	20.5%	19.2%	流动资产合计	3,411	6,204	7,123	8,670
销售净利率	19.1%	20.8%	21.6%	22.6%	长期股权投资	0	0	0	0
EPS (当年股本)	2.26	1.36	1.64	1.95	固定资产	3,104	3,319	3,599	3,615
EPS (最新股本摊薄)	1.07	1.36	1.64	1.95	无形资产	82	84	85	85
					其他非流动资产	125	113	119	116
重要指标速览					非流动资产合计	3,311	3,516	3,803	3,816
估值					资产总计	6,722	9,721	10,926	12,486
PE	16.5	27.5	22.8	19.1	短期借款	0	0	0	0
PEG	0.7	1.5	1.3	1.1	应付款项	464	465	562	619
PB	6.8	9.3	8.4	7.4	预收款项	1,736	2,030	2,350	2,689
PS	3.2	5.7	4.9	4.3	应付股利	0	452	545	650
EV/EBITDA	12.6	20.6	16.9	14.2	其他流动负债	591	692	807	928
股息收益率	1.3%	0.8%	1.0%	1.2%	流动负债合计	2,792	3,639	4,264	4,885
经营回报率					长期借款	0	0	0	0
ROE	42.4%	40.9%	38.7%	41.2%	应付债券	0	0	0	0
ROA	23.6%	23.5%	23.1%	24.5%	其他非流动负债	16	16	16	16
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	16	16	16	16
资产负债率	41.8%	37.6%	39.2%	39.2%	负债合计	2,808	3,655	4,280	4,901
速动比率	0.9	1.4	1.4	1.5	归属母公司所有者权益	3,914	6,066	6,646	7,585
运营效率					其中：实收资本	711	1,504	1,504	1,504
存货周转率	5.5	5.4	5.4	5.4	少数股东权益	0	0	0	0
流动资产周转率	2.4	2.0	1.7	1.6	股东权益合计	3,914	6,066	6,646	7,585
固定资产周转率	3.0	3.1	3.3	3.6	负债及股东权益总计	6,722	9,721	10,926	12,486

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	