

2014年10月21日

海天味业 (603288)

——三季报点评：Q3 收入及净利环比持续提升，维持“增持”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据： 2014年10月20日

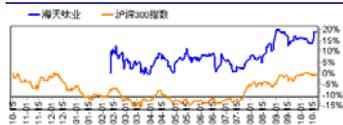
收盘价(元)	38.37
一年内最高/最低(元)	77.8/31.7
上证指数/深证成指	2357/8204
市净率	8.3
息率(分红/股价)	1.30
流通A股市值(百万元)	5744

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年09月30日

每股净资产(元)	4.62
资产负债率%	17.70
总股本/流通A股(百万)	1497/150
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海天味业(603288)——公布股权激励草案，激励更加充分完善，维持“增持”评级》 2014/08/29

《海天味业(603288)：中报业绩略超市场预期，产品结构调整带动净利率再提升，维持“增持”评级》 2014/08/20

证券分析师

曾郁文 A0230513060003
zengyw@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	8,402	19	1,606	33	2.26	39.2	41.0	17	-1
14Q1-Q3	7,277	16	1,533	27	1.02	40.6	22.2		
2014E	9,799	16.6	1,997	24	1.33	40	34	29	21
2015E	11,488	17.2	2,419	21	1.62	40	29	24	18
2016E	13,451	17.1	2,921	20	1.95	41	26	20	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **事件：**公司前三季度实现收入 72.77 亿元，同比增长 15.76%，归属上市公司股东的净利润 15.33 亿元，同比增长 27.17%，对应 EPS1.02 元，略超市场预期。
- **投资评级与估值：**我们维持盈利预测，预计 14-16 年 EPS 为 1.33 元、1.62 元、1.95 元，同比增长 24.3%、21.1%和 20.8%，对应 14-16 年 PE29/24/20 倍。公司作为大众消费品——调味品行业龙头，竞争优势显著、激励充分到位，将充分享受调味品行业消费升级，维持“增持”评级。
- **第三季度收入及利润环比提升：**1) **三季度收入环比提升：**公司 Q1-Q3 实现收入 72.77 亿元，同比增长 15.76%，其中 Q3 收入同比增长 19.47%，环比高于 Q2 的 15.58%、Q1 的 13.08%；我们认为公司收入环比提升的原因主要是蚝油和调味酱增速较快，及去年基数较低。2) **毛利率同比提升，环比略有下降：**公司 Q1-Q3 实现毛利率 40.61%，较去年同比提升 1.51pct；其中 Q3 单季毛利率 39.32%，同比提升 1.05pct；我们认为，毛利率的同比提升主要来自产品结构的调整及原料成本（如大豆、白糖等）的持续下降，环比下降主要原因为低毛利的蚝油和调味酱的提升。3) **净利率同比提升：**公司 Q1-Q3 实现净利率 21.06%，同比提升 1.89pct，其中 Q3 净利率为 19.43%，同比提升 1.31pct，我们认为主要来自于毛利率的同比提升及规模效应带来的期间费用率同比下降（约 1pct）。
- **产品结构升级显著，产能瓶颈解除为渠道下沉做保证。**1) **预计前三季度高端产品占比提升至 30%：**13 年公司的高端产品实现了 40%左右的增长，收入占比在 20%左右；我们预计 14 年前三季度高端产品（特级金标、特级草菇、味极鲜、海天老字号等）约实现 30%左右增长，占比提升至 30%左右。2) **公司产能瓶颈解除有利渠道下沉：**海天在地级市网络的细化和县级渠道下沉的空间（开发率仅 50%-60%）依然较大，产能的逐步释放将提供有利保证。
- **沪港通背景下，调味品龙头作为 A 股优质稀缺标的，估值提升值得关注。**目前港股调味品上市公司中，仅有老恒和制造（2226.HK），主营业务料酒占比 70%以上。从行业发展空间、业绩增长的稳健性、机制、市值等方面来看，海天味业作为以酱油为主的 A 股优质调味品龙头，更符合港股投资机构者的投资偏好，与港股市场标的老恒和相比较为稀缺，沪港通背景下，随着下半年的估值切换和消费旺季的来临，海天味业作为激励不断充分、产品结构持续升级的调味品龙头，估值提升值得关注。

表 1: 利润表预测

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,091	7,070	8,402	9,799	11,488	13,451
营业总成本	4,918	5,587	6,505	7,402	8,523	9,868
营业成本	3,904	4,434	5,106	5,889	6,838	7,928
营业税金及附加	38	49	62	72	85	99
销售费用	681	723	899	999	1,172	1,372
管理费用	302	392	454	510	574	673
财务费用	(7)	(12)	(15)	(68)	(146)	(203)
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
营业利润	1,173	1,483	1,896	2,396	2,965	3,583
营业外收支	2	7	79	60	10	10
利润总额	1,176	1,490	1,976	2,456	2,975	3,593
所得税	220	282	369	459	556	671
净利润	956	1,208	1,606	1,997	2,419	2,921
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	956	1,208	1,606	1,997	2,419	2,921

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材

料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。