

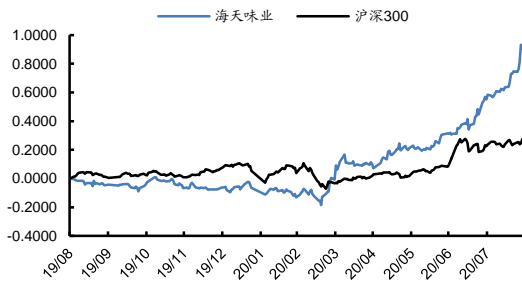
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：赵宁宁 S0350120070040
021-61981322 zhaonn@ghzq.com.cn

二季度增长超预期，看好海天长期成长性

——海天味业（603288）中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
海天味业	21.7	57.4	101.2
沪深300	4.0	25.3	27.5

市场数据

2020-08-28

当前价格（元）	180.90
52周价格区间（元）	92.18 - 183.38
总市值（百万）	586196.18
流通市值（百万）	586196.18
总股本（万股）	324044.32
流通股（万股）	324044.32
日均成交额（百万）	531.50
近一月换手（%）	3.58

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

海天味业发布中报：上半年公司营业收入 115.95 亿元，同比增长 14.12%；归母净利润 32.53 亿元，同比增长 18.27%；其中二季度营业收入 57.11 亿元，同比增长 22.29%；归母净利润 16.40 亿元，同比增长 28.83%。

投资要点：

- 二季度营收恢复，蚝油增长迅速** 中报酱油/调味酱/蚝油实现营收 66.28/13.79/19.98 亿元，分别同比增长 10.71%/9.34%/16.48%，收入占比分别为 66.24%/13.78%/19.97%。由于公司渠道 C 端收入占比约 40%，家庭和工业端收入占比约 60%，疫情减少外出餐饮，一季度公司通过协调餐饮端和家庭端的供货实现低速增长。随着疫情稳定二季度公司产品的出货量恢复常态，生产经营改善。二季度酱油实现营收 31.44 亿元，同比增长 16.66%；调味酱实现营业收入 6.48 亿元，同比增长 19.78%；蚝油实现营业收入 10.35 亿元，同比增长 30.85%。
- 线上渠道同比增速低于线下，中报线下渠道实现营业收入 107.83 亿元，同比增长 13.74%。**线上渠道实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 3.43%。
- 中部西部营收增长较高，渠道全国化更深入** 中报公司东部/南部/中部/北部/西部区域分别实现营业收入 22.82/20.74/23.92/28.61/13.87 亿元，同比增长 10.76%/3.14%/23.14%/11.82%/24.55%。东部/南部/中部/北部/西部区域经销商数量分别净增加 51/85/134/189/168 家。中部西部区域营收增速较高，预计是家庭渠道放量较多。其中二季度东部/南部/中部/北部/西部区域分别实现营业收入 11.34/10.76/11.28/14.37/6.28 亿元，同比增长 22.33%/17.47%/31.32%/20.65%/25.35%。东部/南部/中部/北部/西部区域经销商数量分别净增加 29/63/89/77/43 家。
- 布局火锅调味料赛道，平台化优势有待进一步释放** 海天味业具有很强的渠道和品牌优势，公司拥有全国的销售网络，目前海天的网络已 100% 覆盖了中国地级及以上城市，在中国内陆省份中，90% 的省份销售过亿。海天也是率先布局餐饮渠道的调味品公司，餐饮和工业渠道占比约 60%，随着餐饮的快速发展，也会带给海天更多品类成长机会和商业模式的升级动力。近日，海天味业于线上推出海天牌火

锅底料，正式进入火锅底料行业，看好海天渠道和品牌力所形成的平台优势及长期业绩的增长活力。

- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为人民币 63.25/72.93/85.40 亿元，对应的 PE 分别为 92.67/80.36/68.63 倍，首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示：**食品安全问题，公司经营不达预期，经济发展不达预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	19797	22709	26313	30440
增长率(%)	16%	15%	16%	16%
归母净利润（百万元）	5353	6325	7293	8540
增长率(%)	23%	18%	15%	17%
摊薄每股收益（元）	1.98	1.95	2.25	2.64
ROE(%)	32.25%	31.95%	31.05%	30.71%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海天味业盈利预测表

证券代码:	603288.SH				股价:	180.90	投资评级:	增持		日期:	2020-08-28
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值		2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标						
ROE	32%	32%	31%	31%	EPS		1.98	1.95	2.25	2.64	
毛利率	45%	45%	44%	46%	BVPS		6.14	6.10	7.24	8.57	
期间费率	12%	12%	11%	13%	估值						
销售净利率	27%	28%	28%	28%	P/E		91.25	92.67	80.36	68.63	
成长能力					P/B		29.46	29.63	24.98	21.10	
收入增长率	16%	15%	16%	16%	P/S		24.68	25.81	22.27	19.25	
利润增长率	23%	18%	15%	17%							
营运能力					利润表 (百万元)		2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.80	0.79	0.79	0.78	营业收入		19797	22709	26313	30440	
应收账款周转率	1489.17	1489.17	1489.17	1489.17	营业成本		10801	12389	14661	16385	
存货周转率	5.99	-9.34	-2.62	-2.62	营业税金及附加		203	233	270	313	
偿债能力					销售费用		2163	2271	2368	3044	
资产负债率	33%	31%	30%	28%	管理费用		290	341	395	609	
流动比	2.54	2.80	3.01	3.24	财务费用		(293)	(48)	(58)	(69)	
速动比	2.31	2.42	2.53	2.66	其他费用/(-收入)		250	(1)	(1)	(1)	
					营业利润		6379	7523	8676	10159	
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支		(2)	12	13	15	
现金及现金等价物	13456	16024	19259	23124	利润总额		6377	7535	8689	10174	
应收款项	13	15	18	20	所得税费用		1021	1206	1391	1629	
存货净额	1803	3303	4803	6303	净利润		5356	6328	7298	8545	
其他流动资产	4998	5259	5537	5831	少数股东损益		3	4	4	5	
流动资产合计	20269	24601	29617	35278	归属于母公司净利润		5353	6325	7293	8540	
固定资产	3448	3341	3165	2899				18.15%	15.32%	17.09%	
在建工程	494	296	178	178	现金流量表 (百万元)		2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	138	133	126	120	经营活动现金流		6568	5986	7142	8412	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润		5356	6328	7298	8545	
资产总计	24754	28776	33490	38878	少数股东权益		3	4	4	5	
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销		479	352	341	323	
应付款项	1298	1517	1795	2007	公允价值变动		173	0	0	0	
预收帐款	4098	4701	5447	6301	营运资金变动		557	(2341)	(2548)	(2594)	
其他流动负债	2562	2562	2562	2562	投资活动现金流		89	61	38	(2)	
流动负债合计	7978	8800	9824	10891	资本支出		56	305	294	267	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		0	0	0	0	
其他长期负债	178	178	178	178	其他		33	(244)	(256)	(269)	
长期负债合计	178	178	178	178	筹资活动现金流		(4088)	(3128)	(3607)	(4224)	
负债合计	8156	8978	10002	11068	债务融资		0	0	0	0	
股本	2700	3240	3240	3240	权益融资		0	0	0	0	
股东权益	16598	19798	23489	27810	其它		(4088)	(3128)	(3607)	(4224)	
负债和股东权益总计	24754	28776	33490	38878	现金净增加额		2569	2919	3573	4186	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。