

海天味业(603288)

Q3 业绩增长 22%，中、西部渠道下沉效果良好
——海天味业点评报告

✉ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎ : 021-80106029
✉ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

10月31日,公司公告2020年三季报。2020Q1-Q3,公司实现营收170.86亿元(同比+15.26%),归母净利润45.71亿元(同比+19.20%),扣非归母净利润44.00亿元(同比+20.94%)。

□ Q3 业绩增长 22%，中、西部渠道下沉效果良好

1) 2020Q1-Q3,公司实现营收170.86亿元(同比+15.26%),归母净利润45.71亿元(同比+19.20%),扣非归母净利润44.00亿元(同比+20.94%),毛利率/净利率为42.27%/26.79%,同比-2.24pct/+0.91pct;归母净利润增速较营收增速高的主要原因为销售费用率下降3.39pct(至8.20%,增利约5.02亿);分产品看,酱油/蚝油/调味酱营收分别为97.3/30.1/19.5亿元,增速同比+12.1%/+18.2%/+10.2%,营收占比66.1%/20.4%/13.2%;分地区看,北部/中部/东部/南部/西部营收42.3/35.3/33.4/30.4/20.5亿元,增速同比+15.7%/+23.7%/+11.3%/+3.4%/+25.6%,营收占比26.1%/21.8%/20.6%/18.8%/12.7%;

2) 2020Q3,公司实现营收54.92亿元(同比+17.73%),归母净利润13.19亿元(同比+21.54%),扣非归母净利润12.34亿元(同比+18.91%),毛利率/净利率为40.87%/24.06%,同比-2.88pct/+0.78pct;归母净利润增速较营收增速高的主要原因为销售费用率下降3.11pct(至9.76%,增利约1.45亿);分产品看,酱油/蚝油/调味酱营收分别为31.0/10.1/5.7亿元,增速同比+15.2%/+21.8%/+12.3%,营收占比65.7%/21.4%/12.0%;分地区看,北部/中部/东部/南部/西部营收13.7/11.4/10.6/9.7/6.6亿元,增速同比+24.7%/+25.0%/+12.6%/+4.1%/+27.9%,营收占比26.3%/21.9%/20.4%/18.7%/12.8%。

□ 全面精耕全国渠道,规划产能超60万吨支撑成长

1) 全面精耕全国渠道:公司营销网络已100%覆盖中国地级及以上城市,90%内地省份销售额过亿,截至2020Q3经销商总数6,739家(较2020年初净增933家),其中中部/西部经销商数1,485/1,496家,较2020年初净增经销商213/263家,2020Q3中部/西部地区收入为11.36/6.64亿元(占比21.85%/12.77%),增速+25.03%/+27.90%,渠道下沉效果显著,收入维持高速增长;2) 规划产能超60万吨支撑成长:公司现有产能约345万吨,产能利用率约95%,规划产能超60万吨(高明海天/江苏海天二期约40/20万吨)支撑成长;3) 调味品行业集中度有望持续提升:据欧睿数据,2019年我国零售端酱油行业CR5约17.9%(对标日本CR5约75.7%),行业龙头海天味业酱油行业零售端市占率约8%(对标日本龙头龟甲万市占率约40%),随着消费升级(居民人均可支配收入提高13-19年CAGR9.01%)、餐饮行业持续较快增长(据中国饭店协会数据,14-19年餐饮收入CAGR9.7%),调味品市场规模稳步增长,市场集中度持续提升,调味品龙头海天味业市场份额有望持续提升。

□ 品牌护城河坚固,规模化优势凸显

1) 品牌护城河坚固:公司品牌力出众,品牌力榜单连续9年行业第一,酱油产销量连续23年全国第一;海天在2020年4月发布的中国品牌力指数(C-BPI)榜单中获得酱油、蚝油、酱料、食醋行业第一品牌,在2020年6月发布的凯度消费者指数《2020亚洲品牌足迹报告》中,排名中国快速消费品品牌第4位;2) 掌握核心酿造技术:公司酱油、黄豆酱等采用天然发酵技术,核心产品金标生抽、草菇老抽畅销60余年;公司不断研发味极鲜、黄豆酱等新品,满足消费者对新口味的追求;2019年研发费用为5.87亿元(营收占比为3.00%),同比+19.15%,2020Q1-Q3研发费用4.95亿元,同比+15.72%;19年公司专利数达537项(同行约100-300项),远超同行水平;3) 规模化优势凸显:19年公司调味品总产量达327万吨,人均年产量589吨,酱油产品吨成本约2,658元(同行约3,000元),具备规模生产优势;2019/2020Q1-Q3公司毛利率分别高达45.44%/42.27%。

□ 投资建议

公司是国内调味品龙头,品牌护城河坚固,规模化优势凸显,全面精耕全国渠道,规划产能超60万吨支撑成长。预计2020-2022年归母净利润为63.46/75.32/90.17亿元,增速为18.55%/18.68%/19.73%,对应10月30日估值为68.17/57.44/47.97倍(市值5191亿元)。

□ 风险提示

食品安全风险;原材料价格波动风险;产能建设不及预期

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥160.20

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.41

2Q/2020

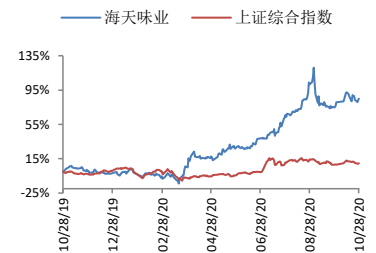
0.51

1Q/2020

0.60

4Q/2019

0.56



公司简介

海天是国内调味品龙头(据欧睿数据,19年酱油行业零售端市占率约8%,位列第一),于1995年成立,2014年上市,主要生产酱油、蚝油和调味酱等产品,2019年总产量达327万吨。

相关报告

- 1 《海天味业:中期业绩增长18%,中、西部维持高增长》2020.08.28
- 2 《海天味业:Q1扣非业绩增长13%,西部、中部快速增长》2020.04.24
- 3 《预估主业需求平稳增长》2019.07.19
- 4 《2019年首季营收YoY+17%,利润YoY+23%》2019.04.26

分析师: 邓晖

联系人: 邓晖、杨骥

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	19797	22688	26751	31564
(+/-)	16.22%	14.60%	17.91%	17.99%
净利润	5353	6346	7532	9017
(+/-)	22.64%	18.55%	18.68%	19.73%
每股收益(元)	1.98	2.35	2.79	3.34
P/E	80.81	68.17	57.44	47.97

表 1：公司主营构成一览

	2020Q1-Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要								
营业总收入	17,086.16	5,491.53	5,710.80	5,883.83	4,972.44	4,664.48	4,669.82	5,490.15
YOY	15.26%	17.73%	22.29%	7.17%	15.03%	16.85%	16.00%	16.95%
毛利率	42.27%	40.87%	39.96%	45.82%	48.22%	43.75%	43.78%	45.78%
毛利	7,222.71	2,244.32	2,282.30	2,696.09	2,397.73	2,040.90	2,044.31	2,513.23
YOY	9.46%	9.97%	11.64%	7.28%	19.42%	13.42%	6.71%	14.63%
期间费用率	10.79%	12.96%	6.82%	12.62%	12.36%	16.37%	12.80%	14.06%
其中：销售费用	1,401.09	535.76	240.27	625.06	445.33	600.34	456.83	660.32
销售费用率	8.20%	9.76%	4.21%	10.62%	8.96%	12.87%	9.78%	12.03%
其中：管理费用	240.45	81.22	94.29	64.94	68.25	89.09	69.12	63.44
管理费用率	1.41%	1.48%	1.65%	1.10%	1.37%	1.91%	1.48%	1.16%
其中：研发费用	495.00	188.64	162.88	143.49	159.67	156.55	144.88	126.33
研发费用率	2.90%	3.44%	2.85%	2.44%	3.21%	3.36%	3.10%	2.30%
其中：财务费用	-292.93	-93.90	-107.99	-91.04	-58.49	-82.62	-73.22	-78.42
财务费用率	-1.71%	-1.71%	-1.89%	-1.55%	-1.18%	-1.77%	-1.57%	-1.43%
归母净利润	4,571.40	1,318.71	1,640.07	1,612.63	1,518.05	1,084.96	1,273.03	1,477.14
YOY	19.20%	21.54%	28.83%	9.17%	23.06%	22.84%	21.79%	22.81%
归母净利率	26.76%	24.01%	28.72%	27.41%	30.53%	23.26%	27.26%	26.91%
扣非归母净利润	4,399.63	1,233.91	1,593.81	1,571.91	1,446.10	1,037.69	1,203.39	1,396.71
YOY	20.94%	18.91%	32.44%	12.54%	22.00%	31.68%	20.24%	21.46%
扣非归母净利率	25.75%	22.47%	27.91%	26.72%	29.08%	22.25%	25.77%	25.44%
资产负债表摘要								
货币资金	13,449.29	13,449.29	12,394.04	13,977.55	13,455.53	10,427.31	8,241.33	9,727.59
交易性金融资产	5,040.78	5,040.78	4,464.70	4,802.51	4,878.14	4,595.41	4,685.99	4,868.03
应收票据及应收账款	43.32	43.32	52.35	46.41	2.46	2.43	2.27	2.99
YOY	1684.85%	1684.85%	2207.54%	1451.32%	0.77%	-3.60%	-9.99%	-37.15%
存货	1,367.67	1,367.67	1,476.29	1,481.32	1,802.76	1,019.62	1,076.47	1,108.23
YOY	34.13%	34.13%	37.14%	33.67%	49.81%	32.51%	75.50%	83.88%
预付账款	40.63	40.63	41.79	37.92	18.58	14.33	11.57	15.45
YOY	183.53%	183.53%	261.36%	145.47%	8.00%	2.49%	-26.56%	-41.24%
应付账款及应付票据	930.69	930.69	1,095.79	1,417.31	1,298.47	729.21	634.40	933.08
YOY	27.63%	27.63%	72.73%	51.90%	74.33%	5.59%	1.28%	29.41%
其它应付款	1,439.30	1,439.30	1,302.66	1,234.47	1,216.72	1,503.49	1,322.25	1,284.13
现金流量表摘要								
经营活动现金净流量	3,216.40	1,646.31	1,155.63	414.46	3,367.75	2,272.54	874.21	53.07
筹资活动现金净流量	-2,918.98	6.73	-2,934.30	8.59	-0.31	-0.26	-2,646.60	-0.28
投资活动现金净流量	-409.95	-621.97	134.79	77.23	-321.91	-42.07	231.16	221.66
资本开支	602.16	173.49	339.22	89.45	150.83	248.09	88.07	92.28
ROE	26.26%	7.50%	9.34%	9.27%	9.59%	7.47%	8.68%	10.11%
YOY(+/-)	-0.25%	0.03%	0.66%	-0.83%	0.28%	0.21%	0.21%	0.37%
资产负债率	27.21%	27.21%	28.03%	27.56%	32.95%	26.90%	24.22%	24.02%
YOY(+/-)	0.31%	0.31%	3.81%	3.54%	1.89%	2.94%	1.98%	3.17%

资料来源：Wind、浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	20269	23050	26782	31622
现金	13456	16300	19670	24058
交易性金融资产	4878	4878	4878	4878
应收账款	2	3	4	4
其它应收款	11	17	18	21
预付账款	19	24	27	31
存货	1803	1762	2108	2549
其他	101	65	78	81
非流动资产	4485	4186	4699	4721
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3448	3625	3953	4280
无形资产	138	132	122	113
在建工程	494	155	324	19
其他	404	274	299	308
资产总计	24754	27235	31481	36343
流动负债	7978	8269	9856	11545
短期借款	20	13	17	17
应付款项	1298	1217	1476	1748
预收账款	4098	4480	5334	6313
其他	2562	2560	3029	3467
非流动负债	178	134	144	147
长期借款	0	0	0	0
其他	178	134	144	147
负债合计	8156	8404	10000	11692
少数股东权益	16	19	24	29
归属母公司股东权益	16582	18812	21457	24622
负债和股东权益	24754	27235	31481	36343
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6568	6919	8937	10476
净利润	5356	6350	7536	9022
折旧摊销	479	437	513	605
财务费用	(293)	(222)	(268)	(326)
投资损失	(60)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	6948	242	1588	1685
其它	(5863)	171	(371)	(450)
投资活动现金流	89	(173)	(954)	(561)
资本支出	56	(270)	(1004)	(621)
长期投资	1	(0)	(0)	0
其他	32	96	51	60
筹资活动现金流	(2647)	(3901)	(4614)	(5526)
短期借款	0	(7)	4	(1)
长期借款	0	0	0	0
其他	(2647)	(3894)	(4618)	(5525)
现金净增加额	4009	2845	3369	4388

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	19797	22688	26751	31564
营业成本	10801	12284	14297	16706
营业税金及附加	203	242	284	334
营业费用	2163	1928	2408	2841
管理费用	290	331	390	460
研发费用	587	673	794	937
财务费用	(293)	(222)	(268)	(326)
资产减值损失	17	0	0	0
公允价值变动损益	173	0	0	0
投资净收益	60	60	60	60
其他经营收益	119	67	76	87
营业利润	6379	7578	8982	10761
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	6377	7578	8982	10761
所得税	1021	1228	1447	1738
净利润	5356	6350	7536	9022
少数股东损益	3	4	4	5
归属母公司净利润	5353	6346	7532	9017
EBITDA	6655	7792	9226	11038
EPS (最新摊薄)	1.98	2.35	2.79	3.34
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	16.22%	14.60%	17.91%	17.99%
营业利润	21.72%	18.78%	18.54%	19.79%
归属母公司净利润	22.64%	18.55%	18.68%	19.73%
获利能力				
毛利率	45.44%	45.85%	46.55%	47.07%
净利率	27.06%	27.99%	28.17%	28.58%
ROE	35.12%	35.83%	37.37%	39.09%
ROIC	31.25%	32.74%	34.04%	35.51%
偿债能力				
资产负债率	32.95%	30.86%	31.77%	32.17%
净负债比率	0.24%	0.16%	0.17%	0.14%
流动比率	2.54	2.79	2.72	2.74
速动比率	2.31	2.57	2.50	2.52
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.87	0.91	0.93
应收账款周转率	8067.41	7865.85	7650.11	7909.93
应付账款周转率	13.68	13.20	13.66	13.57
每股指标(元)				
每股收益	1.98	2.35	2.79	3.34
每股经营现金	2.43	2.56	3.31	3.88
每股净资产	6.14	6.97	7.95	9.12
估值比率				
P/E	80.81	68.17	57.44	47.97
P/B	26.09	23.00	20.16	17.57
EV/EBITDA	40.87	52.80	44.23	36.57

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>