

## 证券研究报告—动态报告

食品饮料

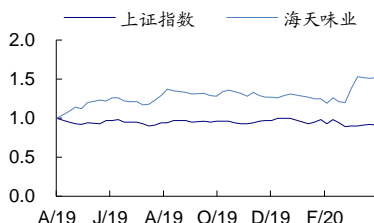
食品

**海天味业(603288)**
**买入**

2020 年半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 28 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,700/2,700
总市值/流通(百万元)	343,163/343,163
上证综指/深圳成指	2,809/10,423
12 个月最高/最低(元)	135.88/84.00

**相关研究报告:**

《海天味业-603288-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 控费均衡发展》——2020-03-26  
 《海天味业-603288-2019 年中报点评: 业绩符合预期, 各品类稳健发展》——2019-08-15  
 《海天味业-603288-2019 年一季报点评: 业绩符合预期, 产品结构优化》——2019-04-26  
 《海天味业-603288-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 产品结构优化》——2019-03-27  
 《海天味业-603288-2018 年三季报点评: 业绩稳增长, 各品类稳健发展》——2018-10-31

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

**证券分析师: 郭尉**

电话: 15210587234  
 E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**业绩超预期恢复, 目标完成可期**
**● 业绩超预期恢复, 现金流积极**

公司 2020 年 H1 实现营收 115.9 亿元同增 14.1%, 归母净利润 32.5 亿元同增 18.3%, 其中 Q2 营收 57.1 亿元同增 22.3%, 归母净利 16.4 亿元同增 28.8%, 业绩实现超预期恢复, 在疫情受控后公司进行积极运作, 帮助渠道消化库存, Q2 出货量恢复常态, 经营迅速回稳并实现, 上半年已近完成全年收入/利润同增 15%/18% 的目标, 期内现金流表现积极, 期末预收款达 25.4 亿元较去年同期增长 98%, 销售收现 117 亿同增 20.7%, 经营性现金流净额 15.7 亿同增 69%, 表明订单成交及回款情况积极。公司整体经营策略并没大幅调整, 预计随着下半年库存进一步出清、餐饮复苏, 后续季度销售恢复情况将持续, 全年目标大概率实现。

**● 运费科目调整, 控费净利率提升**

Q2 毛利率 39.9% 同比回落 3.8pcts, 主要因运费由销售费用调整至成本, 今年以来大豆价格上升, 但公司通过较强的定价能力及规模效应一定程度抑制成本波动影响, Q2 销售费用率 4.2% 同减 5.5pcts, 疫情期公司对渠道经销商加大了帮扶和调货力度, Q2 以来产品促销有所加大, 但凭借较强的渠道掌控力将费用维持在合理范围, 管理研发费用率 4.5% 持平, Q2 净利率 28.8% 同增 1.5pcts。H1 酱油/蚝油/酱类实现营收 66.3/19.9/13.8 亿同增 10.71%/16.48%/9.34%, 其中 Q2 酱油/蚝油/酱类分别同增 16.7%/30.8%/19.7% 呈加速恢复态势, 醋/料酒业务低基数有更快增长, 近期推广火锅底料等新产品, 有望打开新赛道。

**● 区域加速恢复, 渠道布局显现成效**

H1 东/南/中/北/西部区域销售增速分别为 10.8%/3.1%/23.1%/11.8%/24.6%, 公司推进网络裂变和渠道改革, 各区域加速恢复增长, H1 整体经销商数量净增加 627, 期末达到 6433 家。

**盈利预测:** 公司积极应对疫情影响, 业务超预期恢复, 盈利能力上升, 体现龙头企业抗风险及优秀运营能力, 全年目标大概率完成。维持 2020-2022 年 EPS 1.95/2.27/2.63 元, 对应 94/81/70 倍 PE, 上调一年期合理估值在 204.3-206.6 元(原 136.0-141.4 元), 维持“买入”评级。

**风险因素:** 消费复苏不及预期; 品类扩张缓慢; 原材料成本上涨过快。

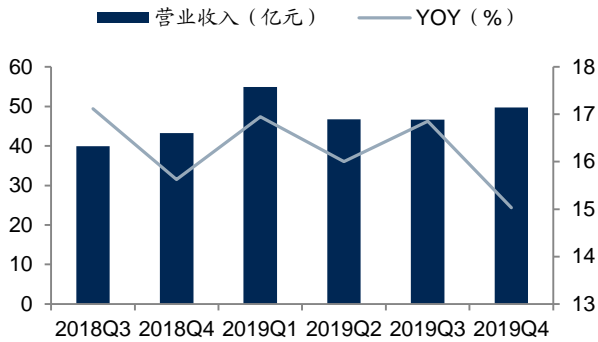
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,797	22,820	26,187	29,921
(+/-%)	16.2%	15.3%	14.8%	14.3%
净利润(百万元)	5353	6319	7349	8521
(+/-%)	22.6%	18.0%	16.3%	15.9%
摊薄每股收益(元)	1.65	1.95	2.27	2.63
EBIT Margin	32.0%	32.0%	32.5%	32.9%
净资产收益率(ROE)	32.3%	32.0%	31.4%	30.8%
市盈率(PE)	110.9	93.8	80.6	69.6
EV/EBITDA	42.4	37.9	32.8	28.6
市净率(PB)	16.95	14.24	12.01	10.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

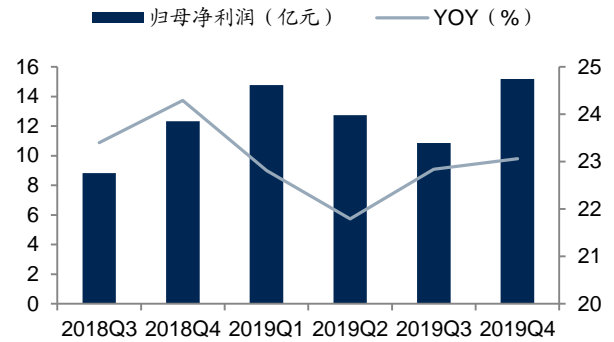
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 海天味业分季度营业收入及同比增速



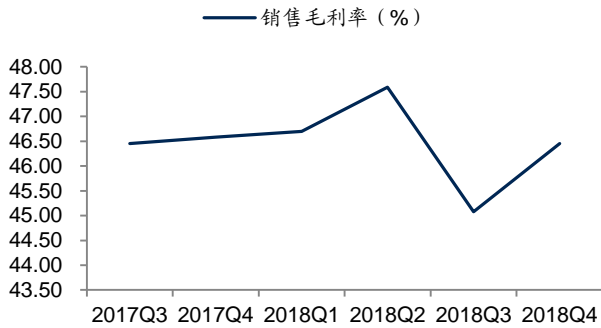
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 海天味业分季度归母净利润及同比增速



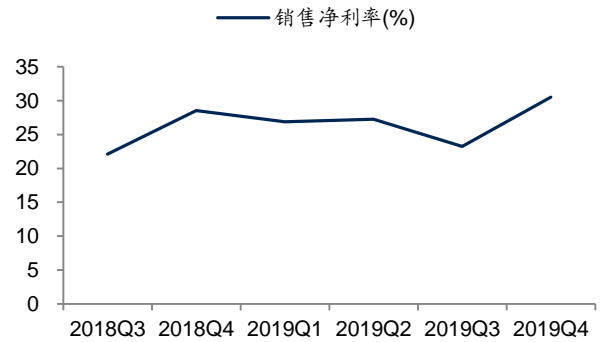
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 海天味业分季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 海天味业分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 估值与可比公司比较

公司名称	当前股价 2020/08/27	市值 (亿元)	投资评级	PE			EPS		
				18	19	20E	18	19	20E
海天味业	183.02	5931	买入	135.6	110.9	93.8	1.35	1.65	1.95
可比公司									
千禾味业	44.24	294	买入	122.9	147.5	98.3	0.36	0.30	0.45
恒顺醋业	26.75	268	增持	89.2	83.6	74.3	0.30	0.32	0.36
中炬高新	80.10	638	未评级	105.4	89.0	73.5	0.76	0.90	1.09
可比公司平均				105.8	106.7	82.0			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理, 中炬高新为 Wind 一致预期数据

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	13456	9985	13724	18060	营业收入	19797	22820	26187	29921
应收款项	13	25	29	33	营业成本	10801	11846	13527	15427
存货净额	1803	1606	1838	2101	营业税金及附加	203	228	262	299
其他流动资产	120	7987	9165	10472	销售费用	2163	2510	2828	3142
<b>流动资产合计</b>	<b>20269</b>	<b>24480</b>	<b>29635</b>	<b>35544</b>	管理费用	290	941	1053	1202
固定资产	3942	3788	3566	3329	财务费用	(293)	(175)	(178)	(238)
无形资产及其他	138	133	127	122	投资收益	60	69	74	79
投资性房地产	404	404	404	404	资产减值及公允价值变动	190	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(503)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>24754</b>	<b>28805</b>	<b>33732</b>	<b>39399</b>	营业利润	6379	7539	8769	10168
短期借款及交易性金融负债	20	0	0	0	营业外净收支	(2)	6	6	6
应付款项	1298	1284	1470	1681	<b>利润总额</b>	<b>6377</b>	<b>7545</b>	<b>8775</b>	<b>10174</b>
其他流动负债	6660	7583	8647	9839	所得税费用	1021	1222	1421	1648
<b>流动负债合计</b>	<b>7978</b>	<b>8867</b>	<b>10117</b>	<b>11520</b>	少数股东损益	3	4	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5353</b>	<b>6319</b>	<b>7349</b>	<b>8521</b>
其他长期负债	178	179	180	181					
<b>长期负债合计</b>	<b>178</b>	<b>179</b>	<b>180</b>	<b>181</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>8156</b>	<b>9046</b>	<b>10297</b>	<b>11701</b>	净利润	5353	6319	7349	8521
少数股东权益	16	18	20	22	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	16582	19742	23416	27676	折旧摊销	479	360	377	393
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24754</b>	<b>28805</b>	<b>33732</b>	<b>39399</b>	公允价值变动损失	(190)	0	0	0
					财务费用	(293)	(175)	(178)	(238)
					营运资本变动	6105	(6772)	(164)	(170)
					其它	2	2	2	2
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	11749	(92)	7564	8746
每股收益	1.65	1.95	2.27	2.63	资本开支	(607)	(200)	(150)	(150)
每股红利	0.98	1.17	1.36	1.58	其它投资现金流	(4878)	0	0	0
每股净资产	6.14	7.31	8.67	10.25	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5485)</b>	<b>(200)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
ROIC	42%	54%	65%	73%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	32%	32%	31%	31%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	45%	48%	48%	48%	支付股利、利息	(2647)	(3160)	(3674)	(4260)
EBIT Margin	32%	32%	33%	33%	其它融资现金流	3030	(20)	0	0
EBITDA Margin	34%	34%	34%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2265)</b>	<b>(3179)</b>	<b>(3674)</b>	<b>(4260)</b>
收入增长	16%	15%	15%	14%	<b>现金净变动</b>	<b>3998</b>	<b>(3471)</b>	<b>3740</b>	<b>4335</b>
净利润增长率	23%	18%	16%	16%	货币资金的期初余额	9457	13456	9985	13724
资产负债率	33%	31%	31%	30%	货币资金的期末余额	13456	9985	13724	18060
息率	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	企业自由现金流	11302	(500)	7200	8327
P/E	110.9	93.8	80.6	69.6	权益自由现金流	14332	(372)	7349	8527
P/B	17.0	14.2	12.0	10.2					
EV/EBITDA	42.4	37.9	32.8	28.6					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

---

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032