海天味业（603288）2020年三季报点评

# Q3维持稳健，全年目标有望顺利达成

2020 年 11 月 23 日

## 【投资要点】

- 公司发布三季报。2020 年前三季度公司实现营收 170.9 亿元，yoy+15.3%；实现归母净利润 45.7 亿元，yoy+19.2%；实现扣非归母净利润 44 亿元，yoy+20.9%，基本符合我们的预期。公司前三季度实现销售回款 177.4 亿元，yoy+13.0%，实现经营性净现金流 32.2 亿元，同比多流入 0.2 亿元。
- **收入利润增速稳健，各品类共同发力。**单三季度公司实现营收 54.9 亿元，yoy+17.7%；实现归母净利润 13.2 亿元，yoy+21.5%。在 Q2 高增且渠道库存维持高位的前提下，Q3 公司营收和利润仍维持两位数增长，展现出公司强大的库存消化能力。分产品来看，前三季度酱油/调味酱/蚝油收入分别增长 12.1%/10.2%/18.2%，单三季度分别增长 15.2%/12.3%/21.8%，各产品营收均维持两位数增长。
- **外埠市场明显提速，经销商网络迅速扩张。**单三季度公司东部/南部/中部/北部/西部区域收入增速分别为 12.6%/4.1%/25.0%/24.7%/27.9%，中/北/西部区域增速较高，外埠市场提速明显。单三季度公司经销商数量净增加 306 家，经销商网络迅速扩张。分区域来看，东部/南部/中部/北部/西部区域经销商数量分别增加 25/6/79/101/95 家，中/北/西部区域经销商增加较多。
- **毛利费用下降，毛销差略有放大。**单三季度公司毛利率为 40.9%，同比下降 2.9pct，Q3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.8%/1.5%/-1.7%/3.4%，同比变动-3.1/-0.4/+0.1/+0.1pct。Q3 毛利率和费用率都有所下滑，主要系新准则下运费科目调整。公司 Q3 毛销差略有放大，净利率提升 0.8pct 至 24.1%，盈利能力有所提升。
- **Q3 业绩维持稳定，全年目标有望顺利达成。**Q2 行业补库存红利逐渐释放，渠道库存维持高位，Q3 大众品增速自然回落，渠道以去库存为主，各调味品公司业绩均有所放缓。从收入端来看，公司餐饮渠道收入占比约 60%，受益于 Q3 餐饮需求复苏，去库存和零售端需求增速回落对公司影响不大，公司 Q3 业绩维持稳定。我们根据公司公布的 2020 年经营计划进行测算，对应单四季度收入和利润增速分别为 14.5%和 15.2%，考虑到四季度是经销商年末集中打款备货期，我们预计全年目标有望顺利达成。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

**增持**（维持）


**东方财富证券研究所**

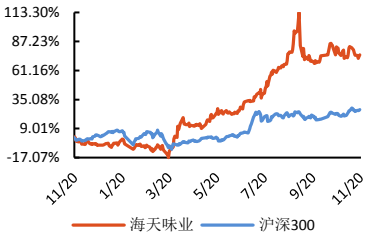
证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472


**相对指数表现**




**基本数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 532275.20 |
| 流通市值（百万元） | 532275.20 |
| 52 周最高/最低（元） | 203.00/92.18 |
| 52 周最高/最低（PE） | 109.84/49.76 |
| 52 周最高/最低（PB） | 38.79/15.21 |
| 52 周涨幅（%） | 74.88 |
| 52 周换手率（%） | 37.90 |

**相关研究**

《规模经营彰显龙头优势，产品渠道双轮驱动业绩放量》 2020.09.02

《业绩增长稳健，新五年再启航》 2019.03.28

《成本波动影响业绩增速，蓄力待发未来可期》 2018.10.30

《各业务稳健增长可持续》 2018.08.16

《调味品行业龙头，全品类快速发展》 2018.03.26

## 【投资建议】

◆ **疫情影响下逆势扩张，展望明年维持稳增。**今年疫情影响下，公司抓住机遇，凭借密集的分销网络优势，实现逆势扩张。展望明年，我们预计疫情影响逐渐消除，公司作为调味品龙头，有望首先受益，实现量价齐增。我们维持 2020-2022 年营收预测 232.61/265.50/299.01 亿元，维持归母净利润预测 64.11/76.45/89.91 亿元，EPS 分别为 1.98/2.36/2.77 元/股，对应 PE 为 82/68/58 倍，维持“增持”评级。

**盈利预测**

| 项目\年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 19796.89 | 23261.26 | 26550.25 | 29900.50 |
| 增长率(%) | 16.22% | 17.50% | 14.14% | 12.62% |
| EBITDA（百万元） | 6231.28 | 7272.47 | 8567.95 | 9974.88 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 5353.19 | 6410.52 | 7645.09 | 8990.85 |
| 增长率(%) | 22.64% | 19.75% | 19.26% | 17.60% |
| EPS(元/股) | 1.65 | 1.98 | 2.36 | 2.77 |
| 市盈率（P/E） | 65.08 | 81.64 | 68.45 | 58.21 |
| 市净率（P/B） | 21.01 | 22.76 | 17.08 | 13.21 |
| EV/EBITDA | 44.43 | 57.00 | 47.29 | 39.53 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

◆ 渠道下沉不及预期；
◆ 新品推广不及预期；
◆ 行业竞争加剧；
◆ 原材料价格上涨。

**资产负债表（百万元）**

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | **20269.37** | **28669.24** | **38345.01** | **49497.51** |
| 货币资金 | 13455.53 | 21562.09 | 30931.38 | 41776.00 |
| 应收及预付 | 21.04 | 28.37 | 32.32 | 36.29 |
| 存货 | 1802.76 | 2070.16 | 2357.37 | 2645.68 |
| 其他流动资产 | 4990.03 | 5008.62 | 5023.94 | 5039.54 |
| **非流动资产** | **4484.52** | **4279.02** | **4073.52** | **3868.02** |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 3448.26 | 3248.26 | 3048.26 | 2848.26 |
| 在建工程 | 493.52 | 493.52 | 493.52 | 493.52 |
| 无形资产 | 138.37 | 132.87 | 127.37 | 121.87 |
| 其他长期资产 | 404.38 | 404.38 | 404.38 | 404.38 |
| **资产总计** | **24753.89** | **32948.27** | **42418.53** | **53365.53** |
| **流动负债** | **7978.44** | **9762.30** | **11587.48** | **13543.63** |
| 短期借款 | 19.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付及预收 | 5396.47 | 6704.60 | 8031.74 | 9469.04 |
| 其他流动负债 | 2562.37 | 3057.70 | 3555.73 | 4074.58 |
| **非流动负债** | **177.74** | **177.74** | **177.74** | **177.74** |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 177.74 | 177.74 | 177.74 | 177.74 |
| **负债合计** | **8156.18** | **9940.04** | **11765.22** | **13721.37** |
| 实收资本 | 2700.37 | 2700.37 | 2700.37 | 2700.37 |
| 资本公积 | 1330.66 | 1330.66 | 1330.66 | 1330.66 |
| 留存收益 | 12550.92 | 18961.44 | 26606.53 | 35597.38 |
| 归属母公司股东权益 | 16581.96 | 22992.47 | 30637.56 | 39628.41 |
| 少数股东权益 | 15.75 | 15.75 | 15.75 | 15.75 |
| **负债和股东权益** | **24753.89** | **32948.27** | **42418.53** | **53365.53** |

**利润表（百万元）**

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **19796.89** | **23261.26** | **26550.25** | **29900.50** |
| 营业成本 | 10800.72 | 12593.45 | 14340.67 | 16094.56 |
| 税金及附加 | 203.35 | 232.61 | 265.50 | 299.01 |
| 销售费用 | 2162.82 | 2326.13 | 2389.52 | 2392.04 |
| 管理费用 | 289.90 | 344.27 | 395.60 | 448.51 |
| 研发费用 | 587.43 | 697.84 | 796.51 | 897.02 |
| 财务费用 | -292.74 | -262.21 | -393.70 | -545.31 |
| 资产减值损失 | -17.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 172.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 59.69 | 232.61 | 265.50 | 299.01 |
| 资产处置收益 | -3.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他收益 | 122.37 | 69.78 | 79.65 | 89.70 |
| **营业利润** | 6379.44 | 7631.57 | 9101.30 | 10703.39 |
| 营业外收入 | 1.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 3.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | 6377.20 | 7631.57 | 9101.30 | 10703.39 |
| 所得税 | 1020.96 | 1221.05 | 1456.21 | 1712.54 |
| **净利润** | 5356.24 | 6410.52 | 7645.09 | 8990.85 |
| 少数股东损益 | 3.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **归属母公司净利润** | 5353.19 | 6410.52 | 7645.09 | 8990.85 |
| EBITDA | 6231.28 | 7272.47 | 8567.95 | 9974.88 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**现金流量表（百万元）**

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **6567.57** | **7893.97** | **9103.79** | **10545.61** |
| 净利润 | 5356.24 | 6410.52 | 7645.09 | 8990.85 |
| 折旧摊销 | 478.61 | 205.50 | 205.50 | 205.50 |
| 营运资金变动 | 1493.45 | 1510.14 | 1518.70 | 1648.27 |
| 其它 | -760.73 | -232.19 | -265.50 | -299.01 |
| **投资活动现金流** | **88.85** | **232.61** | **265.50** | **299.01** |
| 资本支出 | -579.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资变动 | 200.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 468.12 | 232.61 | 265.50 | 299.01 |
| **筹资活动现金流** | **-2647.45** | **-20.03** | **0.00** | **0.00** |
| 银行借款 | 19.60 | -19.60 | 0.00 | 0.00 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -2667.05 | -0.43 | 0.00 | 0.00 |
| **现金净增加额** | **4008.97** | **8106.56** | **9369.29** | **10844.62** |
| **期初现金余额** | **9425.83** | **13455.53** | **21562.09** | **30931.38** |
| **期末现金余额** | **13434.80** | **21562.09** | **30931.38** | **41776.00** |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力（%）** | | | | |
| 营业收入增长 | 16.22% | 17.50% | 14.14% | 12.62% |
| 营业利润增长 | 21.72% | 19.63% | 19.26% | 17.60% |
| 归属母公司净利润增长 | 22.64% | 19.75% | 19.26% | 17.60% |
| **获利能力（%）** | | | | |
| 毛利率 | 45.44% | 45.86% | 45.99% | 46.17% |
| 净利率 | 27.06% | 27.56% | 28.79% | 30.07% |
| ROE | 32.28% | 27.88% | 24.95% | 22.69% |
| ROIC | 29.08% | 25.80% | 22.92% | 20.70% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率（%） | 32.95% | 30.17% | 27.74% | 25.71% |
| 净负债比率 | 49.14% | 43.20% | 38.38% | 34.61% |
| 流动比率 | 2.54 | 2.94 | 3.31 | 3.65 |
| 速动比率 | 2.31 | 2.72 | 3.10 | 3.46 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.80 | 0.71 | 0.63 | 0.56 |
| 应收账款周转率 | 8036.69 | 7300.00 | 7300.00 | 7300.00 |
| 存货周转率 | 10.98 | 11.24 | 11.26 | 11.30 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 1.65 | 1.98 | 2.36 | 2.77 |
| 每股经营现金流 | 2.03 | 2.44 | 2.81 | 3.25 |
| 每股净资产 | 5.12 | 7.10 | 9.45 | 12.23 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 65.08 | 81.64 | 68.45 | 58.21 |
| P/B | 21.01 | 22.76 | 17.08 | 13.21 |
| EV/EBITDA | 44.43 | 57.00 | 47.29 | 39.53 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。
本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。
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，投资者需自行承担风险。
本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。