提价成功转嫁成本，渠道库存合理

海天味业(603288)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	36.08
合理价格区间(元):	38.1~40.6

贺琪 研究员 执业证书编号：S0570515050002
0755-22660839
heqi@htsc.com

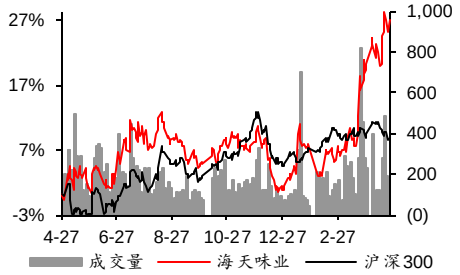
王楠 研究员 执业证书编号：S0570516040004
010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 联系人 021-28972093
liqing3@htsc.com

相关研究

1《海天味业(603288):营销投入大幅增加，多档冠名节目上线》2016.10
2《海天味业(603288):调味品行业王者，长期成长空间仍大》2016.09

股价走势图



资料来源：Wind

17 年 Q1 收入 40.1 亿元，同比+17.11%; 归母净利 9.76 亿，同比+20.65%

海天一季度实现收入 40.1 亿元，同比增加 17.11%；实现归属于母公司净利润 9.76 亿元，同比增加 20.65%；扣非后实现归属于母公司净利润 9.46 亿元，同比增加 18.71%；销售费用率为 12.2%，保持相对平稳；净利率为 24.3%，环比增长 1.3 个百分点。2017 年公司经营计划为实现收入 145.3 亿，同比增长 16%；净利润 34.2 亿，同比增长 20%；扣非后净利润 33 亿，同比增长 20%。一季度公司积极面对成本上涨压力，实现稳步增长，收入及净利润增速基本符合预期。

提价成功转嫁成本，毛利率环比四季度单季提高 1.7pct.

17 年由于包材、运费等环节涨价，公司成本上涨是大概率事件，Q1 公司支付其他与经营活动有关现金 44.4 亿元，同比上涨 37.24%，主要原因也在于本期广告费、运费等经营活动支出增加所致。公司为转嫁成本压力，16 年 12 月率先提价 5%，终端提价在 3 月份已陆续落地。此外，公司积极推动产品升级，16 年高端产品占比超过 35%。一季度毛利率为 44.7%，环比四季度单季上升 1.7 个百分点，反映出公司积极应对成本端压力，通过提价转嫁成本已取得成效，毛利率保持稳中有升。未来公司募投项目产能继续释放，有望通过精细化管理、规模效应，继续推动内部成本下降。

预收款余额恢复常态，渠道库存情况良好

2016 年公司积极去库存、强化订单管理、追求有质量的增长，为本次提价做了充分准备。16 年四季度，由于提价因素叠加年底旺季，经销商提前备货导致年初预收账款余额较大，达到 18.09 亿元；但公司为顺利促成本次提价，对库存进行了合理控制，没有预留过多的备货时间，Q1 预收账款余额为 5.42 亿元，较上年末下降 70.02%。本期期末预收款已恢复常态，渠道库存亦处于合理水平，库存约为 1 个半月。

盈利预测及估值

海天味业作为我国调味品行业龙头公司，16 年公司整体调味品生产能力超过 200 万吨，规模优势已经非常明显。调味品行业进入壁垒较高，公司有望持续保持领先优势。当前调味品行业提价趋势确立，公司 16 年酱油业务增速恢复至 12.8%，食醋、料酒等品类也有望成为新的增长点，因此我们上调 17、18、19 年盈利预测至 3.4 亿元、3.9 亿元和 4.4 亿元，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.27、1.44 和 1.63 元，YOY 分别为 21%、14%和 13%，可比公司 2017 年平均 PE 估值水平为 34 倍，审慎考虑给予公司 2017 年 30-32 倍 PE 估值，上调目标价至 38.1-40.6 元，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全问题，原材料价格波动的风险，产能消化风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,705
流通 A 股 (百万股)	1,124
52 周内股价区间 (元)	28.69-37.15
总市值 (百万元)	97,595
总资产 (百万元)	13,234
每股净资产 (元)	4.06

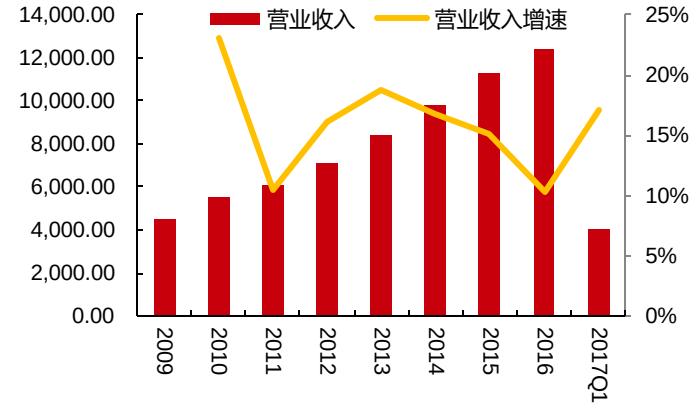
资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	11,294	12,459	14,418	16,251	18,321
+/-%	15.05	10.31	15.73	12.71	12.74
归属母公司净利润 (百万元)	2,510	2,843	3,426	3,901	4,419
+/-%	20.06	13.29	20.50	13.87	13.26
EPS (元,最新摊薄)	0.93	1.05	1.27	1.44	1.63
PE (倍)	39.87	35.19	29.20	25.65	22.64

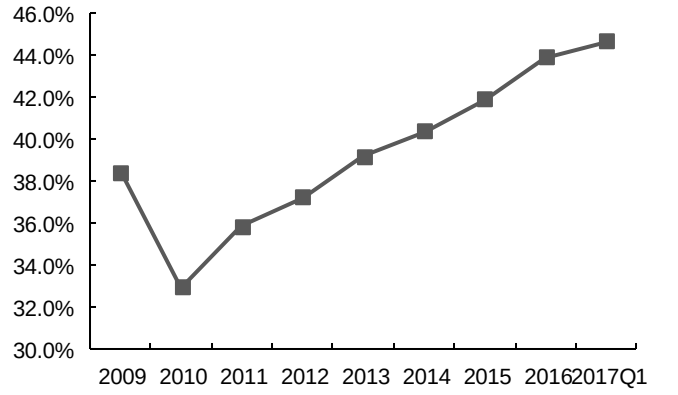
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表 1: 2009-2017Q1 海天味业营业收入及增速（百万元）



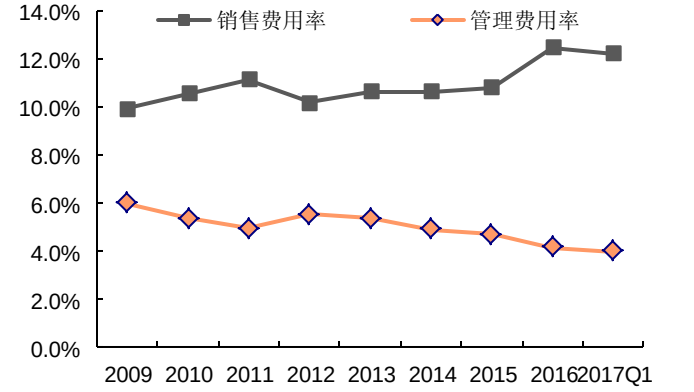
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 2: 2009-2017Q1 海天味业毛利率走势



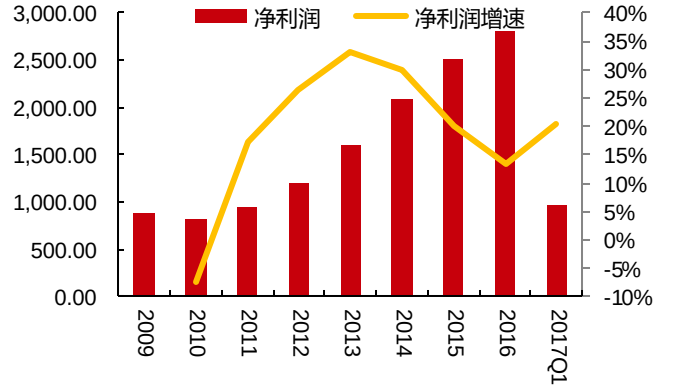
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 3: 2009-2017Q1 海天味业销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

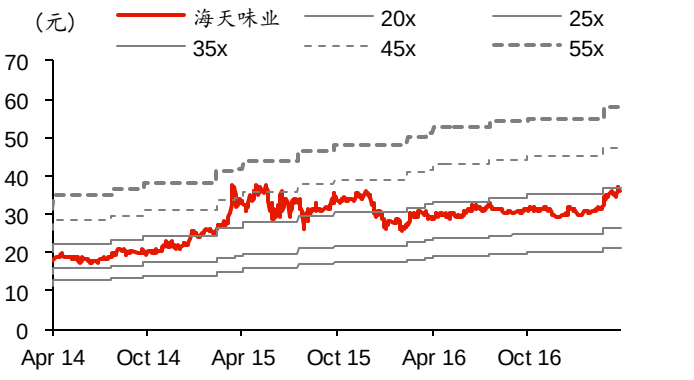
图表 4: 2009-2017Q1 海天味业归母净利润及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

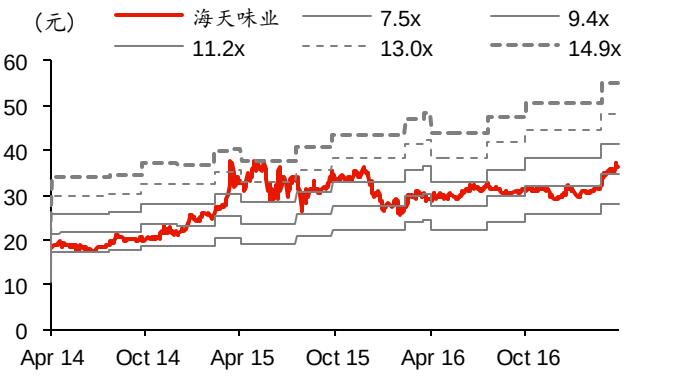
PE/PB – Bands

图表 5: 海天味业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 6: 海天味业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：食品安全问题；宏观经济环境影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,175	8,828	11,270	13,793	16,727
现金	4,519	5,197	8,031	10,290	13,025
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	7.09	6.25	8.33	9.11	10.20
预付账款	7.28	17.00	17.71	18.88	22.21
存货	999.92	939.88	1,210	1,310	1,475
其他流动资产	1,641	2,668	2,003	2,165	2,195
非流动资产	4,323	4,635	4,282	3,878	3,465
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,264	3,830	3,744	3,491	3,156
无形资产	144.14	140.02	143.42	140.02	137.77
其他非流动资产	915.45	665.09	394.81	246.43	171.53
资产总计	11,498	13,464	15,552	17,671	20,192
流动负债	2,704	3,404	3,690	3,945	4,378
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	584.83	546.93	688.56	754.19	847.46
其他流动负债	2,119	2,857	3,001	3,190	3,531
非流动负债	43.27	46.22	45.85	45.11	45.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	43.27	46.22	45.85	45.11	45.73
负债合计	2,747	3,450	3,736	3,990	4,424
少数股东权益	0.00	0.00	140.25	300.05	481.03
股本	2,706	2,705	2,705	2,705	2,705
资本公积	1,334	1,320	1,320	1,320	1,320
留存公积	4,815	6,041	7,651	9,356	11,262
归属母公司股	8,751	10,014	11,676	13,381	15,287
负债和股东权益	11,498	13,464	15,552	17,671	20,192

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,195	4,074	4,267	4,004	4,694
净利润	2,510	2,843	3,566	4,061	4,600
折旧摊销	353.03	380.62	383.02	403.92	414.27
财务费用	(48.79)	(45.68)	(273.81)	(379.25)	(482.62)
投资损失	(70.57)	(87.08)	(67.06)	(74.32)	(74.03)
营运资金变动	(573.67)	953.94	679.82	(9.45)	233.71
其他经营现金	25.20	29.12	(20.89)	1.93	2.70
投资活动现金	317.74	(1,758)	56.84	72.69	70.38
资本支出	744.28	788.07	0.00	0.00	0.00
长期投资	(300.00)	1,100	0.41	(0.10)	(0.02)
其他投资现金	762.02	130.24	57.24	72.59	70.36
筹资活动现金	(1,280)	(1,635)	(1,490)	(1,817)	(2,030)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,203	(1.30)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,170)	(13.74)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,312)	(1,620)	(1,490)	(1,817)	(2,030)
现金净增加额	597.21	681.19	2,834	2,259	2,734

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,294	12,459	14,418	16,251	18,321
营业成本	6,557	6,983	8,010	8,983	10,127
营业税金及附加	105.23	126.56	135.96	156.89	177.04
营业费用	1,227	1,560	1,773	2,031	2,290
管理费用	534.90	519.69	591.14	682.55	787.81
财务费用	(48.79)	(45.68)	(273.81)	(379.25)	(482.62)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	70.57	87.08	67.06	74.32	74.03
营业利润	2,989	3,402	4,248	4,850	5,496
营业外收入	22.83	12.84	28.91	22.54	23.05
营业外支出	0.67	1.43	1.30	1.24	1.29
利润总额	3,011	3,413	4,276	4,872	5,518
所得税	501.67	570.24	709.69	810.85	918.04
净利润	2,510	2,843	3,566	4,061	4,600
少数股东损益	0.00	0.00	140.25	159.79	180.98
归属母公司净利润	2,510	2,843	3,426	3,901	4,419
EBITDA (倍)	3,293	3,737	4,358	4,875	5,427
EPS (元)	0.93	1.05	1.27	1.44	1.63

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.05	10.31	15.73	12.71	12.74
营业利润	24.28	13.81	24.88	14.17	13.30
归属母公司净利润	20.06	13.29	20.50	13.87	13.26
获利能力 (%)					
毛利率	41.94	43.95	44.44	44.72	44.73
净利率	22.22	22.82	23.76	24.01	24.12
ROE	28.68	28.39	29.34	29.15	28.90
ROIC	58.87	58.29	88.59	111.26	154.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.89	25.62	24.02	22.58	21.91
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.65	2.59	3.05	3.50	3.82
速动比率	2.28	2.32	2.73	3.16	3.48
营运能力					
总资产周转率	1.00	1.00	0.99	0.98	0.97
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	11.08	12.34	12.97	12.45	12.65
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.05	1.27	1.44	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.51	1.58	1.48	1.74
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.70	4.32	4.95	5.65
估值比率					
PE (倍)	39.87	35.19	29.20	25.65	22.64
PB (倍)	11.43	9.99	8.57	7.48	6.55
EV_EBITDA (倍)	28.80	25.38	21.77	19.46	17.48

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com