

2019年08月15日

海天味业 (603288.SH)

公司快报

业绩符合预期，酱油龙头稳健增长

事件：公司发布 2019 年半年报，2019H1 公司实现营收 101.60 亿元，同+16.51%；实现归母净利 27.50 亿元，同+22.34%；实现扣非归母净利 26.00 亿元，同+20.89%。其中 2019Q2 实现营收 46.70 亿元，同+16.00%；实现归母净利润 12.73 亿元，同比+21.82%

投资要点

- ◆ **中报业绩符合预期，收入稳健增长。** 2019H1 公司实现营业收入 101.60 亿元，同+16.51%，实现归母净利润 27.50 亿元，同+22.34%；公司对 2019 年全年的目标是实现营业总收入 197.6 亿元，利润目标 52.38 亿元，上半年完成全年目标的 51.42%。单二季度，公司营收 46.70 亿元，同+16.00%；归母净利 12.73 亿元，同+21.82%。分产品来看，酱油收入增长 13.61%，蚝油增长 21.13%，酱增长 7.48%；酱油和蚝油继续保持高速增长，酱料经营稳中继续向好。相对考虑 Q1 受益于春节，Q2 的增长数据能够进一步验证动销良好的趋势。而且公司 H1 预收账款为 12.79 亿元，相比年初下降 60.47%，主要系春节经销商提前备货打款增加，同比去年增长 41.12%，体现了公司的较强话语权。整体上半年发货节奏稳健，渠道库存保持良性。
- ◆ **净利率持续提升，盈利能力凸显。** 报告期内实现毛利率 44.86%，同比下降了 2.25pct，主要系 19 年有产能技改和部分原材料价格上涨增加了成本。但实现净利率 27.08%，同比增加了 1.29pct，主要体现在公司的费用率下降。报告期间销售费用率为 9.78%，同比减少 4.1pct，系部分经销商实现货物自提，减少了相关运费；虽因为管理人员人数和薪资水平有所增长，管理费用同比增长了 5.34%，但受益于销量的稳健增长，管理费用率同比下降了 0.13pct。
- ◆ **优质龙头继续领跑，公司长逻辑确定。** 今年整体提价的可能性较小，公司的主要业绩增长依靠产品结构的提升和规模化效应。公司高中低端的产品线齐全，有 5 个 10 亿级别的大单品，多个亿级的单品，酱油/蚝油/调味酱贡献了公司约 90% 的增长，调味酱经过去年的渠道整理，今年也回归高个位数的增长。虽社会需求未加速增长，但受益于公司继续加大渠道的下沉+现有大单品的产品升级+增大研发投入开拓新品类的长逻辑，稳健增长的确定性高，业绩空间将被不断打开。
- ◆ **投资建议：** 调味品行业是高盈利能力且兼具防御性的行业，公司是调味品中的龙头企业，2019 年是公司“三五”规划开局之年，在企业管理、销售渠道、产品技术、品牌影响力四大方面竞争优势持续增强；随着行业集中，公司将继续领跑！我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.95/2.32/2.79 元，净资产收益率为 33.1%/34.2%/35.7%，给予增持-A 评级。
- ◆ **风险提示：** 调味品业务不达预期风险，渠道扩展不及预期，原材料价格波动风险，食品安全问题

投资评级

增持-A(上调)

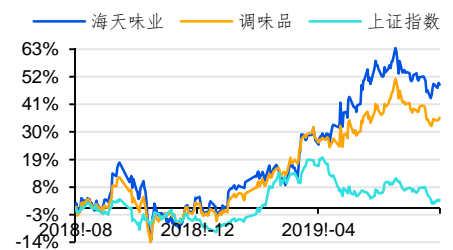
股价(2019-08-14)

98.85 元

交易数据

总市值(百万元)	266,931.51
流通市值(百万元)	266,931.51
总股本(百万股)	2,700.37
流通股本(百万股)	2,700.37
12个月价格区间	55.44/108.55 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.13	12.2	43.05
绝对收益	-3.02	9.61	44.05

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

相关报告

海天味业：业绩稳健增长，“三五”迎来开门红 2019-05-30

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	14,584.3	17,034.5	19,835.0	22,916.1	26,781.1
同比增长(%)	17.1%	16.8%	16.4%	15.5%	16.9%
营业利润(百万元)	4,210.8	5,241.0	6,258.1	7,446.6	8,983.4
同比增长(%)	23.8%	24.5%	19.4%	19.0%	20.6%
净利润(百万元)	3,531.4	4,364.8	5,254.7	6,252.6	7,543.0
同比增长(%)	24.2%	23.6%	20.4%	19.0%	20.6%
每股收益(元)	1.31	1.62	1.95	2.32	2.79
PE	74.6	60.3	50.1	42.1	34.9
PB	22.4	19.0	16.6	14.4	12.5

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,584.3	17,034.5	19,835.0	22,916.1	26,781.1	年增长率					
减:营业成本	7,920.7	9,119.1	10,506.9	11,924.5	13,458.4	营业收入增长率	17.1%	16.8%	16.4%	15.5%	16.9%
营业税费	159.1	190.0	202.3	233.7	281.7	营业利润增长率	23.8%	24.5%	19.4%	19.0%	20.6%
销售费用	1,956.6	2,236.0	2,479.4	2,864.5	3,481.5	净利润增长率	24.2%	23.6%	20.4%	19.0%	20.6%
管理费用	606.7	245.6	654.6	756.2	937.3	EBITDA 增长率	21.1%	32.1%	9.7%	17.7%	19.5%
财务费用	-82.0	-152.6	-166.2	-209.5	-261.3	EBIT 增长率	21.7%	35.6%	10.0%	18.8%	20.5%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	22.1%	23.0%	20.3%	18.8%	20.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.5%	-29.2%	-28.3%	-2.8%	-53.4%
投资和汇兑收益	143.7	294.6	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	17.5%	18.1%	14.5%	15.2%	15.5%
营业利润	4,210.8	5,241.0	6,258.1	7,446.6	8,983.4	盈利能力					
加:营业外净收支	4.5	-18.2	-	-	-	毛利率	45.7%	46.5%	47.0%	48.0%	49.7%
利润总额	4,215.3	5,222.8	6,258.1	7,446.6	8,983.4	营业利润率	28.9%	30.8%	31.6%	32.5%	33.5%
减:所得税	683.8	856.1	1,001.3	1,191.5	1,437.3	净利润率	24.2%	25.6%	26.5%	27.3%	28.2%
净利润	3,531.4	4,364.8	5,254.7	6,252.6	7,543.0	EBITDA/营业收入	31.0%	35.1%	33.1%	33.7%	34.5%
						EBIT/营业收入	28.0%	32.5%	30.7%	31.6%	32.6%
						偿债能力					
						资产负债率	28.0%	31.1%	32.4%	29.9%	31.1%
						负债权益比	38.9%	45.0%	47.8%	42.6%	45.1%
						流动比率	2.61	2.57	2.60	2.92	2.90
						速动比率	2.38	2.38	2.41	2.71	2.71
						利息保障倍数	-49.81	-36.29	-36.64	-34.55	-33.38
						营运能力					
						固定资产周转天数	92	78	64	50	38
						流动营业资本周转天数	23	20	-4	-9	-14
						流动资产周转天数	255	292	320	328	334
						应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
						存货周转天数	24	24	23	23	22
						总资产周转天数	368	385	396	390	382
						投资资本周转天数	133	109	67	48	29
						费用率					
						销售费用率	13.4%	13.1%	12.5%	12.5%	13.0%
						管理费用率	4.2%	1.4%	3.3%	3.3%	3.5%
						财务费用率	-0.6%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-1.0%
						三费/营业收入	17.0%	13.7%	15.0%	14.9%	15.5%
						投资回报率					
						ROE	30.0%	31.5%	33.1%	34.2%	35.7%
						ROA	21.6%	21.7%	22.4%	24.0%	24.6%
						ROIC	72.8%	70.2%	119.3%	197.7%	245.1%
						分红指标					
						DPS(元)	0.85	0.98	1.19	1.42	1.75
						分红比率	65.0%	60.6%	61.0%	61.5%	62.5%
						股息收益率	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%
						现金流量表					
						净利润	3,531.5	4,366.7	5,254.7	6,252.6	7,543.0
						加:折旧和摊销	441.3	442.3	471.0	489.0	507.1
						资产减值准备	-	-	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-83.8	-152.4	-166.2	-209.5	-261.3
						投资损失	-143.7	-294.6	-100.0	-100.0	-100.0
						少数股东损益	0.0	1.9	2.1	2.5	3.0
						营运资金的变动	-1,370.1	3,124.2	918.7	-256.1	1,236.6
						经营活动产生现金流量	4,721.0	5,996.2	6,380.2	6,178.5	8,928.5
						投资活动产生现金流量	-2,459.5	169.3	-85.0	-55.0	-55.0
						融资活动产生现金流量	-1,856.8	-2,313.1	-3,098.0	-3,635.9	-4,453.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.31	1.62	1.95	2.32	2.79
						BVPS(元)	4.35	5.14	5.88	6.77	7.82
						PE(X)	74.6	60.3	50.1	42.1	34.9
						PB(X)	22.4	19.0	16.6	14.4	12.5
						P/FCF	118.3	42.8	40.9	41.6	28.8
						P/S	18.1	15.5	13.3	11.5	9.8
						EV/EBITDA	57.0	42.4	38.2	32.1	26.4
						CAGR(%)	21.0%	20.0%	22.7%	21.0%	20.0%
						PEG	3.6	3.0	2.2	2.0	1.7
						ROIC/WACC	12.4	12.0	20.3	33.7	41.8

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com