

2019年11月01日  
顧向君  
H70420@captial.com.tw

## 海天味業 (603288. SH)

Hold 持有

目標價(元) 118

### 公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價(2019/10/31)	111.68		
上證指數(2019/10/31)	2929.06		
股價 12 個月高/低	115.3/60.59		
總發行股數(百萬)	2700.37		
A 股數(百萬)	2700.37		
A 市值(億元)	3015.77		
主要股東	廣東海天集團股份有限公司 (58.26%)		
每股淨值(元)	5.58		
股價/賬面淨值	20.02		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	2.0	17.2	74.9

### 近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-08-15	98.85	持有

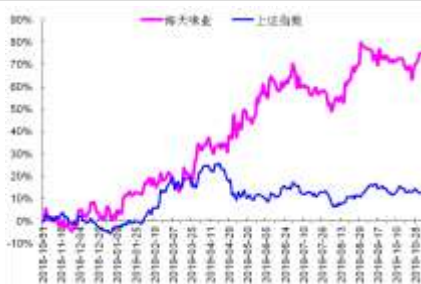
### 產品組合

醬油	67%
蚝油	21%
醬類	13%

### 機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.6%
一般法人	64.0%

### 股價相對大盤走勢



### 业绩符合预期，盈利能力稳定

#### 結論與建議：

业绩概要：公司 1-3Q 实现收入 148 亿，同比增 16.6%，净利润 38.4 亿，同比增 22.5%，毛利率为 44.51%，同比下降 1.96pct，主要由于产品结构调整和原材料价格变动。测算 3Q 实现收入 46.6 亿，同比增 16.85%，净利润 10.85 亿，同比增 23%，毛利率 43.8%，同比下降 1.3pct。公司经营稳健，业绩符合预期。

- 3Q 公司酱油、蚝油及调味酱分别收入 26.9 亿、8.3 亿和 5 亿，分别增 14%、19%和 14%，各项业务开展顺利，增速均较 2Q 有所提升，调味酱增速持续回升，渠道调整成果显现。3Q 经营活动净现金流入 22.7 亿，呈明显增长，我们认为前两个季度受原材料采购影响，现金流较低，目前处于正常水平，另一方面，亦受益于经销网络扩大，经销商打款积极。
  - 从渠道来看，三季度经销商数量达 5640 个，环比增加 271 个，经销商网络进一步加密，中西部及北部地区经销商数量增长较快。3Q 末公司预收款余额达 19.4 亿，同比上涨 52%，对应 3Q 经营净现金流入 22.7 亿，同比大幅增长，反映经销商拿货积极，公司后续业绩确定性较强。此外，线上渠道发展迅速，前三季度实现收入 2.8 亿，同比增 35%。
  - 费用方面，3Q 延续上半年趋势，公司综合费用率下降 4.13pct，主要由于销售费用率下降 2.81pct，应受益于部分经销商选择产品自提，使运费支出下降，另外，研发费用率下降 1.31pct。
  - 作为弱周期的调味品龙头，我们肯定公司经营及盈利能力，预计原材料价格波动将减小，毛利率变化将趋于平和，另外。目前公司产能基本已饱和，随着产能布局扩大，公司未来业绩增长有保障。维持此前盈利预测，预计 2019-2020 年将分别实现净利润 52.9 亿和 61 亿，同比增 21.3%和 15.5%，EPS 分别为 1.96 元和 2.26 元，当前股价对应 PE 分别为 57 倍和 50 倍，估值相对吸引力不突出，维持“持有”投资评级，建议逢低吸纳。
  - 风险提示：食品安全问题，终端销售不及预期，原材料成本大幅上升
- ..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	2843	3531	4365	5294	6113
同比增減	%	13.29	24.21	23.60	21.28	15.48
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.05	1.31	1.62	1.96	2.25
同比增減	%	12.90	24.76	23.66	21.01	14.75
市盈率(P/E)	X	106.36	85.25	68.94	56.97	49.65
股利 (DPS)	RMB 元	0.68	0.85	0.95	1.18	1.35
股息率 (Yield)	%	0.61	0.76	0.85	1.05	1.21

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)  
中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%) ; 強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
營業收入	12459	14584	17034	19638	22702
經營成本	6983	7921	9119	10591	12116
營業稅金及附加	127	159	190	208	222
銷售費用	1560	1957	2236	2264	2603
管理費用	520	607	246	273	316
財務費用	-46	-82	-153	-271	-296
資產減值損失				0	0
投資收益	87	144	295	159	159
營業利潤	3402	4211	5241	6323	7295
營業外收入	13	5	0	1	0
營業外支出	1	1	18	1	2
利潤總額	3413	4215	5223	6322	7294
所得稅	570	684	856	1026	1178
少數股東損益		0	2	3	3
歸屬於母公司所有者的淨利潤	2843	3531	4365	5294	6113

附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
貨幣資金	5197	5613	9457	10832	12421
應收賬款		2	2	2	2
存貨	940	1041	1203	1324	1456
流動資產合計	8828	11794	15808	18179	20906
長期股權投資					
固定資產	3830	3650	3746	3933	4129
在建工程	582	615	252	278	291
非流動資產合計	4635	4542	4336	4210	4421
資產總計	13464	16336	20144	22389	25327
流動負債合計	3404	4514	6148	6265	6746
非流動負債合計	46	58	108	119	130
負債合計	3450	4572	6256	6384	6876
少數股東權益		11	13	13	13
股東權益合計	10014	11764	13888	16005	18451
負債及股東權益合計	13464	16336	20144	22389	25327

附三：合并現金流量表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
經營活動產生的現金流量淨額	4074	4721	5996	6873	7946
投資活動產生的現金流量淨額	-1758	-2460	169	-2946	-3405
籌資活動產生的現金流量淨額	-1635	-1857	-2313	-2553	-2951
現金及現金等價物淨增加額	681	405	3852	1375	1589

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。