

增长稳健，酱类产品调整效果显现

——海天味业(603288.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件：海天味业发布2019年三季度报，2019Q1-Q3实现营业收入148.24亿元，同比+16.62%；实现净利润38.37亿元，同比+22.50%；2019Q3实现营业收入46.64亿，同比+16.85%；实现净利润10.86亿元，同比+22.87%。

◆新增经销商提速，酱类产品销售增速回升明显。2019Q1-Q3收入增速16.62%，其中Q3为16.85%，增速同比/环比-0.27/0.85pcts。三季度末预收款为19.38亿元，同比增长51.93%，较今年二季度末继续提升6.58亿元，预计公司完成全年营收同增16%的经营目标无忧。截止三季度末，公司经销商达到5640家，Q3净增693家，相较Q2净增485家明显提速。分产品来看，前三季度公司三大核心产品酱油/酱/蚝油营收分别增长13.76%/9.21%/20.33%，Q3单季营收分别增长14.08%/13.80%/18.70%，较Q2单季增速分别提升1.8/4.5/1.4pcts。经过半年的积极调整，酱类产品销售增速呈逐季提升的态势。

◆成本管控能力优秀，毛利率环比降幅收窄。2019Q1-Q3公司净利率为25.88%，同比+1.24pcts；2019Q3净利率23.28%，同比/环比+1.1/-4.0pcts。(1) 2019Q1-Q3销售毛利率44.51%，同比-1.33pcts，其中2019Q3销售毛利率43.75%，同比/环比-1.3/-0.03pcts。今年原材料价格上升以及技改带来的资本性支出对公司毛利率造成负面影响，Q3黄豆价格继续提升5%，但是公司通过锁价等手段继续对冲价格上行压力，毛利率环比降幅收窄，预计未来公司的销售毛利率将稳定在43%-45%之间。

(2) 2019Q1-Q3的销售费用率/管理费用(含研发)率分别为11.59%/4.39%，同比-2.59/-0.33pcts；其中2019Q3的销售费用率12.87%，同比/环比-2.81/+3.09pcts。今年以来公司销售费用率同比减少的主要原因在于公司不再承担产品售价中的运费，过去三年运费占销售费用的比重约为32%。Q3销售费用率环比提升的主要原因在于销售费用在季度间的正常结转所致，与此同时Q3公司新增经销商较多，公司匹配了部分费用以支持营销网络的布局。

◆盈利预测与投资评级。我们维持公司2019-21年的EPS预测为1.92/2.30/2.75元，当前股价对应PE为57/47/40X，维持“买入”评级。

◆风险提示：食品安全问题，宏观经济下滑，品类拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,584	17,034	19,649	22,906	26,702
营业收入增长率	17.06%	16.80%	15.35%	16.58%	16.57%
净利润(百万元)	3,531	4,365	5,187	6,208	7,416
净利润增长率	24.21%	23.60%	18.83%	19.70%	19.46%
EPS(元)	1.31	1.62	1.92	2.30	2.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.05%	31.46%	31.66%	29.51%	27.89%
P/E	76	61	57	47	40
P/B	22.7	19.2	16.3	12.7	10.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月29日

买入(维持)

当前价：109.10元

分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

zhangzhe@ebsec.com

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：27.00

总市值(亿元)：2946.10

一年最低/最高(元)：54.83/115.30

近3月换手率：7.43%

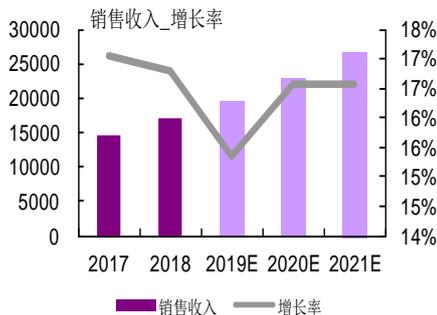
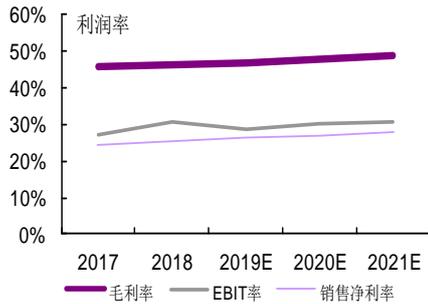
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.68	6.77	47.04
绝对	-0.18	8.10	70.25

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,584	17,034	19,649	22,906	26,702
营业成本	7,921	9,119	10,405	11,884	13,615
折旧和摊销	442	443	489	555	643
营业税费	159	190	196	229	267
销售费用	1,957	2,236	2,517	2,886	3,367
管理费用	607	246	857	1,024	1,210
财务费用	-82	-153	-124	-166	-228
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	144	295	300	250	250
营业利润	4,211	5,241	6,098	7,300	8,721
利润总额	4,215	5,223	6,102	7,304	8,725
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属母公司净利润	3,531	4,365	5,187	6,208	7,416

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	16,336	20,144	23,049	28,955	35,697
流动资产	11,794	15,808	18,715	24,151	30,260
货币资金	5,613	9,457	12,168	16,977	22,374
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2	2	4	5	5
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	13	13	14	16	19
存货	1,041	1,203	1,040	1,188	1,362
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	30	55	80
固定资产	3,650	3,746	3,874	4,488	5,040
无形资产	150	144	136	130	123
总负债	4,572	6,256	6,652	7,906	9,095
无息负债	4,572	6,236	6,652	7,906	9,095
有息负债	0	20	0	0	0
股东权益	11,764	13,888	16,397	21,049	26,603
股本	2,701	2,700	2,700	2,700	2,700
公积金	2,583	2,699	2,699	2,699	2,699
未分配利润	6,445	8,436	10,976	15,628	21,182
少数股东权益	11	13	13	13	13

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,721	5,996	5,616	6,974	8,057
净利润	3,531	4,365	5,187	6,208	7,416
折旧摊销	442	443	489	555	643
净营运资金增加	1,822	-1,004	251	-41	207
其他	-1,074	2,193	-311	251	-209
投资活动产生现金流	-2,460	169	-331	-776	-1,025
净资本支出	-259	-223	-600	-1,000	-1,250
长期投资变化	0	0	-30	-25	-25
其他资产变化	-2,201	392	299	249	250
融资活动现金流	-1,857	-2,313	-2,574	-1,390	-1,634
股本变化	-4	-1	0	0	0
债务净变化	0	20	-20	0	0
无息负债变化	1,122	1,665	415	1,254	1,189
净现金流	405	3,852	2,711	4,808	5,397

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.06%	16.80%	15.35%	16.58%	16.57%
净利润增长率	24.21%	23.60%	18.83%	19.70%	19.46%
EBITDA 增长率	20.07%	29.74%	8.37%	20.69%	19.46%
EBIT 增长率	20.56%	33.05%	8.21%	21.31%	19.75%
估值指标					
PE	76	61	51	43	36
PB	23	19	16	13	10
EV/EBITDA	60	46	42	34	28
EV/EBIT	67	50	46	37	30
EV/NOPLAT	80	59	54	43	36
EV/Sales	18	15	13	11	9
EV/IC	30	35	33	31	28
盈利能力 (%)					
毛利率	45.69%	46.47%	47.05%	48.12%	49.01%
EBITDA 率	30.05%	33.38%	31.37%	32.47%	33.28%
EBIT 率	27.02%	30.78%	28.88%	30.05%	30.87%
税前净利润率	28.90%	30.66%	31.05%	31.89%	32.68%
税后净利润率 (归属母公司)	24.21%	25.62%	26.40%	27.10%	27.77%
ROA	21.62%	21.68%	22.50%	21.44%	20.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.05%	31.46%	31.66%	29.51%	27.89%
经营性 ROIC	37.64%	58.38%	62.41%	71.94%	78.31%
偿债能力					
流动比率	2.61	2.57	2.86	3.10	3.37
速动比率	2.38	2.38	2.70	2.94	3.22
归属母公司权益/有息债务	-	707.91	-	-	-
有形资产/有息债务	-	1011.39	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.31	1.62	1.92	2.30	2.75
每股红利	0.85	0.98	0.58	0.69	0.82
每股经营现金流	1.75	2.22	2.08	2.58	2.98
每股自由现金流(FCFF)	0.62	2.08	1.65	2.02	2.29
每股净资产	4.35	5.14	6.07	7.79	9.85
每股销售收入	5.40	6.31	7.28	8.48	9.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼