

## 食品饮料

## 海天味业 (603288.SH)

## 维持评级

报告原因：年报点评

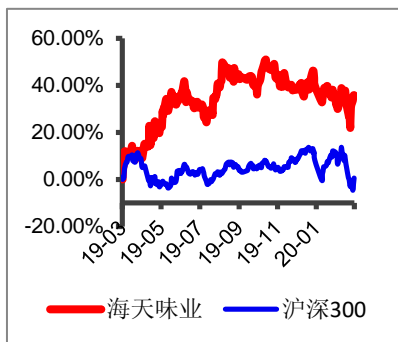
业绩符合预期，盈利能力不断提高

买入

2020年3月26日

公司研究/点评报告

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2020年3月25日

收盘价(元):	104.11
年内最高/最低(元):	112.70/92.18
流通A股/总股本(亿):	27/27
流通A股市值(亿):	2919
总市值(亿):	2919

## 基础数据：2019年12月31日

基本每股收益	1.98
每股净资产(元):	6.14
净资产收益率:	35.16%

分析师:

和芳芳

执业证书编号: S0760519110004

邮箱: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 事件描述

- 公司3月25日晚间发布2019年度业绩报告,公司实现营业收入197.97亿元,同比增长16.22%;归母净利润为53.53亿元,同比增长22.64%;拟10转2派10.8元。

## 事件点评

- 业绩符合预期,完成2019年度目标。**2019年是公司第三个五年计划的开始之年,2019年的公司计划营业总收入目标为197.6亿元(同比+16%),利润目标为52.38亿元(同比+20%)。19年度实现营业收入197.97亿元,同比+16.22%,实现归母净利润53.53亿元,同比+22.64%,公司较好地完成了年度目标。其中单Q4实现营业收入49.72亿元,同比+15.03%;归母净利润15.18亿元,同比+23.06%,营业收入增速环比略有减速。具体来看:1)分产品来看,公司的酱油、蚝油、酱三大品类均保持了稳定的发展,其中酱油实现营收116.29亿元,同比+13.60%,收入与销量保持同步增长;蚝油实现营收34.90亿元,同比+22.21%,蚝油继续保持较快增长势头;酱料实现营收22.91亿,同比+9.52%,酱类实现了恢复性增长;2)分渠道来看,公司积极加快新业务发展步伐,创新与零售电商合作关系等方式,积极拓展线上业务,2019年主营线下渠道收入183.45亿元,同比+14.55%,线上渠道实现收入4.16亿元,同比+42.51%;3)分区域来看,公司继续深耕渠道运作,其中中西部区域增速最高,增速为20%以上,北部和南部增速较缓,维持在10%以上,2019年公司净增加经销商999家,北部、西部、中部、东部、南部分别净增加436、223、172、129、39家。
- 费用管控能力强,盈利能力逐步提高。**公司19年度销售净利率为27.06%,同比增长1.42pct,主要在于费用管控能力强,导致销售期间费用率的下降。具体来说,2019年销售毛利率45.44%,同比下降1.03pct,是采购成本上升以及蚝油占比提升所致;公司销售期间费用率为13.88%,同比下降2.69pct,其中销售费用率为10.93%,同比下降2.2pct,主要是经销商自提比例提高导致运费相应下降,其他销售费用有效控制;管理费用率(含研发)为4.43%,同比增加0.09pct。
- 疫情影响有限,尽力确保经营达到2020年度目标。**2020年的公司计划营业总收入目标为227.8亿元,利润目标为63.2亿元,对应年年度规划收入/利润增长15%、18%。虽然疫情对餐饮、旅游等行业打击



较大，公司作为调味品生产企业也受到一定影响，公司已采取多项措施积极应对，最大化降低疫情的负面影响，确保企业整体经营达到年度目标。

#### 投资建议

- 2019 年是公司三五计划的开局之年，开局稳健，完成年度目标。在新冠肺炎疫情影响下，餐饮渠道承压，但是公司依然强调 2020 年目标不减。同时公司继续加大生产基地的产能改造，在未来公司“三五”计划中多地生产基地将陆续开工，可依据销售实际情况，再次释放超过 100 万吨以上调味品生产能力，为“三五”发展保驾护航。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.98/2.39/2.85 元，对应公司 3 月 25 日收盘价 104.11 元，2019-2021 年 PE 分别为 53X/44X/37X，维持“买入”评级。

#### 存在风险

- 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险，行业景气度下降风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	20,269	27,736	37,462	48,731	<b>营业收入</b>	19,797	22,766	26,250	30,397
现金	13,456	25,000	36,298	50,312	营业成本	10,801	12,376	14,243	16,372
应收账款	13	20	22	24	营业税金及附加	203	234	270	313
其他应收款	11	17	18	20	销售费用	2,163	2,443	2,790	3,201
预付账款	19	19	20	21	管理费用	290	330	378	435
存货	1,803	1,628	1,873	2,153	财务费用	(293)	(288)	(460)	(650)
其他流动资产	4,968	1,052	(768)	(3,799)	资产减值损失	(17)	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4,485	4,075	3,885	3,684	公允价值变动收益	173	(52)	92	123
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	60	59	59	59
固定资产	3,448	3,230	3,011	2,793	<b>营业利润</b>	6,379	7,678	9,179	10,908
无形资产	138	129	121	113	营业外收入	1	2	2	2
其他非流动资产	898	716	753	778	营业外支出	4	5	5	5
<b>资产总计</b>	24,754	31,812	41,347	52,414	<b>利润总额</b>	6,377	7,675	9,176	10,905
<b>流动负债</b>	7,978	8,539	10,296	12,116	所得税	1,021	1,229	1,469	1,746
短期借款	20	0	0	0	<b>净利润</b>	5,356	6,446	7,707	9,159
应付账款	901	940	1,109	1,295	少数股东损益	3	2	3	4
其他流动负债	7,058	7,600	9,186	10,821	<b>归属母公司净利润</b>	5,353	6,444	7,703	9,155
<b>非流动负债</b>	178	228	301	389	<b>EBITDA</b>	7,068	7,618	8,946	10,485
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.98	2.39	2.85	3.39
其他非流动负债	178	228	301	389					
<b>负债合计</b>	8,156	8,768	10,597	12,505	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	16	18	21	25	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	2,700	2,700	2,700	2,700	<b>成长能力</b>				
资本公积	1,331	1,331	1,331	1,331	营业收入	16.22%	15.00%	15.30%	15.80%
留存收益	12,551	18,995	26,698	35,853	营业利润	21.72%	20.36%	19.55%	18.84%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	22.64%	20.38%	19.54%	18.85%
益	16,582	23,026	30,729	39,884	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	24,754	31,812	41,347	52,414	毛利率(%)	45.44%	45.64%	45.74%	46.14%
					净利率(%)	27.04%	28.31%	29.35%	30.12%
					ROE(%)	32.27%	27.97%	25.06%	22.95%
					ROIC(%)	114.24%	-360.31%	757.98%	-349.25%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	32.95%	27.56%	25.63%	23.86%
					净负债比率(%)	-43.49%	-73.18%	-89.53%	-99.51%
					流动比率	2.54	3.25	3.64	4.02
					速动比率	2.31	3.06	3.46	3.84
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.88	0.80	0.72	0.65
					应收账款周转率	8067.41	7337.21	6976.50	7441.84
					应付账款周转率	25.08	24.74	25.62	25.29
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	6,568	7,913	11,413	14,151
净利润	5,356	6,444	7,703	9,155
折旧摊销	479	228	227	226
财务费用	(294)	(288)	(460)	(650)
投资损失	(60)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	6,304	1,638	3,907	5,351
其他经营现金流	(5,218)	(50)	95	127
<b>投资活动现金流</b>	89	3,311	(483)	(664)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	89	3,311	(483)	(664)



筹资活动现金流	(2,647)	268	460	650	每股收益(最新摊薄)	1.98	2.39	2.85	3.39
短期借款	0	(20)	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	2.93	4.23	5.24
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.14	8.53	11.38	14.77
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	52.5	43.6	36.5	30.7
其他筹资现金流	(2,647)	288	460	650	P/B	17.0	12.2	9.1	7.0
现金净增加额	4,009	11,492	11,390	14,137	EV/EBITDA	38.48	34.01	27.72	22.32

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

