

# 海天味业 (603288 CH)

## 1Q20 核心净利增长 13%，显现较佳抗逆力

疫情阴霾下，海天味业一季度扣非净利润仍有 13% 的增长，得力于调味品收入增长 6% 以及销售费用率下行 1.4 个百分点。市场目前普遍预期海天可以达成全年销售和净利润分别增长 15% 和 18% 的目标。我们认为，渠道细化和费用优化是主要途径。

**1Q20 业绩重点。**公司整体收入增长 7%，占收入 95% 的核心调味品业务收入增长 6% 至 55.9 亿人民币；净利润增长 9%，占净利润 97% 的扣非核心净利润增长 13% 至 15.7 亿人民币。

- 第一季收入，按品类分，海天的绝对优势品类酱油和蚝油分别增长 6% 和 4%，调味酱相对乏力，增长不足 2%；按区域分，中部和西部受益于经销商网络扩张，分别增长 24% 和 16%，华南则下降 9%，华东和北部相对平稳。
- 综合毛利率同比企稳于 45.8%，整体毛利相应增长 6%。
- 核心运营利润增长 13%，核心运营利润率同比扩张 1.6 个百分点至 30.5%，主要因为销售费用下降 5% 至 6.25 亿，我们推测乃广告投放减少、促销资源优化，以及经销商自提比例提高令运费下降所致。研发费用则增长 14% 至 1.43 亿。
- 净利润增幅低于扣非净利润增幅，因本期非经常性收益 4,070 万，较去年同期减少 49%。
- 销售商品收到的现金增加 15% 至 5.13 亿，快于收入增幅。一季末公司账面有 25 亿预收款，较去年同期高出 12 亿。

**2020 年展望。**海天管理层维持 2020 年全年销售和净利润分别增长 15% 和 18% 的目标指引。这意味着，余下三季，海天要实现 18% 和 21% 的收入和利润增幅。目前，市场普遍对海天达标持乐观态度。我们估计，海天约 70% 的收入仍来源于餐饮端，尽管目前外餐有序开放且各地政府积极发放餐饮消费券，但预计人流管控和距离限制仍将影响餐厅翻座率。我们预计海天将进一步发力家庭端消费，同时加快渠道下沉，令终端网络更加绵密，以抢占更多空白点和中小对手市占率。

**行业投资建议。**调味品具有高利、高粘性的属性，是值得高度关注的消费赛道。受需求和使用场景多样化驱动，中国调味品行业正从大单品阶段，向原料和功能细分的品类扩充和产品矩阵阶段发展，量价齐增。同时，消费者品牌意识逐渐增强，行业集中度步入上行期，利好具有品牌和渠道优势的头部品牌。

王惟颖 CFA

消费分析师

summer\_wang@spdbi.com

(852) 2808 6433

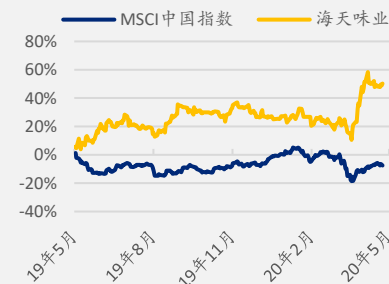
### 公司数据

未评级

当前股价 (人民币)	127.08
52 周股价区间 (人民币)	84.18-135.88
市值 (亿人民币)	3,432
发行股数 (亿股)	27
自由流通比例	14%
管理层持股比例	50%
1 个月股价变化	10%
年初至今股价变化	18%
近 3 个月日均成交 (亿人民币)	5.5
主营业务	调味品

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 财务数据摘要

(百万人民币)	2017A	2018A	2019A
收入	14,584	17,034	19,797
收入增速	17.1%	16.8%	16.2%
核心运营利润率	27.0%	27.9%	29.1%
净利润	3,531	4,365	5,353
每股收益(人民币)	1.31	1.62	1.98
每股收益增速	24.2%	23.4%	22.6%
市盈率	97.0x	78.6x	64.1x

资料来源: 公司资料、浦银国际; 市盈率按当前股价计

2020 年 4 月 27 日

图表 1: 海天味业 1Q18-1Q20 季度业绩回顾

(百万人民币)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
<b>收入</b>	<b>4,694</b>	<b>4,026</b>	<b>3,992</b>	<b>4,323</b>	<b>5,490</b>	<b>4,670</b>	<b>4,664</b>	<b>4,972</b>	<b>5,884</b>
<b>调味品业务收入</b>	<b>4,582</b>	<b>3,884</b>	<b>3,768</b>	<b>4,072</b>	<b>5,295</b>	<b>4,392</b>	<b>4,398</b>	<b>4,676</b>	<b>5,593</b>
酱油	2,871	2,399	2,358	2,608	3,293	2,695	2,690	2,951	3,484
蚝油	742	675	699	740	924	791	830	945	963
调味酱	678	495	443	476	720	541	504	526	731
其他调味品	292	315	267	248	359	365	374	255	415
非核心收入	112	141	224	250	195	278	266	296	291
<b>同比增幅</b>									
<b>收入</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.0%</b>	<b>7.2%</b>
<b>调味品业务收入</b>	-	-	-	-	<b>15.6%</b>	<b>13.1%</b>	<b>16.7%</b>	<b>14.8%</b>	<b>5.6%</b>
酱油	-	-	-	-	14.7%	12.3%	14.1%	13.1%	5.8%
蚝油	-	-	-	-	24.6%	17.3%	18.7%	27.6%	4.2%
调味酱	-	-	-	-	6.1%	9.3%	13.8%	10.6%	1.6%
其他调味品	-	-	-	-	23.0%	15.7%	39.8%	2.5%	15.6%
<b>毛利</b>	<b>2,192</b>	<b>1,916</b>	<b>1,799</b>	<b>2,008</b>	<b>2,513</b>	<b>2,044</b>	<b>2,041</b>	<b>2,398</b>	<b>2,696</b>
同比变动	22.3%	23.9%	13.7%	15.3%	14.6%	6.7%	13.4%	19.4%	7.3%
<b>综合毛利率</b>	<b>46.7%</b>	<b>47.6%</b>	<b>45.1%</b>	<b>46.4%</b>	<b>45.8%</b>	<b>43.8%</b>	<b>43.8%</b>	<b>48.2%</b>	<b>45.8%</b>
同比变动	2.0%	2.5%	-1.4%	-0.1%	-0.9%	-3.8%	-1.3%	1.8%	0.0%
<b>核心运营利润</b>	<b>1,341</b>	<b>1,123</b>	<b>894</b>	<b>1,393</b>	<b>1,591</b>	<b>1,334</b>	<b>1,147</b>	<b>1,681</b>	<b>1,796</b>
同比变动	22.5%	25.0%	13.1%	20.4%	18.7%	18.8%	28.3%	20.6%	12.9%
<b>核心运营利润率</b>	<b>28.6%</b>	<b>27.9%</b>	<b>22.4%</b>	<b>32.2%</b>	<b>29.0%</b>	<b>28.6%</b>	<b>24.6%</b>	<b>33.8%</b>	<b>30.5%</b>
同比变动	1.3%	1.7%	-0.8%	1.3%	0.4%	0.7%	2.2%	1.6%	1.6%
<b>运营费用</b>	<b>-852</b>	<b>-793</b>	<b>-905</b>	<b>-615</b>	<b>-923</b>	<b>-710</b>	<b>-894</b>	<b>-717</b>	<b>-900</b>
销售费用	-619	-558	-626	-433	-660	-457	-600	-445	-625
研发费用	-101	-136	-186	-69	-126	-145	-157	-160	-143
管理费用	-70	-56	-50	-69	-63	-69	-89	-68	-65
<b>运营费用/收入</b>	<b>18.1%</b>	<b>19.7%</b>	<b>22.7%</b>	<b>14.2%</b>	<b>16.8%</b>	<b>15.2%</b>	<b>19.2%</b>	<b>14.4%</b>	<b>15.3%</b>
销售费用/收入	13.2%	13.9%	15.7%	10.0%	12.0%	9.8%	12.9%	9.0%	10.6%
研发费用/收入	2.2%	3.4%	4.7%	1.6%	2.3%	3.1%	3.4%	3.2%	2.4%
管理费用/收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.6%	1.2%	1.5%	1.9%	1.4%	1.1%
净财务收入	30	38	44	40	78	73	83	58	91
其他利得和收益	69	59	126	83	105	75	64	90	58
所得税	-236	-174	-182	-265	-297	-207	-206	-310	-326
有效税率	16.4%	14.2%	17.0%	17.7%	16.7%	14.0%	16.0%	16.9%	16.8%
<b>整体净利润</b>	<b>1,203</b>	<b>1,045</b>	<b>883</b>	<b>1,234</b>	<b>1,477</b>	<b>1,273</b>	<b>1,085</b>	<b>1,518</b>	<b>1,613</b>
同比变动	23.1%	23.5%	23.4%	24.3%	22.8%	21.8%	22.8%	23.1%	9.2%
<b>扣非净利率</b>	<b>1,150</b>	<b>1,001</b>	<b>788</b>	<b>1,185</b>	<b>1,397</b>	<b>1,203</b>	<b>1,038</b>	<b>1,446</b>	<b>1,572</b>
同比变动	21.6%	25.7%	16.3%	22.9%	21.5%	20.2%	31.7%	22.0%	12.5%
<b>整体净利率</b>	<b>25.6%</b>	<b>26.0%</b>	<b>22.1%</b>	<b>28.5%</b>	<b>26.9%</b>	<b>27.3%</b>	<b>23.3%</b>	<b>30.5%</b>	<b>27.4%</b>
同比变动	1.3%	1.3%	1.1%	2.0%	1.3%	1.3%	1.1%	2.0%	0.5%
<b>扣非净利率</b>	<b>24.5%</b>	<b>24.9%</b>	<b>19.7%</b>	<b>27.4%</b>	<b>25.4%</b>	<b>25.8%</b>	<b>22.2%</b>	<b>29.1%</b>	<b>26.7%</b>
同比变动	0.9%	1.6%	-0.1%	1.6%	0.9%	0.9%	2.5%	1.7%	1.3%
<b>摊薄后每股收益(人民币)</b>	<b>0.45</b>	<b>0.38</b>	<b>0.33</b>	<b>0.45</b>	<b>0.55</b>	<b>0.47</b>	<b>0.40</b>	<b>0.56</b>	<b>0.60</b>
同比变动	25.0%	18.8%	26.9%	21.6%	22.2%	23.7%	21.2%	24.2%	9.1%
<b>扣非后每股收益(人民币)</b>	<b>0.43</b>	<b>0.37</b>	<b>0.29</b>	<b>0.44</b>	<b>0.52</b>	<b>0.44</b>	<b>0.38</b>	<b>0.54</b>	<b>0.58</b>
同比变动	23.4%	22.8%	19.6%	20.3%	20.9%	20.2%	29.9%	23.1%	12.5%
经营活动净现金	454	1,036	1,310	4,454	53	874	2,273	3,368	414
期末现金	5,752	4,837	6,256	10,683	9,700	8,159	10,389	13,435	13,935

资料来源: 公司资料、浦银国际

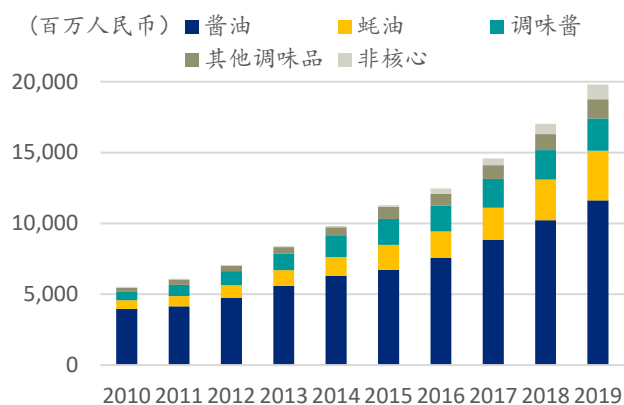
## 公司背景

海天味业是中国最大的调味品公司，酱油、蚝油和调味酱是公司主要产品，“海天”品牌酱油和蚝油在中国市场占有率位列第一。

海天味业的前身为 1955 年成立的海天酱油厂，后于 1995 年由全民所有制改制为职工个人和国家共同出资的有限责任公司，又于 2010 年改制为股份有限公司，2014 年 2 月海天在上海证交所上市，借助资本力量进一步扩大产能和规模。以市值计，海天目前是中国最大的消费品公司之一。

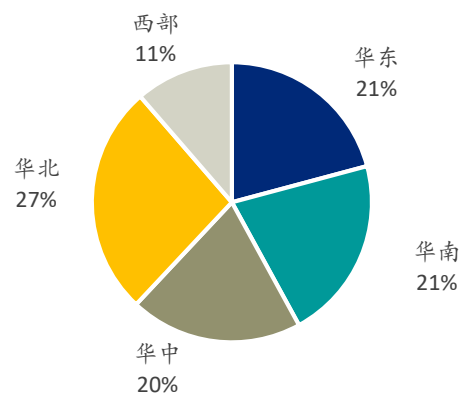
海天集团股东庞康、程雪、黄文彪、吴振兴、叶燕桥和陈军阳六人持有海天味业约 50% 股权。

**图表 2: 海天味业 2019 年销售额接近 200 亿人民币，酱油、蚝油和调味酱分别贡献 59%、18% 和 12%；2010-19 年期间收入复合年增长 15%**



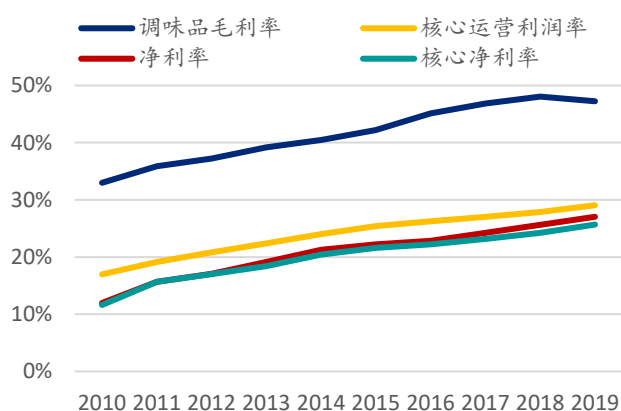
资料来源：公司资料、浦银国际

**图表 3: 海天味业 2019 年调味品收入各大区占比；海天销售网络覆盖全国，各区域销售贡献较为均衡**



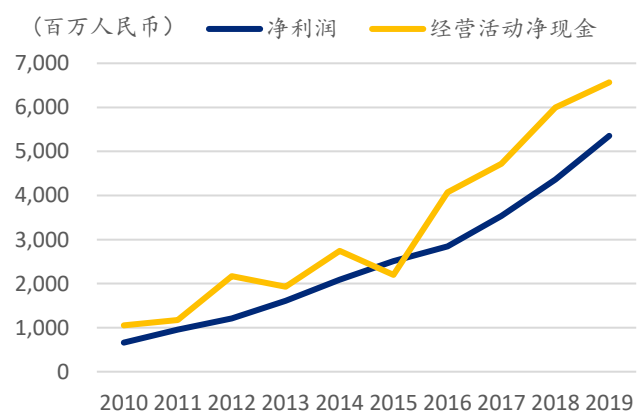
资料来源：公司资料、浦银国际

**图表 4: 海天味业 2010-19 年利润率趋势**



资料来源：公司资料、浦银国际

**图表 5: 海天味业 2010-19 年净利润和经营活动净现金比较**



资料来源：公司资料、浦银国际

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼