

2021年03月30日

海天味业 (603288.SH)

公司快报

优势显著，行稳致远

事件：公司实现营业收入 **227.92 亿元**，同比+15.13%；归属于上市公司股东的净利润 **64.03 亿元**，同比+19.61%；净利率 **28.12%**，同比+1.06pcts，业绩符合预期。

投资要点

◆ **业绩符合预期，增长依然稳健：** 公司全年实现营收 227.9 亿元，同比+15.1%，归母净利润 64.0 亿元，同比+19.6%，完成公司年初制定的收入 227.8 亿(+15.1%)、利润 63.2 亿元(+18.0%)的经营目标。

分品类看，酱油品类实现 130.4 亿元，同比+12.2%，得益于公司持续推进的精品战略，强化对应渠道的精耕，保持双位数稳健发展，近十年的年均复合增长率为 12.6%。调味酱收入 25.2 亿，同比+10.2%，主要得益于公司优化产品结构，加强对调味酱市场渠道的提效提速，各品类销售恢复明显，从 2018 年至今呈现逐年恢复的态势。蚝油实现 41.1 亿元，同比+17.9%，近十年的复合增速为 21.1%，去年主要系疫情影响餐饮渠道，蚝油销售受到较大的影响，但依然保持双位数的快速增长；为了应对疫情的影响，公司抓住机会将蚝油单品实现了从餐饮向居民的快速发展机会，目前蚝油市占率第一，保持较高的行业竞争壁垒。

分区域看，华南市场由于餐饮占比较大，全年实现营收 41.2 亿元，同比+3.7%，增速有放缓；华东和北部成熟市场依然保持双位数稳健增长，收入同比+14.7%/13.5%；中西部继续实现高增，收入分别同比+24.4%/+26.4%，高增主要来源于经销商数量的持续增加，为了应对疫情的负面影响，公司持续推进渠道深耕及网络裂变，截至报告期末共公司拥有总经销商数量 7051 家，净增加 1245 家，其中中部和西部区域分别净增加 297 家和 365 家达到 1569 家和 1598 家。目前公司已经覆盖 100%的省级市和地级市，2000 多个县级市场，随着公司立体式销售网络的下沉，将继续拉大领先优势。

其它方面，公司 2020 年底合同负债 44.5 亿元，同比上年增长 8.6%，达到往年的最高水平，侧面反映经销商对于公司的信心以及公司的渠道优势。销售现金回款 267.3 亿元，同比+13.9%，经营性净现金流实现 69.1 亿元，同比+5.1%，符合整体营收增长水平，均保持健康稳健的状态。

◆ 控费增效，盈利能力持续向上

剔除收入准则的影响，毛利率基本持平。公司全年实现食品制造业业务的毛利率 43.5%，同比有 3.7%的下滑，主要系新收入准则影响，公司将运费调整至营业成本、促销费用冲减营业收入所致。若单剔除整体运费的影响，食品制造业业务毛利率实现 47.0%，同比基本持平；若再剔除促销费用影响，我们预计毛利率整体依然有所提升。公司主营业务毛利率近年来长期保持稳中有升的水平，主要系公司继续强化精益生产和成本管控，降本增效所致。

费用端，销售期间费用率 9.0%，同比-4.9%，主要系运费和促销费用调整计入科目

| III

投资评级

买入-B(维持)

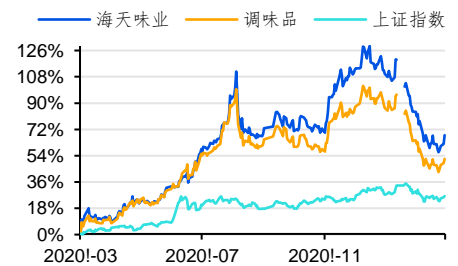
股价(2021-03-30)

157.58 元

交易数据

总市值(百万元)	510,629.04
流通市值(百万元)	510,629.04
总股本(百万股)	3,240.44
流通股本(百万股)	3,240.44
12个月价格区间	105.00/219.58 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.26	-23.5	40.96
绝对收益	-8.76	-21.2	65.65

分析师

陈振志
 SAC 执业证书编号：S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

报告联系人

王颖洁
 wangyingjie@huajinsec.cn
 021-20377191

相关报告

海天味业：增长稳健，完成全年目标概率大
 2020-11-02

海天味业：龙头优势显著，业绩超预期
 2020-08-28

海天味业：Q1 业绩亮眼，彰显龙头优势
 2020-04-27

海天味业：业绩符合预期，稳健增长前行--
 海天味业 2019 年报点评 2020-03-26

海天味业：业绩符合预期，王者稳健前行
 2019-10-30

的影响；若剔除这两项，销售其它费用的增长基本于收入增长持平，此外公司在疫情期间增加了较多的人工成本支出，同比+8.7%，主要系应对疫情影响对人员薪资的调整，是公司充分认可团队和个人的作用，进行及时的肯定和激励的表现之一。管理费用率从2019年的4.4%小幅提升到4.7%，依然保持优秀的管理水平。

整体公司净利率实现28.1%，同比+1.1%，依然保持逐年提升的态势，主要系整体费用率的下降超过毛利率下降水平，是公司扩大收入、控费增效的结果。

◆ **公司治理结构优秀，具备长期稳健发展的基础：** 公司一方面前瞻性做好产能布局，推进高明海天和江苏海天基地的产能建设，能够快速响应市场的需求的同时，也优化提升供应链端效率；另一方面近几年也再不断加快复合酱、鸡精、火锅料、醋等后继品类的发展，除了通过企业收购，公司也加大研发力度提升出新品的效率，20年推出的高端精简酱油、裸酱油、火锅底料等新品，均获得市场正面的反馈。

◆ **投资建议：** 公司长期稳健发展，不断做精做大调味品业务，管理层务实，我们很看好公司未来发展的前景。21年公司的经营目标收入264.4亿元（+16.0%），利润75.6亿元（+18.0%），公司长期完成目标可靠度高，我们给予公司21-23年EPS为2.34、2.79和3.33元/股，当前股价对应PE为67X、56X和47X，维持买入评级。

◆ **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

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	26,472	31,000	36,493
YoY(%)	16.2	15.1	16.1	17.1	17.7
净利润(百万元)	5,353	6,403	7,583	9,027	10,777
YoY(%)	22.6	19.6	18.4	19.0	19.4
毛利率(%)	45.4	42.2	42.4	43.0	43.4
EPS(摊薄/元)	1.65	1.98	2.34	2.79	3.33
ROE(%)	32.3	31.8	27.3	27.7	28.1
P/E(倍)	95.4	79.8	67.3	56.6	47.4
P/B(倍)	30.8	25.4	18.5	15.7	13.3
净利率(%)	27.0	28.1	28.6	29.1	29.5

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

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20269	24200	37391	38715	50532	营业收入	19797	22792	26472	31000	36493
现金	13456	16958	30429	30829	42820	营业成本	10801	13181	15259	17667	20649
应收票据及应收账款	2	41	10	50	20	营业税金及附加	203	211	273	316	372
预付账款	19	16	24	22	32	营业费用	2163	1366	1668	1984	2299
存货	1803	2100	1715	2702	2460	管理费用	290	361	371	434	511
其他流动资产	4990	5085	5214	5111	5199	研发费用	587	712	813	957	1095
非流动资产	4485	5333	5748	6214	6759	财务费用	-293	-392	-573	-758	-917
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-17	0	-24	-28	-33
固定资产	3448	3914	4296	4706	5160	公允价值变动收益	173	139	150	146	148
无形资产	138	385	435	496	574	投资净收益	60	36	86	57	56
其他非流动资产	898	1034	1017	1013	1025	营业利润	6379	7644	9044	10753	12842
资产总计	24754	29534	43140	44929	57291	营业外收入	1	12	0	0	0
流动负债	7978	9080	15098	12026	18570	营业外支出	4	13	0	0	0
短期借款	20	93	93	93	93	利润总额	6377	7642	9044	10753	12842
应付票据及应付账款	1298	1415	1726	1910	2340	所得税	1021	1233	1456	1721	2059
其他流动负债	6660	7573	13279	10023	16137	税后利润	5356	6409	7588	9033	10783
非流动负债	178	287	287	287	287	少数股东损益	3	6	5	5	6
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	5353	6403	7583	9027	10777
其他非流动负债	178	287	287	287	287	EBITDA	6453	7714	8807	10402	12415
负债合计	8156	9368	15386	12314	18857	主要财务比率					
少数股东权益	16	98	102	108	114	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	2700	3240	3240	3240	3240	成长能力					
资本公积	1331	791	791	791	791	营业收入(%)	16.2	15.1	16.1	17.1	17.7
留存收益	12551	16037	19452	23517	28369	营业利润(%)	21.7	19.8	18.3	18.9	19.4
归属母公司股东权益	16582	20068	27652	32508	38320	归属于母公司净利润(%)	22.6	19.6	18.4	19.0	19.4
负债和股东权益	24754	29534	43140	44929	57291	获利能力					
						毛利率(%)	45.4	42.2	42.4	43.0	43.4
						净利率(%)	27.0	28.1	28.6	29.1	29.5
						ROE(%)	32.3	31.8	27.3	27.7	28.1
						ROIC(%)	29.9	29.3	25.0	25.1	25.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.9	31.7	35.7	27.4	32.9
						流动比率	2.5	2.7	2.5	3.2	2.7
						速动比率	2.3	2.4	2.4	3.0	2.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	8067.4	1037.0	1037.0	1037.0	1037.0
						应付账款周转率	10.6	9.7	9.7	9.7	9.7
						估值比率					
						P/E	95.4	79.8	67.3	56.6	47.4
						P/B	30.8	25.4	18.5	15.7	13.3
						EV/EBITDA	76.3	63.4	54.0	45.7	37.3

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6568	6950	13545	4639	17052
净利润	5356	6409	7588	9033	10783
折旧摊销	478	574	469	563	672
财务费用	-293	-392	-573	-758	-917
投资损失	-60	-36	-86	-57	-56
营运资金变动	1476	751	6298	-3995	6717
其他经营现金流	-390	-355	-150	-146	-148
投资活动现金流	89	-1920	-647	-826	-1013
筹资活动现金流	-2647	-2949	573	-3413	-4048

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.98	2.34	2.79	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	2.14	4.18	1.43	5.26
每股净资产(最新摊薄)	5.12	6.19	8.53	10.03	11.83

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

陈振志声明，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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn