

# 行稳致远，竞争壁垒进一步提升

## 海天味业(603288)

评级:	买入	股票代码:	603288
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	219.58/105.0
目标价格:		总市值(亿)	5,106.29
最新收盘价:	157.58	自由流通市值(亿)	5,106.29
		自由流通股数(百万)	3,240.44

### 事件概述

公司发布年报，2020年实现营收227.92亿元，同比+15.13%；归母净利润64.03亿元，同比+19.61%；拟每10股派发红利10.30元（含税），同时每10股送1股（含税）转增2股。

### 分析判断：

#### ► 收入稳健增长，多元化均衡发展

2020年在面临疫情的巨大冲击和严峻考验下，公司攻坚克难，实现了收入的持续增长，同比增长15.13%，顺利完成业绩目标，延续了公司一贯稳健增长的态势，并实现产品多元化、区域均衡化和渠道健康化发展。

**分品类来看**，酱油、蚝油和调味酱三大品类分别同比+12.17%/+17.86%/+10.16%，酱油随着公司全面推进精品战略，采取措施聚焦渠道效率和质量建设，产品结构和盈利能力持续提升；蚝油公司有效抓住其全国化和居民消费的发展机会，继续维持高增长，扩大领先优势；调味酱通过公司内部调整、优化产品规格、调整市场渠道，实现恢复性增长，增速重回双位数；公司其他小品类实现收入19.5亿，同比+44.3%，品类扩张如期推进，产品结构不断多元化，新上市的火锅底料、快捷复合调味料带来业绩增量。**分区域来看**，公司大本营南部市场受疫情影响较大，特别是餐饮渠道受影响更为明显，南部区域全年仅同比微增3.67%，其余区域均实现双位数增长，其中中部和西部增速在20%以上，各区域均衡发展、共同抢占市场，提升海天市场份额。**分渠道来看**，公司不断完善线下布局，全年净增经销商1245个，餐饮端帮助经销商拓展渠道，降低库存，调整产品结构；零售端上新多款产品，加快终端消费，进而提升海天品牌影响力；同时公司积极拓展线上业务，发展线上销售平台，全年线上渠道实现收入3.8亿元。

#### ► 费用投放效率提升，净利率持续创新高

公司全年毛利率和净利率分别为42.17%和28.12%，分别同比-3.32和+1.06pct，会计准则调整使得成本费用归集变化较大，但整体费用率水平仍稳中略降，经营效率稳步提升。公司毛利率同比下降主因将运费调整至营业成本，预计不考虑会计准则影响，受原材料压力趋缓和收入规模提升推动，公司毛利率同比略有提升。费用端来看，公司销售费用率和管理费用率分别为5.99%和1.59%，分别较同期-4.94和+0.13pct，销售费用率同比受会计准则影响较大，预计费用投放持续平稳，管理效率继续傲视群雄。综合来看，公司实现64.03亿元的归母净利润，净利率同比提升1.06pct至28.12%，盈利能力维持稳中有升的大趋势。

#### ► 龙头行稳致远，加速扩大领先优势

公司2021年规划收入+16%，净利润+18%的业绩，在“三五”攻坚之年，持续推动公司高质量发展，加快扩大市场领先优势。公司疫情期间逆势加快市场拓展，彰显了优秀的应对系统性风险的能力，进一步提升了公司的竞争壁垒。我们长期看好公司运用上市平台，以内生+外延的方式进行资源配置优化，不断丰富产品结构，进一步强化公司竞争壁垒的同时提升市场占有率，真正成为具备领先优势的平台型龙头调味品集团。

### 投资建议

参考公司业绩目标，我们调整了盈利预测。我们预计公司21-23年收入分别为264.8/307.2/356.3亿元，分别同比+16.2%/+16.0%/+16.0%，上次预测21和22年收入增速分别为17.3%和16.0%；归母净利润分别为75.7/88.9/104.2亿元，分别同比+18.2%/+17.4%/+17.2%，上次预测21和22年归母净利润增速分别为19.2%/18.6%；EPS分别为2.34/2.74/3.21元，当前股价对应估值分别为67/57/49倍，维持买入评级。

## 风险提示

原材料价格上涨、新品推广不达预期，食品安全

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	26,480	30,717	35,631
YoY (%)	16.2%	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%
归母净利润(百万元)	5,353	6,403	7,571	8,885	10,416
YoY (%)	22.6%	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%
毛利率 (%)	45.4%	42.2%	41.6%	42.3%	43.0%
每股收益 (元)	1.65	1.98	2.34	2.74	3.21
ROE	32.3%	31.9%	27.4%	24.3%	22.2%
市盈率	95.39	79.75	67.44	57.47	49.02

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	22,792	26,480	30,717	35,631	净利润	6,409	7,579	8,894	10,426
YoY (%)	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%	折旧和摊销	575	20	20	20
营业成本	13,181	15,455	17,724	20,310	营运资金变动	751	1,283	422	1,039
营业税金及附加	211	238	276	321	经营活动现金流	6,950	8,707	9,132	11,319
销售费用	1,366	1,456	1,689	1,924	资本开支	-905	-964	-85	-62
管理费用	361	410	476	552	投资	-1,552	-100	-100	-100
财务费用	-392	-532	-567	-609	投资活动现金流	-1,920	-883	25	11
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	36	185	215	178	债务募资	107	0	0	0
营业利润	7,644	9,023	10,589	12,413	筹资活动现金流	-2,949	-4	-4	-4
营业外收支	-1	-1	-1	-1	现金净流量	2,082	7,819	9,154	11,327
利润总额	7,642	9,022	10,588	12,412	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	1,233	1,444	1,694	1,986	<b>成长能力</b>				
净利润	6,409	7,579	8,894	10,426	营业收入增长率	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%
归属于母公司净利润	6,403	7,571	8,885	10,416	净利润增长率	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%
YoY (%)	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.98	2.34	2.74	3.21	毛利率	42.2%	41.6%	42.3%	43.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	28.1%	28.6%	29.0%	29.3%
货币资金	16,958	24,777	33,931	45,257	总资产收益率 ROA	21.7%	19.5%	18.3%	17.2%
预付款项	16	23	25	28	净资产收益率 ROE	31.9%	27.4%	24.3%	22.2%
存货	2,100	2,431	2,828	3,225	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	5,127	5,312	5,523	5,784	流动比率	<b>2.67</b>	<b>3.02</b>	<b>3.61</b>	<b>4.08</b>
流动资产合计	24,200	32,543	42,307	54,295	速动比率	2.43	2.79	3.37	3.83
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.87	2.30	2.90	3.40
固定资产	3,914	4,904	4,994	5,084	资产负债率	31.7%	28.5%	24.7%	22.4%
无形资产	385	375	365	355	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	5,333	6,276	6,338	6,377	总资产周转率	0.77	0.68	0.63	0.59
资产合计	29,534	38,819	48,645	60,672	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	93	93	93	93	每股收益	1.98	2.34	2.74	3.21
应付账款及票据	1,415	1,731	1,982	2,256	每股净资产	6.19	8.53	11.27	14.49
其他流动负债	7,573	8,963	9,644	10,971	每股经营现金流	2.14	2.69	2.82	3.49
流动负债合计	9,080	10,787	11,719	13,319	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	287	287	287	287	PE	79.75	67.44	57.47	49.02
非流动负债合计	287	287	287	287	PB	32.38	18.47	13.98	10.88
负债合计	9,368	11,074	12,006	13,606					
股本	3,240	3,240	3,240	3,240					
少数股东权益	98	105	114	125					
股东权益合计	20,166	27,745	36,639	47,066					
负债和股东权益合计	29,534	38,819	48,645	60,672					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。