

# 海天味业 (603288.SH)

## 全年目标顺利完成，盈利能力稳步提升

**事件：公司发布 2020 年度报告。**2020 年公司实现营收 227.92 亿元，同比增长 15.13%；归母净利润 64.03 亿元，同比增长 19.61%；扣非归母净利润 61.77 亿元，同比增长 21.51%；其中 Q4 营收 57.06 亿元，同比增长 14.75%；归母净利润 18.31 亿元，同比增长 20.65%；扣非归母净利润 17.78 亿元，同比增长 22.92%。符合市场预期。

**主力产品保持稳增，招商力度大幅加速。**一季度餐饮渠道承压及物流受阻致公司增速放缓，但公司利用强品牌力、渠道力实现逆势扩张，加快市场份额收割，顺利完成全年 15% 的营收目标。**分产品看：**2020 年酱油、调味酱及蚝油增速分别约为 12.2%（量+13.0%、价-0.7%）、10.2%（量+9.9%、价+0.2%）、17.9%（量+14.7%、价+2.7%），其中 Q4 增速分别约为 12.4%、10.0%、16.9%。**分地区看：**公司报告期内大幅进行经销商扩展，新增经销商 1245 人（同比+21%），西部、北部、中部地区分别增加经销商 365 人、365 人、297 人，东部、南部经销商新增人数均超百人。全国渠道进一步深耕，实现除南部地区外（营收同比+3.7%）各区域均双位数高增，其中东部、中部、北部、西部地区增速分别约为 14.7%、24.4%、13.5%、26.4%。

**龙头优势彰显，净利率稳步提升。**报告期内公司实施新收入准则，将运费调整至营业成本，导致全年毛利率同比下滑 3.27pct 至 42.17pct，同一口径下，在原材料黄豆价格逐步提升且低毛利率蚝油占比提升背景下，公司毛利率呈现环比走高态势，Q4 毛利率环比增加 1pct 至 41.9%。全年销售费用率因政策调整同比下滑 4.9pct，研发费用率及财务费用率亦有不同程度的降低，管理费用率同比略有提升（+0.17pct）。综合来看，公司利用规模优势、管理效率提升对冲成本上行压力，并且高端化趋势不改，从净利率的角度看，全年公司净利率稳步提升 1.06pct 至 28.12%。

**积极进行平台化发展，支撑长期稳健增长。**根据目标规划，2021 年公司计划实现营收 264.4 亿元（同比+16%）、利润 75.6 亿元（同比+18%），在疫情恢复、市场份额加速收割、平台化转型多重因素支撑下，公司目标增长提速。公司在重点推进酱油、蚝油、酱类三大和新品类发展的同时，加快新品类布局，报告期内推出火锅底料、裸酱油、快捷复合调味品等产品，我们预计平台化发展将对公司长期稳健发展提供必要支撑。同时高明基地年产能增加 45 万吨，宿迁基地二期项目开工建设，年产能增加 20 万吨，产能扩充为未来增长垫定坚实基础。

**盈利预测：**我们预计 21/22/23 年营收分别为 264.7/306.7/355.3 亿元，同比+16.1%/15.9%/15.8%；归母净利润 75.8/90.1/105.8 亿元，同比+18.4%/18.8%/17.4%；对应 PE 分别为 67/57/48 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；原材料价格波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,797	22,792	26,466	30,669	35,529
增长率 yoy（%）	16.2	15.1	16.1	15.9	15.8
归母净利润（百万元）	5,353	6,403	7,581	9,008	10,578
增长率 yoy（%）	22.6	19.6	18.4	18.8	17.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.65	1.98	2.34	2.78	3.26
净资产收益率（%）	32.3	31.8	27.3	26.7	25.9
P/E（倍）	95.4	79.8	67.4	56.7	48.3
P/B（倍）	30.8	25.4	18.5	15.2	12.5

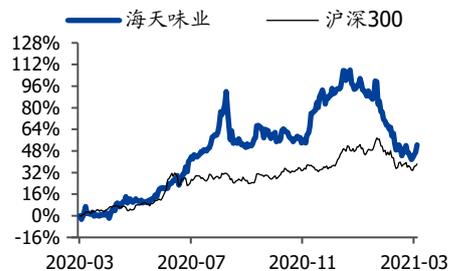
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	157.58
总市值(百万元)	510,629.04
总股本(百万股)	3,240.44
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	3.96

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

##### 研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

#### 相关研究

- 《海天味业(603288.SH)：强者恒强，行稳致远》2020-10-31
- 《海天味业(603288.SH)：营收略超预期，平台化发展行在途中》2020-08-28
- 《海天味业(603288.SH)：营收增长符合预期，弱势市场加速渗透》2020-04-25



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	20269	24200	32879	41365	51064
现金	13456	16958	28313	36139	46661
应收票据及应收账款	2	41	0	22	0
其他应收款	90	11	136	15	171
预付账款	19	16	35	23	41
存货	1803	2100	2388	2761	3172
其他流动资产	4900	5074	2006	2403	1020
<b>非流动资产</b>	4485	5333	5842	6309	6773
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3448	3914	4377	4794	5201
无形资产	138	385	418	460	508
其他非流动资产	898	1034	1046	1056	1064
<b>资产总计</b>	24754	29534	38720	47674	57837
<b>流动负债</b>	7978	9080	10686	13664	16743
短期借款	20	93	93	93	93
应付票据及应付账款	1298	1415	1574	1905	2074
其他流动负债	6660	7573	9020	11667	14576
<b>非流动负债</b>	178	287	287	287	287
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	287	287	287	287
<b>负债合计</b>	8156	9368	10973	13951	17030
少数股东权益	16	98	98	98	98
股本	2700	3240	3240	3240	3240
资本公积	1331	791	791	791	791
留存收益	12551	16037	20586	26101	33155
归属母公司股东权益	16582	20068	27649	33625	40710
<b>负债和股东权益</b>	24754	29534	38720	47674	57837

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	6568	6950	8592	11355	12584
净利润	5356	6409	7581	9008	10578
折旧摊销	478	574	473	574	683
财务费用	-293	-392	-541	-808	-1059
投资损失	-60	-36	-35	-35	-35
营运资金变动	6245	777	1215	2715	2517
其他经营现金流	-5159	-382	-100	-100	-100
<b>投资活动现金流</b>	89	-1920	2222	-1304	371
资本支出	583	907	508	467	464
长期投资	200	-1495	0	0	0
其他投资现金流	871	-2507	2730	-836	836
<b>筹资活动现金流</b>	-2647	-2949	541	-2224	-2434
短期借款	0	73	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	540	0	0	0
资本公积增加	0	-540	0	0	0
其他筹资现金流	-2647	-3022	541	-2224	-2434
<b>现金净增加额</b>	4009	2082	11355	7826	10521

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	19797	22792	26466	30669	35529
营业成本	10801	13181	15159	17393	20038
营业税金及附加	203	211	251	291	338
营业费用	2163	1366	1588	1901	2238
管理费用	290	361	410	460	533
研发费用	587	712	794	920	1066
财务费用	-293	-392	-541	-808	-1059
资产减值损失	-17	0	0	0	0
其他收益	122	122	100	100	100
公允价值变动收益	173	139	100	100	100
投资净收益	60	36	35	35	35
资产处置收益	-4	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	6379	7644	9040	10746	12610
营业外收入	1	12	0	0	0
营业外支出	4	13	0	0	0
<b>利润总额</b>	6377	7642	9040	10746	12610
所得税	1021	1233	1459	1738	2032
<b>净利润</b>	5356	6409	7581	9008	10578
少数股东损益	3	6	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	5353	6403	7581	9008	10578
EBITDA	6453	7714	8839	10359	12057
EPS (元)	1.65	1.98	2.34	2.78	3.26

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.2	15.1	16.1	15.9	15.8
营业利润(%)	21.7	19.8	18.3	18.9	17.3
归属于母公司净利润(%)	22.6	19.6	18.4	18.8	17.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	45.4	42.2	42.7	43.3	43.6
净利率(%)	27.0	28.1	28.6	29.4	29.8
ROE(%)	32.3	31.8	27.3	26.7	25.9
ROIC(%)	29.9	29.3	25.0	24.1	23.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.9	31.7	28.3	29.3	29.4
净负债比率(%)	-79.9	-82.3	-100.7	-106.1	-113.5
流动比率	2.5	2.7	3.1	3.0	3.0
速动比率	2.3	2.4	2.8	2.8	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	8067.4	1037.0	4552.2	2794.6	3673.4
应付账款周转率	10.6	9.7	10.1	10.0	10.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.98	2.34	2.78	3.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	2.14	2.65	3.50	3.88
每股净资产(最新摊薄)	5.12	6.19	8.53	10.38	12.56
<b>估值比率</b>					
P/E	95.4	79.8	67.4	56.7	48.3
P/B	30.8	25.4	18.5	15.2	12.5
EV/EBITDA	76.3	63.4	54.4	45.6	38.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司营收规模及增速



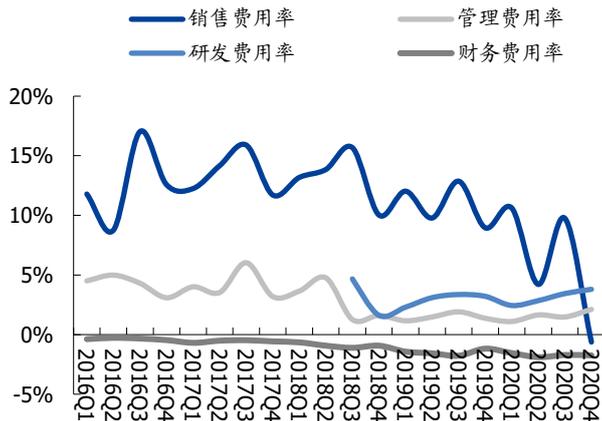
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司归母净利润规模及增速



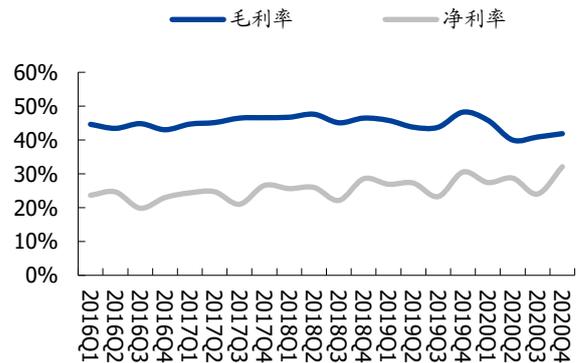
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司销售费用率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司毛利率及净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com