

公司研究

盈利能力提升，业绩实现稳定增长

——海天味业（603288.SH）2020 年度业绩点评

要点

事件：2021 年 3 月 30 日，海天味业发布 2020 年年度报告。报告期内，公司实现营收/归母净利润 227.92/64.03 亿元，同比+15.13%/+19.61%，Q4 实现营收/归母净利润 57.06/18.31 亿元，同比+14.75%/+20.65%。

各产品报告期内稳定增长，中西部市场加快发展。（1）分产品看，酱油/调味酱/蚝油实现营收 130.43/25.24/41.13 亿元，同比+12.17%/+10.16%/+17.86%。公司通过精品战略保持酱油产品竞争优势、通过优化产品结构并加强对调味酱市场渠道提效提速激活酱类产品、并通过疫情期间向家庭渠道转化实现蚝油产品高速增长；（2）分地区看，东部区域/南部区域/中部区域/北部区域/西部区域实现营收 44.83/ 41.24/ 46.55/ 56.76/26.92 亿元，同比+14.68%/ +3.67%/ +24.37%/ +13.49%/ +26.39%，中西部市场增速领先。（3）分销售渠道来看，线上/线下渠道实现营收 3.80/212.51 亿元，同比-8.65%/+15.84%。线上渠道数据下降是在新收入准则下，促销费冲减营收所致，可比口径下线上营收未下降。

期间费用率创历史新低，盈利能力稳步提升。2020 年公司毛利率 42.17%，同比-3.27pct，净利率为 28.12%，同比+1.06pct。（1）毛利率下降主要是由于新收入准则将运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入所致。公司当期加强成本管控，整体成本得到有效控制，可比口径毛利率略有提升；（2）本期销售费用/管理费用/财务费用率为 5.99%/1.59%/-1.72%，同比-4.94/+0.12/-0.24pcts。其中，销售费用率的下降是由于销售运费及促销费记账方式调整所致；财务费用下降是由于本期存款利息收入 4.00 亿元，同比增加 35.69%所致。成本管控叠加期间费用率下降带来盈利能力提升。

销售渠道建设+产能扩建+创新驱动巩固龙头优势。（1）截至 2020 年底，公司销售网络覆盖 31 个省级行政区域，320 多个地级市，2000 多个县份市场，同时公司加快电商平台建设，通过深耕销售网络有利于提升长期销售收入；（2）生产基地的产能改造持续进行，高明基地增资扩产，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。产能提升有利于提升企业盈利天花板；（3）公司加强研发创新，当期研发支出 7.12 亿元，同比+21.16%。创新投入利于核心产品质量提升及新品推出，巩固公司龙头地位。2021 年公司规划收入同比增长 16%，净利润同比增长 18%。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司费用管控水平提升，小幅上调归母净利润预测至 75.70 亿元（上调 2.16%）和 89.52 亿元（上调 3.57%）；引入 23 年归母净利润预测 106.23 亿元。当前股价对应 2021/22/23 年 PE 为 68/58/49 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，食品安全问题，品类拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,797	22,792	26,552	30,869	35,830
营业收入增长率	16.22%	15.13%	16.50%	16.26%	16.07%
净利润（百万元）	5,353	6,403	7,570	8,952	10,623
净利润增长率	22.64%	19.61%	18.23%	18.25%	18.67%
EPS（元）	1.98	1.98	2.34	2.76	3.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	32.28%	31.91%	31.15%	30.38%	29.83%
P/E	81	81	68	58	49
P/B	26.0	25.8	21.3	17.6	14.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-31；

注：2019 年末股本为 27 亿股，2020 年因资本公积转增致股本增加至 32.4 亿股。

买入（维持）

当前价：159.80 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

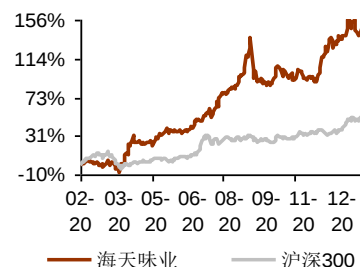
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.40
总市值(亿元)	5178.22
一年最低/最高(元)	95.02/219.58
近 3 月换手率	10.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.52	-17.18	21.84
绝对	-7.35	-20.31	58.79

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，渠道网络进一步下沉——海天味业（603288.SH）2020 年三季报点评（2020-10-31）

披荆斩棘，一路向北——海天味业（603288.SH）2020 年中报点评（2020-08-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,797	22,792	26,552	30,869	35,830
营业成本	10,801	13,181	15,192	17,495	20,078
折旧和摊销	479	574	469	508	556
税金及附加	203	211	246	286	332
销售费用	2,163	1,366	1,487	1,744	2,024
管理费用	290	361	377	451	523
研发费用	587	712	797	926	1,075
财务费用	-293	-392	-222	-301	-387
投资收益	60	36	86	136	186
营业利润	6,379	7,644	9,013	10,658	12,648
利润总额	6,377	7,642	9,015	10,660	12,650
所得税	1,021	1,233	1,442	1,706	2,024
净利润	5,356	6,409	7,572	8,954	10,626
少数股东损益	3	6	2	3	3
归属母公司净利润	5,353	6,403	7,570	8,952	10,623
EPS(元)	1.98	1.98	2.34	2.76	3.28

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,568	6,950	9,260	10,415	11,982
净利润	5,353	6,403	7,570	8,952	10,623
折旧摊销	479	574	469	508	556
净营运资金增加	-5,554	-28	-443	-140	-160
其他	6,290	2	1,664	1,095	963
投资活动产生现金流	89	-1,920	-89	-589	-714
净资本支出	-579	-905	-500	-650	-850
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	668	-1,014	411	61	136
融资活动现金流	-2,647	-2,949	-3,092	-3,352	-3,937
股本变化	0	540	0	0	0
债务净变化	0	73	-93	0	0
无息负债变化	1,900	1,138	1,852	1,776	2,029
净现金流	4,009	2,082	6,078	6,474	7,331

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	45.4%	42.2%	42.8%	43.3%	44.0%
EBITDA 率	32.2%	33.6%	34.1%	34.4%	35.0%
EBIT 率	29.8%	31.1%	32.3%	32.8%	33.4%
税前净利润率	32.2%	33.5%	34.0%	34.5%	35.3%
归母净利润率	27.0%	28.1%	28.5%	29.0%	29.6%
ROA	21.6%	21.7%	21.3%	21.1%	21.0%
ROE (摊薄)	32.3%	31.9%	31.2%	30.4%	29.8%
经营性 ROIC	153.3%	150.8%	225.5%	298.8%	358.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	33%	32%	31%	30%	29%
流动比率	2.54	2.67	2.83	3.02	3.18
速动比率	2.31	2.43	2.60	2.79	2.95
归母权益/有息债务	846.02	216.72	-	-	-
有形资产/有息债务	1235.54	307.64	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	24,754	29,534	35,527	42,471	50,650
货币资金	13,456	16,958	23,036	29,510	36,842
交易性金融资产	4,878	5,055	4,800	4,900	5,000
应收帐款	2	41	48	56	65
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	90	11	13	15	18
存货	1,803	2,100	2,420	2,787	3,199
其他流动资产	22	20	57	100	150
流动资产合计	20,269	24,200	30,393	37,390	45,297
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,448	3,914	4,010	4,121	4,415
在建工程	494	369	288	297	268
无形资产	138	385	378	370	363
商誉	15	31	31	31	31
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	4,485	5,333	5,134	5,081	5,353
总负债	8,156	9,368	11,127	12,902	14,932
短期借款	20	93	0	0	0
应付账款	901	1,001	1,215	1,400	1,606
应付票据	398	413	476	549	630
预收账款	4,098	0	5,310	6,174	7,166
其他流动负债	0	337	337	337	337
流动负债合计	7,978	9,080	10,740	12,382	14,258
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	270	387	520	674
非流动负债合计	178	287	387	520	674
股东权益	16,598	20,166	24,401	29,569	35,718
股本	2,700	3,240	3,240	3,240	3,240
公积金	2,699	2,429	2,429	2,429	2,429
未分配利润	11,182	14,399	18,631	23,797	29,943
归属母公司权益	16,582	20,068	24,301	29,467	35,613
少数股东权益	16	98	100	102	105

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.93%	5.99%	5.60%	5.65%	5.65%
管理费用率	1.46%	1.59%	1.42%	1.46%	1.46%
财务费用率	-1.48%	-1.72%	-0.84%	-0.98%	-1.08%
研发费用率	2.97%	3.12%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.08	1.03	1.00	1.18	1.41
每股经营现金流	2.43	2.14	2.45	2.75	3.17
每股净资产	6.14	6.19	6.43	7.79	9.42
每股销售收入	7.33	7.03	7.02	8.17	9.48

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	81	81	68	58	49
PB	26.0	25.8	21.3	17.6	14.5
EV/EBITDA	65.6	65.5	54.9	46.2	38.7
股息率	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE