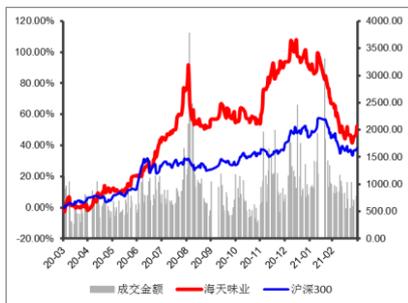


食品饮料

报告原因：年报点评

2021年3月31日

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月30日

收盘价(元):	157.58
年内最高/最低(元):	219.58/144.80
流通A股/总股本(亿):	32.40/32.40
流通A股市值(亿):	5106
总市值(亿):	5106

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益	1.98
每股净资产(元):	6.19
净资产收益率:	36.13%

分析师:

和芳芳

执业登记编码: S0760519110004

邮箱: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

海天味业(603288.SH)

完成全年目标, 盈利能力稳步提升

维持评级

买入

公司研究/点评报告

事件描述

- 晚间披露年报, 公司2020年营业收入227.92亿元, 同比增长15.13%; 净利润64.03亿元, 同比增长19.61%。基本每股收益1.98元。

事件点评

- 业绩符合预期, 公司稳健增长。**公司2020年实现营业收入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%。其中单Q4实现营收57.06亿元, 同比+14.75%; 归母净利润18.31亿元, 同比+20.65%。具体来看: 1) 分产品来看, 公司的酱油、蚝油、酱三大核心品类均保持了稳定的发展。其中酱油实现营收130.43亿, 同比增长12.17%, 收入与销量保持同步增长; 蚝油实现营收41.13亿, 同比增长17.86%, 蚝油继续保持较快增长势头; 酱料实现营收25.24亿, 同比增长10.16%, 酱类实现了恢复性增长。2) 分区域来看, 公司持续推进渠道深耕及网络裂变, 实现各区域营收的稳定增长, 中西部市场继续加快发展, 增速保持领先, 2020年东部/南部/中部/北部/西部营收增速分别为14.68%、3.67%、24.37%、13.49%、26.39%、15.29%。截止2020年末, 经销商数量为7051家, 净增经销商1245家。
- 销售费用率下降, 贡献业绩弹性。**公司2020年销售净利率为28.12%, 同比增加1.06pct, 主要在于销售费用率下降。具体来说, 2020年销售毛利率42.17%, 同比减少3.27pct, 主要是根据新收入准则, 将运费调整至营业成本; 公司销售期间费用率为8.98%, 同比下降4.9pct, 其中销售费用率为5.99%, 同比下降4.94pct, 主要原因是根据新收入准则将运费调整至营业成本导致销售费用减少, 以及疫情期间促销费用减少、规模效应凸显; 管理费用率为4.71%, 同比增加0.28pct; 财务费用率为-1.72%, 同比减少0.24pct, 主要是本期存款利息收入增加。
- 锁定全年目标, 公司持续增长确定性高。**2021年, 是公司第三个五年计划的攻坚之年。2021年的公司计划营业总收入目标为264.4亿元, 利润目标为75.6亿元, 对应年年度规划收入/利润增长16%、18%。公司依靠创新, 从业务模式、管理层次、科技进步、人才层次等方面作出深层次改革, 继续推动企业高质量发展。中长期看, 海天依旧享受行业地位, 同时加快业务裂变和新业务发展, 促进持续发展。

投资建议

- 公司是国内调味品龙头, 品牌护城河坚固, 同时加快业务裂变和新业





务发展，助力公司持续增长。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.33/2.76/3.24 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 82X/70X/59X，维持“买入”评级。

存在风险

- 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险，行业景气度下降风险



会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	24,200	33,570	44,790	57,530	营业收入	22,792	26,439	30,748	35,606
现金	16,958	30,475	43,788	58,679	营业成本	13,181	14,938	17,320	20,021
应收账款	53	20	38	51	营业税金及附加	211	246	286	331
其他应收款	11	16	17	20	销售费用	1,366	2,459	2,829	3,240
预付账款	16	15	14	11	管理费用	361	370	427	491
存货	2,100	1,964	2,278	2,633	财务费用	(392)	(353)	(557)	(769)
其他流动资产	5,063	1,079	(1,345)	(3,864)	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5,333	4,796	4,597	4,349	公允价值变动收益	139	150	150	150
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	36	59	59	59
固定资产	3,914	3,666	3,418	3,170	营业利润	7,644	8,988	10,651	12,500
无形资产	385	360	336	313	营业外收入	12	2	2	2
其他非流动资产	1,034	770	843	865	营业外支出	13	5	5	5
资产总计	29,534	38,366	49,387	61,879	利润总额	7,642	8,985	10,648	12,497
流动负债	9,080	10,284	12,241	14,099	所得税	1,233	1,439	1,705	2,001
短期借款	93	0	0	0	净利润	6,409	7,547	8,944	10,496
应付账款	1,001	1,164	1,370	1,555	少数股东损益	6	5	7	8
其他流动负债	7,986	9,120	10,871	12,545	归属母公司净利润	6,403	7,542	8,937	10,488
非流动负债	287	369	489	627	EBITDA	8,421	8,909	10,366	12,001
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.98	2.33	2.76	3.24
其他非流动负债	287	369	489	627					
负债合计	9,368	10,653	12,730	14,726					
少数股东权益	98	103	109	117					
股本	3,240	3,240	3,240	3,240					
资本公积	791	791	791	791					
留存收益	16,037	23,579	32,516	43,004					
归属母公司股东权益									
益	20,068	27,610	36,547	47,035					
负债和股东权益	29,534	38,366	49,387	61,879					

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,950	11,589	13,950	14,059
净利润	6,409	7,542	8,937	10,488
折旧摊销	574	274	272	270
财务费用	(395)	(353)	(557)	(769)
投资损失	(36)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	5,492	4,031	5,201	3,970
其他经营现金流	(5,094)	155	157	158
投资活动现金流	(1,920)	1,803	(1,045)	214
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(1,920)	1,803	(1,045)	214
筹资活动现金流	(2,949)	261	557	769

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	15.13%	16.00%	16.30%	15.80%
营业利润	19.82%	17.59%	18.50%	17.35%
归属于母公司净利润	19.61%	17.79%	18.50%	17.35%
获利能力				
毛利率(%)	42.17%	43.50%	43.67%	43.77%
净利率(%)	28.09%	28.53%	29.07%	29.45%
ROE(%)	31.78%	27.23%	24.40%	22.26%
ROIC(%)	-349.41%	-411.15%	#####	-182.71%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.72%	27.77%	25.78%	23.80%
净负债比率(%)	-43.74%	-76.50%	-90.39%	-97.45%
流动比率	2.67	3.26	3.66	4.08
速动比率	2.43	3.07	3.47	3.89
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.78	0.70	0.64
应收账款周转率	1037.03	1153.55	2368.41	1330.52
应付账款周转率	23.96	24.42	24.27	24.35
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.98	2.33	2.76	3.24



短期借款	73	(93)	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	3.58	4.31	4.34
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.19	8.52	11.28	14.52
普通股增加	540	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(540)	0	0	0	P/E	79.8	67.7	57.1	48.7
其他筹资现金流	(3,022)	353	557	769	P/B	25.4	18.5	14.0	10.9
现金净增加额	2,082	13,653	13,463	15,041	EV/EBITDA	74.57	54.13	45.21	37.91

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

