



2021年4月1日

海天味业(603288)：业绩保持快速增长，渠道下沉积极有效

食品饮料

审慎推荐(维持)当前股价：165.42元

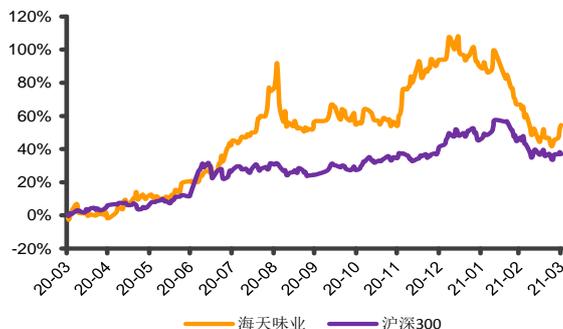
主要财务指标(单位：百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,792	26,375	30,660	35,246
(+/-)	15.1%	15.7%	16.2%	15.0%
营业利润	7,644	9,032	10,437	12,013
(+/-)	19.8%	18.2%	15.6%	15.1%
归属母公司净利润	6,403	7,580	8,761	10,084
(+/-)	19.6%	18.4%	15.6%	15.1%
EPS(元)	1.98	2.34	2.70	3.11
市盈率	83.7	70.7	61.2	53.2

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	32.4 / 32.4
流通市值(亿元)	5,360
每股净资产(元)	6.19
资产负债率(%)	31.7

股价表现(最近一年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● 公司于3月30日晚间发布2020年报。报告期内，公司实现营业收入227.92亿元，同比增15.13%；实现归属公司普通股股东净利润64.03亿元，同比增长19.61%；扣非后净利润61.77亿元，同比增长21.51%；每股收益1.98元。其中Q4单季实现营业收入57.06亿元，同比增14.76%，归母净利润18.31亿元，同比增20.62%；每股收益0.57元。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。

● 收入净利润双增，中西部地区增速较快。报告期内，实现主营业务收入216.31亿元，同比增长15.29%，毛利率同比-3.71pct，主要是根据新收入准则，将运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入所致；酱油、调味酱和蚝油依然是公司最主要的产品，同时覆盖醋、鸡精、味精、料酒等调味品，产销量及收入连续多年名列行业第一。分品类看，酱油实现营收130.43亿元，同比+12.17%，收入与销量保持同步增长，综合竞争优势进一步拉大，毛利率47.38%，同比-3pct；蚝油收入41.13亿元，同比+17.86%，保持了较快的增长势头，领先地位得到进一步巩固，毛利率35.36%，同比-2.60pct；调味酱25.24亿元，同比+10.16%，实现恢复性增长，毛利率44.20%，同比-3.36pct。分地区看，中部(+24.37%)和西部(+26.39%)区域都实现了快速增长，东部(+14.68%)、南部(+3.67%)和北部(+13.49%)区域都保持了稳定增速。渠道方面，公司依然以线下为主，线上实现销售收入3.80亿元，占比仅为1.76%，毛利率50.53%。经销商方面，一级经销商数量已经达到7051家，较2019年净增长1245家，实现了在中国地级及以上城市的100%覆盖率。同期ST加加、中炬高新的经销商数量多在1000家左右，约为海天味业的1/7。

● 期间费用率控制有效，净利率稳中有升。2020全年期间



费用率 5.9%，同比-5pct。其中销售费用率 6.0%，同比-4.9pct，主要是产品销售运费调整至营业成本所致；管理费用率、财务费用率和研发费用率基本稳定。整体净利率 28.12%，同比提高了 1.06pct。

● **公司未来看点。**（1）酱油、蚝油、发酵酱等多个品类市场规模均处于领先甚至绝对领先的领导位置，有效提供了企业后继发展的基础和降低了发展风险；（2）继续加大生产基地的产能改造，高明基地继续增资扩产，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，多地生产基地将陆续开工，可依据销售实际情况，再次释放超过 100 万吨以上调味品生产能力，为市场的稳定发展提供了产能保障；（3）在零售终端环节，公司加快上市较多新产品，如火锅底料、裸酱油、快捷复合调味品等，未来随着消费者在家里烹饪的需求，终端消费的加快也将使海天品牌影响力进一步扩大；（4）公司作为行业绝对龙头，品牌价值巨大，随着消费者的品牌意识增强，渠道不断下沉，区县覆盖率持续提高，未来还有很大的提升空间。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 263.75、306.60 和 352.46 亿元，EPS 分别为 2.34、2.70 和 3.11 元，当前股价对应 PE 分别为 70.7、61.2 和 53.2 倍，估值相对偏高，考虑到公司在行业的龙头地位，给予“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动的风险；食品安全问题。

图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	22,792	26,375	30,660	35,246
货币资金	16,958	20,882	25,574	30,855	营业成本	13,181	15,066	17,573	20,326
应收款	53	73	85	98	营业税金及附加	211	211	211	211
存货	2,100	2,301	2,684	3,104	销售费用	1,366	1,582	1,870	2,115
其他流动资产	5,090	5,344	5,612	5,892	管理费用	361	396	460	493
流动资产合计	24,200	28,601	33,955	39,949	财务费用	-392	-398	-491	-598
非流动资产:					研发费用	712	791	920	1,022
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	2,046	2,371	2,759	3,032
固定资产+在建工程	4,283	4,115	4,366	4,569	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
无形资产+商誉	416	457	503	554	公允价值变动	139	146	153	161
其他非流动资产	635	698	768	845	投资收益	36	38	39	41
非流动资产合计	5,333	5,271	5,638	5,968	营业利润	7,644	9,032	10,438	12,014
资产总计	29,534	33,872	39,593	45,917	加: 营业外收入	12	0	0	0
流动负债:					减: 营业外支出	13	0	0	0
短期借款	93	97	102	107	利润总额	7,642	9,032	10,438	12,014
应付账款、票据	1,415	1,553	1,937	2,172	所得税费用	1,233	1,445	1,670	1,922
其他流动负债	7,573	8,330	9,163	10,080	净利润	6,409	7,587	8,768	10,092
流动负债合计	9,080	9,981	11,202	12,359	少数股东损益	6	6	6	7
非流动负债:					归母净利润	6,403	7,580	8,761	10,085
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	287	302	317	333	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	287	302	317	333	成长性				
负债合计	9,368	10,282	11,519	12,692	营业收入增长率	15.1%	15.7%	16.2%	15.0%
所有者权益					营业利润增长率	19.8%	18.2%	15.6%	15.1%
股本	3,240	3,240	3,240	3,240	归母净利润增长率	19.6%	18.4%	15.6%	15.1%
资本公积金	791	791	791	791	总资产增长率	19.3%	14.7%	16.9%	16.0%
未分配利润	14,399	17,436	20,947	24,987	盈利能力				
少数股东权益	98	98	98	98	毛利率	42.2%	42.9%	42.7%	42.3%
所有者权益合计	20,166	23,963	28,350	33,399	营业利润率	33.5%	34.2%	34.0%	34.1%
负债和所有者权益	29,534	34,245	39,868	46,091	三项费用/营收	9.0%	9.0%	9.0%	8.6%
					EBIT/销售收入	33.6%	34.3%	34.1%	34.1%
					净利润率	28.1%	28.8%	28.6%	28.6%
					ROE	31.8%	31.7%	30.9%	30.2%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	营运能力				
净利润	6409	7587	8768	10092	总资产周转率	77.2%	77.9%	77.4%	76.8%
折旧与摊销	574	655	748	847	资产结构				
财务费用	-395	-398	-491	-598	资产负债率	31.7%	30.4%	29.1%	27.6%
存货的减少	-258	-201	-383	-421	现金流质量				
营运资本变化	1008	118	372	223	经营净现金流/净利润	1.08	1.08	1.08	1.06
其他非现金部分	-391	412	465	524	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	6950	8172	9480	10667	每股收益	1.98	2.34	2.70	3.11
投资活动现金净流量	-1920	-952	-1000	-1050	每股净资产	6.22	7.39	8.75	10.31
筹资活动现金净流量	-2949	-3295	-3788	-4337					
现金流量净额	2,082	3,925	4,692	5,280					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>