



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 海天味业(603288): 疫情下稳定成长, 2021年积极目标有望达成

2021年4月1日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格: 165.42元

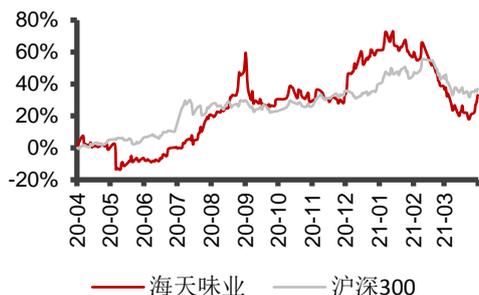
上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(亿股):	32.4
流通股本(亿股):	8.45
自由流通市值(亿元):	3560
每股净资产(元):	6.19
资产负债率(%):	31.72

### 海天味业与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: Wind

### 相关报告

- 1、对近期茅台一批价格波动的思考 20200325
- 2、贵州茅台(600519): 换帅不改发展趋势, 改革持续、交易解冻 20200304
- 3、疫情短期利好必选食品, 中长期投资逻辑不变 20200210

### 内容提要:

海天味业发布2020年年报, 实现收入227.92亿元, 同比增长15.13%; 实现归母净利润64.03亿元, 同比增长19.61%; 实现扣非后归母净利润61.77亿元, 同比增长21.51%。

**顺利完成任务, 新产品增速亮眼。**2020年, 公司圆满完成年初制定目标, 可比口径收入同比增长16.83%。虽然新冠疫情使传统优势渠道承压, 但公司通过快速推动营销网络的转型及加快推出新品类新渠道, 大幅降低了影响。公司三大核心产品酱油、蚝油、调味酱分别实现营收130.43、41.13及25.24亿元, 分别同比增长12.2%、17.9%及10.2%。值得注意的是, 公司其他调味品品类(包括快复合酱、鸡精、火锅料、醋等)营收同比增长44.29%, 贡献较高增速, 公司多元化战略初见成效。

**克服成本压力, 盈利能力持续提升。**2020年, 公司主营业务毛利率为43.52%, 同比下降3.71个百分点, 主要由于收入准则调整所致, 还原后, 公司可比口径下毛利率为46.95%, 同比小幅下降。费用方面, 销售费用率下降0.35个百分点, 其他费用率与上年基本持平。在加速创新及调整产品结构下, 公司整体净利率达28.12%, 同比提高1.06个百分点, 盈利能力持续提升。

**投资建议:** 公司发展策略稳定明晰, 龙头地位不断强化, 销售网络加速下沉, 产品结构持续优化, 产能释放为后续业绩增长提供保障。目前公司PE为83.7倍, 处于历史较高水平, 但基于行业地位的持续强化及创新能力的不断提升可给予一定估值溢价。我们预计2021-23年EPS分别为2.3元/2.7元/3.2元, 对应PE分别为71、61、52倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

**事件：**公司发布2020年年报，实现收入227.92亿元，同比增长15.13%；实现归母净利润64.03亿元，同比增长19.61%；实现扣非后归母净利润61.77亿元，同比增长21.51%。其中2020年四季度，公司实现收入57.06亿元，同比增长14.75%，实现归母净利润18.31亿元，同比增长20.65%。

**顺利完成任务，新产品增速亮眼。**2020年，公司圆满完成年初制定目标（营收、净利润分别增长15%、18%），由于收入准则调整（促销费冲减营业收入），公司可比口径收入同比增长16.83%。虽然新冠疫情对餐饮业造成较大影响使公司传统优势渠道承压，但公司通过快速推动营销网络的转型及加快推出新品类新渠道，大幅降低了影响。分产品来看，公司三大核心产品酱油、蚝油、调味酱分别实现营收130.43、41.13及25.24亿元，分别同比增长12.2%、17.9%及10.2%。酱油市场份额持续提升，吨价保持稳定；蚝油保持了较快增长，收入占比提升0.42个百分点至18.05%，吨价提升2.71%，主因C端销售加码，品牌力进一步提升；调味酱收入增速同比提升0.64个百分点，考虑促销费用抵扣，增速更高，产品及渠道优化效果显现。值得注意的是，公司其他调味品品类（包括快复合酱、鸡精、火锅料、醋等）营收同比增长44.29%，其中四季度同比增长71.08%，全年收入占比提升1.73个百分点至8.56%，贡献较高增速，公司多元化战略初见成效。

分区域来看，公司销售网络最具优势的南部地区发展受疫情影响较大，全年收入同比增长3.67%，较去年下降9.59个百分点，其余区域增长均有所提速。其中西部增速最快，达26.39%，中部区域增速提升幅度最大，提升5.8个百分点至24.37%，收入占比也超过南部及东部成为第二大区，全国化渠道优势进一步强化。2020年末，公司经销商达7051家，净增加1245家，渠道深耕及网络裂变持续推进。

**克服成本压力，盈利能力持续提升。**2020年，公司主营业务毛利率为43.52%，同比下降3.71个百分点，主要由于收入准则调整所致，还原后，公司可比口径下毛利率为46.95%，同比小幅下降0.27个百分点，疫情下C端销售占提升、产品结构升级降低了原料、人工成本上涨带来的负面影响。费用方面，销售、管理、研发及财务费用率分别为5.99%、1.59%、3.12%及-1.72%，或还原为可比口径，销售、管理、研发费用率分别为10.58%、1.56%、3.08%，其中销售费用率下降0.35个百分点，其他费用率与上年基本持平。在加速创新及调整产品结构下，公司整体净利率达

28.12%，同比提高1.06个百分点，盈利能力持续提升。

**2021年目标积极。**2021年是公司三五计划的第三年，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，营收、利润分别增长16%及18%，稳健增长目标彰显公司信心。我们认为该目标有望达成，原因有三：一是随着餐饮业的复苏，公司To B端优势将回归，预计南部地区将呈现较快恢复性增长。二是公司不断加码品类创新，已形成孵化机制，新品或成为重要增长动能。公司还推出粮油产品，通过低毛利产品引流的同时，与年内不提价策略及优秀成本控制能力结合，将提高行业准入门槛。三是扩产计划有序落地，公司三五计划规划2023年释放超过100万吨以上调味品生产能力，2019、2020年生产量分别增长50万吨及24万吨，高明及江苏宿迁基地逐步释放产能将为后续规模提升及提效降费奠定基础。

**表：重点指标预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22,792	26,507	30,642	35,392
增长率	15.1%	16.3%	15.6%	15.5%
归母净利润（百万元）	6,403	7,575	8,835	10,250
增长率	19.6%	18.3%	16.6%	16.0%
每股收益（元）	1.98	2.34	2.73	3.16
PE	101.49	70.76	60.67	52.29

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年4月1日，2021-2023年业绩为作者预测值。

**投资建议：**公司发展策略稳定明晰，龙头地位不断强化，全国化销售网络加速下沉，产品结构持续优化，高明基地扩产及江苏基地产能释放为后续业绩增长提供保障。目前公司PE为83.7倍，处于历史较高水平，但基于行业地位的持续强化及创新能力的不断提升可给予一定估值溢价。我们预计2021-23年EPS分别为2.3元/2.7元/3.2元，对应PE分别为71倍/61倍/52倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

**盈利预测:**
**报表预测** 单位: 百万元

**资产负债表**

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16,958	22,300	29,156	37,125
应收账款	41	22	17	19
存货	2,100	2,446	2,844	3,334
其他流动资产	46	79	96	108
流动资产合计	24,200	30,100	37,567	46,241
固定资产	3,914	3,835	3,711	3,677
在建工程	369	269	169	369
<b>资产总计</b>	<b>29,534</b>	<b>35,252</b>	<b>42,492</b>	<b>51,329</b>
应付票据	413	497	616	711
应付账款	1,001	1,244	1,469	1,749
应付职工薪酬	828	1,014	1,211	1,496
应交税费	717	875	1,011	1,168
其他流动负债	6,028	6,540	7,482	8,576
流动负债合计	9,080	10,195	11,815	13,725
<b>负债合计</b>	<b>9,368</b>	<b>10,482</b>	<b>12,102</b>	<b>14,012</b>
归属于母公司的所有者权益	20,068	24,664	30,276	37,192
少数股东权益	98	105	114	124
<b>股东权益</b>	<b>20,166</b>	<b>24,770</b>	<b>30,390</b>	<b>37,316</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>29,534</b>	<b>35,252</b>	<b>42,492</b>	<b>51,329</b>

**现金流量表** 单位: 百万元

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	6950	8387	10045	11650
投资活动现金流净额	-1920	125	112	-179
筹资活动现金流净额	-2949	-3171	-3301	-3501
<b>现金净流量</b>	<b>2082</b>	<b>5342</b>	<b>6856</b>	<b>7969</b>

**利润表**

单位: 百万元

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,792	26,507	30,642	35,392
营业成本	13,181	15,130	17,300	19,950
毛利	9,611	11,377	13,342	15,442
毛利润率	42%	43%	44%	44%
税金及附加	211	239	276	319
税金及附加/营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1,366	1,405	1,624	1,840
销售费用率	6%	5%	5%	5%
管理费用	361	371	429	495
管理费用率	2%	1%	1%	1%
研发费用	712	795	950	1,097
研发费用率	3%	3%	3%	3%
财务费用	-392	-66	-89	-115
财务费用率	-1.7%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
<b>营业利润</b>	<b>7644</b>	<b>9036</b>	<b>10540</b>	<b>12229</b>
营业利润/营业收入	20%	18%	17%	16%
营业外收支	-1	2	1	0
<b>利润总额</b>	<b>7642</b>	<b>9038</b>	<b>10541</b>	<b>12229</b>
利润总额/营业收入	20%	18%	17%	16%
所得税费用	1233	1455	1697	1969
<b>净利润</b>	<b>6409</b>	<b>7583</b>	<b>8844</b>	<b>10261</b>
归母净利润	6403	7575	8835	10250
少数股东损益	6	8	9	10

**基本指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>EPS (元)</b>	1.98	2.34	2.73	3.16
<b>BVPS</b>	6.19	7.61	9.34	11.48
<b>PE (倍)</b>	101.49	70.76	60.67	52.29
<b>PEG</b>	5.18	3.87	3.65	3.27
<b>PB (倍)</b>	32.38	21.73	17.71	14.41
<b>EV/EBITDA</b>	83.99	58.57	49.37	41.94
<b>ROE</b>	32%	31%	29%	28%

数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年4月1日, 2021-2023年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层