

Q1 业绩超预期，强者恒强

海天味业(603288)

评级:	买入	股票代码:	603288
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	219.58/105.0
目标价格:		总市值(亿)	5,379.14
最新收盘价:	166	自由流通市值(亿)	5,379.14
		自由流通股数(百万)	3,240.44

事件概述

公司发布一季报，Q1 实现营业收入 71.58 亿元，同比+21.65%；归母净利润 19.53 亿元，同比+21.13%。

分析判断:

► 收入增长超预期，均衡发展提升综合竞争力

Q1 伴随餐饮渠道恢复与中部、北部等区域高增，公司实现收入 71.58 亿元，同比增长 21.65%，19-21 年年化增长 14.2%，回归稳健增长中枢。

分品类来看，Q1 酱油/调味酱/蚝油收入分别为 40.98/8.83/11.68 亿元，分别同比+17.62%/+20.80%/+21.30%，酱油增长受益于餐饮渠道恢复和公司渠道影响力的进一步提升，调味酱和蚝油在低基数下实现 20%+ 的增长，市场需求基本恢复；公司其他小品类调味品实现营收 7.0 亿元，同比+68.9%，品类扩张如期推进，产品结构不断多元化。分区域来看，公司东部/南部/中部/北部/西部区域收入分别为 13.03/11.44/16.33/18.79/8.89 亿元，分别同比+13.54%/+14.67%/+29.23%/+31.95%/+17.14%，各区域均实现双位数增长，共同抢占市场，提升海天市场份额，其中中部和北部增速在 20% 以上，核心市场竞争力加速提升。分渠道来看，公司不断完善线下布局，一季度净增经销商 284 个，实现收入 67.52 亿元，同比+22.46%；线上渠道实现收入 9698 万元，同比+22.70%，渠道重要性进一步提升。

► 费用管控能力优异，净利润稳中有升

Q1 毛利率和净利率分别为 40.94% 和 27.32%，分别同比-4.88 和-0.11pct，毛利率下降较多主因会计准则调整，整体盈利能力维持稳健。费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.7%/1.15%/2.92%/-1.58%，分别同比-4.92%/+0.05%/+0.48%/-0.03pct，销售费用率下降较多主因会计准则变化，整体费用率变化不大，公司费用管控能力依旧优秀。综合来看，公司实现归母净利润 19.53 亿元，同比+21.31%，利润增速与收入增速基本同步，规模提升带动盈利水平稳中有升。

► 龙头行稳致远，加速扩大领先优势

公司 2021 年规划收入+16%，净利润+18% 的业绩，在“三五”攻坚之年，持续推动高质量发展，加快扩大市场领先优势，一季度业绩为全年目标完成奠定了较好的基础。具体来看，渠道端公司将持续强化餐饮和零售端的覆盖和下沉，加大经销商布局，并不断强化两大渠道之间相互协调，提升应对系统性风险的能力；产品端坚持优先做好酱油、蚝油、发酵酱三大核心品类的发展，进一步放大竞争优势，拉大差距，并加快复合酱、鸡精、火锅料、醋等后继品类的提速发展，构建新的增长动能；产能端做好前瞻布局，为市场的稳定发展提供有力保障，更好的把握市场发展机遇。我们长期看好公司运用上市平台，以内生+外延的方式进行资源配置优化，不断丰富产品结构，进一步强化公司竞争壁垒的同时提升市场占有率，真正成为具备领先优势的平台型龙头调味品集团。

投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司 21-23 年收入分别为 264.8/307.2/356.3 亿元，分别同比+16.2%/+16.0%/+16.0%；归母净利润分别为 75.7/88.9/104.2 亿元，分别同比+18.2%/+17.4%/+17.2%；EPS 分别为 2.34/2.74/3.21 元，当前股价对应估值分别为 71/61/52 倍，维持买入评级。

风险提示

原材料价格上涨、新品推广不达预期，食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	26,480	30,717	35,631
YoY (%)	16.2%	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%
归母净利润(百万元)	5,353	6,403	7,571	8,885	10,416
YoY (%)	22.6%	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%
毛利率 (%)	45.4%	42.2%	41.6%	42.3%	43.0%
每股收益 (元)	1.65	1.98	2.34	2.74	3.21
ROE	32.3%	31.9%	27.4%	24.3%	22.2%
市盈率	100.48	84.01	71.05	60.54	51.64

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	22,792	26,480	30,717	35,631	净利润	6,409	7,579	8,894	10,426
YoY (%)	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%	折旧和摊销	575	20	20	20
营业成本	13,181	15,455	17,724	20,310	营运资金变动	751	1,283	422	1,039
营业税金及附加	211	238	276	321	经营活动现金流	6,950	8,707	9,132	11,319
销售费用	1,366	1,456	1,689	1,924	资本开支	-905	-964	-85	-62
管理费用	361	410	476	552	投资	-1,552	-100	-100	-100
财务费用	-392	-532	-567	-609	投资活动现金流	-1,920	-883	25	11
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	36	185	215	178	债务募资	107	0	0	0
营业利润	7,644	9,023	10,589	12,413	筹资活动现金流	-2,949	-4	-4	-4
营业外收支	-1	-1	-1	-1	现金净流量	2,082	7,819	9,154	11,327
利润总额	7,642	9,022	10,588	12,412	主要财务指标				
所得税	1,233	1,444	1,694	1,986	成长能力				
净利润	6,409	7,579	8,894	10,426	营业收入增长率	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%
归属于母公司净利润	6,403	7,571	8,885	10,416	净利润增长率	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%
YoY (%)	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%	盈利能力				
每股收益	1.98	2.34	2.74	3.21	毛利率	42.2%	41.6%	42.3%	43.0%
资产负债表 (百万元)					净利率率	28.1%	28.6%	29.0%	29.3%
货币资金	16,958	24,777	33,931	45,257	总资产收益率 ROA	21.7%	19.5%	18.3%	17.2%
预付款项	16	23	25	28	净资产收益率 ROE	31.9%	27.4%	24.3%	22.2%
存货	2,100	2,431	2,828	3,225	偿债能力				
其他流动资产	5,127	5,312	5,523	5,784	流动比率	2.67	3.02	3.61	4.08
流动资产合计	24,200	32,543	42,307	54,295	速动比率	2.43	2.79	3.37	3.83
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.87	2.30	2.90	3.40
固定资产	3,914	4,904	4,994	5,084	资产负债率	31.7%	28.5%	24.7%	22.4%
无形资产	385	375	365	355	经营效率				
非流动资产合计	5,333	6,276	6,338	6,377	总资产周转率	0.77	0.68	0.63	0.59
资产合计	29,534	38,819	48,645	60,672	每股指标 (元)				
短期借款	93	93	93	93	每股收益	1.98	2.34	2.74	3.21
应付账款及票据	1,415	1,731	1,982	2,256	每股净资产	6.19	8.53	11.27	14.49
其他流动负债	7,573	8,963	9,644	10,971	每股经营现金流	2.14	2.69	2.82	3.49
流动负债合计	9,080	10,787	11,719	13,319	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	287	287	287	287	PE	84.01	71.05	60.54	51.64
非流动负债合计	287	287	287	287	PB	32.38	18.47	13.98	10.88
负债合计	9,368	11,074	12,006	13,606					
股本	3,240	3,240	3,240	3,240					
少数股东权益	98	105	114	125					
股东权益合计	20,166	27,745	36,639	47,066					
负债和股东权益合计	29,534	38,819	48,645	60,672					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。