

海天味业(603288)

Q1 业绩增长 21%，北部中部表现出色

——海天味业点评报告

点评报告

行业公司研究—食品加工行业—

证券研究报告

✉ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002  
☎ : 021-80106029  
✉ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

4月30日，公司公告2021年一季报。2021Q1，公司实现营收71.58亿元（同比+21.65%），归母净利润19.53亿元（同比+21.13%），扣非净利润18.95亿元（同比+20.58%）。

□ Q1 业绩增长 21%，北部中部表现出色

2021Q1，公司营收同比增长21.65%。分产品看，酱油/蚝油/调味酱营收分别为40.98/11.69/8.83亿元（占比57.25%/16.32%/12.34%），同比+17.62%/+21.30%/+20.80%，各品类保持较高速增长；分渠道看，线下/线上营收分别为67.53/0.97亿元（占比94.34%/1.35%），同比+22.46%/+22.70%；线下渠道分地区看，北部/中部/东部/南部/西部地区营收分别为18.79/16.33/13.03/11.44/8.89亿元（占比26.26%/22.82%/18.21%/15.98%/12.43%），同比+31.95%/+29.23%/+13.54%/+14.67%/+17.14%，疫后各区恢复良好，北部/中部增速亮眼。2021Q1，公司归母净利润同比增长21.13%，归母净利增速与营收增速基本一致。

□ 营销网络覆盖全国，中西部地区渠道下沉效果显著

1) 营销网络覆盖全国，渠道下沉贡献增量：公司营销网络已覆盖全国31个省级行政区域，320多个地级市，2,000多个县份市场，90%内地省份销售额过亿。21Q1经销商总数7,335家（较年初净增284家），公司重点针对中部、西部地区推进渠道下沉，中部/西部经销商数1,622/1,668家，较年初净增经销商53/70家，2016-2020年中部/西部地区营收由22.83/11.51亿元增长至46.55/26.92亿元，CAGR达19.50%/23.67%，渠道下沉效果显著，持续贡献业绩增量。

2) 公司作为调味品龙头有望持续受益于行业集中度提升：据欧睿数据，2020年我国零售端调味品行业CR5约19.5%（对标美国CR5约34.5%，日本CR5约24.9%），海天味业作为行业龙头市占率约7%；伴随消费升级（居民人均可支配收入提高，15-20年CAGR7.94%），餐饮行业持续较快增长（据中国饭店协会数据，14-19年餐饮收入CAGR9.7%），调味品市场规模稳步增长，公司在行业内规模化优势显著、品牌及渠道壁垒持续夯实，有望持续受益于行业集中度提升。

□ 强品牌力赋能渠道提效、产品放量，规模化优势助力降本增效

1) 强品牌力赋能渠道提效、产品放量，强研发力助力新品迭代：公司品牌力出众，品牌力榜单连续9年行业第一，酱油产销量连续23年全国第一；2020年，海天在Chnbrand发布的中国品牌力指数（C-BPI）榜单中获得酱油、蚝油、酱料、食醋行业第一品牌。公司酱油、黄豆酱等采用天然发酵技术，核心产品金标生抽、草菇老抽畅销60余年；公司立足核心酿造技术优势，持续投入研发，20年/21Q1研发费用为7.12/2.09亿元（营收占比3.12%/2.92%），同比+21.16%/+45.45%；2019年专利数达537项（同行约100-300项），远超同行水平；20年公司新推出火锅底料、裸酱油、快捷复合调味品等产品，满足消费者居家烹饪需求，未来公司将加快布局复合酱、鸡精、醋等后继品类。

2) 规模化优势+精益生产助力降本增效：2020年公司产能约370万吨，调味品总产量达351万吨，产能利用率约95%，公司酱油产品吨成本约2,798元（同行约3,000元），生产规模优势下盈利能力稳中有升，2016-2020年公司毛利率由43.95%增至46.23%（2020年为经调整后数据）；截至20年末公司规划产能超100万吨，全国化生产、物流基地也将逐步开工建设，形成集生产、仓储、配送于一体的物流体系，公司整体供应链效率有望持续提升，助力降本增效。公司2021年经营目标为营收264.4亿（同比增速16.01%）、利润75.6亿（同比增速18.07%），规划产能充足支撑经营目标。

□ 投资建议

公司是国内调味品龙头，营销网络覆盖全国，中西部地区渠道下沉效果显著，强品牌力赋能渠道提效、产品放量，规模化优势助力降本增效。预计2021-2023年归母净利润为75.94/90.10/106.99亿元，增速为18.61%/18.64%/18.75%，对应4月29日估值为70.83/59.70/50.28倍（市值5,379亿元）。

□ 风险提示

食品安全风险，原材料价格波动风险，产能建设不及预期风险

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥166.00

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.60
4Q/2020	0.57
3Q/2020	0.41
2Q/2020	0.51



公司简介

公司是国内调味品龙头（产销量位列第一），于1995年成立，2014年上市，主要生产酱油、蚝油和调味酱等产品，2020年总产量超350万吨。

相关报告

- 1《海天味业：年报业绩增长20%，经营目标顺利达成》2021.03.31
- 2《海天味业：Q3业绩增长22%，中、西部渠道下沉效果良好》2020.10.31
- 3《海天味业：中期业绩增长18%，中、西部维持高增长》2020.08.28

分析师： 邓晖

联系人： 邓晖、杨骥、赵璐

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	22792	26803	31587	37306
(+/-)	15.13%	17.60%	17.85%	18.11%
净利润	6403	7594	9010	10699
(+/-)	19.61%	18.61%	18.64%	18.75%
每股收益(元)	1.98	2.34	2.78	3.30
P/E	84.01	70.83	59.70	50.28

**表 1: 公司分季度财务数据一览**

单位(百万元)	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
<b>利润表摘要</b>									
营业总收入	7,157.88	5,705.72	5,491.53	5,710.80	5,883.83	4,972.44	4,664.48	4,669.82	5,490.15
YOY	21.65%	14.75%	17.73%	22.29%	7.17%	15.03%	16.85%	16.00%	16.95%
毛利率	40.94%	41.86%	40.87%	39.96%	45.82%	48.22%	43.75%	43.78%	45.78%
毛利	2,930.35	2,388.38	2,244.32	2,282.30	2,696.09	2,397.73	2,040.90	2,044.31	2,513.23
YOY	8.69%	-0.39%	9.97%	11.64%	7.28%	19.42%	13.42%	6.71%	14.63%
期间费用率	8.19%	3.55%	12.96%	6.82%	12.62%	12.36%	16.37%	12.80%	14.06%
其中: 销售费用	408.30	-35.56	535.76	240.27	625.06	445.33	600.34	456.83	660.32
销售费用率	5.70%	-0.62%	9.76%	4.21%	10.62%	8.96%	12.87%	9.78%	12.03%
其中: 管理费用	82.30	120.94	81.22	94.29	64.94	68.25	89.09	69.12	63.44
管理费用率	1.15%	2.12%	1.48%	1.65%	1.10%	1.37%	1.91%	1.48%	1.16%
其中: 研发费用	208.70	216.75	188.64	162.88	143.49	159.67	156.55	144.88	126.33
研发费用率	2.92%	3.80%	3.44%	2.85%	2.44%	3.21%	3.36%	3.10%	2.30%
其中: 财务费用	-113.13	-99.31	-93.90	-107.99	-91.04	-58.49	-82.62	-73.22	-78.42
财务费用率	-1.58%	-1.74%	-1.71%	-1.89%	-1.55%	-1.18%	-1.77%	-1.57%	-1.43%
归母净利润	1,953.34	1,831.46	1,318.71	1,640.07	1,612.63	1,518.05	1,084.96	1,273.03	1,477.14
YOY	21.13%	20.65%	21.54%	28.83%	9.17%	23.06%	22.84%	21.79%	22.81%
归母净利率	27.29%	32.10%	24.01%	28.72%	27.41%	30.53%	23.26%	27.26%	26.91%
扣非归母净利润	1,895.45	1,777.57	1,233.91	1,593.81	1,571.91	1,446.10	1,037.69	1,203.39	1,396.71
YOY	20.58%	22.92%	18.91%	32.44%	12.54%	22.00%	31.68%	20.24%	21.46%
扣非归母净利率	26.48%	31.15%	22.47%	27.91%	26.72%	29.08%	22.25%	25.77%	25.44%
<b>资产负债表摘要</b>									
货币资金	16,815.27	16,957.68	13,449.29	12,394.04	13,977.55	13,455.53	10,427.31	8,241.33	9,727.59
交易性金融资产	5,077.35	5,054.74	5,040.78	4,464.70	4,802.51	4,878.14	4,595.41	4,685.99	4,868.03
应收票据及应收账款	23.07	41.49	43.32	52.35	46.41	2.46	2.43	2.27	2.99
YOY	-50.29%	1,584.42%	1,684.85%	2,207.54%	1,451.32%	0.77%	-3.60%	-9.99%	-37.15%
存货	1,755.92	2,099.92	1,367.67	1,476.29	1,481.32	1,802.76	1,019.62	1,076.47	1,108.23
YOY	18.54%	16.48%	34.13%	37.14%	33.67%	49.81%	32.51%	75.50%	83.88%
预付账款	21.74	15.62	40.63	41.79	37.92	18.58	14.33	11.57	15.45
YOY	-42.65%	-15.90%	183.53%	261.36%	145.47%	8.00%	2.49%	-26.56%	-41.24%
应付账款及应付票据	1,342.54	1,414.73	930.69	1,095.79	1,417.31	1,298.47	729.21	634.40	933.08
YOY	-5.28%	8.95%	27.63%	72.73%	51.90%	74.33%	5.59%	1.28%	29.41%
其它应付款	1,250.56	1,239.13	1,439.30	1,302.66	1,234.47	1,216.72	1,503.49	1,322.25	1,284.13
<b>现金流量表摘要</b>									
经营活动现金净流量	-123.01	3,734.04	1,646.31	1,155.63	414.46	3,367.75	2,272.54	874.21	53.07
筹资活动现金净流量	33.49	-30.00	6.73	-2,934.30	8.59	-0.31	-0.26	-2,646.60	-0.28
投资活动现金净流量	-105.13	-1,509.63	-621.97	134.79	77.23	-321.91	-42.07	231.16	221.66
资本开支	230.13	303.21	173.49	339.22	89.45	150.83	248.09	88.07	92.28
ROE	9.28%	9.56%	7.50%	9.34%	9.27%	9.59%	7.47%	8.68%	10.11%
YOY(+/-)	0.01%	-0.03%	0.03%	0.66%	-0.83%	0.28%	0.21%	0.21%	0.37%
资产负债率	24.12%	31.72%	27.21%	28.03%	27.56%	32.95%	26.90%	24.22%	24.02%
YOY(+/-)	-3.44%	-1.23%	0.31%	3.81%	3.54%	1.89%	2.94%	1.98%	3.17%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	24200	27902	31821	36391	<b>营业收入</b>	22792	26803	31587	37306
现金	16958	20480	23890	28018	营业成本	13181	14713	17202	20228
交易性金融资产	5055	5055	5055	5055	营业税金及附加	211	266	308	363
应收账款	41	19	28	42	营业费用	1366	1919	2309	2705
其它应收款	11	16	17	20	管理费用	361	414	492	580
预付账款	16	24	26	29	研发费用	712	837	998	1194
存货	2100	2247	2746	3181	财务费用	(392)	(276)	(329)	(385)
其他	20	61	60	47	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5333	5149	5789	6444	公允价值变动损益	139	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	36	36	36	36
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	118	92	109	106
固定资产	3914	4131	4442	4842	<b>营业利润</b>	7644	9058	10750	12763
无形资产	385	457	557	694	营业外收支	(1)	0	0	0
在建工程	369	55	244	355	<b>利润总额</b>	7642	9058	10750	12763
其他	665	505	546	553	所得税	1233	1456	1731	2054
<b>资产总计</b>	29534	33050	37610	42835	<b>净利润</b>	6409	7602	9019	10710
<b>流动负债</b>	9080	9831	10982	12152	少数股东损益	6	7	9	10
短期借款	93	44	52	63	<b>归属母公司净利润</b>	6403	7594	9010	10699
应付款项	1415	1580	1883	2193	EBITDA	7967	9278	11001	13061
预收账款	0	2698	2680	2834	EPS (最新摊薄)	1.98	2.34	2.78	3.30
其他	7573	5510	6367	7061	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	287	218	233	239		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	287	218	233	239	营业收入	15.13%	17.60%	17.85%	18.11%
<b>负债合计</b>	9368	10049	11216	12390	营业利润	19.82%	18.50%	18.69%	18.73%
少数股东权益	98	105	114	124	归属母公司净利润	19.61%	18.61%	18.64%	18.75%
归属母公司股东权益	20068	22896	26281	30321	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	29534	33050	37610	42835	毛利率	42.17%	45.11%	45.54%	45.78%
					净利率	28.12%	28.36%	28.55%	28.71%
					ROE	34.83%	35.19%	36.48%	37.65%
					ROIC	30.75%	32.12%	33.20%	34.18%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	31.72%	30.41%	29.82%	28.93%
					净负债比率	0.99%	0.44%	0.46%	0.51%
					流动比率	2.67	2.84	2.90	2.99
					速动比率	2.43	2.61	2.65	2.73
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.84	0.86	0.89	0.93
					应收账款周转率	1037.03	891.19	1359.54	1065.12
					应付账款周转率	13.86	13.68	13.78	13.84
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.98	2.34	2.78	3.30
					每股经营现金	2.14	2.64	3.04	3.60
					每股净资产	6.19	7.07	8.11	9.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	84.01	70.83	59.70	50.28
					P/B	26.80	23.49	20.47	17.74
					EV/EBITDA	78.83	55.24	46.28	38.67

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	6950	8541	9841	11675
净利润	6409	7602	9019	10710
折旧摊销	574	497	581	684
财务费用	(392)	(276)	(329)	(385)
投资损失	(36)	(36)	(36)	(36)
营运资金变动	1088	752	1144	1141
其它	(693)	2	(538)	(439)
<b>投资活动现金流</b>	(1920)	(479)	(1144)	(1283)
资本支出	(341)	(394)	(1074)	(1187)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(1579)	(84)	(70)	(96)
<b>筹资活动现金流</b>	(2949)	(4540)	(5288)	(6264)
短期借款	73	(49)	8	11
长期借款	0	0	0	0
其他	(3022)	(4491)	(5296)	(6275)
<b>现金净增加额</b>	2082	3523	3409	4128

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>