

公司研究

2021 开局稳健，龙头地位持续巩固

——海天味业（603288.SH）2021 年一季报点评报告

要点

事件：海天味业发布 2021 年一季报。报告期内，公司实现营收/归母净利润 71.58/19.53 亿元，yoy+21.65%/+21.13%，扣非后归母净利润 18.95 亿元，yoy+20.58%。

2021 开局稳健，多品类增长提速：公司作为行业龙头，在 2021 年一季度调味品整体承压的背景下，依然保持稳健增长态势。(1) 分产品看，酱油/蚝油/酱类/其他调味品分别实现营收 40.98/11.69/8.83/7 亿元，yoy+17.62%/21.30%/20.80%/68.85%，包括复合调味料在内的新品类收入增速表现亮眼；(2) 分地区看，东部/南部/中部/北部/西部分别实现营收 13.03/11.44/ 16.33/18.79/ 8.89 亿元，yoy+13.54%/ +14.67%/+29.23%/ +31.95%/+17.14%；(3) 从渠道上看，报告期内公司共净增加 284 家经销商，整体经销商上升至 7335 家，东部/南部/中部/北部/西部分别净增加 48/39/53/74/70 家，报告期内公司加大了对东/南部市场的开拓和渗透，收效良好，经销商数量 yoy+5.65%/4.39%，2021Q1 公司线上/线下渠道实现收入 67.53/0.97 亿元，yoy+22.46%/22.70%。

一季度行业成本承压，公司盈利稳定凸显竞争优势：21Q1 公司在原材料成本上升且承诺整体不提价的背景下保持盈利水平稳定，(1) 21Q1 公司销售毛利率为 40.94%，同比/环比变动-4.88pct/-0.92pct。公司毛利率变动的原因为公司执行新收入准则，将原计入销售费用中的运费调整至营业成本，公司促销费冲减营业收入和产品结构变化等因素也间接影响了毛利水平；(2) 21Q1 公司销售费用率为 5.70%，销售费用率 yoy-4.92pct，销售费用率的下降主要为会计准则调整后运费调出的影响；毛销差 35.24%，yoy+0.04pct；(3) 21Q1 公司管理费用/研发费用率为 1.15%/2.92%，yoy+0.05pct/0.48pct，管理费用率环比 -0.97pct，处于历史低位，研发费用同比增长，报告期内公司加大研发创新力度，进一步支撑公司在品类拓展上的持续发力；(4) 综合来看，21Q1 公司销售净利率达 27.32%，yoy-0.11pct，同比保持稳定，费用管控能力得到验证。

展望全年：龙头效应+平台化转型之下行业地位持续巩固：2021 年公司有望继续发挥龙头优势，(1) 成本端：2021 年全行业采购成本上行，公司在规模效应下议价能力相对较强。在大豆等大宗商品价格大幅上涨的背景下，公司通过增加原材料储备，争取全年保持成本稳定；(2) 产品端：公司将继续向平台化转型，在巩固传统品类的基础上创新发展后继品类，2021 年一季度裸酱油、油司令以及复合调味品发展态势良好，未来有望继续扩充品类，释放平台化转型优势；(3) 渠道端：在 B 端餐饮业高景气度和 C 端消费升级的趋势之下，看好公司的线下渠道的下沉以及线上新渠道的发展空间；(4) 从整体看，考虑到公司对产业链上下游的定价能力以及技改带来的规模效应，我们认为公司有能力强应对外部压力，有望进一步巩固自身的龙头地位。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司的龙头地位和平台化转型过程中的成长趋势，维持公司 2021/22/23 年营业收入预测为 265.52/308.69/358.30 亿元，维持 2021/22/23 年归母净利润预测为 75.70/89.52/106.23 亿元，当前股价对应 2021/22/23 年 PE 分别为 73x/61x/52x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，食品安全问题，品类拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	26,552	30,869	35,830
营业收入增长率	16.22%	15.13%	16.50%	16.26%	16.07%
净利润(百万元)	5,353	6,403	7,570	8,952	10,623
净利润增长率	22.64%	19.61%	18.23%	18.25%	18.67%
EPS(元)	1.98	1.98	2.34	2.76	3.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.28%	31.91%	31.15%	30.38%	29.83%
P/E	86	86	73	61	52
P/B	28	27	23	19	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

注：2019 年末股本为 27 亿股，2020 年因资本公积转增致股本增加至 32.4 亿股。

买入（维持）

当前价：169.50 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

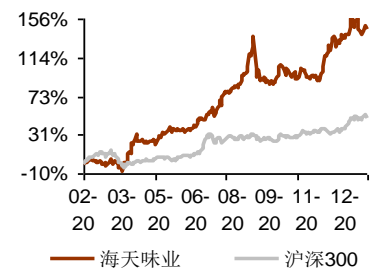
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.40
总市值(亿元)	5492.55
一年最低/最高(元)	100.02/219.58
近 3 月换手率	10.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.17	-16.62	56.25
绝对	3.88	-14.91	57.96

资料来源：Wind

相关研报

盈利能力提升，业绩实现稳定增长——海天味业（603288.SH）2020 年度业绩点评（2021-04-01）

业绩符合预期，渠道网络进一步下沉——海天味业（603288.SH）2020 年三季度点评（2020-10-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,797	22,792	26,552	30,869	35,830
营业成本	10,801	13,181	15,192	17,495	20,078
折旧和摊销	479	574	27	66	114
税金及附加	203	211	246	286	332
销售费用	2,163	1,366	1,487	1,744	2,024
管理费用	290	361	377	451	523
研发费用	587	712	797	926	1,075
财务费用	-293	-392	-219	-291	-370
投资收益	60	36	86	136	186
营业利润	6,379	7,644	9,009	10,648	12,632
利润总额	6,377	7,642	9,015	10,660	12,650
所得税	1,021	1,233	1,442	1,706	2,024
净利润	5,356	6,409	7,572	8,954	10,626
少数股东损益	3	6	2	3	3
归属母公司净利润	5,353	6,403	7,570	8,952	10,623
EPS(按最新股本计)	1.98	1.98	2.34	2.76	3.28

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,568	6,950	8,821	9,982	11,557
净利润	5,353	6,403	7,570	8,952	10,623
折旧摊销	479	574	27	66	114
净营运资金增加	-5,554	-28	-443	-140	-160
其他	6,290	2	1,667	1,105	980
投资活动产生现金流	89	-1,920	-89	-589	-714
净资本支出	-579	-905	-500	-650	-850
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	668	-1,014	411	61	136
融资活动现金流	-2,647	-2,949	-3,095	-3,362	-3,954
股本变化	0	540	0	0	0
债务净变化	0	73	-93	0	0
无息负债变化	1,900	1,138	1,852	1,776	2,029
净现金流	4,009	2,082	5,636	6,032	6,889

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	45.4%	42.2%	42.8%	43.3%	44.0%
EBITDA 率	32.2%	33.6%	32.4%	33.0%	33.7%
EBIT 率	29.8%	31.1%	32.3%	32.8%	33.4%
税前净利润率	32.2%	33.5%	34.0%	34.5%	35.3%
归母净利润率	27.0%	28.1%	28.5%	29.0%	29.6%
ROA	21.6%	21.7%	21.3%	21.1%	21.0%
ROE (摊薄)	32.3%	31.9%	31.2%	30.4%	29.8%
经营性 ROIC	153.3%	150.8%	198.1%	227.9%	243.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	33%	32%	31%	30%	29%
流动比率	2.54	2.67	2.79	2.95	3.08
速动比率	2.31	2.43	2.56	2.72	2.86
归母权益/有息债务	846.02	216.72	-	-	-
有形资产/有息债务	1235.54	307.64	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	24,754	29,534	35,527	42,471	50,650
货币资金	13,456	16,958	22,594	28,625	35,514
交易性金融资产	4,878	5,055	4,800	4,900	5,000
应收帐款	2	41	48	56	65
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	90	11	13	15	18
存货	1,803	2,100	2,420	2,787	3,199
其他流动资产	22	20	57	100	150
流动资产合计	20,269	24,200	29,950	36,505	43,969
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,448	3,914	4,453	5,006	5,743
在建工程	494	369	288	297	268
无形资产	138	385	378	370	363
商誉	15	31	31	31	31
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	4,485	5,333	5,577	5,966	6,681
总负债	8,156	9,368	11,127	12,902	14,932
短期借款	20	93	0	0	0
应付账款	901	1,001	1,215	1,400	1,606
应付票据	398	413	476	549	630
预收账款	4,098	0	5,310	6,174	7,166
其他流动负债	0	337	337	337	337
流动负债合计	7,978	9,080	10,740	12,382	14,258
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	270	387	520	674
非流动负债合计	178	287	387	520	674
股东权益	16,598	20,166	24,401	29,569	35,718
股本	2,700	3,240	3,240	3,240	3,240
公积金	2,699	2,429	2,429	2,429	2,429
未分配利润	11,182	14,399	18,631	23,797	29,943
归属母公司权益	16,582	20,068	24,301	29,467	35,613
少数股东权益	16	98	100	102	105

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.93%	5.99%	5.60%	5.65%	5.65%
管理费用率	1.46%	1.59%	1.42%	1.46%	1.46%
财务费用率	-1.48%	-1.72%	-0.82%	-0.94%	-1.03%
研发费用率	2.97%	3.12%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.08	1.03	1.17	1.38	1.64
每股经营现金流	2.43	2.14	2.72	3.08	3.57
每股净资产	6.14	6.19	7.50	9.09	10.99
每股销售收入	7.33	7.03	8.19	9.53	11.06

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	86	86	73	61	52
PB	27.6	27.4	22.6	18.6	15.4
EV/EBITDA	69.8	69.6	61.4	51.4	42.8
股息率	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE