

海天味业 (603288)

公司研究/调研简报

经营稳健，多手段对冲成本上行压力

——海天味业 (603288) 调研简报

点评报告/食品饮料

2021年5月17日

一、事件概述

近期我们对公司进行调研，与管理层探讨经营情况。

二、分析与判断

➤ 2021年下游渠道恢复增长，预计全年经营目标完成概率较大

21Q1 公司营收实现 20% 以上增速增长，表现优秀。从下游渠道需求看，目前餐饮渠道需求已恢复至正常年份的 80%~90% 左右水平，C 端消费渠道需求从去年同期火爆状态降至正常水平，同时终端竞争态势有所加剧，渠道库存偏高。因此总体来看，预计全渠道真实需求恢复情况接近正常水平，但仍略低于经济恢复整体状况。不过公司管理层对完成全年 16% 的收入端增长目标仍充满信心，我们预计公司全年经营目标完成概率较高，企业整体经营仍然较为稳健。

➤ 内部挖潜及控费策略将有效对冲成本端压力

成本端，目前大豆价格上涨主要体现在期货价格上，现货价格受影响程度相对较低。公司目前采购大豆主要是现货豆，尽管价格会受期货影响，但是从期货传导至现货一般有 2 个月左右的时间差。公司与主要供货商为长期合作关系，且受采购周期、现货价格供求关系、大豆品质等因素影响，只要现货价格波动不过于极端，则公司采购成本能够得到有效控制。**毛利率方面**，公司未来将持续推动品类扩张，受新品类规模效应不强等因素影响，整体毛利率或将出现小幅下降，但酱油、蚝油等核心产品毛利率有望保持稳定。**费用投入方面**，公司对控费能力及经营效率提升有充分信心，未来销售费用率有望小幅下行。总体看，未来行业竞争力度仍将不断加剧，公司通过内部挖潜、新品扩张等手段有望对冲成本上行及同业竞争压力。

➤ 预计 2021 年稳健增长，长期成长性与确定性兼备

展望 2021 年，收入端：我们认为公司将持续推进渠道下沉与裂变，同时三大品类稳健增长叠加复合调味品等新品放量，全年收入同增 16% 的目标有望完成。**利润端**：虽然公司此前公告不提价，但我们判断其仍可能执行减搭赠、降费用等间接提价措施，叠加通过加强精益生产来对冲成本压力，最终推动净利率边际改善。**长期看，品类与渠道双轮驱动，坚定看好公司业绩持续释放。产品**：持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类，同时加快醋、料酒等新品类研发和培育，并持续加强对于腐乳、醋、芝麻油（并购安徽燕庄）、火锅底料、中式复调、食用油等小品类的重视程度；**渠道**：公司未来将继续推进渠道下沉裂变，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对镇村渠道的深入开发。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营收 264.60/307.20/354.51 亿元，同比 +16.1%/+16.1%/+15.4%；实现归母公司净利润 75.76/88.39/102.64 亿元，同比 +18.3%/+16.7%/+16.1%，折合 EPS 为 2.34/2.73/3.17 元，对应 PE 为 74/64/55X。调味品可比公司对应 2021 年预期平均估值约为 53 倍（算数平均法，wind 一致预期），公司预期估值略高于可比公司估值水平。考虑到公司在产能、产品及渠道方面三管齐下，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期，渠道扩张不及预期，食品安全风险等。

推荐

维持评级

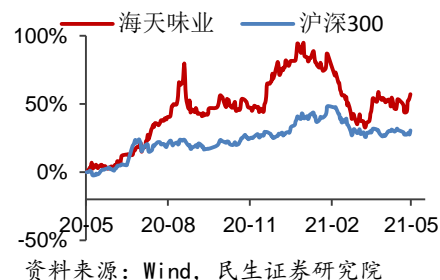
当前价格：173.57 元

交易数据

2021-5-14

近 12 个月最高/最低(元)	219.58/100.02
总股本(百万股)	3,240
流通股本(百万股)	3,240
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	5,624
流通市值(亿元)	5,624

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

- 海天味业 (603288) 2020 年报点评：全年任务圆满完成，调味品龙头成长可期
- 海天味业 (603288) 2020 年三季度点评：Q3 环比提速增长，中、西、北部区域表现亮眼

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22,792	26,460	30,720	35,451
增长率 (%)	15.1%	16.1%	16.1%	15.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,403	7,576	8,839	10,264
增长率 (%)	19.6%	18.3%	16.7%	16.1%
每股收益 (元)	1.98	2.34	2.73	3.17
PE (现价)	87.84	74.24	63.63	54.80
PB	32.38	20.35	15.42	12.03

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	22,792	26,460	30,720	35,451
营业成本	13,181	15,056	17,449	20,101
营业税金及附加	211	259	293	342
销售费用	1,366	1,376	1,597	1,843
管理费用	361	370	430	496
研发费用	712	781	860	993
EBIT	6,961	8,619	10,091	11,676
财务费用	-392	-112	-172	-246
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	36	193	122	152
营业利润	7,644	9,045	10,545	12,250
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	7,642	9,045	10,545	12,250
所得税	1,233	1,463	1,699	1,978
净利润	6,409	7,581	8,846	10,273
归属于母公司净利润	6,403	7,576	8,839	10,264
EBITDA	7,536	9,002	10,564	12,104
资产负债表 (百万元)				
货币资金	16,958	26,468	36,407	47,726
应收账款及票据	41	18	27	40
预付款项	16	24	26	29
存货	2,100	2,299	2,786	3,160
其他流动资产	5,085	5,149	5,155	5,144
流动资产合计	24,200	33,959	44,400	56,100
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,914	3,998	4,273	4,453
无形资产	385	385	385	385
非流动资产合计	5,333	5,444	5,639	5,791
资产合计	29,534	39,404	50,039	61,891
短期借款	93	93	93	93
应付账款及票据	1,415	1,552	1,923	2,148
其他流动负债	7,573	8,924	10,342	11,696
流动负债合计	9,080	10,569	12,358	13,937
长期借款	0	800	800	800
其他长期负债	287	287	287	287
非流动负债合计	287	1,087	1,087	1,087
负债合计	9,368	11,656	13,445	15,024
股本	3,240	3,240	3,240	3,240
少数股东权益	98	103	111	119
股东权益合计	20,166	27,747	36,594	46,867
负债和股东权益合计	29,534	39,404	50,039	61,891

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	16.1%	16.1%	15.4%
EBIT 增长率	21.0%	23.8%	17.1%	15.7%
净利润增长率	19.6%	18.3%	16.7%	16.1%
盈利能力				
毛利率	42.2%	43.1%	43.2%	43.3%
净利润率	28.1%	28.7%	28.8%	29.0%
总资产收益率 ROA	21.7%	19.2%	17.7%	16.6%
净资产收益率 ROE	31.9%	27.4%	24.2%	22.0%
偿债能力				
流动比率	2.67	3.21	3.59	4.03
速动比率	2.43	2.99	3.37	3.80
现金比率	1.87	2.50	2.95	3.42
资产负债率	31.7%	29.6%	26.9%	24.3%
经营效率				
应收账款周转天数	0.66	0.25	0.32	0.41
存货周转天数	58.15	55.75	58.27	57.39
总资产周转率	0.77	0.67	0.61	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.98	2.34	2.73	3.17
每股净资产	6.19	8.53	11.26	14.43
每股经营现金流	2.14	2.79	3.25	3.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	87.84	74.24	63.63	54.80
PB	32.38	20.35	15.42	12.03
EV/EBITDA	83.99	59.64	49.88	42.60
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	6,409	7,581	8,846	10,273
折旧和摊销	575	383	473	428
营运资金变动	751	1,240	1,286	1,199
经营活动现金流	6,950	9,032	10,517	11,782
资本开支	-905	-499	-674	-588
投资	-1,552	0	0	0
投资活动现金流	-1,920	-306	-552	-436
股权募资	0	0	0	0
债务募资	107	800	0	0
筹资活动现金流	-2,949	785	-27	-27
现金净流量	2,082	9,511	9,938	11,319

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，民生证券食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券研究院。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。