消费升级与娱乐研究中心

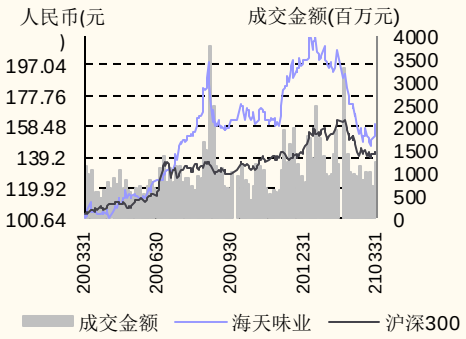
海天味业 (603288.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 159.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	32.40
已上市流通 A 股(亿股)	32.40
总市值(亿元)	5,178.23
年内股价最高最低(元)	214.98/100.64
沪深 300 指数	5048
上证指数	3442



相关报告

1.《海天味业三季报点评-稳健增长态势不变，经营平衡能力较强》，2020.11.1

2.《海天味业中报点评-强渠道享受需求复苏，调味品王者业绩领军》，2020.8.28

3.《短期收入承压，长期彰显行业竞争力-海天味业点评报告》，2020.4.27

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

全年目标稳健达成，整体经营稳中有进

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	1.98	1.98	2.30	2.69	3.15
每股净资产(元)	6.14	6.19	7.39	8.96	10.97
每股经营性现金流(元)	2.43	2.14	2.55	3.07	3.68
市盈率(倍)	54.23	101.49	68.56	58.60	49.96
净利润增长率(%)	22.64%	19.61%	16.32%	16.99%	17.30%
净资产收益率(%)	32.28%	31.91%	31.10%	30.01%	28.74%
总股本(百万股)	2,700.37	3,240.44	3,240.44	3,240.44	3,240.44

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2020 年营收 227.9 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 64.0 亿元，同比增长 19.6%。其中 Q4 营收 57.06 亿元，同比增长 14.8%；归母净利润 18.3 亿元，同比增长 20.7%，全年目标稳健达成。

经营分析

■ **疫情影响逐步弱化，餐饮渠道回暖带动线下渠道持续放量。①分产品来看**，酱油/蚝油/调味酱全年分别实现营收 130.4/41.1/25.2 亿元，同比+12.2%/+17.9%/+10.2%；20Q4 营收+12.4%/+16.9%/+10.0%。下半年渠道去库存叠加调味品淡季，增速环比放缓。**②分地区来看**，北部/中部/东部/南部/西部 20 年营收同比+13.5%/+24.4%/+14.7%/+3.7%/+26.4%，其中 20Q4 分别+7.5%/+26.4%/+25.7%/+4.4%/+28.9%，相较 Q3 各区域线下增长再加速，线下渠道已稳步恢复，且中部及西部市场营收高增，彰显公司经销商扩张及渠道下沉成果。

■ **盈利能力稳中有升，销售费用投放效率优化。**20 年公司毛利率 43.52%，同比-3.71pcts，主要系会计准则调整，运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入所致，但单 Q4 毛利率 41.86%，环比+0.99%，公司在原材料端压力趋缓及业务规模优势提升之下盈利能力稳中有升。费用端来看，20 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率 5.99%/1.59%/-1.72%，同比-4.93pct/+0.12pct/-0.24pct，其中销售费用率将运输费及促销费还原后同比-0.20pct，传导至归母净利率端实现 28.09%，同比+1.05pct。

■ **产品矩阵持续多元化，渠道裂变下沉稳健抢占市场份额。①产品方面：**公司基于深耕行业多年的品牌力，当前正稳步推进产品矩阵扩张与结构升级，公司在三大核心业务之外积极跨界开拓食醋业务，20Q3 更顺应市场需求发展趋势推出火锅底料产品，未来有望助力淡季业务扩容，积极打造全面发展的平台型调味品公司。**②渠道方面：**公司一方面立足餐饮渠道享受行业扩容红利，另一方面积极推动渠道裂变与下沉，稳步挖掘并覆盖三四线城市及空白、薄弱市场，疫情期间逆势抢占市场份额。

盈利预测

■ 我们认为，公司凭借自身品牌力及渠道力有望持续保持行业领先优势，调味品行业扩容风口下将强势抢占市场份额，预计 21-23 年营收同比+16.0%/+16.2%/+16.5%；归母净利润+16.3%/+17.0%/+17.3%；对应 EPS 分别为 2.3/2.7/3.2 元；对应 PE 分别为 69/59/50 倍，维持“买入”评级。

风险提示

■ 终端消费恢复不及预期、原材料价格变动、食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**17,034**	**19,797**	**22,792**	**26,439**	**30,722**	**35,791**
增长率		16.2%	15.1%	16.0%	16.2%	16.5%
营业成本	-9,119	-10,801	-13,181	-14,224	-16,498	-19,148
%销售收入	53.5%	54.6%	57.8%	53.8%	53.7%	53.5%
毛利	7,915	8,996	9,611	12,215	14,224	16,643
%销售收入	46.5%	45.4%	42.2%	46.2%	46.3%	46.5%
营业税金及附加	-190	-203	-211	-251	-307	-358
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-2,236	-2,163	-1,366	-2,644	-3,072	-3,579
%销售收入	13.1%	10.9%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-246	-290	-361	-397	-442	-508
%销售收入	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%
研发费用	-493	-587	-712	-820	-952	-1,074
%销售收入	2.9%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%
息税前利润（EBIT）	4,751	5,753	6,961	8,103	9,450	11,124
%销售收入	27.9%	29.1%	30.5%	30.7%	30.8%	31.1%
财务费用	153	293	392	427	520	602
%销售收入	-0.9%	-1.5%	-1.7%	-1.6%	-1.7%	-1.7%
资产减值损失	0	-17	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	173	139	190	215	232
投资收益	295	60	36	50	90	100
%税前利润	5.6%	0.9%	0.5%	0.6%	0.9%	0.8%
营业利润	5,241	6,379	7,644	8,890	10,395	12,178
营业利润率	30.8%	32.2%	33.5%	33.6%	33.8%	34.0%
营业外收支	-18	-2	-1	-3	-3	-3
税前利润	5,223	6,377	7,642	8,887	10,392	12,175
利润率	30.7%	32.2%	33.5%	33.6%	33.8%	34.0%
所得税	-856	-1,021	-1,233	-1,435	-1,673	-1,948
所得税率	16.4%	16.0%	16.1%	16.2%	16.1%	16.0%
净利润	4,367	5,356	6,409	7,452	8,719	10,227
少数股东损益	2	3	6	4	5	6
归属于母公司的净利润	**4,365**	**5,353**	**6,403**	**7,448**	**8,714**	**10,221**
净利率	25.6%	27.0%	28.1%	28.2%	28.4%	28.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,367	5,356	6,409	7,452	8,719	10,227
少数股东损益	2	3	6	4	5	6
非现金支出	442	495	574	413	443	475
非经营收益	-486	-761	-786	330	-306	-332
营运资金变动	1,667	1,476	751	69	1,099	1,540
经营活动现金净流	**5,990**	**6,567**	**6,948**	**8,264**	**9,954**	**11,910**
资本开支	-223	-579	-905	-623	-513	-563
投资	0	200	-1,552	-325	-305	-288
其他	406	468	538	50	90	100
投资活动现金净流	**183**	**89**	**-1,920**	**-898**	**-728**	**-751**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	20	0	-24	15	6	16
其他	-37	-2,647	-2,925	-3,568	-3,630	-3,696
筹资活动现金净流	**-17**	**-2,647**	**-2,949**	**-3,553**	**-3,624**	**-3,680**
现金净流量	**6,155**	**4,008**	**2,080**	**3,813**	**5,602**	**7,479**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,457	13,456	16,958	20,771	26,372	33,851
应收款项	61	92	53	116	135	157
存货	1,203	1,803	2,100	2,143	2,509	2,938
其他流动资产	5,086	4,919	5,090	5,608	6,118	6,628
流动资产	15,808	20,269	24,200	28,638	35,133	43,574
%总资产	78.5%	81.9%	81.9%	85.2%	87.4%	89.4%
长期投资	6	6	5	20	40	60
固定资产	3,998	3,942	4,283	4,376	4,440	4,521
%总资产	19.8%	15.9%	14.5%	13.0%	11.0%	9.3%
无形资产	176	154	420	414	408	402
非流动资产	4,336	4,485	5,333	4,975	5,068	5,178
%总资产	21.5%	18.1%	18.1%	14.8%	12.6%	10.6%
资产总计	**20,144**	**24,754**	**29,534**	**33,613**	**40,201**	**48,752**
短期借款	20	20	93	14	20	36
应付款项	1,811	2,515	2,654	2,744	3,227	3,755
其他流动负债	4,318	5,444	6,334	6,438	7,447	8,921
流动负债	6,148	7,978	9,080	9,196	10,695	12,712
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	178	287	363	363	363
负债	**6,256**	**8,156**	**9,368**	**9,560**	**11,058**	**13,076**
普通股股东权益	**13,875**	**16,582**	**20,068**	**23,952**	**29,036**	**35,563**
其中：股本	2,700	2,700	3,240	3,240	3,240	3,240
未分配利润	8,436	11,182	14,399	18,282	23,367	29,894
少数股东权益	13	16	98	102	107	113
负债股东权益合计	**20,144**	**24,754**	**29,534**	**33,613**	**40,201**	**48,752**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.616	1.982	1.976	2.298	2.689	3.154
每股净资产	5.138	6.141	6.193	7.392	8.961	10.975
每股经营现金净流	2.218	2.432	2.144	2.550	3.072	3.675
每股股利	0.850	0.980	1.080	1.100	1.120	1.140
回报率						
净资产收益率	31.46%	32.28%	31.91%	31.10%	30.01%	28.74%
总资产收益率	21.67%	21.63%	21.68%	22.16%	21.68%	20.97%
投入资本收益率	28.56%	29.08%	28.79%	28.23%	27.19%	26.16%
增长率						
主营业务收入增长率	16.80%	16.22%	15.13%	16.00%	16.20%	16.50%
EBIT增长率	20.54%	21.09%	21.01%	16.41%	16.62%	17.71%
净利润增长率	23.60%	22.64%	19.61%	16.32%	16.99%	17.30%
总资产增长率	23.31%	22.89%	19.31%	13.81%	19.60%	21.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.4	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	44.9	50.8	54.0	55.0	55.5	56.0
应付账款周转天数	24.7	26.7	26.3	26.0	27.0	27.2
固定资产周转天数	80.3	63.6	62.7	52.6	43.6	36.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.96%	-110.34%	-108.70%	-109.38%	-111.20%	-113.16%
EBIT利息保障倍数	-31.1	-19.7	-17.7	-19.0	-18.2	-18.5
资产负债率	31.06%	32.95%	31.72%	28.44%	27.51%	26.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402