太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

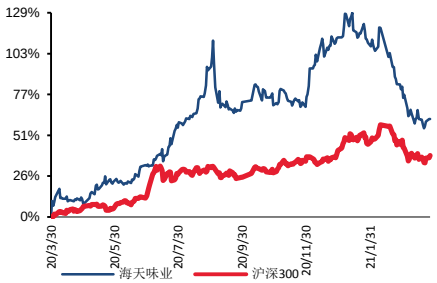
2021-03-30
公司点评报告
增持/维持

海天味业(603288)
目标价：180
昨收盘：152.06

日常消费 食品、饮料与烟草

# 海天味业年报点评：年度目标超额完成，期待新品类提速发力

■ 走势比较




■ 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 3,240/3,240 |
| 总市值/流通(百万元) | 492,742/492,742 |
| 12 个月最高/最低(元) | 214.98/107.34 |

**相关研究报告：**

海天味业（603288）《海天味业三季报点评：进度追平，全年可期》--2020/11/02

**证券分析师：李鑫鑫**
电话：021-58502206
E-MAIL：lixx@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190519100001

**证券分析师：蔡雪昱**
电话：010-88695135
E-MAIL：caixy@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517050002

**证券分析师：黄付生**
电话：010-88695133
E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

**点评事件：**海天味业发布 2020 年年报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 227.92 亿元、64.03 亿元、61.77 亿元，同比+15.13%、+19.61%、+21.51%。单四季度营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 57.06 亿元、18.31 亿元、17.78 亿元，同比+14.75%、+20.65%、+22.92%，实现全年收入 15%、归母净利润 18%的增速目标。

公司公布分红方案，拟 10 转 2 送 1 派 10.3 元(含税)，分红占比 52.13%。公司制定 21 年目标：公司计划营收目标 264.4 亿元，利润目标 75.6 亿元，分别增长 16%、18%。

## 收入分析：蚝油品类增速较快，渠道下沉加速明显

公司 2020 年实现营收 227.92 亿元，同比+15.13%（Q1：+7.17%；Q2：+22.29%；Q3：+17.73%；Q4：14.75%），在疫情冲击下公司目标依旧超额完成。

收入拆分来看，**1）分产品：**酱油、调味酱、蚝油分别销售 130 亿元、41 亿元、25 亿元，分别同比增长 12.17%、17.86%、10.16%，蚝油品类增长较快，三大品类实现 13%的增长，其他主营业务收入增长 44%，，此外今年公司推出清简酱油、火锅底料、裸酱油、快捷复合调味品等，获得市场好评；**2）分区域：**西部、南部区域表现良好，分别增长 26%、17%，西部主要得益于经销商的开拓，中部、东部、北部表现低于公司收入增速。**3）分渠道：**公司线下销售 212.5 亿元，同比+15.84%，线上渠道 3.8 亿元，同比-8.65%；**4）经销商数量：**截至 2020 年底公司拥有经销商 7051 家，全年净增 1245 个，其中北部、西部经销商净增最多均为 365 个，目前公司网络覆盖全国 31 个省级行政区域，320 多个地级市，2000 多个县级市场。

## 利润分析：会计准则变更，利润表出现一定异常

2020 年度实现归母净利润 64.03 亿元，同比+19.61%（Q1：+9.17%；Q2：+28.83%；Q3：+21.54%；Q4：+20.65%）。全年毛利率 42.17%，同比下降 3.27pct，主要是根据新收入准则，将运费调整至营业成本所致。期间费用率 8.98%（同比-8.81pct），其中销售费用率 5.99%

执业资格证书编码：

（同比-4.93pct，主要是根据新收入准则，Q4 将促销费冲减营业收入所致，净利率 28.09%，同比+1.05pct。

受会计政策影响 Q4 财务指标出现异常，其中毛利率 41.86%，同比-6.36pct，期间费用率 3.55%，同比-8.81pct，其中销售费用率-0.62%，同比-9.58pct，净利率 32.10%，同比提升 1.57pct。

## 21 年展望：成本上涨毛利预计承压，新品储备速度加快

公司制定 21 年目标全年计划营收目标 264.4 亿元，利润目标 75.6 亿元，分别增长 16%、18%，其中毛利率 41.64%，同比下降 0.53pct，主要是考虑到大豆等原材料成本上行等因素，期间费用率 8.11%，同比下降 0.87pct。21 年公司将坚持做好酱油、蚝油、发酵醋三大核心品类的发展，并加快复合酱、鸡精、火锅料、醋等后继品类的提速发展，将一个个新产品做大，构建未来新的增长力。

## 未来展望：三五继续做好调味品，品类、渠道不断深化

2019-2023 年为公司三五计划的五年，公司将在品类、渠道上继续乏力，坚持做好调味品，力争两位数增长。1）品类：进一步打造酱油、蚝油、黄豆酱三大核心品类的市场领先优势，酱油高端产品占比有望由现在的 40%提升至 50%，做大蚝油体量，加强黄豆酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育；2）渠道：织厚渠道网络，加强对三四线城市空白和薄弱市场开发，推动收入稳步增长。

根据公司“三五”规划的经营增长目标，2019-2023 年的收入、利润将保持两位数以上复合增长。考虑结构升级和产品量价空间、公司渠道深化进展，我们判断“三五”规划达成的概率较高，继续长期看好。

## 盈利预测与评级：维持“买入”评级

海天味业凭借品牌、渠道、品类和规模的突出优势，护城河持续拓宽，受益于集中度提升红利、消费升级红利、规模红利、管理红利等方面，公司未来仍将维持持续、稳健的增长，“三五”规划有望顺利地实现。结合经营目标，测算 2021-2023 年的收入增速分别为 16%、16%、16%；净利润增速分别为 19%、19%、19%；对应 EPS 为 2.33、2.79、3.31。

考虑业绩持续稳定增长以及龙头的估值溢价，我们按照 2022 年的 EPS 给 65 倍 PE，阶段目标价 180 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题；

■ **主要财务指标**

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 22792 | 26464 | 30724 | 35713 |
| 增长率（%） | 15% | 16% | 16% | 16% |
| 净利润(百万元) | 6403 | 7605 | 9025 | 10714 |
| 增长率（%） | 20% | 19% | 19% | 19% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.98 | 2.35 | 2.79 | 3.31 |

*资料来源：Wind，太平洋证券*

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

# 销 售 团 队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |






**研究院/机构业务部**

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。