开源证券

海天味业（603288.SH） 稳字当头，平台企业呼之欲出

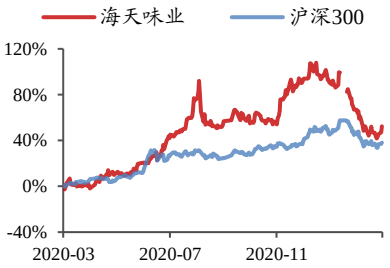
2021 年 03 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/30
当前股价(元)	157.58
一年最高最低(元)	219.58/105.00
总市值(亿元)	5,106.29
流通市值(亿元)	5,106.29
总股本(亿股)	32.40
流通股本(亿股)	32.40
近 3 个月换手率(%)	10.79

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩符合预期，龙头稳字当先》-2020.10.31

《公司信息更新报告-业绩略超预期，龙头成长确定性强》-2020.8.28

《公司信息更新报告-积极调整，危中取机》-2020.4.26

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

● 业绩符合预期，维持“买入”评级

海天味业 2020Q4 营收 57 亿元，同比增 14.7%；归母净利 18.3 亿元，同比增 20.6%。考虑新品扩张会贡献部分增量，上调未来收入假设及盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利分别为 75.6（+1.9）、92.5（+6.9）、110.3 亿元，同比增 18%、22%、19%，EPS 分别 2.33（+0.06）、2.85（+0.21）、3.40 元，当前股价对应 PE 分别为 67.6、55.2、46.3 倍。海天味业品牌与渠道优势长期存在，公司不断强化竞争实力，多品类发展市场份额仍可扩张，具有平台企业潜质，维持“买入”评级。

● 公司按节奏完成任务目标，新品应是未来重要增量贡献

分品类来看，2020Q4 三大品类合计实现 12.2%增长，其中酱油、蚝油、酱料分别增长 12.4%、16.9%、10.0%，估算小品类增速更快。全年经销商净增 1245 家至 7051 家，渠道精细化管理助力公司顺利完成目标。四季度东部、中部、西部等区域实现 20%以上的较快增长；南部（+4.4%）、北部区域（+7.5%）仍表现欠佳。2021 年收入目标增 16%，略有提速，估计新品扩张应是重要增量贡献。

● 成本压力下 2021 年预期利润率仍将提升

2020Q4 毛利率与销售费用率均有下降，主因在于运费科目调整至成本项，以及促销费用冲减收入。两项合计对利润率仍有正面贡献。管理与财务费用率变化不大，四季度净利率提升 1.6pct，盈利能力进一步增强。往 2021 年展望，出厂价暂不调整，原料价格上行推升成本压力，预计毛利率下降 0.5pct，严格管控下销售与管理费用率均有下降趋势，净利目标增长 18.0%，净利率仍有提升，也体现出公司的稳健风格。2022 年提价预期更加强烈，有助于后续利润释放。

● 品类扩张有序进行，平台型企业呼之欲出

公司在渠道端加大招商力度，渠道进一步细化，部分渠道新老品类可能分开运营。产品端持续进行扩张，三大品类之后食醋、料酒有望接力成长，新品中以火锅料为代表的复合调味品已经铺市，食用油也已推出市场。年初新品零添加酱油面市，未来可乐观展望。海天依靠原有渠道优势不断嫁接新品类，平台型企业呼之欲出。

● 风险提示： 食品安全风险，疫情反复影响，原材料涨价风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	26,437	31,000	35,641
YOY(%)	16.2	15.1	16.0	17.3	15.0
归母净利润(百万元)	5,353	6,403	7,558	9,250	11,028
YOY(%)	22.6	19.6	18.0	22.4	19.2
毛利率(%)	45.4	42.2	41.7	43.2	43.3
净利率(%)	27.0	28.1	28.6	29.8	30.9
ROE(%)	32.3	31.8	27.3	26.7	25.4
EPS(摊薄/元)	1.65	1.98	2.33	2.85	3.40
P/E(倍)	95.4	79.8	67.6	55.2	46.3
P/B(倍)	30.8	25.4	18.5	14.8	11.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20269	24200	36791	39145	53315
现金	13456	16958	29111	31216	44832
应收票据及应收账款	2	41	9	50	18
其他应收款	90	11	106	31	126
预付账款	19	16	24	22	31
存货	1803	2100	2466	2750	3233
其他流动资产	4900	5074	5074	5074	5074
非流动资产	4485	5333	5839	6393	6811
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3448	3914	4376	4871	5237
无形资产	138	385	418	460	508
其他非流动资产	898	1034	1045	1062	1065
资产总计	24754	29534	42630	45539	60126
流动负债	7978	9080	14615	10625	16436
短期借款	20	93	93	93	93
应付票据及应付账款	1298	1415	1760	1867	2293
其他流动负债	6660	7573	12763	8666	14051
非流动负债	178	287	287	287	287
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	287	287	287	287
负债合计	8156	9368	14903	10912	16723
少数股东权益	16	98	101	107	114
股本	2700	3240	3240	3240	3240
资本公积	1331	791	791	791	791
留存收益	12551	16037	20194	25744	32930
归属母公司股东权益	16582	20068	27626	34519	43289
负债和股东权益	24754	29534	42630	45539	60126

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6568	6950	12404	4684	15861
净利润	5356	6409	7562	9256	11035
折旧摊销	478	574	468	572	681
财务费用	-293	-392	-540	-713	-886
投资损失	-60	-36	-90	-90	-100
营运资金变动	1476	751	5098	-4239	5257
其他经营现金流	-390	-355	-93	-101	-126
投资活动现金流	89	-1920	-791	-934	-873
资本支出	583	907	506	554	418
长期投资	200	-1495	0	0	0
其他投资现金流	871	-2507	-285	-380	-455
筹资活动现金流	-2647	-2949	540	-1644	-1373
短期借款	0	73	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	540	0	0	0
资本公积增加	0	-540	0	0	0
其他筹资现金流	-2647	-3022	540	-1644	-1373
现金净增加额	4009	2082	12153	2106	13616

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19797	22792	26437	31000	35641
营业成本	10801	13181	15422	17619	20209
营业税金及附加	203	211	245	287	330
营业费用	2163	1366	1507	1891	1960
管理费用	290	361	415	465	463
研发费用	587	712	793	868	927
财务费用	-293	-392	-540	-713	-886
资产减值损失	-17	0	0	0	0
其他收益	122	122	122	122	122
公允价值变动收益	173	139	93	101	126
投资净收益	60	36	90	90	100
资产处置收益	-4	-5	0	0	0
营业利润	6379	7644	8900	10896	12986
营业外收入	1	12	5	5	6
营业外支出	4	13	9	11	9
利润总额	6377	7642	8896	10889	12983
所得税	1021	1233	1334	1633	1947
净利润	5356	6409	7562	9256	11035
少数股东损益	3	6	4	6	7
归母净利润	5353	6403	7558	9250	11028
EBITDA	6453	7714	8678	10562	12529
EPS(元)	1.65	1.98	2.33	2.85	3.40

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.2	15.1	16.0	17.3	15.0
营业利润(%)	21.7	19.8	16.4	22.4	19.2
归属于母公司净利润(%)	22.6	19.6	18.0	22.4	19.2
获利能力					
毛利率(%)	45.4	42.2	41.7	43.2	43.3
净利率(%)	27.0	28.1	28.6	29.8	30.9
ROE(%)	32.3	31.8	27.3	26.7	25.4
ROIC(%)	29.9	29.3	24.9	24.3	23.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.9	31.7	35.0	24.0	27.8
净负债比率(%)	-79.9	-82.3	-103.7	-89.1	-102.5
流动比率	2.5	2.7	2.5	3.7	3.2
速动比率	2.3	2.4	2.3	3.4	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	8067.4	1037.0	1037.0	1037.0	1037.0
应付账款周转率	10.6	9.7	9.7	9.7	9.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.98	2.33	2.85	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	2.14	3.83	1.45	4.89
每股净资产(最新摊薄)	5.12	6.19	8.53	10.65	13.36
估值比率					
P/E	95.4	79.8	67.6	55.2	46.3
P/B	30.8	25.4	18.5	14.8	11.8
EV/EBITDA	76.3	63.4	55.0	45.0	36.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn