海天味业（603288）

公司研究/点评报告

全年任务圆满完成，调味品龙头成长可期

——海天味业（603288）2020 年报点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 03 月 31 日

一、事件概述

3 月 30 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 227.92 亿元，同比+15.13%；实现归母净利润 64.03 亿元，同比+19.61%；折合 20Q4 实现营收 57.06 亿元，同比+14.75%；实现归母净利润 18.31 亿元，同比+20.65%。

二、分析与判断

➢ 20Q4 收入稳健增长，渠道裂变与下沉助力全年收入目标达成

2020 年公司实现营收 227.92 亿元，同比+15.13%；折合 20Q4 实现营收 57.06 亿元，同比+14.75%。总体看，20Q4 公司在面临春节备货延迟压力下仍实现双位数增长，助力全年收入完成+15%的经营目标。**分产品看，**酱油/调味酱/蚝油分别同比+12%/10%/18%，折合 Q4 分别同比+12%/10%/17%，其中酱油受益于渠道精耕实现稳健发展，调味酱由于产品优化与渠道提效而实现恢复性增长，第二大品类蚝油延续高增；此外，复调、芝麻油等其他小品类收入同比+30%，增长势头良好。**从吨价角度看，**2020 年酱油/调味酱/蚝油分别同比-0.8%/+0.2%/+2.7%，整体保持稳定。**分区域看，**东部/南部/中部/北部/西部分别同比+15%/4%/24%/13%/26%，折合 20Q4 分别同比+26%/4%/26%/8%/29%，南部大本营增速放缓预计主要系疫情导致市场竞争加剧；东部市场环比显著提速，主要受益于年初以来新开及裂变政策推动经销商数量增长；中部与西部等弱势地区增速明显高于整体，主要归功于前期收入基数相对较低以及持续加大渠道下沉与裂变力度。**经销商方面，**2020 年末经销商数量同比增加 1245 家，增速为 21%，其中东部/南部/中部/北部/西部增速分别为 14%/14%/23%/20%/30%，与各自收入增长幅度相符。

➢ 超额完成全年利润目标，降本增效推动毛销差明显改善

2020 年公司实现归母净利润 64.03 亿元，同比+19.61%，超额完成+18%的年度经营目标；折合 20Q4 实现归母净利润 18.31 亿元，同比+20.65%。**毛利率：**2020 年毛利率为 42.17%，同比-3.27ppt，主要系运费调整至成本项所致；若不考虑运费调整因素，毛利率略有提升，预计主要得益于强化精益生产和成本管控。全年毛销差同比扩大 1.66ppt，验证盈利能力有所提升。20Q4 毛利率 41.86%，同比-6.36ppt，降幅有所扩大，主要系四季度西部地区快速发展，市场距离较远导致计入成本的运费较多。**净利率：**全年归母净利率为 28.09%，同比+1.05ppt，判断主要得益于公司降本增效带来的盈利能力改善。**费用率：**2020 年销售费用率 5.99%，同比-4.93ppt，主要系促销费用减少及运费转移至成本项；管理费用率 1.59%，同比+0.12ppt；研发费用率 3.12%，同比+0.16ppt；财务费用率-1.72%，同比-0.24ppt，整体表现稳定。

➢ 21Q1 有望迎来“开门红”，长期看好调味品龙头成长空间

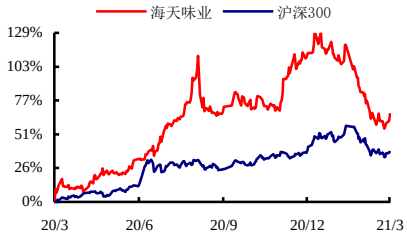
展望 2021 年，收入端，由于 20Q4 公司降速过线完成任务，目前渠道库存水平良好，同时得益于春节备货延迟叠加低基数，预计 21Q1 公司将实现开门红，2021 年收入同增 16%的目标亦有望完成。**利润端，**虽然公司此前公告不提价，但我们判断其仍可能执行减搭赠、降费用等间接提价措施，以及通过加强精益生产来对冲成本压力，最终推动净利率边际改善。**长期看，品类与渠道双轮驱动，坚定看好长期业绩的持续释放。（1）产品：**持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类，同时加快醋、料酒等新品类研发和培育，并持续加强对于腐乳、醋、芝麻油（并购安徽燕庄）、火锅底料、中式复调、食用油等小品类的重视程度；**（2）渠道：**积极推进渠道下沉裂变，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对于镇村渠道的进一步开发。

推荐　维持评级

当前价格： 157.58 元

交易数据	2021-3-30
近 12 个月最高/最低(元)	214.98/107.34
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）	5,106
流通市值（亿元）	5,106

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.海天味业（603288）2020 年三季报点评：Q3 环比提速增长，中、西、北部区域表现亮眼

2.海天味业（603288）20 年半年报点评：渠道扩张更进一步，强大控费能力再度体现

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 67/58/50X。调味品可比公司对应 2021 年预期平均估值约为 48 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

原材料价格上涨超预期、食品安全风险、调味品行业竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22792	26460	30720	35451
增长率（%）	15.1	16.1	16.1	15.4
归属母公司股东净利润（百万元）	6403	7576	8839	10264
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）	101.5	67.4	57.8	49.7
PB	32.4	18.5	14.0	10.9

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	-186	-282
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	10,560	12,287
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	7,642	9,045	10,560	12,287
所得税	1,233	1,463	1,701	1,983
净利润	6,409	7,581	8,859	10,303
归属于母公司净利润	6,403	7,576	8,851	10,295
EBITDA	7,536	7,429	8,205	10,138

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16,958	28,389	41,220	54,970
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	35,880	49,214	63,344
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,914	2,041	-619	-2,886
无形资产	385	385	385	385
非流动资产合计	5,333	3,524	837	-1,411
资产合计	29,534	39,404	50,051	61,933
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	36,606	46,909
负债和股东权益合计	29,534	39,404	50,051	61,933

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%	16.8%	16.3%
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%	29.1%
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%	24.3%	22.0%
偿债能力				
流动比率	2.67	3.39	3.98	4.55
速动比率	2.43	3.18	3.75	4.32
现金比率	1.87	2.69	3.34	3.94
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	3.18
每股净资产	6.19	8.53	11.26	14.44
每股经营现金流	2.14	2.30	2.52	3.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	79.75	67.41	57.69	49.60
PB	32.38	18.47	13.99	10.91
EV/EBITDA	83.99	65.03	57.32	45.03
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	8,859	10,303
折旧和摊销	575	-1,190	-1,886	-1,538
营运资金变动	751	1,240	1,286	1,199
经营活动现金流	6,950	7,459	8,170	9,846
资本开支	-905	2,994	4,567	3,779
投资	-1,552	0	0	0
投资活动现金流	-1,920	3,187	4,688	3,931
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	11,431	12,831	13,750

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。

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。