

海天味业 (603288) 2020 年报点评

20 年稳健收官，21 年更看韧性

- ❖ **事项：**公司发布 2020 年年报，全年实现营收 227.9 亿元，同比+15.13%，归母净利润 64.0 亿元，同比+19.61%。Q4 营收 57.1 亿元，同比+14.75%，归母净利润 18.3 亿元，同比+20.65%。Q4 实现现金回款 89.9 亿，同比+15.78%，期末预收款 44.5 亿，同比+8.6%。公司拟 10 转 2 并派现 10.3 元(含税)，分红率 52%。
- ❖ **核心品类增速稳健，价格贡献力度增大，网络布局持续加速。**公司收入增长符合预期，分品类看，Q4 酱油/蚝油/调味酱营收 33.2/11.0/5.8 亿，同比+12.4%/+10.0%/+16.9%，Q4 增速环比放缓主要系促销费冲抵营收所致。全年酱油稳增，蚝油增长放缓至 18%(-4.3pct)，调味酱增长提速至 10.5%(+1.0pct)。其他业务全年营收 31.1 亿，同增 30.3%，复调/醋等新品保持快增。量价拆分看，全年酱油/蚝油/调味酱销量同比+13%/+10.0%/+16.9%，吨价同比-0.7%/+2.7%/+0.2%，考虑加回促销费(约 1.7%)，20 年价格贡献均为正(19 年为负)，全年结构升级较好。分区域看，公司网络优势持续强化，Q4 东部/南部/中部/北部/西部同比+25.7%/+4.4%/+26.4%/+7.5%/+28.9%，全年净增经销商 1245 名，以中/北/西部为主，东部精耕渐佳，北部加大招商仍待效果释放。
- ❖ **还原后毛利率提升、费用持平，总体配比保持稳健弹性。Q4 毛销差继续放大，成本压力小于同行。**20 年毛利率 42.17%，同降 3.27pct，销售费用为 5.99%，同降 4.94pct，下滑较大系运费项目调整至成本、促销费冲抵营收所致。据测算公司全年运费 5.85 亿，占比 3.82%，同增 0.71pct，主要系疫情期增加仓储间调拨所致。全年促销费率预估为 1.7%，同比减少 0.3pct，预计与规模效应下费用节省有关。还原以上因素，20 年毛利率为 47.1%，同比+1.73pct，销售费率/管理费率基本持平。毛利率提升系价格贡献增大、提效降本吨成本下降所致，其中酱油吨成本同比-1.58%。最终全年净利率 28.1%，同增 1.05pct。Q4 趋势看，毛销差 42.5%，同比/环比均有提高，成本压力小于同行。
- ❖ **成本上涨、竞争加剧等挑战仍存，但公司新年目标积极，历史经营稳健性极高，考虑经济环境边际优化，预计经营仍维持稳健。**21 年公司提出收入/利润分别 16%/18% 的增长目标，彰显企业发展信心。随着疫情减退，餐饮渠道复苏下，渠道库存趋于优化，公司将继续依托渠道网络、跨区域调度、品牌优势、强议价力，实现稳健经营。盈利端看，全行业虽面临成本压力，但通过产品结构升级、费用优化，公司 Q4 已验证成本管控力，虽然公司年初宣布不涨价，但行业角度看提价窗口已至，在库存消化后，必要下仍不排除间接提价可能。产能上高明海天和江苏二期预计顺利推进，为收入增长提供支撑。
- ❖ **投资建议：重视优秀消费龙头经营韧性，紧盯估值回落后长线布局点，维持“推荐”评级。**疫情下逆势完成年初目标，企业竞争力再次彰显。21 年挑战与机遇并存，我们认为不要低估消费龙头自我调整和成长韧性，历史上公司已充分展示经营的稳健性。当前经济环境优化下，公司目标积极、迎难而上全力攻坚，预计经营应更具保障。我们略调整 21-23 年 EPS 预测至 2.34/2.75/3.20 元(原 21-22 年预测 2.30/2.70)，考虑公司经营稳健和调味品长青属性，给予 12 个月目标价 180 元，对应 22 年估值略高于 65 倍，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**库存消化不畅，原材料超预期上涨，餐饮渠道复苏不及预期等。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	22,792	26,468	30,696	35,362
同比增速(%)	15.1%	16.1%	16.0%	15.2%
归母净利润(百万)	6,403	7,569	8,897	10,371
同比增速(%)	19.6%	18.2%	17.6%	16.6%
每股盈利(元)	1.98	2.34	2.75	3.20
市盈率(倍)	87	74	63	54
市净率(倍)	28	23	19	16

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 4 月 8 日收盘价

推荐 (维持)

目标价：180 元

当前价：175.4 元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

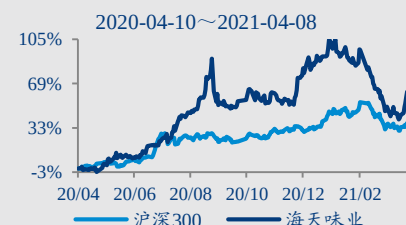
联系人：彭俊霖

邮箱：pengjunlin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	324,044
已上市流通股(万股)	324,044
总市值(亿元)	5,683.74
流通市值(亿元)	5,683.74
资产负债率(%)	31.7
每股净资产(元)	6.2
12 个月内最高/最低价	219.58/100.02

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《海天味业 (603288) 2020 年一季报点评：Q1 稳健增长，危机即良机》

2020-04-26

《海天味业 (603288) 2020 年中报点评：稳健之上的靓丽增长》

2020-08-28

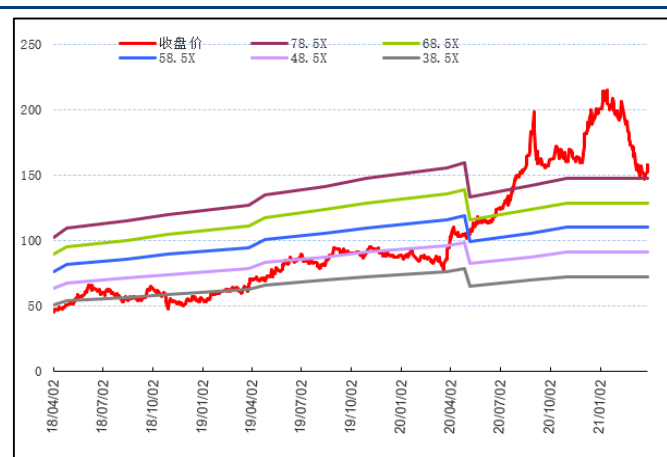
《海天味业 (603288) 2020 年三季报点评：Q3 依然稳健，库存逐步消化》

2020-11-01

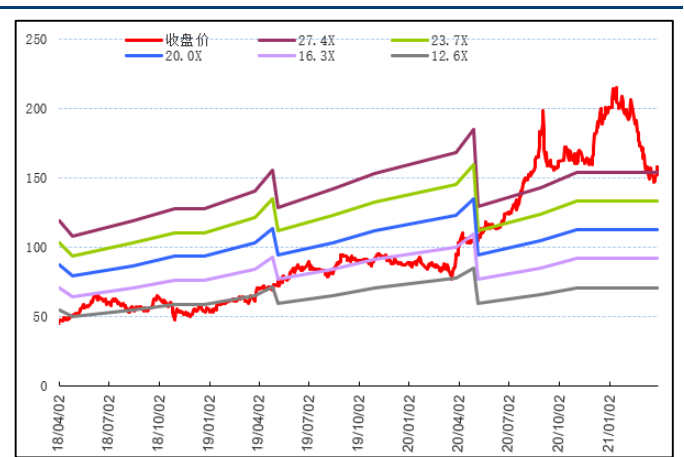
图表 1 公司分季度情况（单位:百万元）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2019	2020
营业总收入	5,490	4,670	4,664	4,972	5,884	5,711	5,492	5,706	19,797	22,792
营业总成本	3,821	3,280	3,435	3,233	3,996	3,877	4,005	3,562	13,769	15,440
其中：营业成本	2,977	2,626	2,624	2,575	3,188	3,429	3,247	3,317	10,801	13,181
营业税金及附加	72	39	48	44	66	57	46	42	203	211
销售费用	660	457	600	445	625	240	536	-36	2,163	1,366
管理费用	63	69	89	68	65	94	81	121	290	361
财务费用	-78	-73	-83	-58	-91	-108	-94	-99	-293	-392
资产减值损失	-	-17	-	-	-	-	-	-	-17	0
其他收益	28	41	11	42	10	21	70	22	122	122
营业利润	1,774	1,482	1,294	1,829	1,946	1,893	1,592	2,212	6,379	7,644
加：营业外收入	0	-0	0	1	4	2	5	0	1	12
减：营业外支出	-	1	2	1	10	1	0	2	4	13
利润总额	1,775	1,481	1,292	1,829	1,940	1,894	1,598	2,211	6,377	7,642
减：所得税	297	207	206	310	326	253	276	379	1,021	1,233
净利润	1,478	1,274	1,086	1,519	1,614	1,642	1,321	1,832	5,356	6,409
归母净利润	1,477	1,273	1,085	1,518	1,613	1,640	1,319	1,831	5,353	6,403
EPS	0.55	0.47	0.40	0.56	0.60	0.51	0.41	0.57	1.98	1.98
毛利率	45.8%	43.8%	43.8%	48.2%	45.8%	40.0%	40.9%	41.9%	45.4%	42.2%
营业税金率	1.3%	0.8%	1.0%	0.9%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	1.0%	0.9%
销售费用率	12.0%	9.8%	12.9%	9.0%	10.6%	4.2%	9.8%	-0.6%	10.9%	6.0%
管理费用率	1.2%	1.5%	1.9%	1.4%	1.1%	1.7%	1.5%	2.1%	1.5%	1.6%
营业利润率	32.3%	31.7%	27.7%	36.8%	33.1%	33.2%	29.0%	38.8%	32.2%	33.5%
实际税率	16.7%	14.0%	16.0%	16.9%	16.8%	13.3%	17.3%	17.1%	16.0%	16.1%
归母净利率	26.9%	27.3%	23.3%	30.5%	27.4%	28.7%	24.0%	32.1%	27.0%	28.1%
收入增长率	17.0%	16.0%	16.9%	15.0%	7.2%	22.3%	17.7%	14.7%	16.2%	15.1%
营业利润增长率	23.2%	21.6%	21.4%	20.6%	9.7%	27.8%	23.1%	20.9%	21.7%	19.8%
归母净利润增长率	22.8%	21.8%	22.8%	23.1%	9.2%	28.8%	21.5%	20.6%	22.6%	19.6%

资料来源：wind，华创证券

图表 2 PE-Band


资料来源：wind，华创证券

图表 3 PB-Band


资料来源：wind，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	16,958	21,296	27,296	33,733
应收票据	0	0	0	0
应收账款	41	15	21	28
预付账款	16	27	29	31
存货	2,100	2,400	2,771	3,170
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	5,085	5,656	6,192	6,708
流动资产合计	24,200	29,394	36,309	43,670
其他长期投资	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,914	4,213	4,766	4,734
在建工程	369	469	194	294
无形资产	385	347	312	281
其他非流动资产	661	659	659	658
非流动资产合计	5,334	5,693	5,936	5,972
资产合计	29,534	35,087	42,245	49,642
短期借款	93	166	239	312
应付票据	413	472	545	624
应付账款	1,001	1,144	1,346	1,555
预收款项	0	0	0	0
合同负债	4,452	5,169	5,995	6,907
其他应付款	1,239	1,239	1,239	1,239
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,883	2,205	2,621	3,003
流动负债合计	9,081	10,395	11,985	13,640
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	287	287	287	287
非流动负债合计	287	287	287	287
负债合计	9,368	10,682	12,272	13,927
归属母公司所有者权益	20,068	24,300	29,860	35,592
少数股东权益	98	105	113	123
所有者权益合计	20,166	24,405	29,973	35,715
负债和股东权益	29,534	35,087	42,245	49,642

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,950	8,294	9,654	11,152
现金收益	6,591	7,795	9,050	10,478
存货影响	-297	-300	-371	-399
经营性应收影响	-36	16	-8	-11
经营性应付影响	-3,959	202	275	288
其他影响	4,651	582	707	796
投资活动现金流	-1,920	-1,500	-1,425	-1,300
资本支出	-1,162	-1,001	-926	-801
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-758	-499	-499	-499
融资活动现金流	-2,949	-2,456	-2,229	-3,415
借款增加	73	73	73	73
股利及利息支付	-2,921	-3,951	-4,644	-5,413
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-101	1,422	2,342	1,925

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,792	26,468	30,696	35,362
营业成本	13,181	15,065	17,393	19,895
税金及附加	211	245	285	328
销售费用	1,366	1,588	1,780	2,051
管理费用	361	420	487	561
研发费用	712	827	959	1,104
财务费用	-392	-422	-538	-666
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	139	139	139	139
投资收益	36	36	36	36
其他收益	122	122	122	122
营业利润	7,644	9,036	10,622	12,380
营业外收入	11	12	11	11
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	7,642	9,035	10,620	12,378
所得税	1,233	1,459	1,714	1,997
净利润	6,409	7,576	8,906	10,381
少数股东损益	6	7	9	10
归属母公司净利润	6,403	7,569	8,897	10,371
NOPLAT	6,080	7,222	8,455	9,822
EPS(摊薄) (元)	1.98	2.34	2.75	3.20

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	16.1%	16.0%	15.2%
EBIT 增长率	19.2%	18.8%	17.1%	16.2%
归母净利润增长率	19.6%	18.2%	17.6%	16.6%
获利能力				
毛利率	42.2%	43.1%	43.3%	43.7%
净利率	28.1%	28.6%	29.0%	29.4%
ROE	31.8%	31.0%	29.7%	29.0%
ROIC	41.2%	39.8%	37.2%	35.8%
偿债能力				
资产负债率	31.7%	30.4%	29.0%	28.1%
债务权益比	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%
流动比率	2.7	2.8	3.0	3.2
速动比率	2.4	2.6	2.8	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	26	26	26	26
存货周转天数	53	54	54	54
每股指标(元)				
每股收益	1.98	2.34	2.75	3.20
每股经营现金流	2.14	2.56	2.98	3.44
每股净资产	6.19	7.50	9.21	10.98
估值比率				
P/E	87	74	63	54
P/B	28	23	19	16
EV/EBITDA	75	63	55	47

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，4 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017 年新财富第一、2018 年水晶球第一、2019 年新财富第三、2020 年新财富第二团队核心成员。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：范子盼

中国人民大学硕士，2 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究员：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨畅

南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。12 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2020 年，获得新财富最佳分析师连续四届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续两届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522