2021-10-29
公司点评报告
增持/维持

海天味业(603288)

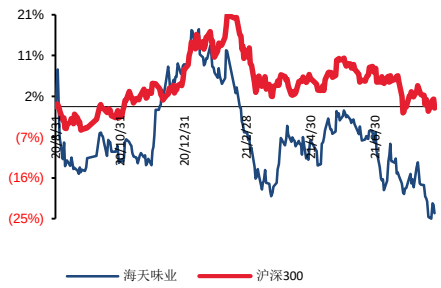
目标价：134

昨收盘：117.02

食品饮料 食品加工

海天味业：至暗时刻已过，扣非优于收入

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,213/4,213
总市值/流通(百万元)	490,386/490,386
12 个月最高/最低(元)	214.98/86.32

相关研究报告：

海天味业（603288）《海天味业：提价靴子落地，渠道利润重塑》--2021/10/13

海天味业（603288）《海天味业：单季度首次下滑，表现优于行业》--2021/08/30

海天味业（603288）《海天味业一季报点评：本费控制优异，引领行业开局》--2021/04/30

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

事件：

海天味业发布 2021 年三季报，前三季度实现营收 179.94 亿元（同比+5.32%），归母净利润 47.08 亿元（同比+2.98%），归母扣非净利润 45.81 亿元（同比+4.12%）。其中 Q3 营收 56.62 亿元（同比+3.11%），归母净利润 13.55 亿元（同比+2.75%），归母扣非净利润 13.31 亿元（同比+7.84%）。收入符合预期，利润超预期。

点评：

收入分析：环比改善明显、南部区域改善明显，线上增速亮眼。前三季度实现营收 179.94 亿元，同比+%（Q1：+21.65%；Q2：-9.39%；Q3：+3.11%），收入增速恢复正增长，得益于公司面对社区团购的冲击，积极拥抱与应对。Q3 来看，**1）分产品：**酱油、蚝油销售增速转正，分别+2.23%、+5.05%，调味酱下滑幅度收窄，从 Q2 的-8.7%到 Q3 的-5.8%；**2）分区域：**各个区域表现较为平均，其中北部区域继续下滑，其他区域增速均已转正，南部区域表现较好，增速最高，同比+7.8%；**3）经销商数量：**今年公司净增经销商 352 家，Q1 净增 284 家、Q2 净增 72 家，Q3 净增-4 家，开拓进度略有放缓，且有一定优化，其中北部区域经销商减少 57 家，南部经销商新增 40 家。**4）分渠道：**线上增长良好，线下+0.4%、线上+150%。

利润分析：成本上涨毛利承压，扣非利润优于收入。前三季度归母净利润 47.08 亿元，同比+2.98%（Q1：+21.13%；Q2：-14.68%；Q3：+2.75%），其中 Q3 扣非净利润增长 7.84%，高于净利润增速，主要是公允价值变动损益及投资收益等较去年同期减少 1100 万。Q3 毛利率 37.91%，同比-2.96pct，主要是：1）原材料成本上涨；2）会计准则变更，促销不再计入费用而是冲抵收入（运费转至成本从 20Q2 开始、促销转至成本从 21Q2 开始）。期间费用率 9.46%（同比-3.5pct），主要是销售费用率大幅下降，Q3 销售费用率 6.71%（同比-3.05pct），一方面与会计准则变更有关，另一方面公司进行控费有关，Q3 净利率 23.93%，同比-0.08pct，扣非净利率 23.50%，同比+1.03pct。

中期展望：渠道利润有望重塑，提价信息对股价提振作用大。

提价：10/12 发布提价公告，鉴于各主要原材物料、运输、能源等成本持续大幅上涨，海天将对酱油、蚝油、酱料等部分产品出厂价进行调

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
执业资格证书编码：S1190517030002

整，主要产品调整幅度为 3%-7%，新价格于 10/25 开始执行。目前渠道端反馈渠道提价幅度为 5%-8%，提价明细暂未收到。

提价影响：调味品行业公司提价，一般为渠道利润优化的过程，海天自上次提价已经有 5 年时间，部分渠道出现利润薄弱的情况，本次提价渠道利润空间有望优化。报表端来看，短期来看，渠道库存良性，会进行一定囤货，利好短期报表，长期来看，一方面提价能暂时缓解成本和利润压力，另一方面需求疲软下，提价可能对销量产生一定压力。

股价影响：9、10 月份市场进入估值切换期，从锚定 21 年业绩到 22 年业绩。虽然基本面尚未来到右侧，但资金面、情绪面利好远大于基本面的不确定性。

具体提价对业绩及股价的影响，可参考我们前期报告《调味品行业跟踪：销售至暗已过，成本压力待解》及《海天味业：提价靴子落地，渠道利润重塑》。

长期展望：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、渠道上继续发力，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“增持”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，长期来看“三五”规划有望顺利地实现。公司提价有望重塑渠道利润，短期利好报表，长期影响尚不确定。我们预计 2021-2023 年的收入增速分别为 8%、17%、16%；净利润增速分别为 9%、25%、18%；对应 EPS 为 1.66、2.06、2.43。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 134 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	24694	28926	33620
增长率（%）	15.13%	8.35%	17.14%	16.23%
净利润(百万元)	6403	6977	8696	10221
增长率（%）	19.61%	8.96%	24.64%	17.55%
摊薄每股收益(元)	1.98	1.66	2.06	2.43

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
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@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
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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

华南销售　　李艳文　　13728975701　　liyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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。