证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海天味业(603288)

投资评级　　买入

上次评级　　买入

马铮　　首席分析师

执业编号：S1500520110001

邮　　箱：mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

收入恢复增长，提价改善盈利预期

2021 年 10 月 30 日

事件：公司发布 2021 年三季度报告，21Q1-3 实现营业收入 179.94 亿元，同比增长 5.32%；归母净利润 47.08 亿元，同比增长 2.98%；扣非归母净利润 45.81 亿元，同比增长 4.12%。其中，21Q3 实现营业收入 56.62 亿元，同比增长 3.11%；归母净利润 13.55 亿元，同比增长 2.75%；扣非归母净利润 13.31 亿元，同比增长 7.84%。

点评：

- **21Q3 营收表现略低于预期。**21Q3 收入增长 3.11%，环比二季度提升 12.5 个百分点，我们预计由于社区团购渠道对传统渠道的冲击减弱，终端需求有恢复。分产品来看，21Q3 酱油/调味酱/蚝油分别增长 2.2%/-5.8%/5.1%，调味酱收入增速放缓。分渠道来看，21Q3 线上和线下渠道收入增长分别为 150.1%/0.4%，线上渠道高增长由于基数较低，线下渠道收入增速环比二季度提升 10.4 个百分点。21Q3 东部/南部/中部/北部/西部区域分别增长 2.7%/7.8%/2.8%/-3.4%/3.8%，我们预计由于经销商调整和高基数压力，北部区域收入继续下滑。截止 2021 年三季度末，公司经销商数量达到 7,403 家，环比二季度减少 4 家，主要北部区域减少 57 家经销商。21Q3 公司合同负债环比增加 4.7 亿元，我们预计由于此前的提价风声，经销商打款增加。

- **21Q3 扣非净利率表现符合预期。**21Q3 毛利率为 37.9%，环比二季度提升 0.8 个百分点。21Q3 销售费用率 6.7%，环比二季度提升 1.5 个百分点，主要是由于促销费用增长。21Q3 毛销差 31.2%，同比提升 0.1 个百分点，变化幅度较小。管理费用率 1.8%，同比提升 0.3 个百分点，由于人工成本等增加所致。扣非净利率为 23.5%，同比提升 1 个百分点。

- **产品提价缓解成本压力，改善盈利预期。**公司对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度为 3%-7%不等。产品提价也缓解成本上涨压力，改善公司未来的盈利水平。同时，公司提价也有望改善经销商利润空间，对终端市场的维护有积极作用。如果公司不改善渠道利润，终端市场就没法维护，久而久之被竞品抢占了终端陈列面，市场份额会被蚕食。

- **盈利预测与投资评级：**公司产品提价不仅在于缓解成本上涨压力，更重要在于提升渠道利润空间。我们认为海天拥有优秀的管理层，公司战略得当、积极进取，规模效应下成本控制行业领先，渠道和品牌护城河深。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.58/1.97/2.30 元，对应 PE 分别为 74.21/59.33/50.99 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**原材料价格上涨超预期；行业竞争加剧；新品推广不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	19,797	22,792	24,397	28,556	32,639
增长率 YoY %	16.2%	15.1%	7.0%	17.0%	14.3%
归属母公司净利润(百万元)	5,353	6,403	6,643	8,309	9,669
增长率 YoY%	22.6%	19.6%	3.8%	25.1%	16.4%
毛利率%	45.4%	42.2%	40.1%	42.0%	42.2%
净资产收益率ROE%	32.3%	31.9%	26.6%	28.6%	28.6%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.52	1.58	1.97	2.30
市盈率 P/E(倍)	84.60	131.94	74.21	59.33	50.99
市净率 P/B(倍)	27.31	42.10	19.77	16.97	14.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20,269	24,200	28,357	33,435	39,397
货币资金	13,456	16,958	21,236	26,037	31,678
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2	41	67	78	89
预付账款	19	16	44	50	57
存货	1,803	2,100	1,923	2,179	2,481
其他	4,990	5,085	5,088	5,090	5,092
非流动资产	4,485	5,333	5,235	5,226	5,202
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,448	3,914	3,765	3,705	3,631
无形资产	138	385	396	407	417
其他	898	1,034	1,074	1,114	1,154
资产总计	24,754	29,534	33,592	38,661	44,599
流动负债	7,978	9,080	8,274	9,234	10,403
短期借款	20	93	0	0	0
应付票据	398	413	721	726	931
应付账款	901	1,001	1,202	1,362	1,551
其他	6,660	7,573	6,351	7,145	7,922
非流动负债	178	287	287	287	287
长期借款	0	0	0	0	0
其他	178	287	287	287	287
负债合计	8,156	9,368	8,561	9,521	10,691
少数股东权益	16	98	98	98	98
归属母公司	16,582	20,068	24,933	29,042	33,810
负债和股东权益	24,754	29,534	33,592	38,661	44,599

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,797	22,792	24,397	28,556	32,639
同比（%）	16.2%	15.1%	7.0%	17.0%	14.3%
归属母公司净利润	5,353	6,403	6,643	8,309	9,669
同比（%）	22.6%	19.6%	3.8%	25.1%	16.4%
毛利率（%）	45.4%	42.2%	40.1%	42.0%	42.2%
ROE%	32.3%	31.9%	26.6%	28.6%	28.6%
EPS (摊薄)(元)	1.27	1.52	1.58	1.97	2.30
P/E	84.60	131.94	74.21	59.33	50.99
P/B	27.31	42.10	19.77	16.97	14.58
EV/EBITDA	44.43	83.99	48.07	38.12	32.41

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,797	22,792	24,397	28,556	32,639
营业成本	10,801	13,181	14,619	16,573	18,869
营业税金及附加	203	211	205	257	294
销售费用	2,163	1,366	1,366	1,571	1,763
管理费用	290	361	390	428	457
研发费用	587	712	659	742	816
财务费用	-293	-392	-475	-591	-721
减值损失合计	-17	0	0	0	0
投资净收益	60	36	122	128	131
其他	292	255	61	71	82
营业利润	6,379	7,644	7,815	9,775	11,375
营业外收支	-2	-1	0	0	0
利润总额	6,377	7,642	7,815	9,775	11,375
所得税	1,021	1,233	1,172	1,466	1,706
净利润	5,356	6,409	6,643	8,309	9,669
少数股东损益	3	6	0	0	0
归属母公司净利润	5,353	6,403	6,643	8,309	9,669
EBITDA	6,231	7,536	7,516	9,353	10,826
EPS (当	1.27	1.52	1.58	1.97	2.30

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,568	6,950	6,289	9,233	10,769
净利润	5,356	6,409	6,643	8,309	9,669
折旧摊销	479	575	359	369	384
财务费用	-294	-395	2	0	0
投资损失	-60	-36	-122	-128	-131
营运资金变动	1,493	751	-593	684	847
其它	-407	-354	0	0	0
投资活动现金流	89	-1,920	-138	-232	-229
资本支出	-579	-905	-260	-360	-360
长期投资	200	-1,552	0	0	0
其他	468	538	122	128	131
筹资活动现金流	-2,647	-2,949	-1,873	-4,200	-4,900
吸收投资	0	0	29	0	0
借款	0	-24	-93	0	0
支付利息或股息	-2,647	-2,921	-3,402	-4,200	-4,900
现金流净增加额	4,009	2,082	4,278	4,802	5,640

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6 年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。