消费升级与娱乐研究中心

海天味业(603288.SH) 买入（维持评级）

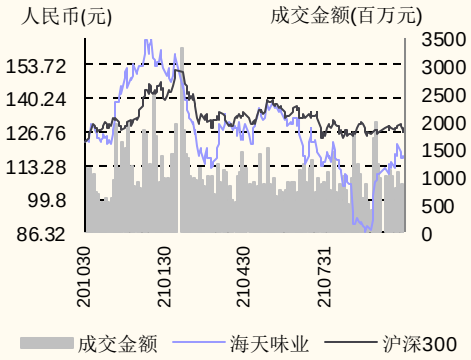
公司点评

市场价格（人民币）： 117.02 元

业绩环比改善，核心竞争力依旧稳固

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	42.13
已上市流通 A 股(亿股)	42.13
总市值(亿元)	4,929.56
年内股价最高最低(元)	164.39/86.32
沪深 300 指数	4909
上证指数	3547



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,797	22,792	24,387	28,289	32,533
营业收入增长率	16.22%	15.13%	7.00%	16.00%	15.00%
归母净利润（百万元）	5,353	6,403	6,736	8,236	9,547
归母净利润增长率	22.64%	19.61%	5.20%	22.28%	15.91%
摊薄每股盈利（元）	1.98	1.98	1.60	1.96	2.27
每股经营性现金流净额	2.42	2.14	1.48	2.19	2.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.28%	31.91%	26.86%	27.43%	26.70%
P/E	54.23	101.49	66.00	53.97	46.57
P/B	17.51	32.38	17.72	14.81	12.43

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 10 月 29 日发布三季报，21Q1-3 公司实现营收 179.94 亿元，同比+5.32%；归母净利实现 47.08 亿元，同比+2.98%。其中单 21Q3 实现营收 56.62 亿元，同比+3.11%；归母净利 13.55 亿元，同比+2.75%。

经营分析

- **Q3 收入增速低于预期，终端需求恢复相对缓慢。**公司单 21Q3 营收同比+3.11%，主要系需求恢复疲软，叠加渠道仍在消化库存；21Q1-3 收入同比+5.32%，其中酱油/调味酱/蚝油/其他品类营收分别同比+4.69%/3.24%/6.09%/10.56%，主要系下游需求弱恢复及库存问题；分地区来看，21Q1-3 东部/南部/中部/北部/西部营收分别同比+3.10%/3.94%/8.77%/4.84%/6.09%，经销商数量分别同比净增加 80/77/84/24/87 家，全国渠道精耕稳健推进。
- **成本上行致短期利润端承压。**公司 21Q1-3 毛利率同比-3.40pct 至 38.87%，主要系成本压力持续上行；费用端，销售费用率同比-2.34pct，主要系广告费用投放减少，管理/研发/财务费用率分别同比+0.17/+0.06/-0.56pct，税金及附加占比同比-0.13pct；传导至净利率实现 26.17%，同比-0.62pct。
- **提价有望对冲成本压力，静待基本面持续改善。1）利润端：**近期海天提价主要系对冲原材料上涨及成本压力，预计毛利率有望保持平稳，若后续成本压力减缓，毛利率及净利率有望稳步提升。**2）收入端：**当前公司积极布局社区团购等新零售渠道，前三季度线上渠道表现亮眼，同比增长 47.68%。社团渠道市场空间广阔，且行业集中度有稳步提高的趋势，利于推动海天收入端的增长。我们认为公司品牌力突出，渠道优势明显，经营管理反应迅速，公司长期将保持行业龙头地位不变，市场占有率有望进一步提升。

盈利预测与投资建议

- 重新考虑海天调价对利润空间的影响，我们对 22 年的归母净利润预测上调 5%，预计公司 2021-2023 年收入增速为 7%/16%/15%，归母净利增速为 5%/22%/16%，EPS 为 1.60/1.96/2.27 元，PE 为 66/54/47 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 终端需求恢复不及预期，原材料价格变动，食品安全问题。

相关报告

1.《短期业绩低于预期，关注下半年需求改善-海天味业 21 年中报点评》，2021.8.31

2.《海天味业 2021Q1 业绩点评-全品类及渠道增长韧性强，经营管…》，2021.4.29

3.《全年目标稳健达成，整体经营稳中有进-海天味业年报点评》，2021.4.1

4.《海天味业三季报点评-稳健增长态势不变，经营平衡能力较强》，2020.11.1

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**17,034**	**19,797**	**22,792**	**24,387**	**28,289**	**32,533**
增长率		16.2%	15.1%	7.0%	16.0%	15.0%
主营业务成本	-9,119	-10,801	-13,181	-14,584	-16,408	-18,771
%销售收入	53.5%	54.6%	57.8%	59.8%	58.0%	57.7%
毛利	7,915	8,996	9,611	9,804	11,881	13,761
%销售收入	46.5%	45.4%	42.2%	40.2%	42.0%	42.3%
营业税金及附加	-190	-203	-211	-207	-240	-277
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-2,236	-2,163	-1,366	-1,219	-1,434	-1,672
%销售收入	13.1%	10.9%	6.0%	5.0%	5.1%	5.1%
管理费用	-246	-290	-361	-358	-410	-468
%销售收入	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
研发费用	-493	-587	-712	-683	-772	-882
%销售收入	2.9%	3.0%	3.1%	2.8%	2.7%	2.7%
息税前利润（EBIT）	4,751	5,753	6,961	7,336	9,024	10,463
%销售收入	27.9%	29.1%	30.5%	30.1%	31.9%	32.2%
财务费用	153	293	392	390	488	610
%销售收入	-0.9%	-1.5%	-1.7%	-1.6%	-1.7%	-1.9%
资产减值损失	0	17	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	173	139	150	150	150
投资收益	295	60	36	50	50	50
%税前利润	5.6%	0.9%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	5,241	6,379	7,644	8,026	9,812	11,372
营业利润率	30.8%	32.2%	33.5%	32.9%	34.7%	35.0%
营业外收支	-18	-2	-1	0	0	0
税前利润	5,223	6,377	7,642	8,026	9,812	11,372
利润率	30.7%	32.2%	33.5%	32.9%	34.7%	35.0%
所得税	-856	-1,021	-1,233	-1,284	-1,570	-1,820
所得税率	16.4%	16.0%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	4,367	5,356	6,409	6,742	8,242	9,553
少数股东损益	2	3	6	6	6	6
归属于母公司的净利润	**4,365**	**5,353**	**6,403**	**6,736**	**8,236**	**9,547**
净利率	25.6%	27.0%	28.1%	27.6%	29.1%	29.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,367	5,356	6,409	6,742	8,242	9,553
少数股东损益	2	3	6	6	6	6
非现金支出	442	461	574	208	220	237
非经营收益	-486	-761	-786	-161	-200	-200
营运资金变动	1,667	1,476	751	-571	962	1,065
经营活动现金净流	**5,990**	**6,533**	**6,948**	**6,218**	**9,224**	**10,655**
资本开支	-223	-579	-905	-380	-520	-615
投资	0	200	-1,552	-25	-1	-2
其他	406	468	538	50	50	50
投资活动现金净流	**183**	**89**	**-1,920**	**-355**	**-471**	**-567**
股权募资	0	0	0	972	0	0
债权募资	20	0	-24	-243	0	0
其他	-37	-2,647	-2,925	-2,695	-3,295	-3,819
筹资活动现金净流	**-17**	**-2,647**	**-2,949**	**-1,966**	**-3,295**	**-3,819**
现金净流量	**6,155**	**3,974**	**2,080**	**3,897**	**5,459**	**6,270**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,457	13,456	16,958	20,855	26,314	32,583
应收款项	61	92	53	110	128	147
存货	1,203	1,803	2,100	2,198	2,472	2,829
其他流动资产	5,086	4,919	5,090	5,254	5,408	5,562
流动资产	15,808	20,269	24,200	28,417	34,321	41,121
%总资产	78.5%	81.9%	81.9%	83.8%	85.6%	87.0%
长期投资	6	6	5	10	11	13
固定资产	3,998	3,942	4,283	4,433	4,723	5,094
%总资产	19.8%	15.9%	14.5%	13.1%	11.8%	10.8%
无形资产	176	154	420	442	452	458
非流动资产	4,336	4,485	5,333	5,485	5,786	6,165
%总资产	21.5%	18.1%	18.1%	16.2%	14.4%	13.0%
资产总计	**20,144**	**24,754**	**29,534**	**33,901**	**40,107**	**47,286**
短期借款	20	20	93	20	20	20
应付款项	1,811	2,515	2,654	2,552	2,840	3,252
其他流动负债	4,318	5,444	6,334	6,014	6,984	8,017
流动负债	6,148	7,978	9,080	8,586	9,844	11,289
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	178	287	130	130	130
负债	**6,256**	**8,156**	**9,368**	**8,716**	**9,974**	**11,419**
普通股股东权益	**13,875**	**16,582**	**20,068**	**25,082**	**30,024**	**35,752**
其中：股本	2,700	2,700	3,240	4,213	4,213	4,213
未分配利润	8,436	11,182	14,399	18,440	23,382	29,110
少数股东权益	13	16	98	104	110	116
负债股东权益合计	**20,144**	**24,754**	**29,534**	**33,901**	**40,107**	**47,286**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.616	1.982	1.976	1.599	1.955	2.266
每股净资产	5.138	6.141	6.193	5.954	7.127	8.487
每股经营现金净流	2.218	2.419	2.144	1.476	2.190	2.529
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.640	0.782	0.906
回报率						
净资产收益率	31.46%	32.28%	31.91%	26.86%	27.43%	26.70%
总资产收益率	21.67%	21.63%	21.68%	19.87%	20.54%	20.19%
投入资本收益率	28.56%	29.08%	28.79%	24.42%	25.11%	24.47%
增长率						
主营业务收入增长率	16.80%	16.22%	15.13%	7.00%	16.00%	15.00%
EBIT增长率	20.54%	21.09%	21.01%	5.38%	23.02%	15.94%
净利润增长率	23.60%	22.64%	19.61%	5.20%	22.28%	15.91%
总资产增长率	23.31%	22.89%	19.31%	14.79%	18.31%	17.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	44.9	50.8	54.0	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	24.7	26.7	26.3	22.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	80.3	63.6	62.7	57.8	51.0	46.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.96%	-110.34%	-108.70%	-103.39%	-105.03%	-106.13%
EBIT利息保障倍数	-31.1	-19.7	-17.7	-18.8	-18.5	-17.2
资产负债率	31.06%	32.95%	31.72%	25.71%	24.87%	24.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402