海天味业（603288）

公司研究/点评报告

经营环比改善，静待基本面拐点

—海天味业（603288）2021 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 11 月 01 日

一、事件概述

10 月 29 日公司发布公告，2021 年前三季度营收/归母净利润为 179.94/47.08 亿元，同比+5.3%/3.0%；21Q3 营收/归母净利润为 56.62/13.55 亿元，同比+3.1%/2.8%。

二、分析与判断

➢ 需求稳步修复，收入边际改善

2021 年前三季度实现营收 179.94 亿元，同比+5.3%；21Q3 实现营收 56.62 亿元，同比+3.1%。总体看，需求端渐进式修复，叠加 9 月底预期提价带来渠道抢先备货，21Q3 营收增速转正。**分产品看，**21Q3 酱油/调味酱/蚝油收入同比+2.2%/-5.8%/+5.1%，食醋等小品类前三季度收入同比+10.6%，成长性相对更优。**分区域看，**21Q3 南部收入同比+7.8%，核心市场渠道加密维稳基本盘，东部/中部/北部/西部收入同比+2.7%/+2.8%/-3.4%/+3.8%，主要系新兴市场前期渠道库存偏高，此外洪水与疫情反复导致终端需求恢复较慢。**经销商方面，**21Q3 末经销商数量为 7403 家，较 2020 年末增加 5%，北部新兴市场主动进行渠道调整，南部核心市场开展渠道加密工作。

➢ 控费对冲成本压力，盈利能力维持稳定

成本略有承压：21Q3 毛利率为 37.9%，同比-3.0pct，环比+0.9pct，成本端仍有承压，但压力显著小于竞争对手，主要得益于公司的规模经济与内部管理提效。21Q3 销售费用率 6.7%，同比-3.1pct，主要系主动缩小部分线上费用投放力度。**盈利维持稳定：**21Q3 归母净利率为 23.9%，同比-0.1pct，得益于公司控费提效对冲成本压力。

➢ 需求修复叠加提价落地，期待 22 年释放业绩弹性

短期看，预计 21Q4 延续改善趋势，一方面得益于行业需求稳步修复，另一方面 10 月公司发布提价公告，同时渠道抢先备货有望推动四季度收入提速增长。**长期看，期待 22 年释放更多业绩弹性。**（1）提价红利：本轮提价不仅改善短期业绩，更重要的是长期将重塑渠道利润体系，渠道扩张与裂变继续推动公司实现较快增长；（2）行业迎来拐点：若 22H1 终端需求渐进式修复，同时企业加大费用投放帮助去化库存，叠加成本压力驱动提价，行业有望于 22H1 迎来真正的基本面拐点；（3）低基数效应：21Q3 公司业绩增速出现下滑，但也为明年报表端增长留下充足空间；（4）成本剪刀差：若 2022 年原料价格同比回落叠加提价顺利传导，则毛利率有望改善。

三、投资建议

我们小幅上调此前盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 68.45/83.23/97.11 亿元，同比+6.9%/21.6%/16.7%，EPS 为 1.62/1.98/2.31 元，对应 PE 为 72/59/51X。考虑到估值切换，公司 22 年 PE 低于近 3 年历史平均水平 69X，作为“龙头”享有确定性溢价，维持“推荐”评级。

四、风险提示

需求恢复不及预期，成本上涨幅度超预期，提价效果不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22,792	24,559	28,913	33,366
增长率（%）	15.1%	7.8%	17.7%	15.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	6,403	6,845	8,323	9,711
增长率（%）	19.6%	6.9%	21.6%	16.7%
每股收益（元）	1.52	1.62	1.98	2.31
PE（现价）	76.99	72.02	59.23	50.76
PB	42.10	17.68	13.61	10.74

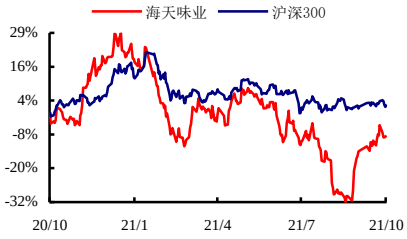
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 117.02 元

交易数据	2021-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	214.98/86.32
总股本（百万股）	4,213
流通股本（百万股）	4,213
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	4,930
流通市值（亿元）	4,930

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：王言海

执业证号：　S0100521090002

邮箱：　wangyanhai@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）公告点评：提价重塑渠道利润体系，中长期回归健康增长

2.海天味业（603288）2021 年半年报点评：控费提效应对压力，龙头规模优势凸显

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	24,559	28,913	33,366
营业成本	13,181	14,514	16,755	19,185
营业税金及附加	211	240	275	322
销售费用	1,366	1,228	1,446	1,668
管理费用	361	319	376	434
研发费用	712	516	578	734
EBIT	6,961	7,742	9,483	11,022
财务费用	-392	-112	-170	-241
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	36	179	114	143
营业利润	7,644	8,145	9,919	11,572
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	7,642	8,145	9,919	11,572
所得税	1,233	1,295	1,589	1,854
净利润	6,409	6,850	8,330	9,719
归属于母公司净利润	6,403	6,845	8,323	9,711
EBITDA	7,536	8,125	9,956	11,451

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16,958	26,279	35,691	46,380
应收账款及票据	41	17	25	38
预付款项	16	23	25	27
存货	2,100	2,217	2,675	3,017
其他流动资产	5,085	5,144	5,150	5,140
流动资产合计	24,200	33,680	43,567	54,602
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,914	3,998	4,273	4,453
无形资产	385	385	385	385
非流动资产合计	5,333	5,444	5,639	5,791
资产合计	29,534	39,124	49,205	60,393
短期借款	93	93	93	93
应付账款及票据	1,415	1,496	1,847	2,050
其他流动负债	7,573	8,459	9,859	11,125
流动负债合计	9,080	10,048	11,798	13,268
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	11,135	12,886	14,355
股本	3,240	4,213	4,213	4,213
少数股东权益	98	103	110	118
股东权益合计	20,166	27,989	36,320	46,038
负债和股东权益合计	29,534	39,124	49,205	60,393

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	7.8%	17.7%	15.4%
EBIT 增长率	21.0%	11.2%	22.5%	16.2%
净利润增长率	19.6%	6.9%	21.6%	16.7%
盈利能力				
毛利率	42.2%	40.9%	42.1%	42.5%
净利润率	28.1%	27.9%	28.8%	29.1%
总资产收益率 ROA	21.7%	17.5%	16.9%	16.1%
净资产收益率 ROE	31.9%	24.5%	23.0%	21.1%
偿债能力				
流动比率	2.67	3.35	3.69	4.12
速动比率	2.43	3.13	3.46	3.89
现金比率	1.87	2.62	3.03	3.50
资产负债率	31.7%	28.5%	26.2%	23.8%
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	0.63	0.59	0.55
每股指标（元）				
每股收益	1.52	1.62	1.98	2.31
每股净资产	4.76	6.62	8.60	10.90
每股经营现金流	1.65	1.87	2.37	2.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	76.99	72.02	59.23	50.76
PB	42.10	17.68	13.61	10.74
EV/EBITDA	83.99	57.56	46.03	39.09
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	6,850	8,330	9,719
折旧和摊销	575	383	473	428
营运资金变动	751	809	1,276	1,123
经营活动现金流	6,950	7,883	9,998	11,161
资本开支	-905	-499	-673	-588
投资	-1,552	0	0	0
投资活动现金流	-1,920	-320	-559	-445
股权募资	0	973	0	0
债务募资	107	800	0	0
筹资活动现金流	-2,949	1,758	-27	-27
现金净流量	2,082	9,322	9,412	10,689

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

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

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、功能饮料、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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。