

海天味业 (603288.SH) / 食品加工

证券研究报告/公司点评

2021年10月13日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 114.00

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

分析师: 房昭强

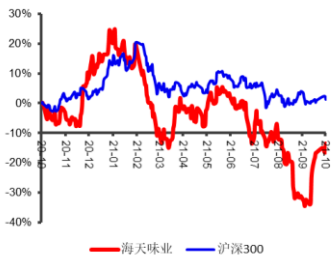
执业证书编号: S0740520090005

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,212.58
流通股本(百万股)	4,212.58
市价(元)	114.00
市值(百万元)	480,234
流通市值(百万元)	480,234

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 海天味业(603288.SH)_点评报告: 加码新渠道收入有望好转, 降本控费缓解成本压力
- 海天味业(603288.SH)_点评报告: 收入逆势稳健增长, 降本控费能力突显
- 海天味业(603288.SH)_点评报告: 疫情年增长强劲, 2021目标彰显信心

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	25,077	29,151	33,360
增长率 yoy%	16.22%	15.13%	10.02%	16.25%	14.44%
净利润(百万元)	5,353	6,403	6,915	8,355	9,935
增长率 yoy%	22.64%	19.61%	8.00%	20.83%	18.91%
每股收益(元)	1.27	1.52	1.64	1.98	2.36
每股现金流量	1.56	1.65	2.58	2.03	2.26
净资产收益率	32.28%	31.91%	29.39%	29.96%	30.14%
P/E	89.71	75.00	69.45	57.48	48.34
PEG	5.60	4.76	4.18	3.59	3.06
P/B	28.96	23.93	20.41	17.22	14.57

备注: 股价选取自 2021 年 10 月 12 日收盘价

投资要点

- 提价靴子落地，有效缓冲成本压力。** 鉴于各主要原材料、运输、能源等成本持续上涨，公司对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为 3%~7%不等，新价格执行于 2021 年 10 月 25 日开始实施。根据渠道调研反馈，本次提价涉及公司 80%左右的 SKU，提价幅度基本覆盖了原材料成本上涨的压力。根据估值模型，以海天味业 2020 年的年报数据为基准，假设酱油、蚝油、调味酱三大品类均价提升 3%~7%，其他条件不变，则对应收入增长 2.59%~6.04%，对应净利润增长 6.82%~15.93%。
- 提价符合公司与经销商诉求，需求疲软与社团影响边际改善。** 当下公司与经销商对于提价的诉求都较为迫切，渠道反馈提价前期准备工作推进顺利，执行时间也早于之前预期。我们认为提价符合公司和经销商的诉求：(1) 提价可对冲成本上涨导致的公司利润端压力。2021H1 由于成本上涨，公司毛利率同比下降 3.63 个 pct。随着提价落地，2021Q4 开始利润率变化有望环比改善。(2) 提价可提振短期的收入表现。由于需求疲软+新渠道冲击，2021Q2 公司收入同比下滑 9.39%。提价消息释放到新价格执行期间，各级渠道将在涨价正式实施前适当增加原价备货。(3) 提价有助于增厚经销商利润空间。原有价格体系逐步透明+社区团购冲击，导致 2021 年经销商利润空间微薄。提价后随着新的价格体系建立，有望优化渠道利润空间，增厚经销商利润水平。本次提价背景与过往存在差异，导致市场担忧价格传导过程受阻，我们认为不利因素正在边际改善：(1) 市场担心渠道库存水平较高。根据渠道调研，通过前期控货，目前全国的平均库存为 2 个月左右，属于正常水平。(2) 需求疲软导致终端提价困难。我们认为随着疫情逐步控制及国际环境改善，消费信心正在逐步恢复，9 月餐饮环比 7-8 月已呈现出向好的势头。(3) 社区团购拉低调味品整体价格，不利于提价实施。一方面，国家监管趋严后社区团购的恶性低价竞争明显好转；另一方面，社区团购平台经过前期补贴战后，行业逐步出清，剩下的平台商开始考虑减亏。根据木丁信息网的全国商超酱油价格数据，2021 年 3-6 月商超酱油均价的同比降幅逐月收窄，2021 年 7 月商超酱油均价已实现同比微增，社区团购对传统零售的价格冲击边际减弱。
- 投资建议与盈利预测：** 公司提价靴子落地，有助于提升盈利能力+提振短期收入+增厚渠道利润空间，同时有望带动板块开启新一轮提价周期。根据渠道调研反馈，公司 9 月收入实现双位数增长，环比 7-8 月加速，同时库存回落至正常水平。在提价催化和基本面边际改善的逻辑下，我们继续推荐调味品龙头海天味业。根据提价公告，我们调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 250.77、291.51、333.60 亿元，归母净利润分别为 69.15、83.55、99.35 亿元（原预测值为 68.21、

79.28、93.24 亿元), EPS 分别为 1.64、1.98、2.36 元, 对应 PE 为 69 倍、57 倍、48 倍, 维持“买入”评级。

- **风险提示事件:** 疫情扩散风险, 食品安全风险, 提价传导不及预期

图表 1: 海天味业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,797	22,792	25,077	29,151	33,360
增长率	16.2%	15.1%	10.0%	16.2%	14.4%
营业成本	-10,801	-13,181	-15,165	-17,076	-19,178
% 销售收入	54.6%	57.8%	60.5%	58.6%	57.5%
毛利	8,996	9,611	9,912	12,075	14,182
% 销售收入	45.4%	42.2%	39.5%	41.4%	42.5%
营业税金及附加	-203	-211	-233	-270	-309
% 销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-2,163	-1,366	-1,128	-1,458	-1,601
% 销售收入	10.9%	6.0%	4.5%	5.0%	4.8%
管理费用	-290	-361	-1,179	-1,312	-1,401
% 销售收入	1.5%	1.6%	4.7%	4.5%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	6,340	7,673	7,373	9,035	10,871
% 销售收入	32.0%	33.7%	29.4%	31.0%	32.6%
财务费用	293	392	543	600	650
% 销售收入	-1.5%	-1.7%	-2.2%	-2.1%	-1.9%
资产减值损失	-17	0	0	0	0
公允价值变动收益	173	139	0	0	0
投资收益	60	36	50	50	50
% 税前利润	0.9%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	6,848	8,240	7,966	9,685	11,571
营业利润率	34.6%	36.2%	31.8%	33.2%	34.7%
营业外收支	-2	-1	288	288	288
税前利润	6,846	8,238	8,254	9,973	11,859
利润率	34.6%	36.1%	32.9%	34.2%	35.5%
所得税	-1,021	-1,233	-1,332	-1,610	-1,914
所得税率	14.9%	15.0%	16.1%	16.1%	16.1%
净利润	5,356	6,409	6,922	8,364	9,945
少数股东损益	3	6	7	8	10
归属于母公司的净利润	5,353	6,403	6,915	8,355	9,935
净利率	27.0%	28.1%	27.6%	28.7%	29.8%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	5,356	6,409	6,922	8,364	9,945
加: 折旧和摊销	479	575	382	406	430
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	-173	-139	0	0	0
财务费用	-294	-395	-543	-600	-650
投资收益	-60	-36	-50	-50	-50
少数股东损益	3	6	7	8	10
营运资金的变动	6,597	5,688	4,175	442	-140
经营活动现金净流	6,568	6,950	10,885	8,561	9,534
固定资本投资	56	-341	-330	-330	-320
投资活动现金净流	89	-1,920	-280	-280	-270
股利分配	-2,916	-2,916	-3,459	-3,992	-4,858
其他	269	-33	451	600	650
筹资活动现金净流	-2,647	-2,949	-3,008	-3,392	-4,208
现金净流量	4,009	2,082	7,597	4,889	5,056

资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,456	16,958	24,555	29,444	34,500
应收款项	13	53	17	32	33
存货	1,803	2,100	1,860	1,935	1,901
其他流动资产	4,998	5,090	5,103	5,092	5,111
流动资产	20,269	24,200	31,535	36,503	41,545
% 总资产	81.9%	81.9%	85.9%	87.6%	89.3%
长期投资	5	5	5	5	4
固定资产	3,448	3,914	3,845	3,752	3,635
% 总资产	13.9%	13.3%	10.5%	9.0%	7.8%
无形资产	138	385	372	360	347
非流动资产	4,485	5,333	5,160	5,144	5,003
% 总资产	18.1%	18.1%	14.1%	12.4%	10.7%
资产总计	24,754	29,534	36,695	41,647	46,548
短期借款	20	93	0	0	0
应付款项	6,613	2,654	6,500	7,053	6,881
其他流动负债	1,346	6,334	6,334	6,334	6,334
流动负债	7,978	9,080	12,833	13,387	13,215
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	287	232	260	246
负债	8,156	9,368	13,066	13,647	13,461
普通股股东权益	16,582	20,068	23,525	27,888	32,965
少数股东权益	16	98	104	112	122
负债股东权益合计	24,754	29,534	36,695	41,647	46,548

比率分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标					
每股收益 (元)	1.27	1.52	1.64	1.98	2.36
每股净资产 (元)	3.94	4.76	5.58	6.62	7.83
每股经营现金净流 (元)	1.56	1.65	2.58	2.03	2.26
每股股利 (元)	0.69	0.69	0.82	0.95	1.15
回报率					
净资产收益率	32.28%	31.91%	29.39%	29.96%	30.14%
总资产收益率	21.64%	21.70%	18.86%	20.08%	21.36%
投入资本收益率	119.23%	-288.81%	-260.59%	-117.33%	-129.52%
增长率					
营业总收入增长率	16.22%	15.13%	10.02%	16.25%	14.44%
EBIT增长率	18.98%	19.09%	-5.42%	22.40%	20.20%
净利润增长率	22.64%	19.61%	8.00%	20.83%	18.91%
总资产增长率	22.89%	19.31%	24.25%	13.49%	11.77%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.3	0.5	0.5	0.3	0.4
存货周转天数	27.3	30.8	28.4	23.4	20.7
应付账款周转天数	26.3	26.0	24.0	22.0	20.0
固定资产周转天数	65.4	58.1	55.7	46.9	39.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-102.05%	-121.30%	-124.61%	-123.21%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-22.5	-20.0	-13.7	-15.1	-16.8
资产负债率	32.95%	31.72%	35.61%	32.77%	28.92%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。