

公司研究

Q4 表现超预期，22 年目标稳健增长

——海天味业（603288.SH）2021 年年报点评

要点

事件：海天味业发布 2021 年年报。报告期内，公司实现营收/归母净利润 250.04/66.71 亿元，同比+9.71%/+4.18%；其中 21Q4 实现营业收入/归母净利润 70.10/19.63 亿元，同比+22.85%/+7.19%。

收入略超预期，线上快速增长。1) 分产品看，酱油/调味酱/蚝油 21 年分别实现营收 141.9/26.7/45.3 亿元，同比+8.8%/+5.6%/+10.2%。酱油/调味酱/蚝油收入的增长主要来自销量的贡献，单价与上年相比基本持平。2) 分地区看，西部/东部/中部/南部/北部区域实现营业收入 29.4/48.2/53.1/44.7/ 60.6 亿元，同比+9.3%/+7.5%/+14.0%/+8.4%/+6.7%。截至 2021 年底，公司共有 7430 家经销商，较 2020 年底增加 379 家，其中东部地区经销商净增加数量最多为 98 家。3) 分渠道看，线下渠道收入 228.9 亿元，同比+7.7%；线上渠道收入 7.0 亿元，同比+85.2%。线上收入实现较快增长，主要系公司在 21 年下半年加速在新零售渠道的布局和发展并初显成效。单看四季度，公司收入表现超预期，增长环比显著提速。主要是由于提价后经销商积极备货，以及春节备货的拉动。

受原材料成本上涨影响，毛利率下滑。（1）2021 年毛利率为 38.66%，同比-3.51pcts，毛利率下滑主要受原材料价格上涨影响。（2）2021 年公司销售费用率分别为 5.43%，同比-0.56pcts。（3）2021 年公司管理费用率为 1.58%，同比-0.01pcts。（3）综合来看，2021 年公司销售净利率为 26.68%，同比-1.44pcts。

提价顺利传导，春节动销稳健。海天于 21 年 10 月发布价格调整公告，当前已顺利完成终端价格落地工作。虽然渠道调研反馈终端库存处于偏高水平，但提价后渠道利润增厚、动力增加，叠加需求逐步改善，库存问题有望逐步缓解。从中长期角度看，公司子品类投资加快，并推动了分品类的事部考核，品类发展更具活力。在巩固核心品类优势地位的同时，公司积极推进产品创新和品类延伸，向平台型企业进军，有望进一步打开中长期发展空间。

盈利预测、估值与评级：考虑到疫情反复，终端需求恢复还具有不确定性，我们下调海天味业 2022-2023 年 EPS 预测分别至 1.77/2.07 元（较前次下调 7.7%/9.1%），引入 2024 年 EPS 预测为 2.39 元，当前股价对应 2022-24 年 PE 分别为 50x/43x/37x，看好提价所带来的积极意义，维持“买入”评级。建议重点跟踪海天的渠道库存及经营变化情况，对整体行业有重要指示意义。

风险提示：原材料成本上涨幅度高于预期；食品安全问题；品类拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22,792	25,004	28,010	31,359	35,034
营业收入增长率	15.13%	9.71%	12.02%	11.96%	11.72%
净利润（百万元）	6,403	6,671	7,477	8,721	10,071
净利润增长率	19.61%	4.18%	12.08%	16.64%	15.48%
EPS（元）	1.98	1.58	1.77	2.07	2.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.91%	28.51%	27.01%	26.70%	26.25%
P/E	45	56	50	43	37
P/B	14.2	15.9	13.4	11.4	9.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-03-25（注：2020-2021 年公司股本数分别为 32.4/42.13 亿股）

买入（维持）

当前价：88.08 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

021-52523658

lijq@ebsecn.com

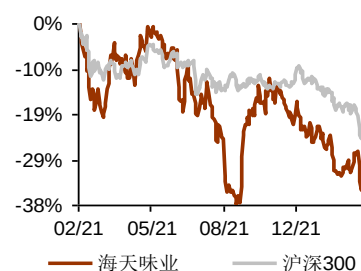
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	42.13
总市值(亿元):	3710.44
一年最低/最高(元):	85.10/141.33
近 3 月换手率:	7.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.15	-5.16	-24.32
绝对	-11.03	-20.30	-23.44

资料来源：Wind

相关研报

低基数下增速回升，盈利修复值得期待——海天味业（603288.SH）2021 年三季报点评（2021-10-30）

经营压力显现，建议关注边际变化——海天味业（603288.SH）2021 年中报点评（2021-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,792	25,004	28,010	31,359	35,034
营业成本	13,181	15,337	17,196	18,996	20,935
折旧和摊销	574	723	624	707	781
税金及附加	211	218	244	267	298
销售费用	1,366	1,357	1,513	1,662	1,857
管理费用	361	394	434	470	526
研发费用	712	772	756	847	946
财务费用	-392	-584	-516	-658	-815
投资收益	36	39	104	154	204
营业利润	7,644	7,820	8,756	10,214	11,796
利润总额	7,642	7,821	8,767	10,227	11,809
所得税	1,233	1,149	1,288	1,503	1,735
净利润	6,409	6,671	7,479	8,724	10,074
少数股东损益	6	1	2	3	3
归属母公司净利润	6,403	6,671	7,477	8,721	10,071
EPS(元)	1.98	1.58	1.77	2.07	2.39

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,950	6,324	8,549	9,670	10,787
净利润	6,403	6,671	7,477	8,721	10,071
折旧摊销	574	723	624	707	781
净营运资金增加	-28	390	-101	-72	-89
其他	1	-1,460	549	314	23
投资活动产生现金流	-1,920	-4,925	161	-621	-646
净资本支出	-905	-1,014	-600	-700	-800
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,014	-3,911	761	79	154
融资活动现金流	-2,949	-2,911	-2,708	-2,967	-3,420
股本变化	540	972	0	0	0
债务净变化	73	33	-126	0	0
无息负债变化	1,138	437	1,252	1,331	1,465
净现金流	2,082	-1,516	6,002	6,083	6,721

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	42.2%	38.7%	38.6%	39.4%	40.2%
EBITDA 率	33.6%	31.2%	30.8%	31.8%	32.6%
EBIT 率	31.1%	28.3%	28.6%	29.6%	30.4%
税前净利润率	33.5%	31.3%	31.3%	32.6%	33.7%
归母净利润率	28.1%	26.7%	26.7%	27.8%	28.7%
ROA	21.7%	20.0%	19.3%	19.4%	19.3%
ROE (摊薄)	31.9%	28.5%	27.0%	26.7%	26.2%
经营性 ROIC	150.8%	128.8%	164.2%	211.2%	257.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	32%	30%	28%	27%	26%
流动比率	2.67	2.91	3.17	3.40	3.60
速动比率	2.43	2.68	2.93	3.16	3.36
归母权益/有息债务	216.72	185.73	-	-	-
有形资产/有息债务	307.64	255.75	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	29,534	33,338	38,741	45,056	52,233
货币资金	16,958	19,814	25,815	31,898	38,619
交易性金融资产	5,055	5,378	4,800	4,928	5,056
应收账款	41	56	63	70	79
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	11	16	18	20	23
存货	2,100	2,227	2,497	2,758	3,040
其他流动资产	20	72	102	135	172
流动资产合计	24,200	27,579	33,313	39,831	47,011
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,914	3,614	4,140	4,362	4,510
在建工程	369	923	393	185	80
无形资产	385	377	358	340	323
商誉	31	31	31	31	31
其他非流动资产	0	103	103	103	103
非流动资产合计	5,333	5,759	5,428	5,226	5,222
总负债	9,368	9,838	10,964	12,295	13,760
短期借款	93	105	0	0	0
应付账款	1,001	1,607	1,376	1,520	1,675
应付票据	413	467	523	578	637
预收账款	0	0	5,602	6,272	7,007
其他流动负债	337	328	328	328	328
流动负债合计	9,080	9,477	10,514	11,730	13,068
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	270	346	450	565	691
非流动负债合计	287	361	450	565	691
股东权益	20,166	23,500	27,777	32,761	38,474
股本	3,240	4,213	4,213	4,213	4,213
公积金	2,429	2,267	2,267	2,267	2,267
未分配利润	14,399	16,922	21,197	26,179	31,888
归属母公司权益	20,068	23,402	27,677	32,659	38,368
少数股东权益	98	98	100	103	106

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.99%	5.43%	5.40%	5.30%	5.30%
管理费用率	1.59%	1.58%	1.55%	1.50%	1.50%
财务费用率	-1.72%	-2.34%	-1.84%	-2.10%	-2.33%
研发费用率	3.12%	3.09%	2.70%	2.70%	2.70%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.03	0.76	0.89	1.04	1.20
每股经营现金流	2.14	1.50	2.03	2.30	2.56
每股净资产	6.19	5.56	6.57	7.75	9.11
每股销售收入	7.03	5.94	6.65	7.44	8.32

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	45	56	50	43	37
PB	14.2	15.9	13.4	11.4	9.7
EV/EBITDA	35.2	45.2	40.3	34.3	29.4
股息率	1.2%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE