

证券研究报告—动态报告

食品饮料

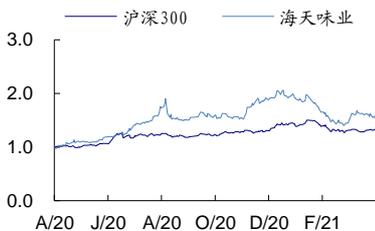
饮料

海天味业(603288)
买入

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,240/3,240
总市值/流通(百万元)	537,914/537,914
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	219.58/105.00

相关研究报告:

《海天味业-603288-2020 年年度报告点评: 全年目标顺利达成, 调味品龙头逆势扩张》——2021-04-01
 《海天味业-603288-2020 年半年报点评: 业绩超预期恢复, 目标完成可期》——2020-08-29
 《海天味业-603288-2020 年一季报点评: 业绩稳健增长, 控费提升盈利》——2020-04-28
 《海天味业-603288-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 控费均衡发展》——2020-03-26
 《海天味业-603288-2019 年中报点评: 业绩符合预期, 各品类稳健发展》——2019-08-15

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
餐饮恢复驱动收入高增, 规模经营彰显龙头本色
● 低基数下 Q1 营收高增, 业绩符合预期

公司公布 2021 年一季报, 21Q1 营收 71.6 亿元 (+21.7%), 归母净利润 19.5 亿元 (+21.1%), 业绩符合预期。考虑到 20 年末会计准则调整 (促销费冲减收入), 同口径收入高于公布值, Q1 收入高增主要系: 1) 疫情低基数效应; 2) 公司餐饮渠道占比较高, Q1 餐饮消费超预期恢复。分产品看, 酱油/蚝油/调味酱收入同比+17.6%/21.3%/20.8%, 三大品类恢复良好。分区域看, 公司网络优势持续强化, Q1 东部/南部/中部/北部/西部同比+13.5%/14.7%/29.2%/32.0%/17.1%, Q1 净增经销商 284 家至 7335 家, 渠道拓展稳步推进。

● 成本上行背景下, 净利率依然稳定, 彰显龙头掌控力

公司 21Q1 毛利率为 40.9% (同比-4.9pct), 毛利率有所下滑。一方面 20H2 开始豆粕价格维持增长态势, 包材 (纸箱、玻璃瓶) 价格亦上行, 由于海天宣布 21 年无提价计划, 成本端略有承压; 另一方面是会计准则调整所致 (促销费冲减收入, 运输费计入营业成本)。在此影响下公司销售费用率同比-4.9pct 至 5.7%。综合看, Q1 净利率为 27.3%, 和去年同期基本持平, 体现出公司对成本和费用强大的掌控力。

● 2021 海天将全力攻坚, 消费龙头经营韧性强

在 2021 年成本上行、主要企业增加费用投放的背景下, 公司依然提出收入+16%/利润+18%的目标。餐饮渠道恢复之外, 公司将在酱油/蚝油/调味酱的基础上, 挖掘火锅调料/醋/料酒等新品类, 并继续推进渠道下沉, 我们认为公司达成收入目标概率较高。同时, 公司在过往历史已充分证明其经营稳健性, 有望通过提升费用使用效率达成利润目标。

● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料成本大幅波动; 食品安全风险。
● 投资建议: 看好海天强化优势、提升份额, 维持“买入”评级

公司作为调味品龙头, 在产品/品牌/渠道构筑护城河, 看好公司在成本上行周期收割市场份额。预计 21-23 年归母净利润为 75.4/92.7/112.1 亿元, 同比增长+18%/23%/21%, EPS 为 2.33/2.86/3.46 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 为 71/58/48 倍, 维持“买入”评级。

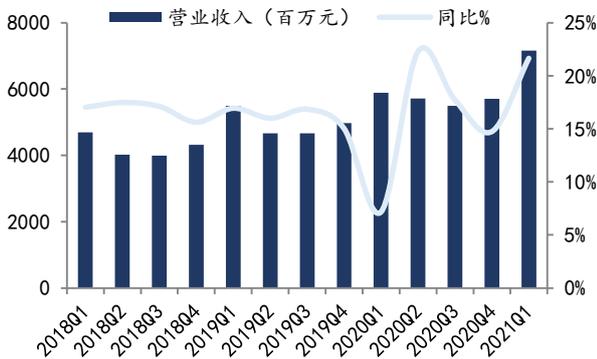
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	26,438	30,938	35,967
(+/-%)	16.2%	15.1%	16.0%	17.0%	16.3%
净利润(百万元)	5353	6403	7542	9268	11210
(+/-%)	22.6%	19.6%	17.8%	22.9%	20.9%
摊薄每股收益(元)	1.98	1.98	2.33	2.86	3.46
EBIT Margin	29.7%	31.1%	31.5%	33.2%	34.6%
净资产收益率(ROE)	32.3%	31.9%	31.2%	31.8%	31.8%
市盈率(PE)	83.7	84.0	71.3	58.0	48.0
EV/EBITDA	71.8	71.5	62.5	51.0	42.4
市净率(PB)	27.03	26.80	22.28	18.46	15.28

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

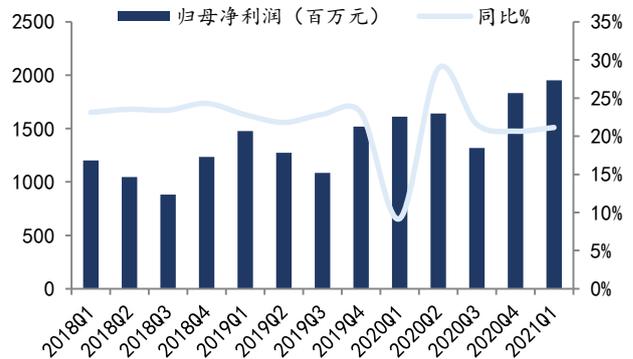
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 海天味业分季度营业收入及同比增速



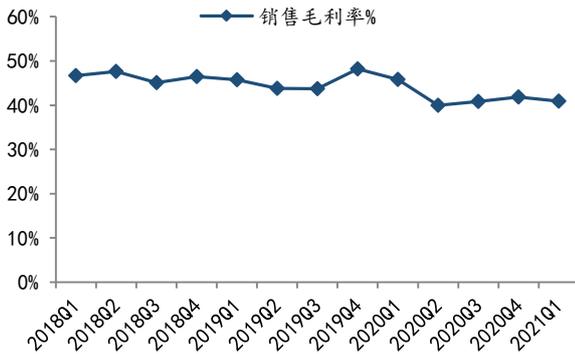
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 海天味业分季度归母净利润及同比增速



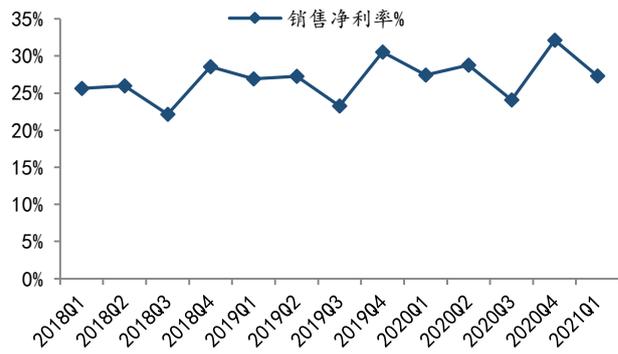
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 海天味业分季度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 海天味业分季度净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 4 月 29 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	股价 (元)	EPS			PE			总市值 (亿元)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
603288	海天味业	84.0	166.00	2.37	2.84	3.37	70.12	58.47	49.25	5379.14
可比公司:										
1579.HK	颐海国际	76.7	77.10 港元	1.24	1.64	2.15	51.92	39.28	30.01	807.16 港元
603317	天味食品	77.1	44.96	0.71	0.94	1.26	63.63	47.88	35.70	283.45
300999	金龙鱼	71.4	79.04	1.42	1.65	1.90	55.69	47.82	41.55	4,285.23
600872	中炬高新	42.9	46.19	1.27	1.53	1.84	36.51	30.14	25.04	367.97
603027	千禾味业	122.7	32.32	0.43	0.58	0.73	74.97	55.49	44.13	215.15
600305	恒顺醋业	57.4	18.19	0.37	0.43	0.49	49.79	42.52	37.15	182.44
002507	涪陵榨菜	40.1	41.40	0.98	1.23	1.55	42.30	33.66	26.65	326.79
平均		69.8					53.55	42.40	34.32	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 除颐海、海天、天味、涪陵榨菜外, 其他可比公司 EPS、PE 等数据取自 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	16958	21609	26567	32607	营业收入	22792	26438	30938	35967
应收款项	53	29	34	30	营业成本	13181	15382	17462	19851
存货净额	2100	2416	2601	2692	营业税金及附加	211	251	294	342
其他流动资产	35	53	62	72	销售费用	1366	1496	1767	1982
流动资产合计	24200	29207	34464	40700	管理费用	361	375	436	505
固定资产	4283	4894	5452	5768	财务费用	(392)	(480)	(602)	(740)
无形资产及其他	385	370	354	339	投资收益	36	40	40	40
投资性房地产	665	665	665	665	资产减值及公允价值变动	139	140	150	160
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(596)	(600)	(719)	(859)
资产总计	29534	35136	40936	47473	营业利润	7644	8993	11052	13369
短期借款及交易性金融负债	93	0	0	0	营业外净收支	(1)	5	5	5
应付款项	1415	1625	1655	1615	利润总额	7642	8998	11057	13374
其他流动负债	7573	8872	9531	9954	所得税费用	1233	1449	1780	2153
流动负债合计	9080	10496	11186	11569	少数股东损益	6	7	9	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6403	7542	9268	11210
其他长期负债	287	397	497	592					
长期负债合计	287	397	497	592	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9368	10894	11684	12161	净利润	6403	7542	9268	11210
少数股东权益	98	102	106	112	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	20068	24141	29146	35199	折旧摊销	574	444	508	560
负债和股东权益总计	29534	35136	40936	47473	公允价值变动损失	(139)	(140)	(150)	(160)
					财务费用	(392)	(480)	(602)	(740)
					营运资本变动	625	1308	591	381
					其它	3	4	5	6
					经营活动现金流	7467	9158	10222	11996
					资本开支	(1045)	(900)	(900)	(700)
					其它投资现金流	(177)	(45)	(100)	(100)
					投资活动现金流	(1222)	(945)	(1000)	(800)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(2921)	(3470)	(4263)	(5156)
					其它融资现金流	3100	(93)	0	0
					融资活动现金流	(2743)	(3562)	(4263)	(5156)
					现金净变动	3502	4651	4958	6040
					货币资金的期初余额	13456	16958	21609	26567
					货币资金的期末余额	16958	21609	26567	32607
					企业自由现金流	6092	7842	8807	10669
					权益自由现金流	9522	8152	9312	11289

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032