

2021年07月13日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

H1 进度完成过半，边际逐步向好 增持（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22,792	26,439	30,563	35,239
同比（%）	15.1%	16.0%	15.6%	15.3%
归母净利润（百万元）	6,403	7,555	8,974	10,554
同比（%）	19.6%	17.9%	18.8%	17.6%
每股收益（元/股）	1.52	1.79	2.13	2.51
P/E（倍）	76.89	65.17	54.86	46.65

事件：

- 近期我们跟踪渠道，就行业情况、公司经营情况、销售进度、渠道库存等各方面信息进行更新。

投资要点：

- **H1 进度完成过半，渠道库存偏高，预计将逐步改善。** 跟踪跟踪，公司 H1 销售进度完成过半，当前渠道库存约 2 个月，处偏高水平，主要源于餐饮需求恢复仍未达到 19 年水平，家庭端需求回落，同时社区团购等新兴渠道冲击经销体系，影响渠道信心。此外，原材料成本持续上行，公司考虑疫情背景与民生需求，年初提出不提价，盈利端亦存在压力。面对不佳的外部环境，公司积极进行调整，包括积极拓展新兴渠道，发展线上销售平台，针对社区团购开发新规格产品，同时协助经销商调整产品结构，降低库存，改善考核方式，并帮助经销商加快资金周转。步入 H2，我们预计随外部需求持续改善，公司渠道梳理逐现成效，经营情况将逐步向好。

- **全年目标积极，强竞争力护航穿越周期。** 21 年公司目标收入/利润分别 264.4 亿/75.6 亿元，同比+16%/+18%，整体目标积极，H1 行业整体放缓及竞争加剧背景下，公司表现依然优于行业，公司经营效率及精细化管理能力卓越，期待全年目标顺利完成。中长期看，当前是公司的三五计划中期，公司总体增长目标稳健，实现路径清晰，产品上，实现酱油、蚝油、酱料三大业务稳健发展，并重点发展高鲜酱油、蚝油等大单品，同时陆续推出复合料、底料、食用油等产品多元化产品矩阵，渠道上，与新兴平台如直播、线上平台开展合作，积极拥抱新渠道。同时，持续精细化运营，向内部要效率，如积极技改提升生产效率，调整采购策略降低成本，促进资源配置更优化，稳步迈向三五目标。

- **盈利预测与投资评级：公司拥有强竞争力，龙头地位稳固，在外部环境压力较大下，利用其渠道及品牌优势，具备更优实力穿越周期，实现稳健增长，进一步实现市场地位强化。** 我们给予 21-23 年 EPS 预测 1.79/2.13/2.51 元，当前股价对应 PE 分别为 65/55/47 倍，考虑公司行业龙头地位及中长期增长较为确定，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，销售不达预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	116.87
一年最低/最高价	92.52/167.90
市净率(倍)	17.20
流通 A 股市值(百万元)	492323.78

基础数据

每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	24.12
总股本(百万股)	4212.58
流通 A 股(百万股)	4212.58

相关研究

海天味业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	24,200	31,260	37,509	46,926	营业收入	22,792	26,439	30,563	35,239
现金	16,958	23,606	29,599	38,516	减:营业成本	13,181	15,334	17,482	19,910
应收账款	41	9	49	19	营业税金及附加	211	275	314	354
存货	2,100	2,440	2,736	3,159	营业费用	1,366	1,335	1,559	1,868
其他流动资产	5,101	5,204	5,126	5,232	管理费用	361	419	485	559
非流动资产	5,333	4,995	5,299	5,683	研发费用	712	826	954	1,100
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-392	-474	-644	-845
固定资产	3,914	3,560	3,818	4,164	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	369	349	345	344	加:投资净收益	36	36	36	36
无形资产	385	374	363	352	其他收益	122	99	106	109
其他非流动资产	665	712	773	823	资产处置收益	-5	0	0	0
资产总计	29,534	36,256	42,808	52,609	营业利润	7,644	9,009	10,701	12,585
流动负债	9,080	11,222	12,870	16,368	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	93	93	93	93	利润总额	7,642	9,009	10,701	12,585
应付账款	1,415	1,609	1,912	2,055	减:所得税费用	1,233	1,454	1,727	2,031
其他流动负债	7,573	9,521	10,865	14,221	少数股东损益	6	0	0	0
非流动负债	287	327	407	447	归属母公司净利润	6,403	7,555	8,974	10,554
长期借款	0	0	0	0	EBIT	7,139	8,406	9,908	11,569
其他非流动负债	287	327	407	447	EBITDA	7,714	8,860	10,409	12,163
负债合计	9,368	11,549	13,277	16,815	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	98	98	98	98	每股收益(元)	1.52	1.79	2.13	2.51
归属母公司股东权益	20,068	24,610	29,434	35,696	每股净资产(元)	4.76	5.77	6.91	8.40
负债和股东权益	29,534	36,256	42,808	52,609	发行在外股份(百万股)	3240	4213	4213	4213
					ROIC(%)	29.3%	28.6%	28.1%	27.0%
					ROE(%)	31.8%	31.0%	30.7%	29.8%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	42.2%	42.0%	42.8%	43.5%
经营活动现金流	6,950	9,033	9,980	13,069	销售净利率(%)	28.1%	28.6%	29.4%	29.9%
投资活动现金流	-1,920	115	-562	-745	资产负债率(%)	31.7%	31.9%	31.0%	32.0%
筹资活动现金流	-2,949	-2,500	-3,426	-3,407	收入增长率(%)	15.1%	16.0%	15.6%	15.3%
现金净增加额	2,082	6,649	5,992	8,917	净利润增长率(%)	19.7%	17.9%	18.8%	17.6%
折旧和摊销	574	454	500	594	P/E	76.89	65.17	54.86	46.65
资本开支	907	-383	244	334	P/B	24.53	20.27	16.91	13.92
营运资本变动	751	1,730	1,392	2,999	EV/EBITDA	61.03	52.39	44.03	36.95

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 由于该公司于2021年5月18日分红送转, 流通股由32.4亿股增至42.13亿股, 为方便比较, 自20年起计算的为送转后摊薄的数据。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>