

2021年08月31日

证券研究报告·2021年半年报点评

海天味业 (603288) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 105.53元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

成本上行+消费疲软, 营收利润双端承压

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年报, 实现营收 123.3 亿元, 同比增长 6.4%; 实现归母净利润 33.5 亿元, 同比增长 3.1%。其中 21Q2 实现营收 51.7 亿元, 同比下降 9.4%, 实现归母净利润 14 亿元, 同比下降 14.7%, Q2 低于市场预期。
- **三大核心品类增速放缓, 其他业务表现良好。** 21H1 酱油、蚝油、调味酱分别实现收入 70.2 亿元 (+5.8%)、21.3 亿元 (+6.6%)、14.8 亿元 (+7.0%), 传统三大核心品类增速均放缓至个位数: 1) 去年同期疫情影响下高基数效应; 2) 经济环境变动下二季度消费疲软; 3) 以社区团购为首的新渠道带来低价竞争及传统渠道客源流失问题; 4) 行业整体费用投放力度加大等问题, 公司核心业务增速有所放缓。公司以复合调味品为代表的其他业务表现良好, 实现收入 11.25 亿元, 同比增长 13.4%, 为后续公司品类扩充提供坚实基础。分区域看, 大本营南部收入增速 2.2%, 仍然维持稳健增长; 受需求端不景气影响, 全国其他区域增速均有不同程度下滑, 北部/东部/中部/西部收入增速分别为 8.8%/3.3%/11.6%/7.2%。公司持续推进渠道下沉与裂变, 经销商数量保持上升态势, 21H1 全国经销商实现净增长 356 家至 7407 家, 渠道优势进一步巩固。多品类延伸布局叠加渠道持续深耕, 公司业绩长期稳定增长可期。
- **原材料成本大幅上行, 致使 Q2 业绩承压。** 21H1 公司毛利率为 39.3%, 同比下降 3.6pp, 其中 Q2 毛利率 37.1%, 同比下降 2.9pp。成本端压力主要系 1) 大豆、瓦楞纸等原材料价格上涨; 2) 社区团购全面铺开, 大容量低价产品挤压毛利空间; 3) 会计政策变更导致运杂费计入营业成本所致。费用率方面, 销售费用率 5.5%, 同比下降 2pp, 主要由于本期广告费用投放力度减小; 管理费用仍处于业内低位, 人工成本增加带动管理费用率小幅上升 0.1pp 至 1.5%。原材料成本承压明显, 致使 21H1 整体净利率下降 0.9pp 至 27.2%。
- **下半年业绩有望恢复性增长, 中长期发展态势持续向好。** 短期来看, 受制于需求端疲软与成本端上行压力, 调味品行业整体 21H1 业绩表现均不及预期, 龙头海天业内对比表现仍属优秀。一方面, 短期内面对成本压力, 龙头企业凭借规模优势暂缓提价, 有望加速中小产能出清快速提升行业集中度; 另一方面, 社区团购过往低价竞争乱象将在监管介入后逐步改善, 无人推介情况下利好品牌力强的龙头企业实现低端产品快速放量。中长期看, 行业成本端压力减小, 叠加下一轮提价周期将至, 公司中长期业绩将持续向好。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.81 元、2.18 元、2.62 元, 对应动态 PE 分别为 58 倍、48 倍、40 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 行业竞争格局恶化风险。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 22791.87 | 26504.44 | 30671.96 | 35413.63 |
| 增长率 | 15.13% | 16.29% | 15.72% | 15.46% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 6402.86 | 7616.51 | 9195.71 | 11027.22 |
| 增长率 | 19.61% | 18.95% | 20.73% | 19.92% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.52 | 1.81 | 2.18 | 2.62 |
| 净资产收益率 ROE | 31.78% | 31.82% | 32.63% | 33.18% |
| PE | 69 | 58 | 48 | 40 |
| PB | 22.04 | 18.56 | 15.76 | 13.36 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
 电话: 023-63786049
 邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霖
 电话: 021-58351959
 邮箱: xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本(亿股) | 42.13 |
| 流通 A 股(亿股) | 42.13 |
| 52 周内股价区间(元) | 104.98-214.98 |
| 总市值(亿元) | 4,496.93 |
| 总资产(亿元) | 291.52 |
| 每股净资产(元) | 6.80 |

相关研究

1. 海天味业 (603288): 规模效应显现, 龙头优势突出 (2021-04-30)
2. 海天味业 (603288): 产品多元发展, 龙头优势显著 (2021-04-01)
3. 海天味业 (603288): 业绩符合预期, 龙头稳健如一 (2020-11-01)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 22791.87 | 26504.44 | 30671.96 | 35413.63 | 净利润 | 6409.03 | 7623.85 | 9204.57 | 11037.85 |
| 营业成本 | 13180.79 | 15119.73 | 17173.29 | 19677.09 | 折旧与摊销 | 574.89 | 533.37 | 555.51 | 583.30 |
| 营业税金及附加 | 211.34 | 262.90 | 299.43 | 344.68 | 财务费用 | -392.24 | -57.84 | -69.96 | -88.42 |
| 销售费用 | 1365.53 | 1325.22 | 1472.25 | 1522.79 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 361.39 | 954.16 | 1012.17 | 991.58 | 经营营运资本变动 | 772.40 | -2768.71 | 875.52 | 279.73 |
| 财务费用 | -392.24 | -57.84 | -69.96 | -88.42 | 其他 | -413.65 | -195.17 | -191.42 | -197.67 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 6950.43 | 5135.50 | 10374.23 | 11614.79 |
| 投资收益 | 35.80 | 45.00 | 45.00 | 50.00 | 资本支出 | -356.51 | -400.00 | -400.00 | -400.00 |
| 公允价值变动损益 | 138.91 | 150.17 | 146.42 | 147.67 | 其他 | -1563.07 | 182.17 | 176.42 | 182.67 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1919.58 | -217.83 | -223.58 | -217.33 |
| 营业利润 | 7643.87 | 9095.44 | 10976.19 | 13163.57 | 短期借款 | 73.00 | -92.60 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -1.45 | -4.50 | -3.11 | -3.30 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 7642.42 | 9090.94 | 10973.08 | 13160.27 | 股权融资 | 0.00 | 324.04 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 1233.39 | 1467.09 | 1768.51 | 2122.42 | 支付股利 | 0.00 | -4161.86 | -4950.73 | -5977.21 |
| 净利润 | 6409.03 | 7623.85 | 9204.57 | 11037.85 | 其他 | -3021.97 | 64.84 | 71.96 | 90.82 |
| 少数股东损益 | 6.17 | 7.34 | 8.86 | 10.63 | 筹资活动现金流净额 | -2948.97 | -3865.58 | -4878.77 | -5886.40 |
| 归属母公司股东净利润 | 6402.86 | 7616.51 | 9195.71 | 11027.22 | 现金流量净额 | 2081.88 | 1052.10 | 5271.87 | 5511.06 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 16957.68 | 18009.77 | 23281.64 | 28792.70 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 68.30 | 61.24 | 72.97 | 86.98 | 销售收入增长率 | 15.13% | 16.29% | 15.72% | 15.46% |
| 存货 | 2099.92 | 2378.16 | 2740.31 | 3124.06 | 营业利润增长率 | 19.82% | 18.99% | 20.68% | 19.93% |
| 其他流动资产 | 5074.24 | 6437.44 | 5889.64 | 6157.60 | 净利润增长率 | 19.66% | 18.95% | 20.73% | 19.92% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 19.21% | 22.29% | 19.76% | 19.17% |
| 投资性房地产 | 4.91 | 4.91 | 4.91 | 4.91 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 4282.72 | 4163.69 | 4022.52 | 3853.56 | 毛利率 | 42.17% | 42.95% | 44.01% | 44.44% |
| 无形资产和开发支出 | 415.88 | 401.99 | 388.11 | 374.22 | 三费率 | 5.86% | 8.38% | 7.87% | 6.85% |
| 其他非流动资产 | 629.98 | 642.52 | 657.07 | 671.61 | 净利率 | 28.12% | 28.76% | 30.01% | 31.17% |
| 资产总计 | 29533.62 | 32099.72 | 37057.16 | 43065.65 | ROE | 31.78% | 31.82% | 32.63% | 33.18% |
| 短期借款 | 92.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 21.70% | 23.75% | 24.84% | 25.63% |
| 应付和预收款项 | 2959.93 | 6079.40 | 6540.52 | 7184.59 | ROIC | 96.95% | 86.20% | 81.91% | 89.88% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 34.34% | 36.11% | 37.37% | 38.57% |
| 其他负债 | 6315.06 | 2063.26 | 2305.74 | 2609.51 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 9367.59 | 8142.65 | 8846.25 | 9794.10 | 总资产周转率 | 0.84 | 0.86 | 0.89 | 0.88 |
| 股本 | 3240.44 | 4212.57 | 4212.57 | 4212.57 | 固定资产周转率 | 6.19 | 7.03 | 8.66 | 10.52 |
| 资本公积 | 790.59 | 142.50 | 142.50 | 142.50 | 应收账款周转率 | 1037.03 | 787.05 | 1021.20 | 929.20 |
| 留存收益 | 16037.39 | 19492.04 | 23737.02 | 28787.03 | 存货周转率 | 6.75 | 6.75 | 6.71 | 6.71 |
| 归属母公司股东权益 | 20068.42 | 23852.11 | 28097.09 | 33147.10 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 117.28% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 97.62 | 104.96 | 113.82 | 124.45 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 20166.03 | 23957.07 | 28210.91 | 33271.55 | 资产负债率 | 31.72% | 25.37% | 23.87% | 22.74% |
| 负债和股东权益合计 | 29533.62 | 32099.72 | 37057.16 | 43065.65 | 带息债务/总负债 | 0.99% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.67 | 3.42 | 3.74 | 4.02 |
| | | | | | 速动比率 | 2.43 | 3.12 | 3.42 | 3.69 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 54.64% | 53.84% | 54.20% |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 7826.52 | 9570.97 | 11461.74 | 13658.45 | 每股收益 | 1.52 | 1.81 | 2.18 | 2.62 |
| PE | 69.43 | 58.37 | 48.34 | 40.31 | 每股净资产 | 4.79 | 5.69 | 6.70 | 7.90 |
| PB | 22.04 | 18.56 | 15.76 | 13.36 | 每股经营现金 | 1.65 | 1.22 | 2.46 | 2.76 |
| PS | 19.50 | 16.77 | 14.49 | 12.55 | 每股股利 | 0.00 | 0.99 | 1.18 | 1.42 |
| EV/EBITDA | 40.81 | 43.97 | 36.26 | 30.02 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.94% | 1.11% | 1.34% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| 广深 | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yyx@swsc.com.cn |