

海天味业 (603288.SH)

龙头优势稳固，下半年业绩有望持续改善

核心观点:

- **公司 Q2 收入低于预期，主要源于社区团购分流。**公司发布 2021 年半年度报告，公告 21H1 营业收入为 123.32 亿元，同比增长 6.36%；归母净利润为 33.53 亿元，同比增长 3.07%。公司收入和业绩低于预期。公司 21Q1/Q2 收入较 19Q1/Q2 分别复合增长 14.18%/5.26% (限额以上酱油企业总产量 21Q1/Q2 较 19Q1/Q2 分别复合增长 10.58%/1.71%)，公司 Q2 收入降速明显，我们认为是以下三方面原因：(1) 21Q2 社区团购平台补贴力度大、对传统线下渠道分流明显，公司反应不及时，6、7 月份从公司层面开始指导布局社区团购渠道；(2) 餐饮恢复不达预期，截至 2021 年 6 月底餐饮行业仅恢复至 19 年同期的 90% 左右；(3) 后疫情时期底层消费力下降，导致大众消费品收入下降。
- **公司龙头竞争优势强，下半年业绩有望持续改善。**公司作为行业超级龙头，竞争优势强，面对行业变化 (疫情带来的餐饮疲软、社区团购等) 反应都是最快的。我们预计下半年业绩有望持续改善：(1) 社区团购渠道销售价格已经企稳，公司 6、7 月份开始从公司层面指导布局社区团购渠道，设立专门经销商对接，规范操作，推动销量增长；(2) 餐饮和底层消费力持续恢复。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 251.16/291.94/336.03 亿元，同比增长 10.20%/16.24%/15.10%，归母净利润分别为 68.84/82.83/96.80 亿元，同比增长 7.51%/20.33%/16.86%，EPS 分别为 1.63/1.97/2.30 元/股，对应 PE 估值 58/48/41 倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予 21 年 70 倍 PE 估值，合理价值为 114.4 元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**产品升级不及预期。渠道扩张不及预期。食品安全风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,797	22,792	25,116	29,194	33,603
增长率 (%)	16.2%	15.1%	10.2%	16.2%	15.1%
EBITDA (百万元)	6,231	7,536	8,154	9,703	11,245
归母净利润 (百万元)	5,353	6,403	6,884	8,283	9,680
增长率 (%)	22.6%	19.6%	7.5%	20.3%	16.9%
EPS (元/股)	1.98	1.98	1.63	1.97	2.30
市盈率 (P/E)	54.23	101.49	58.12	48.30	41.34
ROE (%)	32.3%	31.9%	28.4%	29.4%	29.6%
EV/EBITDA	44.43	83.99	46.47	38.62	32.88

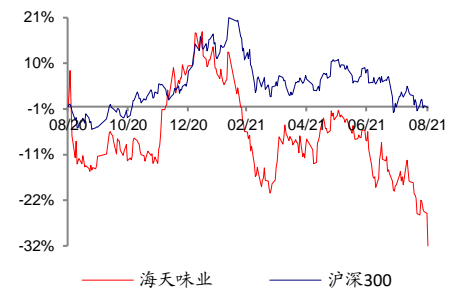
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	94.98 元
合理价值	114.4 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-31

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

海天味业 (603288.SH): 公司 2021-03-31
抗风险能力强，21 年业绩稳健增长

公司发布2021年半年度报告，公告21H1营业收入为123.32亿元，同比增长6.36%；归母净利润为33.53亿元，同比增长3.07%。其中，21Q2营业收入为51.74亿元，同比-9.39%；归母净利润为13.99亿元，同比-14.68%。公司收入和业绩低于预期。我们点评如下：

一、公司 Q2 收入低于预期，主要源于社区团购分流

公司21Q1/Q2收入较19Q1/Q2分别复合增长14.18%/5.26%（限额以上酱油企业总产量21Q1/Q2较19Q1/Q2分别复合增长10.58%/1.71%），公司Q2收入降速明显，我们认为有以下三方面原因：（1）21Q2社区团购平台补贴力度大、对传统线下渠道分流明显，公司反应不及时，6、7月份从公司层面开始指导布局社区团购渠道；（2）餐饮恢复不达预期，截至2021年6月底餐饮行业仅恢复至19年同期的90%左右；（3）后疫情时期底层消费力下降，导致大众消费品收入下降。根据Wind，2021年6月乡村社会零售总额累计值达27806.07亿元，较2019/2020年同期下降1.69%/19.00%，底层消费力仍未恢复。分品类来看，2021Q2公司酱油/蚝油/调味酱/其他调味品收入分别为29.18/9.62/5.92/4.25亿元，同比下滑7.20%/7.06%/8.66%/26.36%。

21Q2公司净利率27.04%，同比下降1.71pct。21Q2毛利率37.06%，同比下降2.90pct，主要原因是原材料成本上涨。根据Wind，截至2021年6月30日，黄豆全国市场价5239.20元/吨，同比上涨8.63%，瓦楞纸全国市场价4124.70元/吨，同比上涨21.37%。21Q2销售费用率5.16%，同比提升0.95pct。

二、公司龙头竞争优势强，下半年业绩有望持续改善

公司作为行业超级龙头，竞争优势强，面对行业变化（疫情带来的餐饮疲软、社区团购等）反应都是最快的。我们预计下半年公司业绩有望持续改善：（1）社区团购渠道销售价格已经企稳，公司6、7月份开始从公司层面指导布局社区团购渠道，设立专门经销商对接，规范操作，推动销量增长；（2）餐饮和底层消费力持续恢复。

三、盈利预测

我们预计2021-2023年公司收入分别为251.16/291.94/336.03亿元，同比增长10.20%/16.24%/15.10%，归母净利润分别为68.84/82.83/96.80亿元，同比增长7.51%/20.33%/16.86%，EPS分别为1.63/1.97/2.30元/股，对应PE估值58/48/41倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予21年70倍PE估值，合理价值为114.4元/股，维持买入评级。

四、风险提示

产品升级不及预期。若产品结构升级不畅，则影响收入、业绩增长。

渠道扩张不及预期。若渠道扩张推进受阻，将影响收入、业绩增长。

食品安全。如出现食品安全问题，则对公司销量有较大影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20,269	24,200	28,740	33,324	38,641
货币资金	13,456	16,958	21,216	25,410	30,337
应收及预付	21	57	47	57	67
存货	1,803	2,100	2,344	2,722	3,098
其他流动资产	4,990	5,085	5,133	5,135	5,138
非流动资产	4,485	5,333	6,183	7,011	7,836
长期股权投资	0	0	16	32	49
固定资产	3,448	3,914	4,459	5,003	5,548
在建工程	494	369	429	458	471
无形资产	138	385	531	685	852
其他长期资产	404	665	748	832	916
资产总计	24,754	29,534	34,923	40,334	46,476
流动负债	7,978	9,080	10,262	11,788	13,397
短期借款	20	93	0	0	0
应付及预收	5,396	1,415	4,128	4,344	4,669
其他流动负债	2,562	7,573	6,134	7,444	8,729
非流动负债	178	287	287	290	292
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	3	5
其他非流动负债	178	287	287	287	287
负债合计	8,156	9,368	10,549	12,078	13,690
股本	2,700	3,240	4,213	4,213	4,213
资本公积	1,331	791	791	791	791
留存收益	12,551	16,037	19,272	23,156	27,686
归属母公司股东权益	16,582	20,068	24,276	28,159	32,689
少数股东权益	16	98	98	98	98
负债和股东权益	24,754	29,534	34,923	40,334	46,476

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,568	6,950	8,355	9,886	11,360
净利润	5,356	6,409	6,884	8,283	9,680
折旧摊销	479	575	518	514	515
营运资金变动	1,493	751	993	1,136	1,219
其它	-761	-784	-41	-47	-54
投资活动现金流	89	-1,920	-1,282	-1,250	-1,241
资本支出	-579	-905	-1,221	-1,195	-1,194
投资变动	200	-1,552	-16	-16	-16
其他	468	538	-45	-38	-31
筹资活动现金流	-2,647	-2,949	-2,814	-4,443	-5,192
银行借款	20	107	-92	0	0
股权融资	0	0	972	0	0
其他	-2,667	-3,056	-3,694	-4,442	-5,192
现金净增加额	4,009	2,082	4,259	4,193	4,927
期初现金余额	9,426	13,435	16,958	21,216	25,410
期末现金余额	13,435	15,517	21,216	25,410	30,337

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	16.2%	15.1%	10.2%	16.2%	15.1%
营业利润增长	21.7%	19.8%	7.4%	20.3%	16.9%
归母净利润增长	22.6%	19.6%	7.5%	20.3%	16.9%
获利能力					
毛利率	45.4%	42.2%	40.7%	41.6%	41.9%
净利率	27.1%	28.1%	27.4%	28.4%	28.8%
ROE	32.3%	31.9%	28.4%	29.4%	29.6%
ROIC	29.1%	28.8%	26.3%	27.3%	27.4%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	31.7%	30.2%	29.9%	29.5%
净负债比率	49.1%	46.5%	43.3%	42.7%	41.8%
流动比率	2.54	2.67	2.80	2.83	2.88
速动比率	2.31	2.43	2.57	2.59	2.65
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.77	0.72	0.72	0.72
应收账款周转率	8,036.69	549.30	1,024.96	896.54	842.94
存货周转率	10.98	10.85	10.72	10.73	10.84
每股指标 (元)					
每股收益	1.98	1.98	1.63	1.97	2.30
每股经营现金流	2.43	2.14	1.98	2.35	2.70
每股净资产	6.14	6.19	5.76	6.68	7.76
估值比率					
P/E	54.23	101.49	58.12	48.30	41.34
P/B	17.51	32.38	16.48	14.21	12.24
EV/EBITDA	44.43	83.99	46.47	38.62	32.88

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,797	22,792	25,116	29,194	33,603
营业成本	10,801	13,181	14,901	17,059	19,516
营业税金及附加	203	211	224	260	299
销售费用	2,163	1,366	1,306	1,518	1,747
管理费用	290	361	372	380	403
研发费用	587	712	678	788	907
财务费用	-293	-392	-382	-466	-557
资产减值损失	-17	0	0	0	0
公允价值变动收益	173	139	0	0	0
投资净收益	60	36	40	47	54
营业利润	6,379	7,644	8,208	9,878	11,543
营业外收支	-2	-1	1	0	0
利润总额	6,377	7,642	8,209	9,878	11,543
所得税	1,021	1,233	1,325	1,594	1,863
净利润	5,356	6,409	6,884	8,283	9,680
少数股东损益	3	6	0	0	0
归属母公司净利润	5,353	6,403	6,884	8,283	9,680
EBITDA	6,231	7,536	8,154	9,703	11,245
EPS (元)	1.98	1.98	1.63	1.97	2.30

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。