

## 2021 年半年报点评：Q2 承压，逆境即机遇 增持（维持）

2021 年 09 月 01 日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002  
yuzhihuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22,792	25,276	29,219	33,836
同比（%）	15.1%	10.9%	15.6%	15.8%
归母净利润（百万元）	6,403	6,985	8,003	9,213
同比（%）	19.6%	9.1%	14.6%	15.1%
每股收益（元/股）	1.52	1.66	1.90	2.19
P/E（倍）	62.49	57.28	49.99	43.43

**事件：**公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 123.32 亿元，同比+6.36%，归母净利润 33.53 亿元，同比+3.07%，扣非归母净利润 32.50 亿元，同比+2.67%。其中 2021Q2 实现营收 51.74 亿元，同比-9.39%，归母净利润 13.99 亿元，同比-14.68%。外部环境及库存等多重因素下，Q2 低于市场预期，但我们预计后续负面因素将逐步缓解，盈利端边际改善。

### 投资要点：

■ **Q2 收入短期承压，市占率持续提升。**分产品看，2021H1 酱油/调味酱/蚝油的营收分别为 70.16/14.75/21.30 亿元，分别同比+5.84%/6.96%/6.62%，其他新品类增长加速，其中 Q2 酱油/调味酱/蚝油的营收分别为 29.18/5.92/9.62 亿元，分别同比-7.20%/-8.66%/-7.06%，主要系基数较高，需求疲软，社区团购分流等因素导致。分渠道看，2021Q2 线下渠道/线上渠道分别实现收入 47.42/1.54 亿元，分别同比-10.00%/+14.41%，线上发展亮眼源于公司积极拓展线上平台，社区团购等。分区域看，2021Q2 东部/南部/中部/北部/西部地区分别实现营收 10.54/9.75/10.37/12.34/5.97 亿元，分别同比-7.10%/-9.47%/-8.10%/-14.15%/-4.82%。Q2 公司经销商新增 72 至 7407 名，新增主要来自东部/中部地区，分别净增 29/27 名。外部压力下，公司仍保持市占率提升。

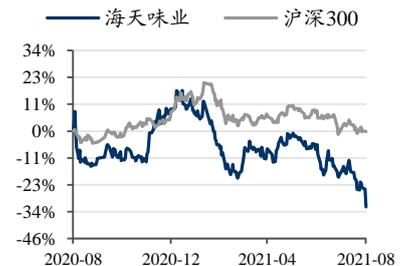
■ **成本上行拖累盈利。**2021H1 毛利率 39.31%，同比-3.63pct，2021Q2 毛利率 37.06%，同比-2.90pct，主要系原材料价格上涨所致。21H1 销售费用率同比-1.99pct 至 5.48%（21Q2 同比+0.95pct 至 5.16%），主要系广告费减少所致。21H1 管理费用率同比+0.11pct 至 1.48%（21Q2 同比+0.29pct），主要系员工薪酬及日常支出增加所致。综上，2021Q2 实现销售净利率 27.04%，同比-1.68pct，主要受毛利率拖累。盈利水平仍优于行业，体现龙头强劲韧性。

■ **H2 负面因素逐步缓解，多品类/渠道扩张护航长期增长。**H2 我们预计随需求改善，基数压力消解，积极与社区团购合作等，环比将改善，根据跟踪，6-8 月为传统调味品销售淡季，公司 8 月动销环比改善，库存环比持平，我们预计双节前后动销将会进一步改善。虽今年提出不提价，但公司拥有精细化管理能力，通过渠道政策变化及精益生产对抗成本上行，在行业内优势明显，我们预计明年有望实现提价。同时公司今年以来不断加快新品类的落地及推进，围绕三大品类下，培育新增长点，加快食醋、腐乳、油、复合调料、大米等新品类培育，有望打开长期空间。我们认为本轮库存周期与上轮存在本质差异，本轮主要源于外部环境因素导致，但公司渠道能力与容量已远强于上轮，可支撑公司度过难关，走过至暗时刻，公司份额进一步提升，优势亦将进一步加强。

■ **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、管理、规模优势，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。因公司上半年略有压力，我们下调 21-23 年 EPS 预测为 1.66/1.90/2.20 元（前值为 1.79/2.13/2.51 元），当前股价对应 PE 分别为 57/50/43 倍，维持“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)	94.98
一年最低/最高价	94.98/219.58
市净率(倍)	19.92
流通 A 股市值(百万元)	400110.48

### 基础数据

每股净资产(元)	4.77
资产负债率(%)	23.49
总股本(百万股)	4212.58
流通 A 股(百万股)	4212.58

### 相关研究

1、《海天味业（603288）跟踪报告：H1 进度完成过半，边际逐步向好》2021-07-13

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
<b>流动资产</b>	24,200	30,270	33,943	40,535	<b>营业收入</b>	22,792	25,276	29,219	33,836
现金	16,958	22,772	26,010	32,232	减:营业成本	13,181	14,837	17,064	19,659
应收账款	41	7	49	16	营业税金及附加	211	247	278	326
存货	2,100	2,293	2,759	3,061	营业费用	1,366	1,415	1,762	2,165
其他流动资产	5,101	5,197	5,124	5,225	管理费用	361	402	526	629
<b>非流动资产</b>	5,333	6,321	7,390	8,565	研发费用	712	789	912	1,057
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-392	-459	-579	-695
固定资产	3,914	4,293	4,629	5,004	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	369	332	328	330	加:投资净收益	36	36	36	36
无形资产	385	406	426	445	其他收益	122	99	106	109
其他非流动资产	665	1,290	2,007	2,786	资产处置收益	-5	0	0	0
<b>资产总计</b>	29,534	36,591	41,333	49,100	<b>营业利润</b>	7,644	8,329	9,543	10,986
<b>流动负债</b>	9,080	12,126	12,934	15,740	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	93	93	93	93	<b>利润总额</b>	7,642	8,329	9,543	10,986
应付账款	1,415	1,511	1,926	1,991	减:所得税费用	1,233	1,344	1,540	1,773
其他流动负债	7,573	10,523	10,915	13,656	少数股东损益	6	0	0	0
<b>非流动负债</b>	287	327	407	447	<b>归属母公司净利润</b>	6,403	6,985	8,003	9,213
长期借款	0	0	0	0	EBIT	7,139	7,739	8,817	10,118
其他非流动负债	287	327	407	447	EBITDA	7,714	8,373	9,617	11,107
<b>负债合计</b>	9,368	12,453	13,341	16,187	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	98	98	98	98	每股收益(元)	1.52	1.66	1.90	2.19
归属母公司股东权益	20,068	24,040	27,894	32,815	每股净资产(元)	4.76	5.63	6.54	7.71
<b>负债和股东权益</b>	29,534	36,591	41,333	49,100	发行在外股份(百万股)	3240	4213	4213	4213
					ROIC(%)	29.3%	26.9%	26.4%	25.7%
					ROE(%)	31.8%	29.3%	28.9%	28.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	42.2%	41.3%	41.6%	41.9%
经营活动现金流	6,950	9,720	8,354	11,710	销售净利率(%)	28.1%	27.6%	27.4%	27.2%
投资活动现金流	-1,920	-1,390	-1,626	-1,931	资产负债率(%)	31.7%	34.0%	32.3%	33.0%
筹资活动现金流	-2,949	-2,515	-3,490	-3,557	收入增长率(%)	15.1%	10.9%	15.6%	15.8%
现金净增加额	2,082	5,815	3,237	6,223	净利润增长率(%)	19.7%	9.0%	14.6%	15.1%
折旧和摊销	574	634	799	989	P/E	62.49	57.28	49.99	43.43
资本开支	907	943	1,009	1,125	P/B	19.94	16.87	14.51	12.31
营运资本变动	751	2,791	373	2,436	EV/EBITDA	49.08	44.52	38.44	32.72

数据来源: wind, 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>