

证券研究报告—动态报告

食品饮料

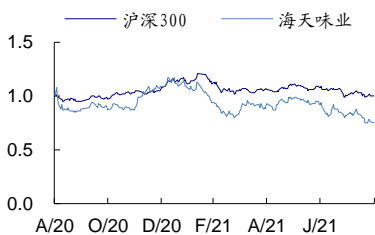
食品

海天味业(603288)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 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)	4,213/4,213
总市值/流通(百万元)	444,553/444,553
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	219.58/104.00

相关研究报告:

《海天味业-603288-2021 年一季报点评: 餐饮恢复驱动收入高增, 规模经营彰显龙头本色》——2021-05-01

《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

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
二季度业绩阶段承压, 静待下半年经营改善
● 高基数+高库存及新兴渠道扰动下, 收入增长出现放缓

公司公布 2021 年半年度报告: 21H1 实现营收 123.3 亿元, 同比+6.4%, 归母净利润 33.5 亿元, 同比+3.1%; 其中 Q2 营收 51.7 亿元, 同比-9.4%, 归母净利润 14.0 亿元, 同比-14.7%。收入下滑主要系: 1. 消费意愿下降+餐饮恢复不及预期; 2. Q2 行业性去库存, 叠加社区团购发展对传统渠道分流, 库存消化不及预期; 3. 20Q2 补库存基数较高。

● 新品类保持较快速势头, 渠道扩张稳步推进

分品类看: 21H1 酱油/蚝油/调味酱营收为 70.2/21.3/14.8 亿元, 同比+5.8%/6.6%/7.0%, 其他产品(醋、料酒等)营收 11.3 亿, 同比+13.44%, 仍保持较快发展; 分区域看: 21H1 北部/中部/东部/南部/西部区域收入分别同比+8.8%/11.6%/3.3%/2.1%/7.2%, 北部区域增速较快主要系公司在渠道端逐步推进大商拆小商, 东部/南部区域因疫情扰动增速慢于整体水平; 公司上半年继续推进渠道扩张, 21H1 公司经销商净增 356 家至 7407 家, 其中北部/西部/中部区域经销商分别净增长 81/81/80 家。

● 公司盈利能力短期承压, 依旧看好海天中长期份额提升

21H1 公司毛利率为 39.3%, 同比下降 3.6pct, 毛利率下滑主要系原材料价格大幅上行及会计准则变更所致; 21H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 5.5%/1.5%/2.7%, 同比-1.98pct/+0.11pct/+0.09pct, 剔除会计准则变化影响费用率控制依旧稳健。受毛利率下滑拖累, 21Q2 净利率为 27.0%, 同比-1.7pct。我们认为, Q2 调味品行业性承压, 海天业绩放缓但依旧优于其他公司, 21H2 在行业恢复带动下经营有望逐季改善; 中长期看, 海天竞争优势明显, 看好海天中长期份额持续提升。

● 投资建议: 维持“买入”评级

考虑到海天今年受餐饮恢复不及预期及 2 季度调味品行业性渠道去库存影响, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 70.3/85.1/102.3 亿元(此前为 75.4/92.7/112.1 亿元), 同比增长 9.7%/21.1%/20.2%, EPS 为 2.17/2.63/3.16 元, 对应 21-23 年 PE 为 49/40/33 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 餐饮恢复不及预期; 原料价格大幅波动; 营销费用超预期投放。

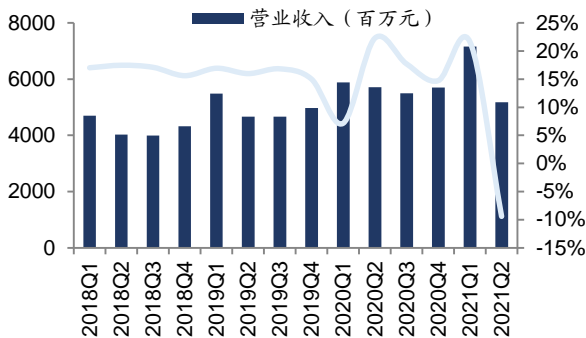
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	25,166	28,990	33,332
(+/-%)	16.2%	15.1%	10.4%	15.2%	15.0%
净利润(百万元)	5353	6403	7026	8511	10226
(+/-%)	22.6%	19.6%	9.7%	21.1%	20.2%
摊薄每股收益(元)	1.98	1.98	2.17	2.63	3.16
EBIT Margin	29.7%	31.1%	30.7%	32.4%	33.9%
净资产收益率(ROE)	32.3%	31.9%	29.4%	29.9%	30.1%
市盈率(PE)	53.2	53.4	48.7	40.2	33.4
EV/EBITDA	46.1	45.9	43.2	35.7	29.8
市净率(PB)	17.19	17.04	14.33	12.02	10.06

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

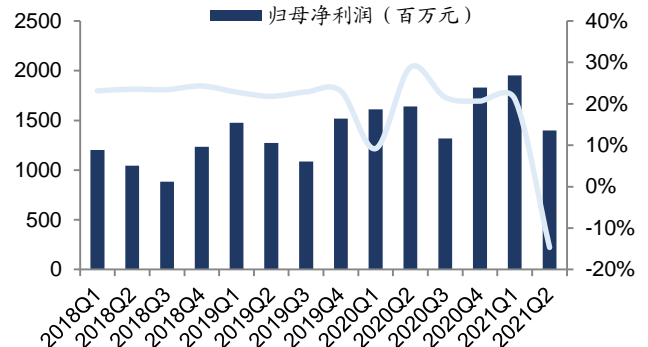
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 海天味业分季度营业收入及同比增速



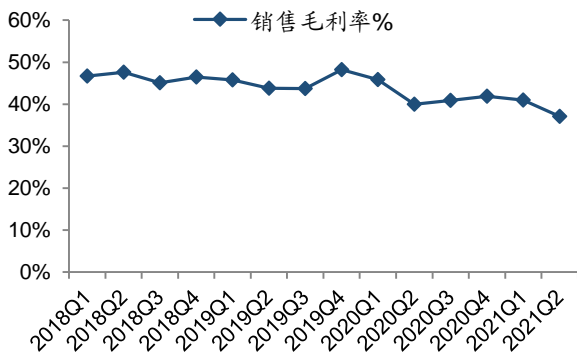
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 海天味业分季度归母净利润及同比增速



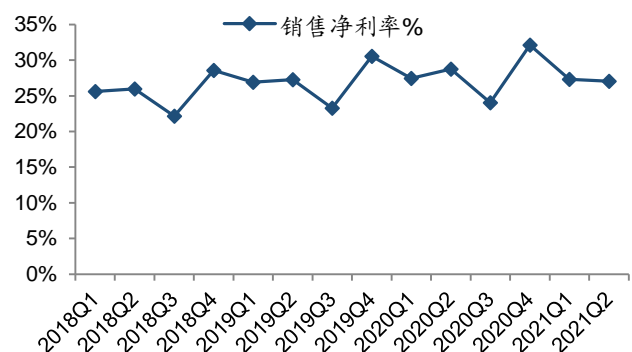
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

考虑到海天今年受餐饮恢复不及预期及 2 季度调味品行业性渠道去库存影响, 我们下调此前盈利预测。预计公司 21-23 年收入分别为 251.7/289.9/333.3 亿元 (此前为 264.4/309.4/359.7 亿元), 同比+10.4%/15.2%/15.0%。考虑到上半年原材料价格上涨较多, 预计公司毛利率仍有小幅扰动, 21-23 年毛利率预测调整至 41.5%/43.2%/44.6%, 下调 0.3/0.3/0.2pct。由于消费疲软且今年社区团购对传统调味品企业经营有所扰动, 预计公司销售费用率会有所提高, 我们小幅提高公司 21-23 年销售费用率至 5.9%/5.9%/5.8%。综上, 预计公司 21-23 年归母净利润为 70.3/85.1/102.3 亿元 (此前为 75.4/92.7/112.1 亿元), 同比增长 9.7%/21.1%/20.2%。

表 1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	26438	30938	35967	25166	28990	33332	-4.8%	-6.3%	-7.3%
收入同比增速%	16.0%	17.0%	16.3%	10.4%	15.2%	15.0%	-5.6pct	-1.8pct	-1.3pct
毛利率%	41.8%	43.6%	44.8%	41.5%	43.2%	44.6%	-0.3pct	-0.3pct	-0.2pct
销售费用率%	5.7%	5.7%	5.5%	5.9%	5.9%	5.8%	0.2pct	0.2pct	0.3pct
净利率%	28.5%	30.0%	31.2%	27.9%	29.4%	30.7%	-0.6pct	-0.6pct	-0.5pct
归母净利润 (百万元)	7542	9268	11210	7026	8511	10226	-6.8%	-8.2%	-8.8%
归母净利润同比增速%	17.8%	22.9%	20.9%	27.9%	29.4%	30.7%	-8.1pct	-1.7pct	-0.8pct
EPS (元)	2.33	2.86	3.46	2.17	2.63	3.16	-6.8%	-8.2%	-8.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 2: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 8 月 30 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	65.9	105.53	2.17	2.63	3.16	48.67	40.18	33.44	4,445.53
可比公司:										
1579.HK	颐海国际	42.6	40.80 港元	0.84	1.04	1.28	40.43	32.72	26.65	427.14 亿港元
600872	中炬高新	29.0	31.28	1.00	1.19	1.42	31.36	26.36	22.00	249.19
603027	千禾味业	118.4	16.99	0.30	0.41	0.54	56.63	41.44	31.46	135.71
603317	天味食品	45.4	22.04	0.55	0.73	0.97	40.34	30.10	22.65	166.66
300999	金龙鱼	62.3	68.49	1.32	1.59	1.85	51.74	43.05	36.93	3,713.25
600305	恒顺醋业	48.4	14.14	0.33	0.39	0.46	42.54	36.15	30.49	141.82
002507	涪陵榨菜	31.6	26.63	0.87	1.03	1.24	30.59	25.79	21.52	236.38
平均		55.44					42.79	34.47	28.14	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注: 恒顺、金龙鱼等可比公司 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	21014	25409	30808	营业收入	22792	25166	28990	33332
应收款项	53	28	32	27	营业成本	13181	14715	16464	18468
存货净额	2100	2308	2448	2499	营业税金及附加	211	239	275	317
其他流动资产	35	50	58	67	销售费用	1366	1485	1710	1933
流动资产合计	24200	28500	33147	38700	管理费用	361	383	424	485
固定资产	4283	4894	5452	5768	财务费用	(392)	(473)	(580)	(703)
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)	(620)	(737)	(836)
资产总计	29534	34430	39619	45473	营业利润	7644	8377	10149	12195
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	1552	1558	1499	利润总额	7642	8382	10154	12200
其他流动负债	7573	8517	8999	9290	所得税费用	1233	1350	1635	1964
流动负债合计	9080	10069	10557	10789	少数股东损益	6	7	8	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6403	7026	8511	10226
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	10466	11055	11381	净利润	6403	7026	8511	10226
少数股东权益	98	101	106	111	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	20068	23863	28459	33981	折旧摊销	574	444	508	560
负债和股东权益总计	29534	34430	39619	45473	公允价值变动损失	(139)	(140)	(150)	(160)
					财务费用	(392)	(473)	(580)	(703)
					营运资本变动	625	992	437	272
					其它	3	4	4	5
关键财务与估值指标					经营活动现金流	7467	8326	9310	10903
每股收益	1.98	2.17	2.63	3.16	资本开支	(1046)	(900)	(900)	(700)
每股红利	0.90	1.00	1.21	1.45	其它投资现金流	(177)	(45)	(100)	(100)
每股净资产	6.19	7.36	8.78	10.49	投资活动现金流	(1222)	(945)	(1000)	(800)
ROIC	48%	78%	293%	343%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	32%	29%	30%	30%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	42%	42%	43%	45%	支付股利、利息	(2921)	(3232)	(3915)	(4704)
EBIT Margin	31%	31%	32%	34%	其它融资现金流	3100	(93)	0	0
EBITDA Margin	34%	32%	34%	36%	融资活动现金流	(2743)	(3325)	(3915)	(4704)
收入增长	15%	10%	15%	15%	现金净变动	3502	4056	4395	5399
净利润增长率	20%	10%	21%	20%	货币资金的期初余额	13456	16958	21014	25409
资产负债率	32%	31%	28%	25%	货币资金的期末余额	16958	21014	25409	30808
息率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	企业自由现金流	6092	7016	7914	9606
P/E	53.4	48.7	40.2	33.4	权益自由现金流	9522	7319	8401	10195
P/B	17.0	14.3	12.0	10.1					
EV/EBITDA	45.9	43.2	35.7	29.8					

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。

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