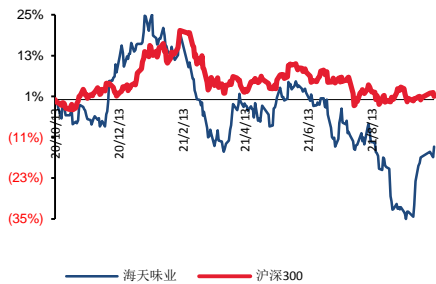


日常消费 食品、饮料与烟草

海天味业：提价靴子落地，渠道利润重塑

■ 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)	480,234/480,234
12 个月最高/最低(元)	214.98/86.32

相关研究报告：

海天味业 (603288)《海天味业：单季度首次下滑，表现优于行业》——2021/08/30

海天味业 (603288)《海天味业一季报点评：本费控制优异，引领行业开局》——2021/04/30

海天味业 (603288)《海天味业年报点评：年度目标超额完成，期待新品类提速发力》——2021/03/30

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：

海天味业 10/12 发布提价公告，鉴于各主要原材料、运输、能源等成本持续大幅上涨，海天将对酱油、蚝油、酱料等部分产品出厂价进行调整，主要产品调整幅度为 3%-7%，新价格于 10/25 开始执行。目前渠道端反馈渠道提价幅度为 5%-8%，提价明细暂未收到。

点评：

提价靴子落地。9/23 海天渠道反馈，因各种成本和原材料不断上涨，公司通知将于 2021 年 10 月在全国范围内海天全系列产品价格上调。9/25 公司发布澄清公告，近期公司正在评估是否对产品价格进行调整，但调价计划尚未最终确定；如实施调价计划，对公司未来业绩是否增长带来不确定性。10/12 公司发布提价公告，酱油、蚝油、酱料等部分产品出厂价上调 3%-7%，新价格于 10/25 开始执行。

成本推动提价。今年公司主要原料物料（原材料如大豆、包材如纸箱、pet 瓶等）、运费、能源等成本持续大幅上涨，其中大豆价格从 19 年底开启单边上涨，21 年从年初的 4442 元/吨涨到现在的 5241 元/吨，涨幅 18%，pet 价格从 20 年 11 月开启单边上涨，21 年从年初的 5800 元/吨上涨到现在的 8400 元/吨涨幅 45%，瓦楞纸从 20 年 5 月开始震荡上行，21 年从 3756 元/吨到 4232 元/吨上涨 12.7%。成本上涨预期之中，近期能源成本上涨预期之外，多重压力导致提价。

是否为提价最佳时点：不是最佳时点，但非最差时点。最好的提价是需求拉动型提价，而非成本推动型提价，即最理想的是需求景气度向好、库存处于地位，这或者伴随产品品牌力提升，或者伴随经济快速发展，也就是 08-14 年两年一次的提价。

非最佳时点：15 年以来 GDP 增速跌破 7%，需求都不如之前，此外海天品牌势能最快释放期间已过。目前，后疫情时代消费者需求确实存在一定压力，消费完全恢复时间不确定。

非最差时点：渠道端提价众望所归，从 19 年开始渠道就在传提价传闻，一次次被否之后，此次提价也在预料之内。目前公司渠道库存整体在 2 个月左右（历史正常为 1.5-2 个月），局部地区 2-2.5 个月，

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

虽然未处于历史较低位置，但依旧良性，渠道进货意愿是有的。

提价影响：渠道利润有望重塑，报表端改善尚不确定。调味品行业公司提价，一般为渠道利润优化的过程，海天自上次提价已经有5年时间，部分渠道出现利润薄弱的情况，本次提价渠道利润空间有望优化。报表端来看，短期来看，渠道库存良性，会进行一定囤货，利好短期报表，长期来看，一方面提价能暂时缓解成本和利润压力，另一方面需求疲软下，提价可能对销量产生一定压力。

两次提价对比：本轮提价影响远低于上次。上一轮海天涨价是16年12月底，提价幅度为5%，本轮涨价时间为21年10月底，提价幅度为3-7%。

16年提价：复盘16年底海天提价5%，海天股价从16年底的17.48涨至18年6月份的52.38，涨了2倍。其中EPS从16年的1.05涨至18年的1.62，涨了54%；pe从23x到52x，涨了126%（均为盈利预测的EPS和PE）。

两次提价差异：本轮提价基础低于上次提价，主要体现渠道库存基础和终端需求两方面。16年底提价渠道库存经过半年的出清，已经处于历史低位，17年宏观背景下消费需求也较好。本轮提价渠道库存在历史平均水平，疫情影响下消费需求也不甚乐观。

本轮提价：我们认为提价对EPS的提振低于估值的提振。

1) EPS贡献：提价对收入和利润影响基本持平，假设销量不受影响，出厂价提高带来收入增长，但公司提价一般伴随促销搭赠的增加，预期毛利率变动不大，扣减费用和其他支出，预计利润增速预计略高于收入增速。

提价之前我们盈利预测为22年收入、利润分别为264亿、84亿，增速16%、19%，EPS为2元/股。海天部分产品提价3-7%，我们加权按照5%来计算，提价后盈利预测上调，22年收入、利润分别为296亿、88亿，增速17%、24%，EPS为2.1元/股（均为中性预测）。也就是EPS较原先有5%-10%提升。

2) 估值贡献：目前PE(22E)是54x，peg(22E)是2.25，历史高点PE是80x，peg是4x。如果乐观预测本轮peg到3，则还有33%的空间，本轮估值处于较高位置，拔估值的空间有限。

投资建议：我们认为提价信息对股价的影响，多于对企业经营层面的影响。

1) 经营层面：提价对行业内公司短期利好，即报表可能暂时好看一些，长期存在一定不确定性，主要是需求依旧疲软。考虑到基数及需求逐步恢复，高频数据视角可能最坏的时候已经过去。

2) 资金面：根据太平洋策略观点，当下“三座大山”压力尚未松动，建议先行防御，静待“政策底”出现，再右侧进攻抓反弹。具体配置三个方向，首选是防御性高且成本转嫁能力较强的消费，包括食品饮料、农业、纺织服装等。

3) 情绪面：今年调味品行业受各种负面因素影响，各公司今年均高位下跌，海天今年最大回撤 50%、中炬回撤 62%、千禾回撤 62%，板块市场情绪处于历史较低点，负面信息不断挖掘、行业长期逻辑被过度质疑。我们认为调味品行业依旧是食品饮料中最好的赛道之一，社区团购影响只是短期。估值下杀 peg 从 3 倍到 2 倍到现在的 1 倍，我们认为比较合理的 peg 在 1.5-2 倍左右。

4) 投资建议：9、10 月份市场进入估值切换期，从锚定 21 年业绩到 22 年业绩。考虑盈利预测修正，目前股价对应估值为海天 peg (22Y) 是 2.25。我们认为调味品行业股价处于磨底阶段，短期有反弹行情，右侧还需跟踪确认。右侧真正来临的标志有：需求确认逐渐向好（餐饮数据好转）、未来收入预期提升及消费者信心恢复等。虽然基本面尚未来到右侧，但资金面、情绪面利好远大于基本面的不确定性。

盈利预测与评级：维持“增持”评级。海天味业凭借品牌、渠道、品类和规模的突出优势，护城河持续拓宽，受益于集中度提升红利、消费升级红利、规模红利、管理红利等方面，公司未来仍将维持持续、稳健的增长，长期来看“三五”规划有望顺利地实现。公司提价有望重塑渠道利润，短期利好报表，长期影响尚不确定。我们预计 2021-2023 年的收入增速分别为 11%、17%（上调）、16%；净利润增速分别为 11%（上调）、24%（上调）、18%；对应 EPS 为 1.69（上调）、2.10（上调）、2.47（上调）。考虑业绩持续稳定增长以及龙头的估值溢价，我们按照 2022 年的 EPS 给 60 倍 PE，阶段目标价 126 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22792	25266	29593	34384
增长率 (%)	15.13%	10.86%	17.13%	16.19%
净利润(百万元)	6403	7111	8827	10411
增长率 (%)	19.61%	11.06%	24.14%	17.94%
摊薄每股收益(元)	1.98	1.69	2.10	2.47

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。