



增持（维持）

所属行业：食品饮料
当前价格(元)：112.38

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

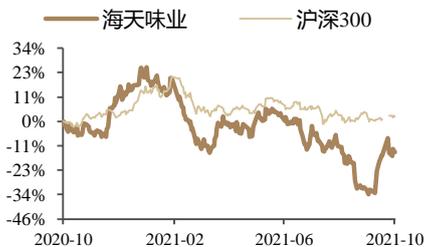
邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	38.65	6.62	0.29
相对涨幅(%)	40.21	7.28	4.74

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《海天味业(603288.SH)深度报告：坚如磐石，稳中求进》，2021.9.8

海天味业(603288.SH)：提价落地，拐点已至

投资要点

- 事件：海天发布价格调整公告，提价讯息坐实。**10月12日，海天发布部分产品价格调整公告，鉴于各主要原材料、运输、能源等成本持续上涨，对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，幅度3%~7%不等，新价格体系10月25日开始实施。9月23日，市场曾传闻海天提价，海天随后发布澄清公告（9月26日），称计划未定，本次公告则正式宣布提价。
- 判断：提价大概率成功，销量影响有限。**对于本次提价，我们主要围绕两个问题作出判断：一是提价能否成功，二是提价对销量影响几何。**(1) 提价能否成功，需结合库存和需求判断。**看库存，七八月销售情况欠佳，但九月动销回暖，公司库存已至正常水平；看需求，Q4有望延续良好态势，叠加社区团购影响边际减退，需求无虞。结合海天渠道管控能力强，品牌优势显著，我们认为提价大概率成功。**(2) 销量影响几何，可从产品属性和竞品决策入手。**一方面，海天产品性价比高，终端价上涨后仍具竞争力；另一方面，调味品本身具备消费粘性，海天大部分客户为餐饮，粘性高，家庭端品牌忠诚度虽低，但品牌溢价显著。此外，据跟踪，包括李锦记、厨邦在内的同业竞争对手均有提价意愿，海天有望复刻历史，引领新一轮行业性提价；假设全行业提价，公司份额不会受到影响，同时调味品刚需属性将体现，总需求并不会萎缩，对应公司销量的变化便可忽略不计。**综合来看，我们判断提价对销量短期影响较弱，而当竞品相继跟随后，更是影响甚微。**
- 分析：提价对冲成本，优化渠道库存和利润分配。**初步分析，本次提价可带来三方面利好。**(1) 对冲成本压力：**自2020Q3开始，包括大豆、塑料、包材在内的多类原材料和运费等上涨显著，2021年年中（6月30日）大豆/豆粕/塑料/包材相对于2020年年中同比增长分别达到32.6%/25.5%/24.8%/73.1%，且下半年截至目前，大豆和豆粕仍高位震荡。本轮提价可适当缓解成本压力，释放利润。**(2) 缓解一批商库存压力：**据跟踪，海天压力较大，与二批商囤货意愿低下有关。提价讯息确认后，将提振二批商拿货意愿，利于一批商库存向下游释放；**(3) 优化渠道环节利润分配：**提价后渠道毛利将提升，做大蛋糕后优化利润分配，有助于激发渠道活力。**综合来看，提价短期将提振公司业绩，同时建立合理的渠道利润分配体系，为公司长期健康发展保驾护航。**
- 测算：保守估计，提价后净利润增厚8%，毛利率/净利率提升约1.4~1.5pct。**基本假设：**(1)**根据公告，出厂价提价幅度3%~7%，假设平均提价5%；**(2)**保守估计，提价仅涉及50%产品；**(3)**结合判断，假设销量不变；**(4)**结合21H1数据，假设海天毛利率40%，净利率27%，所得税率16%。经测算，提价2.5%（5%*50%），带来毛利率/净利率提升约1.4~1.5pct，收入提升2.5%，净利润增厚约8%；若提价涉及更多产品，业绩改善将更显著。
- 盈利预测：**据此前跟踪，海天将全年收入增速目标调至力争两位数增长，全年10%增速对应2021H2约14%同比增长；而在9月24日海天提价传闻流出前，结合海天官方发布的“2021年无提价计划”讯息（2020年底），市场普遍预期2022年开启新一轮提价周期。结合上述信息，我们曾给出2021年全年10.2%的收入盈利预测，并在2022年预设了提价影响，给予酱油、蚝油、调味酱三大品类分别5.0%/5.5%/5.5%的单价提升，同时小幅调高2022全年销售费用，假设公司加大费用投放以确保提价消化充分。目前来看，海天提价提前落地，有望助力公司达成2021年10%收入增速目标，且基本符合之前我们对于2022年的假设。**我们维持盈利预测不变，**预计公司2021-2023年实现营业收入251.2/293.0/339.2亿元，

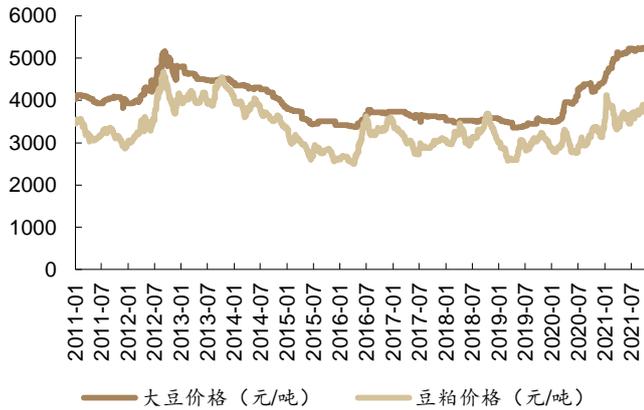
同比增长 10.2%/16.6%/15.8%；实现归母净利润 67.2/82.7/99.9 亿元，同比增长 5.0%/23.1%/20.8%。

- 投资建议：**短期来看，公司率先提价，有望提振业绩、先迎拐点；中期来看，21H1 压制调味品业绩的五大行业因素消退，伴随需求回暖、成本上涨有限、库存去化、团购影响可控、高基数退散，五因共振、提价加持，静待公司华丽转身；长期来看，公司基本面稳固、竞争优势显著、发展动力强劲，有望长期保持超行业水平的高成长态势。预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 67.2/82.7/99.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.60/1.96/2.37 元，PE 分别为 70.5/57.2/47.4X，高确定性下的高成长和高天花板带来公司的估值溢价，维持“增持”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格居高；需求恢复不及预期；提价效果不佳；

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	4,212.58	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	4,212.58	营业收入(百万元)	19,797	22,792	25,121	29,298	33,921
52 周内股价区间(元):	86.32-164.39	(+/-)YOY(%)	16.2%	15.1%	10.2%	16.6%	15.8%
总市值(百万元):	473,409.31	净利润(百万元)	5,353	6,403	6,720	8,274	9,994
总资产(百万元):	26,380.46	(+/-)YOY(%)	22.6%	19.6%	5.0%	23.1%	20.8%
每股净资产(元):	4.77	全面摊薄 EPS(元)	1.65	1.98	1.60	1.96	2.37
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	45.4%	42.2%	40.2%	42.7%	43.1%
		净资产收益率(%)	32.3%	31.9%	27.5%	29.0%	29.8%

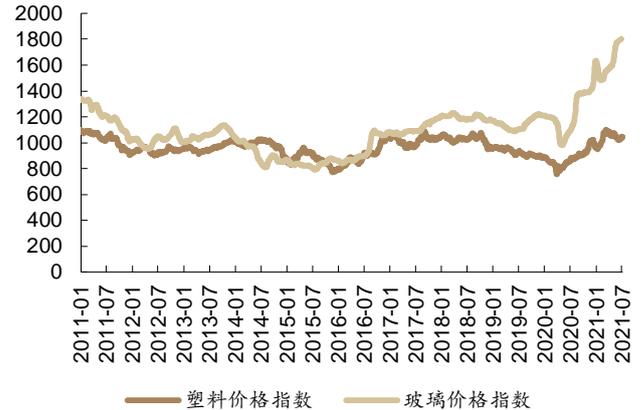
资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 大豆、豆粕大幅涨价, 目前高位震荡



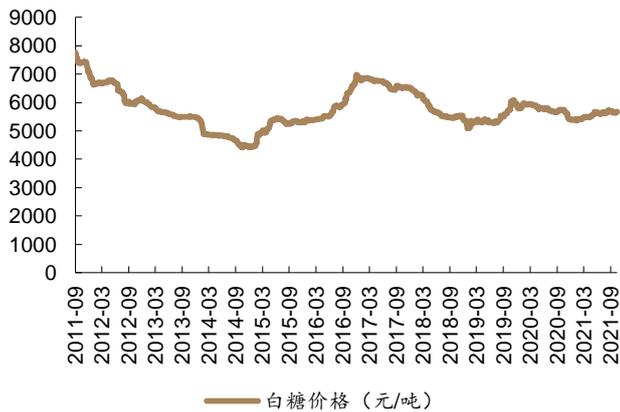
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 塑料、玻璃大幅涨价, 无明显回落迹象



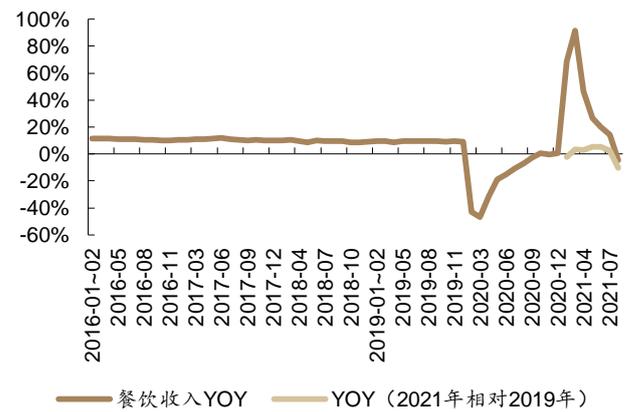
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 白糖价格企稳



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 餐饮疲软, 7月开始疫情反复, 恢复再度受阻

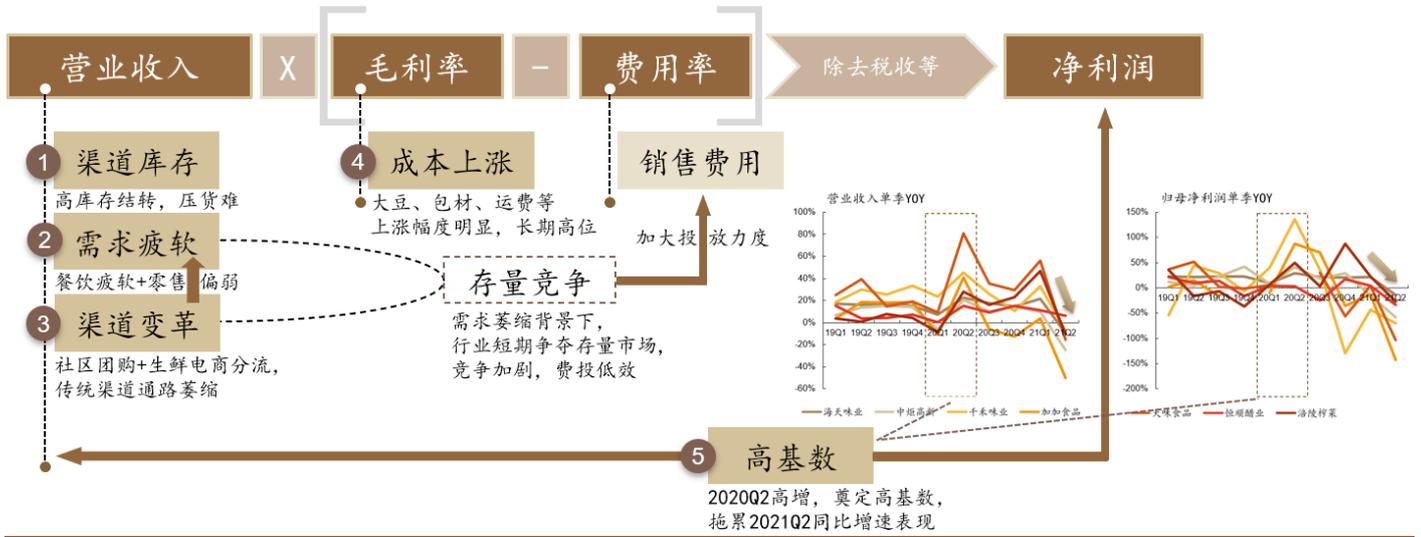


资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 餐饮收入月度数据仅跟踪至 8 月, 9 月数据 Wind 尚未更新

行业: 五大负面因素消弭, 提价锦上添花。回顾上半年, 行业基本面承压, 五方面因素共驱。(1) 库存高企: 2020 年末库存偏高, 结转至 2021 年, 叠加动销疲软, 21H1 库存高企, 压货更困难;**(2) 需求疲软:** 一方面餐饮端恢复缓慢, 另一方面零售端渠道变革;**(3) 渠道变革:** 零售端社区团购分流商超, 传统渠道通路萎缩;**(4) 成本上行:** 21H1 原材料价格上升较大, 利润端承压;**(5) 高基数:** 20Q2 疫情缓解后需求反弹, 奠定 21Q2 高基数。**展望下半年, 五大负面因素消弭, 至暗已过, 曙光渐显。(1) 企业主动去库存, 库存良好;(2) 疫情大概率可控, 需求持续回暖;(3) 企业入局团购, 规整价格体系, 新兴渠道冲击减弱;(4) 成本高位震荡, 上行空间有限, 不排除下降可能, 且成本高位将挤压规模优势较弱、成本管控较差的中小企业生存空间, 实则利好龙头份额提升;(5) 高基数效应退散, 同比可期。基于此, 提价提前落地乃锦上添花。参照前文分析, 本次海天提价打开行业提价空间, 若竞品相继跟随, 引导成本压力向下游转嫁, 将带来行业范畴的盈利能力回暖, 我们看好海天及调味品行业的拐点向上。**

图 5：五大因素致 21H1 调味品基本面承压——概览图



资料来源：Wind，德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.98	1.60	1.96	2.37
每股净资产	4.76	5.79	6.77	7.96
每股经营现金流	1.65	1.92	2.36	2.83
每股股利	1.03	0.80	0.98	1.19
价值评估(倍)				
P/E	101.28	70.45	57.22	47.37
P/B	42.10	19.40	16.59	14.12
P/S	15.98	18.85	16.16	13.96
EV/EBITDA	82.65	54.68	44.39	36.57
股息率%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.2%	40.2%	42.7%	43.1%
净利润率	28.1%	26.8%	28.2%	29.5%
净资产收益率	31.9%	27.5%	29.0%	29.8%
资产回报率	21.7%	19.1%	20.3%	21.1%
投资回报率	29.3%	26.1%	27.4%	28.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.1%	10.2%	16.6%	15.8%
EBIT 增长率	20.6%	7.7%	22.9%	20.6%
净利润增长率	19.6%	5.0%	23.1%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	31.7%	30.3%	29.5%	29.0%
流动比率	2.7	2.9	3.0	3.2
速动比率	2.4	2.6	2.8	3.0
现金比率	1.9	2.1	2.4	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.7	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	58.2	61.0	58.0	56.0
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	5.8	6.2	7.3	9.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,403	6,720	8,274	9,994
少数股东损益	6	6	8	10
非现金支出	577	629	674	711
非经营收益	-786	-111	-126	-132
营运资金变动	751	827	1,101	1,358
经营活动现金流	6,950	8,072	9,930	11,941
资产	-905	-634	-565	-483
投资	-1,552	-80	-95	-100
其他	538	77	90	102
投资活动现金流	-1,920	-637	-571	-481
债权募资	-24	0	0	0
股权募资	0	972	0	0
其他	-2,925	-3,374	-4,087	-4,967
融资活动现金流	-2,949	-2,402	-4,087	-4,967
现金净流量	2,082	5,033	5,273	6,493

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 14 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	22,792	25,121	29,298	33,921
营业成本	13,181	15,018	16,789	19,315
毛利率%	42.2%	40.2%	42.7%	43.1%
营业税金及附加	211	233	272	315
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,366	1,306	1,758	1,696
营业费用率%	6.0%	5.2%	6.0%	5.0%
管理费用	361	377	439	502
管理费用率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	712	791	938	1,099
研发费用率%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
EBIT	7,083	7,626	9,376	11,310
财务费用	-392	-388	-492	-610
财务费用率%	-1.7%	-1.5%	-1.7%	-1.8%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	36	75	88	102
营业利润	7,644	8,012	9,864	11,916
营业外收支	-1	9	12	13
利润总额	7,642	8,021	9,876	11,929
EBITDA	7,658	8,255	10,049	12,021
所得税	1,233	1,294	1,594	1,925
有效所得税率%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
少数股东损益	6	6	8	10
归属母公司所有者净利润	6,403	6,720	8,274	9,994

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	16,958	21,990	27,263	33,757
应收账款及应收票据	41	3	4	5
存货	2,100	2,510	2,668	2,963
其它流动资产	5,101	5,295	5,425	5,553
流动资产合计	24,200	29,799	35,360	42,278
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,914	4,061	3,995	3,775
在建工程	369	199	118	63
无形资产	385	424	481	547
非流动资产合计	5,333	5,373	5,300	5,101
资产总计	29,534	35,172	40,661	47,380
短期借款	93	0	0	0
应付票据及应付账款	1,415	1,584	1,748	1,984
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	7,573	8,717	9,847	11,293
流动负债合计	9,080	10,301	11,595	13,277
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	287	367	416	446
非流动负债合计	287	367	416	446
负债总计	9,368	10,667	12,011	13,723
实收资本	3,240	4,213	4,213	4,213
普通股股东权益	20,068	24,401	28,538	33,535
少数股东权益	98	104	112	122
负债和所有者权益合计	29,534	35,172	40,661	47,380

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。