



增持 (维持)

所属行业: 食品饮料
当前价格(元): 117.02

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

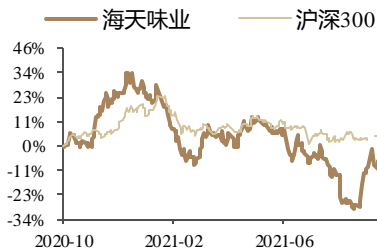
邓周贵

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(%)	16.86	20.90	12.04
相对涨幅(%)	15.32	19.20	10.83

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《海天味业(603288.SH): 提价落地, 拐点已至》, 2021.10.14
- 《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) 季报点评: 趋势向好, 龙头进发

投资要点

- **事件:** 海天味业发布 2021 年三季报, 公司 Q1-Q3 实现营业收入 179.94 亿元, 同比增长 5.32%; 归母净利润 47.08 亿元, 同比增长 2.98%。Q3 单季实现营业收入 56.62 亿元, 同比增长 3.11%; 归母净利润 13.55 亿元, 同比增长 2.75%。
- **主业增速修复为主旋律, 线上表现亮眼。分品类,** Q3 单季主营业务收入 53.1 亿元, 同比增长 2.2%, 其中酱油/调味酱/蚝油分别实现业务收入 31.7/5.3/10.6 亿元, 同比 +2.2%/-5.8%/+5.1%, 调味酱有所下滑, 但增速环比 Q2 分别 +9.4pct/+2.8pct/+12.1pct, 均有不同程度的提升, 我们认为与需求回暖、高基数退散有关。**分渠道,** Q3 单季线下/线上收入分别为 51.5/1.6 亿元, 同比 +0.4%/150.1%, 增速环比 Q2 分别 +10.4pct/+135.7pct, 其中线上增速亮眼, 可能是社区团购增量所致, 产品高性价比叠加品牌效应, 海天有望充分受益于社区团购增长。**分地区,** Q3 单季东部/南部/中部/北部/西部地区收入分别为 10.9/10.5/11.7/13.2/6.9 亿元, 同比 +2.7%/+7.8%/+2.8%/-3.4%/+3.8%, 增速环比 Q2 分别 +9.8pct/+17.3pct/+10.9pct/+10.7pct/+8.6pct, 各地区均有修复。Q3 末经销商共 7403 个, 环比 Q2 减少 4 个, 总量企稳; 其中南部较 Q2 末增加 40 个, 北部较 Q2 末净减少 57 个, 其他地区变动不大, 经销网络总体稳定。
- **毛利率边际逆势提升, 环比加大费投拉低利润。毛利端,** Q3 单季毛利率 37.9%, 环比 +0.8pct, 同比 -3.0pct, 原材料价格居高背景下毛利率实现环比提升, 或因公司通过经营模式的改良、加大技术投入等方式成功缓解部分成本压力。**费用端,** Q3 单季销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.7%/1.8%/3.5%/-2.5%, 环比分别 +1.5pct/-0.1pct/+1.0pct/+0.5pct, 销售费用和研发费用投入加大。**因会计准则变动, 公司 20H1 将销售费用下运费移入营业成本, 20 年报将促销费冲减营业收入, 毛利率和各项费用率的同比可比性较差, 计算 21Q3 毛销差为 31.2%, 同比 +0.1pct。利润端,** Q3 单季销售净利率 23.9%, 环比 -3.1pct, 毛利率虽环比上升, 但费投加大, 拉低净利率水平。
- **展望行业向上, 提价落地提振业绩。**一方面, 伴随需求回暖、成本上涨有限、库存去化、团购影响可控, 多因共振下行业料将持续向好, 公司作为龙头有望充分受益; 另一方面, 10 月 25 日公司实行新价格体系后, 提价将对 Q4 业绩带来提振, 助力公司华丽转身。中长期来看, 公司通过提价优化渠道环节利润分配, 提高综合竞争力, 成本回落时提价亦可享受额外利润。
- **投资建议: 短期来看,** 行业向好, 公司率先提价, 有望延续改善趋势; **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。公司 Q3 收入略低于我们的预期, 归母净利润则基本符合, 我们小幅下调收入。预计海天 2021-2023 年实现营业收入 247.5/288.7/334.4 亿元, 同比增长 8.6%/16.7%/15.8%, 实现归母净利润 67.8/83.7/100.2 亿元, 同比增长 5.9%/23.4%/19.7%, 对应 EPS 分别为 1.61/1.99/2.38 元, PE 分别为 72.7/58.9/49.2X, 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

总股本(百万股):	4,212.58
流通 A 股(百万股):	4,212.58
52 周内股价区间(元):	86.32-164.39
总市值(百万元):	492,955.66
总资产(百万元):	28,738.87
每股净资产(元):	5.09

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,797	22,792	24,750	28,873	33,439
(+/-)YOY(%)	16.2%	15.1%	8.6%	16.7%	15.8%
净利润(百万元)	5,353	6,403	6,783	8,370	10,020
(+/-)YOY(%)	22.6%	19.6%	5.9%	23.4%	19.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.65	1.98	1.61	1.99	2.38
毛利率(%)	45.4%	42.2%	40.3%	42.7%	43.0%
净资产收益率(%)	32.3%	31.9%	27.8%	29.2%	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

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	1.61	1.99	2.38
每股净资产	4.76	5.80	6.79	7.98
每股经营现金流	1.65	1.90	2.38	2.84
每股股利	1.03	0.81	0.99	1.19
价值评估(倍)				
P/E	101.28	72.67	58.90	49.20
P/B	42.10	20.18	17.23	14.66
P/S	16.64	19.92	17.07	14.74
EV/EBITDA	82.65	57.98	47.03	39.16
股息率%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.2%	40.3%	42.7%	43.0%
净利润率	28.1%	27.4%	29.0%	30.0%
净资产收益率	31.9%	27.8%	29.2%	29.8%
资产回报率	21.7%	19.4%	20.6%	21.2%
投资回报率	29.3%	25.7%	27.0%	27.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.1%	8.6%	16.7%	15.8%
EBIT 增长率	20.6%	5.8%	23.1%	19.4%
净利润增长率	19.6%	5.9%	23.4%	19.7%
偿债能力指标				
资产负债率	31.7%	30.0%	29.2%	28.6%
流动比率	2.7	2.9	3.1	3.2
速动比率	2.4	2.7	2.9	3.0
现金比率	1.9	2.2	2.4	2.6
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	6.1	7.2	8.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,403	6,783	8,370	10,020
少数股东损益	6	7	8	10
非现金支出	577	629	674	711
非经营收益	-786	-109	-125	-130
营运资金变动	751	706	1,100	1,341
经营活动现金流	6,950	8,016	10,027	11,952
资产	-905	-634	-565	-483
投资	-1,552	-80	-95	-100
其他	538	76	88	101
投资活动现金流	-1,920	-638	-572	-482
债权募资	-24	-93	0	0
股权募资	0	972	0	0
其他	-2,925	-3,313	-4,135	-4,980
融资活动现金流	-2,949	-2,434	-4,135	-4,980
现金净流量	2,082	4,944	5,320	6,490

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 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	24,750	28,873	33,439
营业成本	13,181	14,778	16,557	19,053
毛利率%	42.2%	40.3%	42.7%	43.0%
营业税金及附加	211	229	268	310
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,366	1,361	1,732	1,839
营业费用率%	6.0%	5.5%	6.0%	5.5%
管理费用	361	371	433	495
管理费用率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	712	742	924	1,037
研发费用率%	3.1%	3.0%	3.2%	3.1%
EBIT	7,083	7,495	9,229	11,016
财务费用	-392	-581	-737	-914
财务费用率%	-1.7%	-2.3%	-2.6%	-2.7%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	36	74	87	100
营业利润	7,644	8,074	9,962	11,927
营业外收支	-1	9	12	13
利润总额	7,642	8,083	9,974	11,940
EBITDA	7,658	8,124	9,903	11,727
所得税	1,233	1,293	1,596	1,910
有效所得税率%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	6	7	8	10
归属母公司所有者净利润	6,403	6,783	8,370	10,020

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	16,958	21,901	27,221	33,711
应收账款及应收票据	41	3	4	5
存货	2,100	2,470	2,631	2,923
其它流动资产	5,101	5,293	5,423	5,551
流动资产合计	24,200	29,668	35,279	42,190
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	35,041	40,580	47,292
短期借款	93	0	0	0
应付票据及应付账款	1,415	1,559	1,724	1,958
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	7,573	8,579	9,711	11,139
流动负债合计	9,080	10,138	11,434	13,097
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	10,504	11,850	13,543
实收资本	3,240	4,213	4,213	4,213
普通股股东权益	20,068	24,432	28,617	33,627
少数股东权益	98	104	112	122
负债和所有者权益合计	29,534	35,041	40,580	47,292

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，食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； 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。	类别	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； 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。
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； 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。