

海天味业 (603288.SH)

调味品行业需求拐点已现，龙头海天经营稳健

核心观点：

- **海天动销环比改善，源于行业需求复苏以及社区团购布局加大。**公司披露 2021 年三季报，公告 2021 年前三季度营业收入为 179.94 亿元，同比增长 5.32%；归母净利润为 47.08 亿元，同比增长 2.98%。其中，21Q3 营业收入为 56.62 亿元，同比增长 3.11%；归母净利润为 13.55 亿元，同比增长 2.75%。收入业绩符合预期。分季度看，21Q1/Q2/Q3 收入较 19 年复合增速分别为 14.18%/5.26%/10.18%，21Q3 动销环比明显改善，主要原因是：（1）21 年 8 月底商超渠道调味品动销改善，行业需求复苏；（2）21Q2 公司受社区团购渠道分流影响大，21Q3 公司加大社区团购布局且渠道动销良好。
- **海天与调味品行业收入拐点已现，利润拐点将现。**21Q3 海天动销环比改善，且公司动销拐点相较于行业需求拐点略早（海天应对困境的能力行业内领先）。我们认为海天与调味品行业收入拐点已现，21Q4 海天利润拐点将至，行业利润拐点滞后一个季度左右：（1）收入端：我们预计 22 年疫情反复情况有望改善，带动餐饮需求和底层消费力持续恢复。（2）利润端：我们预计公司 21 年底渠道库存回归正常，22 年 1 月份提价有望传导至终端（公司公告于 21 年 10 月 25 号提升出厂价），且提价过渡期内费用率有望下降；行业其他公司可能在 2-3 个月内跟随提价，但原材料成本控制能力弱于海天。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计 2021-2023 年海天收入 245.90/290.86/340.60 亿元，同比增长 7.89%/18.28%/17.10%；净利润 66.66/82.79/100.10 亿元，同比增长 4.11%/24.19%/20.92%；对应 PE 估值 74/60/49 倍。复盘历史 CPI 升温 PPI 降温时期，定价能力强的调味品板块表现较好。参考可比公司，给予 22 年 70 倍 PE 估值，对应合理价值 137.90 元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**疫情持续反复。渠道去库存不及预期。原材料成本上升。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,797	22,792	24,590	29,086	34,060
增长率（%）	16.22	15.13	7.89	18.28	17.10
EBITDA（百万元）	6,231	7,536	7,866	9,591	11,431
归母净利润（百万元）	5,353	6,403	6,666	8,279	10,010
增长率（%）	22.64	19.61	4.11	24.19	20.92
EPS（元/股）	1.98	1.98	1.58	1.97	2.38
市盈率（P/E）	54.23	101.49	73.95	59.55	49.25
ROE（%）	32.28	31.91	24.19	23.21	22.03
EV/EBITDA	44.43	83.99	59.57	47.96	39.34

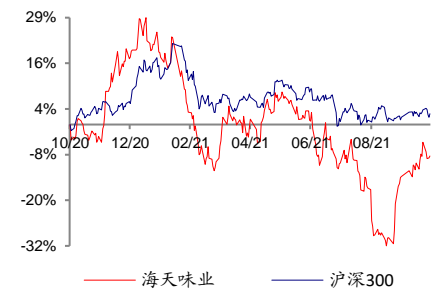
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	117.02 元
合理价值	137.90 元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-01

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

海天味业 (603288.SH): 龙头 2021-08-31
优势稳固，下半年业绩有望持续改善

海天味业 (603288.SH): 公司 2021-03-31
抗风险能力强，21 年业绩稳健增长

公司披露2021年三季报，公告2021年前三季度营业收入为179.94亿元，同比增长5.32%；归母净利润为47.08亿元，同比增长2.98%。其中，21Q3营业收入为56.62亿元，同比增长3.11%；归母净利润为13.55亿元，同比增长2.75%。公司收入业绩符合预期。点评如下：

一、海天动销环比改善，源于行业需求复苏以及社区团购布局加大

公司21Q3收入56.62亿元，同比增长3.11%。21Q1/Q2/Q3公司收入较19年复合增速分别为14.18%/5.26%/10.18%。分季度看，21Q1/Q2/Q3收入较19年复合增速分别为14.18%/5.26%/10.18%，21Q3动销环比明显改善，主要原因是：（1）21年8月底商超渠道调味品动销改善，行业需求复苏；（2）21Q2公司受社区渠道分流影响大，21Q3公司加大社区团购布局且渠道动销良好。其中7、8月份动销较弱主要源于疫情反复，9月份动销明显改善。拆分地区来看，21Q3公司东部/南部/中部/北部/西部市场收入同比增长2.69%/7.79%/2.76%/-3.42%/3.77%。

公司21Q3归母净利润13.55亿元，同比增长2.75%；净利率23.93%，同比下降0.08pct。其中毛利率37.91%，同比下降2.96pct，主要源于：（1）原材料成本（黄豆、包材等）上涨。（2）去库存时期买赠促销力度加大。（3）根据新收入准则，将运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入。公司21Q3销售费用率6.71%，同比下降3.05pct（同上述会计准则变化）。公司21Q3管理费用率5.25%，同比提升0.34pct。

二、海天与调味品行业收入拐点已现，利润拐点将现

21Q3海天动销环比改善，由于海天应对困境的能力行业内领先（例如20年疫情以来海天加速抢占餐饮终端份额，21年6月份以来海天积极布局社区团购），公司动销拐点相较于行业需求拐点略早。

我们认为海天与调味品行业收入拐点已现，21Q4海天利润拐点将至，行业利润拐点滞后一个季度左右：（1）收入端：21年7-8月份疫情反复严重叠加水灾，Q3餐饮景气度低。我们预计22年疫情反复情况有望改善，带动餐饮需求和底层消费力持续恢复。（2）利润端：公司公告于21年10月25号提升出厂价，我们预计公司21年底渠道库存有望回归正常，22年1月份左右提价有望传导至终端，且公司在提价过渡期不会大量投放费用，费用率有望下降，行业其他公司李锦记/中炬/千禾可能在2-3个月内跟随提价，但原材料成本控制能力弱于海天。

三、盈利预测和投资建议

我们预计2021-2023年海天收入245.90/290.86/340.60亿元，同比增长7.89%/18.28%/17.10%；净利润66.66/82.79/100.10亿元，同比增长4.11%/24.19%/20.92%；对应PE估值74/60/49倍。复盘历史CPI升温PPI降温时期，定价能力强的调味品板块表现较好。参考可比公司，给予22年70倍PE估值，对应合理价值137.90元/股，维持买入评级。

四、风险提示

疫情持续反复。若21Q4及22年疫情反复，将较大影响餐饮需求，影响收入、业绩增长。

渠道去库存不及预期。若渠道去库存不及预期，将影响收入、业绩增长。

原材料成本上升。若黄豆、包材等原材料成本上升，将影响收入、业绩增长。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20,269	24,200	31,905	40,888	51,638
货币资金	13,456	16,958	24,398	32,954	43,264
应收及预付	21	57	46	57	68
存货	1,803	2,100	2,330	2,743	3,167
其他流动资产	4,990	5,085	5,132	5,135	5,139
非流动资产	4,485	5,333	6,183	7,011	7,836
长期股权投资	0	0	16	32	49
固定资产	3,448	3,914	4,459	5,003	5,548
在建工程	494	369	429	458	471
无形资产	138	385	531	685	852
其他长期资产	404	665	748	832	916
资产总计	24,754	29,534	38,088	47,899	59,474
流动负债	7,978	9,080	10,152	11,837	13,655
短期借款	20	93	0	0	0
应付及预收	5,396	1,415	4,065	4,350	4,750
其他流动负债	2,562	7,573	6,086	7,488	8,904
非流动负债	178	287	287	290	292
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	3	5
其他非流动负债	178	287	287	287	287
负债合计	8,156	9,368	10,440	12,127	13,947
股本	2,700	3,240	4,213	4,213	4,213
资本公积	1,331	791	791	791	791
留存收益	12,551	16,037	22,548	30,671	40,426
归属母公司股东权益	16,582	20,068	27,551	35,674	45,429
少数股东权益	16	98	98	98	98
负债和股东权益	24,754	29,534	38,088	47,899	59,474

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,568	6,950	8,044	10,004	11,849
净利润	5,356	6,409	6,666	8,279	10,010
折旧摊销	479	575	518	514	515
营运资金变动	1,493	751	900	1,258	1,378
其它	-761	-784	-40	-46	-54
投资活动现金流	89	-1,920	-1,283	-1,250	-1,241
资本支出	-579	-905	-1,221	-1,195	-1,194
投资变动	200	-1,552	-16	-16	-16
其他	468	538	-46	-38	-31
筹资活动现金流	-2,647	-2,949	680	-198	-298
银行借款	20	107	-92	0	0
股权融资	0	0	972	0	0
其他	-2,667	-3,056	-200	-198	-298
现金净增加额	4,009	2,082	7,440	8,556	10,310
期初现金余额	9,426	13,435	16,958	24,398	32,954
期末现金余额	13,435	15,517	24,398	32,954	43,264

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	16.2%	15.1%	7.9%	18.3%	17.1%
营业利润增长	21.7%	19.8%	4.0%	24.2%	20.9%
归母净利润增长	22.6%	19.6%	4.1%	24.2%	20.9%
获利能力					
毛利率	45.4%	42.2%	39.8%	40.9%	41.4%
净利率	27.1%	28.1%	27.1%	28.5%	29.4%
ROE	32.3%	31.9%	24.2%	23.2%	22.0%
ROIC	29.1%	28.8%	22.3%	21.3%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	31.7%	27.4%	25.3%	23.5%
净负债比率	49.1%	46.5%	37.8%	33.9%	30.6%
流动比率	2.54	2.67	3.14	3.45	3.78
速动比率	2.31	2.43	2.91	3.22	3.55
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.77	0.65	0.61	0.57
应收账款周转率	8,036.69	549.30	1,024.96	896.54	842.94
存货周转率	10.98	10.85	10.56	10.60	10.76
每股指标 (元)					
每股收益	1.98	1.98	1.58	1.97	2.38
每股经营现金流	2.43	2.14	1.91	2.37	2.81
每股净资产	6.14	6.19	6.54	8.47	10.78
估值比率					
P/E	54.23	101.49	73.95	59.55	49.25
P/B	17.51	32.38	17.89	13.82	10.85
EV/EBITDA	44.43	83.99	59.57	47.96	39.34

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,797	22,792	24,590	29,086	34,060
营业成本	10,801	13,181	14,811	17,190	19,946
营业税金及附加	203	211	219	259	303
销售费用	2,163	1,366	1,205	1,396	1,567
管理费用	290	361	344	378	409
研发费用	587	712	664	785	920
财务费用	-293	-392	-414	-573	-762
资产减值损失	-17	0	0	0	0
公允价值变动收益	173	139	0	0	0
投资净收益	60	36	39	47	54
营业利润	6,379	7,644	7,948	9,872	11,937
营业外收支	-2	-1	1	0	0
利润总额	6,377	7,642	7,949	9,872	11,937
所得税	1,021	1,233	1,283	1,593	1,927
净利润	5,356	6,409	6,666	8,279	10,010
少数股东损益	3	6	0	0	0
归属母公司净利润	5,353	6,403	6,666	8,279	10,010
EBITDA	6,231	7,536	7,866	9,591	11,431
EPS (元)	1.98	1.98	1.58	1.97	2.38

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。