

# 2021 年三季度报点评: Q3 改善领先, 危机瞻 显实力

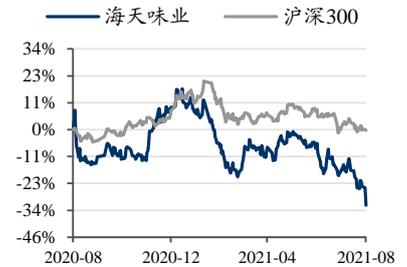
增持 (维持)

2021 年 11 月 5 日

证券分析师 于芝欢  
执业证号: S0600521050002  
yuzhijuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22,792	24,251	28,616	33,194
同比 (%)	15.1%	6.4%	18.0%	16.0%
归母净利润 (百万元)	6,403	6,543	7,931	9,466
同比 (%)	19.6%	2.2%	21.2%	19.4%
每股收益 (元/股)	1.52	1.55	1.88	2.25
P/E (倍)	81.3	79.5	65.6	55.0

## 股价走势



**事件:** 公司发布 2021 年三季度报, 业绩基本符合我们预期。2021 前三季度实现营收 179.94 亿元, 同比+5.32%, 归母净利润 47.07 亿元, 同比+2.98%, 扣非归母净利润 45.81 亿元, 同比+4.12%。其中 2021Q3 实现营收 56.62 亿元, 同比+3.11%, 归母净利润 13.55 亿元, 同比+2.75%, 归母扣非净利 13.31 亿, 同比+7.84%。其中截止 2021Q3 合同负债 27.88 亿元, 环比+20%, 同比+7%, 2021Q3 现金流表现优异, 其中现金回款 67.1 亿元, 同比+11.2%, 经营现金流净额 23.6 亿元, 同比+43.1%, 现金流表现良好。

### 投资要点:

■ **2021Q3 销售改善, 酱油、蚝油恢复, 线上渠道亮眼。** 分产品看, 2021 前三季度酱油/调味酱/蚝油营收分别为 101.83/20.08/31.92 亿元, 分别同比+4.69%/+3.24%/+6.09%, 2021Q3 酱油/调味酱/蚝油的营收分别为 31.67/5.33/10.61 亿元, 分别同比+2.23%/-5.83%/+5.05%, 增速环比回升, 虽 7、8 月点状疫情影响餐饮需求, 但 9 月双节旺季拉动销售回暖。分渠道看, 2021Q3 线下渠道/线上渠道分别实现收入 51.51/1.58 亿元, 分别同比+0.31%/+150.07%, 线上发展亮眼源于公司积极拓展线上平台, 社区团购等新零售渠道。分区域看, 2021Q3 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, 同比分别+2.7%/+7.8%/+2.8%/-3.4%/+3.8%, 环比均有加速。2021Q3 公司经销商减少 4 家至 7403 家, 保持稳定。

■ **成本高位下毛利仍承压, 费用缩减, 整体盈利保持稳健。** 2021Q3 毛利率 37.91%, 同比-2.96pct, 环比+0.8pct, 主要源于原料成本高及会计准则调整 (促销费冲减收入), 但积极调整下环比已有所改善。2021Q3 销售费用率同比-3.05pct 至 6.71%, 毛销差同比保持稳健。2021Q3 管理费用率同比+0.37pct 至 1.8%, 基本持平。综上, 2021Q3 销售净利率 23.92%, 同比-0.14pct, 保持稳健。

■ **Q4 关注提价传导, 22 年业绩稳增可期,** 公司积极调整, 10 月领先提价, 提升渠道利润及积极性, 同时偏向通过提升自然动销实现库存健康去化, 当前公司库存水平逐步良性改善, 外部需求较弱下, 提价传导至价格体系趋稳时间预计较往年更长, 期待年底前传导到位。展望明年, 低基数下, 需求、成本、库存压力、社团冲击环比均将改善, 同时我们预计提价将带来盈利端弹性, 公司不断推出食醋、腐乳、油、复合调味料等新品类, 丰富产品矩阵, 拓展新增长点, 度过至暗时刻后, 有望实现稳健增长。

■ **盈利预测与投资评级:** 2021Q3 销售领先行业实现改善, 彰显龙头强劲实力, 后续随提价落地, 2022 年业绩稳增可期。我们略调整 2021-2023 年 EPS 预测为 1.55/1.88/2.25 (前值为 1.66/1.90/2.20 元), 当前股价对应 PE 分别为 80/66/55 倍, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 行业竞争加剧, 原材料价格波动, 销售不达预期等。

## 市场数据

收盘价(元)	123.46
一年最低/最高价	94.98/219.58
市净率(倍)	24.53
流通 A 股市值(亿元)	5201

## 基础数据

每股净资产(元)	4.77
资产负债率(%)	23.49
总股本(百万股)	4212.58
流通 A 股(百万股)	4212.58

## 相关研究

- 1、《海天味业 (603288) 2021 年半年报点评: Q2 承压, 逆境即机遇》2021-09-01
- 2、《海天味业 (603288) 跟踪报告: H1 进度完成过半, 边际逐步向好》2021-07-13

海天味业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	24,200	29,732	33,527	40,027	营业收入	22,792	24,251	28,616	33,194
现金	16,958	22,292	25,553	31,842	减:营业成本	13,181	14,672	17,026	19,419
应收账款	41	47	57	63	营业税金及附加	211	225	265	308
存货	2,100	2,244	2,797	2,952	营业费用	1,366	1,261	1,488	1,726
其他流动资产	5,101	5,191	5,127	5,218	管理费用	361	364	429	498
非流动资产	5,333	6,302	7,380	8,556	研发费用	712	679	801	929
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-392	-457	-568	-685
固定资产	3,914	4,289	4,625	4,999	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	369	317	323	325	加:投资净收益	36	30	30	30
无形资产	385	406	426	445	其他收益	122	122	115	119
其他非流动资产	665	1,290	2,007	2,786	资产处置收益	-5	0	0	0
资产总计	29,534	36,034	40,907	48,583	营业利润	7,644	7,799	9,457	11,288
流动负债	9,080	12,012	13,023	15,484	加:营业外净收支	-1	4	0	0
短期借款	93	93	93	93	利润总额	7,642	7,803	9,457	11,288
应付账款	1,415	1,478	1,951	1,918	减:所得税费用	1,233	1,259	1,526	1,822
其他流动负债	7,573	10,441	10,979	13,473	少数股东损益	6	0	0	0
非流动负债	287	327	407	447	归属母公司净利润	6,403	6,543	7,931	9,466
长期借款	0	0	0	0	EBIT	7,139	7,219	8,745	10,433
其他非流动负债	287	327	407	447	EBITDA	7,714	7,853	9,544	11,421
负债合计	9,368	12,338	13,430	15,931	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	98	98	98	98	每股收益(元)	1.52	1.55	1.88	2.25
归属母公司股东权益	20,068	23,598	27,380	32,554	每股净资产(元)	4.76	5.52	6.42	7.65
负债和股东权益	29,534	36,034	40,907	48,583	发行在外股份(百万股)	3240	4213	4213	4213
					ROIC(%)	29.3%	25.6%	26.6%	26.7%
					ROE(%)	31.8%	28.0%	29.2%	29.3%
						42.2%	39.5%	40.5%	41.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)				
经营活动现金流	6,950	9,239	8,411	11,800	销售净利率(%)	28.1%	27.0%	27.7%	28.5%
投资活动现金流	-1,920	-1,388	-1,648	-1,945	资产负债率(%)	31.7%	34.2%	32.8%	32.8%
筹资活动现金流	-2,949	-2,517	-3,501	-3,566	收入增长率(%)	15.1%	6.4%	18.0%	16.0%
现金净增加额	2,082	5,334	3,261	6,289	净利润增长率(%)	19.7%	2.1%	21.2%	19.4%
折旧和摊销	574	633	799	988	P/E	81.3	79.5	65.6	55.0
资本开支	907	924	1,018	1,126	P/B	24.56	21.18	18.22	15.29
营运资本变动	751	2,733	478	2,250	EV/EBITDA	61.11	59.36	48.51	39.99

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (注: 由于该公司于 2021 年 5 月 18 日分红送转, 流通股由 32.4 亿股增至 42.13 亿股, 为方便比较, 自 20 年起计算的为送转后摊薄的数据。)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

