



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

海天味业 (603288): 业绩环比改善, 渠道进一步优化

2021年11月5日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 123.46 元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本 (亿股): 42.13

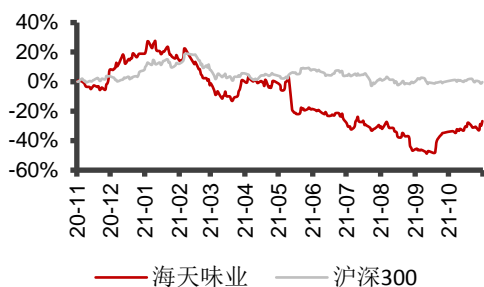
流通股本 (亿股): 42.13

自由流通市值 (亿元): 5201

每股净资产 (元): 5.09

资产负债率 (%): 25.06

海天味业与沪深300涨跌幅走势图



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 1、茅关注高端、次高端白酒扩容, 把握啤酒龙头利润释放-食品饮料 2021 年中期策略
- 2、五粮液 (000858): 持续稳增长, 未来高质量发展可期 20210429
- 3、贵州茅台 (600519): 2020 年圆满完成目标, 稀缺性带动后续成长 20210402

内容提要:

公司发布2021年三季报, 2021年前三季度, 实现收入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%, 扣非后归母净利润45.81亿元, 同比增长4.12%, 其中2021年三季度实现收入56.62亿元, 同比增长3.11%; 实现归母净利润13.55亿元, 同比增长2.75%; 实现扣非后归母净利润13.31亿元, 同比增长7.84%, 利润增速超预期。

收入环比明显改善, 积极拥抱新渠道。 2021年三季度公司收入、归母净利润增速分别为3.11%、2.75%, 环比二季度显著改善。剔除疫情影响, 我们认为公司优化渠道结构是销售量重拾增长的重要原因。一方面, 在B端较为疲软的背景下, 公司大力发展C端市场, C端竞争力不断提升, 弥补了部分B端销售下滑的负面影响; 另一方面, 积极拥抱新渠道, 主动对接、管理社区团购平台, 引导规范运营 (如引导价格、丰富品类等), 有序发展新渠道的同时使部分消费力重新回流传统渠道。

费用控制优秀, 主营业务盈利能力改善。 2021年三季度, 公司毛利率37.91%, 同比下降2.96个百分点, 一方面由于原材料成本上涨, 另一方面由于会计准则变更, 促销冲抵收入。费用方面, 2021年三季度销售费用率大幅下降3.05个百分点至6.71%, 主因会计准则变更及降低费用投放。2021年三季度, 公司扣非后净利率23.5%, 同比提升1.03个百分点, 主营业务盈利能力改善。

投资建议: 公司发展策略稳定明晰, 渠道结构持续优化, 龙头地位不断强化。目前公司的动态PE为76.64倍, 处于历史较高水平, 但基于行业地位的持续强化可给予一定估值溢价。我们预计2021-23年EPS分别为1.61、1.97、2.37元, 2021年11月5日收盘价对应PE分别为76.5、62.6、52.1倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。



事件: 公司发布2021年三季报, 2021年前三季度, 实现收入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%, 扣非后归母净利润45.81亿元, 同比增长4.12%, 其中2021年三季度实现收入56.62亿元, 同比增长3.11%; 实现归母净利润13.55亿元, 同比增长2.75%; 实现扣非后归母净利润13.31亿元, 同比增长7.84%, 利润增速超预期。

收入环比明显改善, 积极拥抱新渠道。 2021年三季度公司收入、归母净利润分别同比增长3.11%、2.75%, 环比二季度显著改善(2021年二季度公司营收、净利润增速为-9.39%、-14.68%), 主要得益于疫情阶段性平稳以及与社区团购的合作步入正轨。分产品来看, 公司酱油、蚝油、调味品、其他调味品分别实现收入31.67、10.61、5.33、5.50亿元, 增速分别为2.23%、5.05%、-5.83%、5.10%, 除调味酱外, 其他品类增速均扭负为正, 调味酱下滑速度也明显收窄。剔除疫情影响, 我们认为公司优化渠道结构是销售量重拾增长的重要原因。一方面, 在B端较为疲软的背景下, 公司大力发展C端市场, C端竞争力不断提升, 弥补了部分B端销售下滑的负面影响; 另一方面, 积极拥抱新渠道, 主动对接、管理社区团购平台, 引导规范运营(如引导价格、丰富品类等), 有序发展新渠道的同时使部分消费力重新回流传统渠道, 此外, 线上渠道也持续较快发展, 2021年三季度线上渠道增速达150%。

分区域来看, 2021年三季度, 东部、南部、中部、北部、西部分别实现收入10.88、10.46、11.67、13.22、6.89亿元, 同比分别增长2.69%、7.79%、2.76%、-3.42%、3.37%, 除北部区域销售额继续下滑外, 其他区域销售额增速均实现正增长, 其中南部区域增速较为突出, 与低基数及经销商增长有关。2021年三季度公司招商有所放缓, 净减少4家(2021年1、2季度分别净增284、72家), 其中北部区域优化经销商结构, 减少57家, 南部则加大市场开拓力度, 增加40家经销商。

费用控制优秀, 主营业务盈利能力改善。 2021年三季度, 公司毛利率为37.91%, 同比下降2.96个百分点, 一方面由于原材料成本上涨, 另一方面由于会计准则变更, 促销冲抵收入。费用方面, 2021年三季度公司期间费用率同比下降3.5个百分点, 主要由于销售费用率大幅下降3.05个百分点至6.71%, 主因会计准则变更及需求承压时公司降低了费用投放; 管理、研发、财务费用率分别为1.80%、3.46%、-2.50%, 同比变化为0.32、0.02、-0.79个百分点。2021年三季度, 公司净利润为23.93%, 同比小幅



下降0.08个百分点，主要由于营业外支出增多，扣非后净利率23.5%，同比提升1.03个百分点，主营业务盈利能力改善。

展望未来：定价权稳固，市占率提升将转化为业绩弹性。价格方面，公司于10月25日对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为3%-7%不等，率先提价再次彰显龙头公司定价权。由于近5年未提价，渠道及终端接受度较高，预计2022年1月能落地各项相关工作。我们认为，此次提价能帮助公司在短期内有效对冲成本上涨导致的利润端压力、改善收入及盈利水平，且将重塑经销商利润结构，提高渠道成员积极性。展望明年，由于公司积极拥抱线上及社区团购等新渠道，即使疫情反复，公司仍能通过渠道结构的完善对冲餐饮业的景气度波动，业绩大概率同比改善，若疫情能有效遏制，餐饮及整体消费恢复，海天在BC端都将是最大受益者，市占率提升将转化为业绩弹性。

投资建议：公司发展策略稳定明晰，渠道结构持续优化，龙头地位不断强化。目前公司的动态PE为76.64倍，处于历史较高水平，但基于行业地位的持续强化可给予一定估值溢价。我们预计2021-23年EPS分别为1.61、1.97、2.37元，对应PE分别为76.5、62.6、52.1倍，维持“推荐”评级。

表：重点指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22791.87	24399.21	28161.24	32881.63
增长率	15.13%	7.05%	15.42%	16.76%
归母净利润（百万元）	6402.86	6796.93	8305.27	9967.35
增长率	19.61%	6.15%	22.19%	20.01%
每股收益（元）	1.98	1.61	1.97	2.37
PE	101.28	76.52	62.62	52.18

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：收盘价格日期为2021年11月5日，2021-2023年业绩为作者预测值。

风险提示：内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。



盈利预测:

报表预测单位: 百万元

资产负债表				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16958	20778	26489	33916
应收账款	41	57	62	72
存货	2100	2203	2548	2913
其他流动资产	31	35	35	38
流动资产合计	24200	28163	34221	42031
固定资产	3914	3614	3414	3914
无形资产	385	380	375	370
资产总计	29534	33644	39699	48205
应付票据及应付账款	1415	1842	2057	2402
应付职工薪酬	828	979	1142	1399
应交税费	717	732	845	986
其他流动负债	6028	5161	6212	7798
流动负债合计	9080	8715	10256	12585
负债合计	9368	9002	10543	12872
归属于母公司的所有者权益	20068	24537	29043	35210
少数股东权益	98	104	113	123
股东权益	20166	24642	29155	35333
负债及股东权益	29534	33644	39699	48205
现金流量表单位: 百万元				
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	6950	6335	9447	11853
投资活动现金流净额	-1920	-393	-136	-125
筹资活动现金流净额	-2949	-2122	-3600	-4300
现金净流量	2082	3820	5711	7428

利润表单位: 百万元

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22792	24399	28161	32882
营业成本	13181	14618	16319	18652
毛利	9611	9781	11842	14230
毛利率	42%	40%	42%	43%
税金及附加	211	210	253	312
税金及附加/营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1366	1196	1464	1808
销售费用率	6%	5%	5%	6%
管理费用	361	366	422	493
管理费用率	2%	2%	2%	2%
研发费用	712	683	732	921
研发费用率	3%	3%	3%	3%
财务费用	-392	-536	-660	-835
财务费用率	-2%	-2%	-2%	-3%
营业利润	7644	7987	9773	11729
营业利润/营业收入	34%	33%	35%	36%
营业外收支	-1	8	8	9
利润总额	7642	7995	9781	11738
利润总额/营业收入	34%	33%	35%	36%
所得税费用	1233	1191	1467	1761
净利润	6409	6804	8314	9977
归母净利润	6403	6797	8305	9967
少数股东损益	6	7	8	10

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	1.98	1.61	1.97	2.37
BVPS	4.76	5.82	6.89	8.36
PE (倍)	101.28	76.52	62.62	52.18
PEG	5.17	12.43	2.82	2.61
PB (倍)	42.10	21.20	17.91	14.77
EV/EBITDA	82.65	66.96	54.14	44.61
ROE	32%	28%	29%	28%

数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

注: 收盘价格日期为2021年11月5日, 2021-2023年业绩为作者预测值。



分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层