

事件: 公司发布 2022 年度报告以及 2023 年一季度报告, 2022 年公司实现营业总收入 256.10 亿元, 同比+2.42%; 归母净利润 61.98 亿元, 同比-7.09%; 扣非归母净利润 59.66 亿元, 同比-7.22%。其中, 22Q4 实现营业收入 65.15 亿元, 同比-7.05%; 归母净利润 15.31 亿元, 同比-22.03%; 扣非归母净利润 14.69 亿元, 同比-20.57%。23Q1 实现营业总收入 69.81 亿元, 同比-3.17%; 归母净利润 17.16 亿元, 同比-6.20%; 扣非归母净利润 16.41 亿元, 同比-8.38%。

点评:

- **23Q1 小品类放量提振营收增速, 整体增长略低于预期。**22Q4 公司营收下滑 7.0%, 我们认为由于受到疫情以及负面舆论的影响。23Q1 营收增速环比有改善, 分品类来看, 酱油/调味酱/蚝油/其他同比增长分别为 -8.9%/-6.8%/3.3%/13.8%。酱油和调味酱品类收入下滑, 我们认为主要由于公司加强控制经销商库存, 以及终端需求复苏较慢。醋和料等其他品类继续放量, 提振整体营收增速。量价拆分来看, 22 年酱油销量同比-5.93%, 吨价同比+3.85%, 调味酱销量同比-8.02%, 吨价同比+5.38%, 蚝油销量同比-8.68%, 吨价同比+6.73%。分渠道来看, 23Q1 线下和线上渠道收入同比增长分别为-3.45%/-17.69%。分区域来看, 东部/南部/中部/北部/西部区域同比增长分别为-5.42%/-8.6%/0.08%/-6.61%/3.24%, 我们认为主要由于春节返乡因素, 中西部区域表现较好。2023 年公司经营目标相对稳健。2023 年公司计划营业收入目标为 281.7 亿元, 同比增长 10%; 归母净利目标为 68.2 亿元, 同比增长 10%。
- **23Q1 成本端压力仍存。**23Q1 毛利率为 36.9%, 同比下降 1.2 个百分点, 我们认为主要由于大豆等原材料成本较高, 以及产品结构变化。23Q1 销售费用率为 5.2%, 同比下降 0.2 个百分点, 费用投放稳中有降。毛销差为 31.7%, 同比下降 1.0 个百分点。管理费用率为 1.6%, 同比提升 0.3 个百分点。研发费用率为 2.8%, 同比提升 0.2 个百分点, 公司加大研发投入, 费用有所增长。归母净利率为 24.6%, 同比下降 0.8 个百分点。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为海天拥有规模优势, 同时 B 端渠道力强, 竞争优势明显。随着餐饮场景的恢复, 公司 B 端业务收入增速有望恢复。展望 2023 年, 大豆等原材料价格已有回落, 我们预计成本红利将在后续季度逐步兑现。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.48/1.72/1.92 元, 对应 PE 分别为 47.96/41.02/36.87 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格上涨超预期; 行业竞争加剧; 食品安全风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	25,004	25,610	28,179	31,055	34,076
增长率 YoY %	9.7%	2.4%	10.0%	10.2%	9.7%
归属母公司净利润 (百万元)	6,671	6,198	6,836	7,993	8,893
增长率 YoY%	4.2%	-7.1%	10.3%	16.9%	11.3%
毛利率%	38.7%	35.7%	36.0%	37.8%	38.1%
净资产收益率 ROE%	28.5%	23.5%	22.8%	23.4%	22.9%
EPS(摊薄)(元)	1.44	1.34	1.48	1.72	1.92
市盈率 P/E(倍)	49.15	52.90	47.96	41.02	36.87
市净率 P/B(倍)	14.01	12.42	10.95	9.61	8.45

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	27,579	26,974	31,365	35,102	40,216	
货币资金	19,814	18,223	22,476	25,043	28,741	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	56	188	203	246	284	
预付账款	16	25	36	39	42	
存货	2,227	2,392	2,618	2,750	3,113	
其他	5,466	6,145	6,032	7,026	8,036	
非流动资产	5,759	7,086	7,644	8,175	8,627	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	3,614	4,207	4,874	5,456	5,953	
无形资产	377	685	695	706	716	
其他	1,768	2,194	2,075	2,014	1,959	
资产总计	33,338	34,059	39,009	43,277	48,843	
流动负债	9,477	6,719	8,106	8,181	9,054	
短期借款	105	132	132	132	132	
应付票据	467	0	0	0	0	
应付账款	1,607	1,300	1,705	1,515	2,002	
其他	7,299	5,287	6,269	6,534	6,920	
非流动负债	361	455	483	483	483	
长期借款	0	94	119	119	119	
其他	361	362	364	364	364	
负债合计	9,838	7,175	8,589	8,664	9,537	
少数股东权益	98	487	487	487	487	
归属母公司股东权益	23,402	26,398	29,934	34,127	38,820	
负债和股东权益	33,338	34,059	39,009	43,277	48,843	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	25,004	25,610	28,179	31,055	34,076	
同比(%)	9.7%	2.4%	10.0%	10.2%	9.7%	
归属母公司净利润	6,671	6,198	6,836	7,993	8,893	
同比(%)	4.2%	-7.1%	10.3%	16.9%	11.3%	
毛利率(%)	38.7%	35.7%	36.0%	37.8%	38.1%	
ROE%	28.5%	23.5%	22.8%	23.4%	22.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.44	1.34	1.48	1.72	1.92	
P/E	49.15	52.90	47.96	41.02	36.87	
P/B	14.01	12.42	10.95	9.61	8.45	
EV/EBITDA	54.16	47.81	38.40	32.21	28.61	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	25,004	25,610	28,179	31,055	34,076	
营业成本	15,337	16,472	18,034	19,324	21,105	
营业税金及附加	218	207	225	248	273	
销售费用	1,357	1,378	1,494	1,615	1,738	
管理费用	394	442	479	497	545	
研发费用	772	751	817	901	988	
财务费用	-584	-732	-687	-669	-746	
减值损失合计	0	-17	0	0	0	
投资净收益	39	13	56	62	68	
其他	271	264	169	202	221	
营业利润	7,820	7,352	8,043	9,403	10,462	
营业外收支	0	12	0	0	0	
利润总额	7,821	7,364	8,043	9,403	10,462	
所得税	1,149	1,161	1,206	1,411	1,569	
净利润	6,671	6,203	6,836	7,993	8,893	
少数股东损益	1	5	0	0	0	
归属母公司净利润	6,671	6,198	6,836	7,993	8,893	
EBITDA	7,813	7,339	7,959	9,411	10,466	
EPS(当年)(元)	1.44	1.34	1.48	1.72	1.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	6,324	3,830	8,557	8,580	10,105	
净利润	6,671	6,203	6,836	7,993	8,893	
折旧摊销	745	837	660	739	818	
财务费用	-594	-733	5	5	5	
投资损失	-39	-13	-56	-62	-68	
营运资金变动	-258	-2,404	1,112	-95	457	
其它	-202	-60	0	0	0	
投资活动现金流	-4,925	-4,659	-1,026	-2,208	-2,202	
资本支出	-1,014	-1,513	-1,220	-1,270	-1,270	
长期投资	-4,687	-3,891	136	-1,000	-1,000	
其他	776	745	58	62	68	
筹资活动现金流	-2,911	-4,018	-3,278	-3,805	-4,205	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	143	251	25	0	0	
支付利息或股息	-3,342	-3,214	-3,305	-3,805	-4,205	
现金流净增加额	-1,516	-4,849	4,253	2,566	3,698	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	18513322185
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com



华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。