

# 22年经营承压，23年砥砺前行

## 海天味业(603288)

评级:	买入	股票代码:	603288
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	93.36/59.46
目标价格:		总市值(亿)	3,278.44
最新收盘价:	70.75	自由流通市值(亿)	3,278.44
		自由流通股数(百万)	4,633.83

### 事件概述

公司22年实现营业收入256.1亿元，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%。

23Q1实现收入69.81亿元，同比-3.17%；归母净利润17.16亿元，同比-6.2%；扣非归母净利润16.41亿元，同比-8.38%。

### 分析判断:

#### ► 22年短期收入承压，期待经营回暖

2022年公司面临多维挑战，疫情冲击、成本高企、遭遇“舆情”冲击，在复杂多变的环境中，公司积极应对，持续创新赋能，提升公司风险防范能力，营业收入同比提升2.42%，经营短期承压。

分品类来看，公司2022年酱油/蚝油/调味酱/其他品类收入分别为138.61/25.84/44.17/29.32亿元，分别同比-2.30%/-3.07%/-2.54%/+32.61%，三大核心品类受疫情影响小幅下降，其他品类中公也加快了一站式厨房产品的开发力度，新品类提速发展。

分区域来看，公司东部/南部/中部/北部/西部地区收入分别为46.94/45.99/52.70/62.23/30.06亿元，分别同比-2.55%/+2.89%/-0.73%/+2.76%/+2.14%，公司持续强化渠道精耕及网络质量提升，实现各区域营收均衡发展。

分渠道来看，公司22年线下和线上渠道分别实现收入228.1和9.89亿元，分别同比-0.83%和+40.39%，线上渠道迅速发展，占比提升至4.34%。

23Q1收入端仍然承压，整体收入同比下滑，主要受酱油和调味酱下滑拖累，分别下滑8.94%和6.77%；蚝油和其他品类增长较好，分别同比+3.32%/+13.75%，受餐饮恢复和多品类布局提振。

#### ► 原材料价格上涨使得成本端承压是影响利润率的核心因素

成本端来看，2022年公司毛利率35.68%，较去年同期下降2.67pct，主要受原材料价格上涨影响。费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为5.38%/1.72%/2.93%/2.86%，同比-0.05pct/+0.14pct/-0.16pct/+0.52pct，费用率变化不大，费用投放有效性和管控能力进一步提升。综合来看，主要受成本端拖累，公司归母净利润同比下降7.09%，相应的净利率下降2.46pct至24.22%。

23Q1成本端压力仍在，毛利率同比下降1.24pct至36.93%，费用端持续平稳，销售/管理/研发/财务费用率分别为5.23%/1.61%/2.78%/-1.55%，同比-0.2pct/+0.26pct/+0.22pct/-0.1pct，成本端承压仍是影响利润率的核心因素，净利率同比下降0.7pct至24.69%，相应的归母净利润同比下降6.2%至17.16亿元。

#### ► 2023年砥砺前行，推动经营恢复

公司2023年规划了收入+10%，净利润+10%的增长目标，后疫情时代外部环境复杂多变，公司仍在积极寻求突破，有望推动经营恢复和高质量发展。2023年我们看好公司销售端不断紧跟消费新趋势，抢占营销增长点，渠道端续强化餐饮和零售端的覆盖和下沉，产品端巩固三大核心品类优势，并加快醋、料酒等品类的发展，管理端以科技和创新赋能，实现管理水平的稳步提升。期待公司在行业大变革中抢占更多市场机会，提升竞争壁垒，真正成为具备领先优势的平台型龙头调味品集团。

### 投资建议

参考最新财务报告，我们下调公司 23-24 年 营收 321.52/365.25 亿元的预测至 281.83/315.65 亿元，新增 25 年收入预测 353.53 亿元；下调 23-234 年 EPS 1.74/2.03 元的预测至 1.47/1.66 元，新增 25 年 EPS 预测 1.87 元；对应 2023 年 4 月 25 日 70.75 元/股收盘价，PE 分别为 48/43/38 倍，维持公司“买入”评级

### 风险提示

原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	25,004	25,610	28,183	31,565	35,353
YoY (%)	9.7%	2.4%	10.0%	12.0%	12.0%
归母净利润 (百万元)	6,671	6,198	6,826	7,694	8,648
YoY (%)	4.2%	-7.1%	10.1%	12.7%	12.4%
毛利率 (%)	38.7%	35.7%	35.9%	36.0%	36.2%
每股收益 (元)	1.44	1.34	1.47	1.66	1.87
ROE	28.5%	23.5%	20.5%	18.8%	17.4%
市盈率	49.13	52.80	48.03	42.61	37.91

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	25,610	28,183	31,565	35,353	净利润	6,203	6,833	7,702	8,656
YoY (%)	2.4%	10.0%	12.0%	12.0%	折旧和摊销	837	506	521	532
营业成本	16,472	18,065	20,202	22,555	营运资金变动	-2,404	1,734	-634	1,235
营业税金及附加	207	225	253	283	经营活动现金流	3,830	9,035	7,549	10,377
销售费用	1,378	1,494	1,641	1,803	资本开支	-1,513	-789	-698	-537
管理费用	442	479	505	566	投资	-3,891	-500	-500	-300
财务费用	-732	-762	-817	-845	投资活动现金流	-4,659	-1,261	-1,166	-802
研发费用	751	845	947	1,061	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-17	0	0	0	债务募资	-8	0	0	0
投资收益	13	28	32	35	筹资活动现金流	-4,018	-3	-3	-3
营业利润	7,352	8,027	9,049	10,171	现金净流量	-4,849	7,772	6,380	9,573
营业外收支	12	11	12	13	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	7,364	8,038	9,061	10,184	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	1,161	1,206	1,359	1,528	营业收入增长率	2.4%	10.0%	12.0%	12.0%
净利润	6,203	6,833	7,702	8,656	净利润增长率	-7.1%	10.1%	12.7%	12.4%
归属于母公司净利润	6,198	6,826	7,694	8,648	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-7.1%	10.1%	12.7%	12.4%	毛利率	35.7%	35.9%	36.0%	36.2%
每股收益	1.34	1.47	1.66	1.87	净利率	24.2%	24.2%	24.4%	24.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	18.2%	16.0%	15.3%	14.3%
货币资金	18,223	25,995	32,375	41,948	净资产收益率 ROE	23.5%	20.5%	18.8%	17.4%
预付款项	25	25	26	32	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,392	2,606	2,983	3,232	流动比率	4.01	4.11	5.06	5.34
其他流动资产	6,333	6,780	7,375	7,626	速动比率	3.65	3.80	4.70	5.01
流动资产合计	26,974	35,407	42,759	52,838	现金比率	2.71	3.02	3.83	4.24
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.1%	21.2%	17.7%	17.1%
固定资产	4,207	4,221	4,120	3,908	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	685	715	745	775	总资产周转率	0.76	0.73	0.68	0.64
非流动资产合计	7,086	7,380	7,569	7,587	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	34,059	42,787	50,327	60,425	每股收益	1.34	1.47	1.66	1.87
短期借款	132	132	132	132	每股净资产	5.70	7.17	8.83	10.70
应付账款及票据	1,300	2,714	1,887	2,593	每股经营现金流	0.83	1.95	1.63	2.24
其他流动负债	5,287	5,768	6,434	7,169	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,719	8,614	8,453	9,894	<b>估值分析</b>				
长期借款	94	94	94	94	PE	52.80	48.03	42.61	37.91
其他长期负债	362	362	362	362	PB	13.97	9.87	8.01	6.61
非流动负债合计	455	455	455	455					
负债合计	7,175	9,069	8,908	10,349					
股本	4,634	4,634	4,634	4,634					
少数股东权益	487	494	501	510					
股东权益合计	26,884	33,717	41,419	50,076					
负债和股东权益合计	34,059	42,787	50,327	60,425					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星**：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧**：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟**：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

**王厚**：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

**吴越**：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。