

主动控货调整，关注动销改善

——22 年报与 23 年一季报点评

核心观点：

事件：4月25日，公司发布2022年年报和2023年一季报。

主动控货+复苏偏慢+渠道压力仍存，收入端持续承压。22年营收为256.1亿元，同比+2.4%；折合22Q4为65.15亿元，同比-7.05%；23Q1营收为69.8亿元，同比-3.2%。**总体看**，22Q4收入下滑，主要系疫情闯关致B端需求不振以及渠道备货滞后，23Q1亦有承压，一方面系客观压力的确存在（复苏节奏偏慢+渠道压力仍存），另一方面系公司主动降速，放弃短期利益而谋求长期良性增长，表现为23Q1现金回款仍同比+23%。**分产品看**，22Q4酱油/调味酱/蚝油/其他收入分别同比-13.7%/-7.9%/-10.0%/+36.0%，23Q1分别同比-8.9%/-6.8%/+3.3%/+13.8%，主业承压仍较为明显，小品类通过渠道铺货实现较快增长。**分区域看**，22Q4东部/南部/中部/北部/西部分别同比-12.8%/-10.4%/-7.6%/-7.6%/+0.9%，23Q1分别同比-5.4%/-8.6%/+0.1%/-6.6%/+3.2%，中部市场压力相对较小。**分渠道看**，22Q4线下/线上分别同比-7.5%/-25.0%，23Q1分别同比-3.5%/-17.7%，经销商数量23Q1为6869家，环比22Q4下降4.2%，反映渠道仍在调整优化。

成本刚性叠加促销力度加大，盈利能力同比仍承压。22Q4/23Q1归母净利率分别为23.5%/24.6%，同比-4.5/-0.8pcts，主要系原料价格压力+加大促销力度+基数偏高所致。**毛利率：**22Q4/23Q1分别为34.1%/36.9%，同比-4.1/-1.3pcts，主要系促销力度较大叠加大豆成本压力相对刚性所致。**费用率：**22Q4/23Q1销售费用率分别为5.6%/5.2%，同比+1.3/-0.2pcts，22Q4增加预计主要系部分销售人员激励在年底计提以及公司线下加大对零添加产品的推广所致；22Q4/23Q1管理费用率分别为1.8%/1.6%，同比+0.2/+0.3pcts，保持相对稳定。

23H2 静待动销回暖加速渠道修复，有望推动全年实现稳健增长。**短期看**，1) 收入端：若23H2宏观经济复苏节奏加快，有望推动B端餐饮需求改善的斜率提高，叠加前期库存经过1个季度的去化以及报表端的低基数，收入有望环比提速，推动全年稳健增长；2) 成本端：年初至今大豆与包材价格同比与环比均有下降，但白糖价格在3月以来上涨较快，后续需紧密关注成本的结构波动。**长期看**，积极关注平台型公司的第二增长曲线的培育情况，包括特色预制菜、快手餐饮的复调、有机及低糖低盐类等健康导向的调味品与油脂产品等。

投资建议：预计2023~2025年归母净利润分别为68.56/82.53/101.41亿元，同比+10.2%/14.1%/16.9%，EPS为1.48/1.78/2.19元，对应PE为46/38/31X，考虑到公司作为平台型公司的优势以及23H2宏观需求有望改善，维持“推荐”评级。

风险提示：竞争超预期，行业需求下滑，成本压力超预期，食品安全问题等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25610	28215	32193	37634
增长率	2.42%	10.17%	14.10%	16.90%
归母净利润(百万元)	6198	6856	8253	10141
增长率	-7.09%	10.62%	20.38%	22.88%
摊薄 EPS(元)	1.34	1.48	1.78	2.19
PE	59.5	46.3	38.4	31.3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

海天味业(603288)

推荐(维持)

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

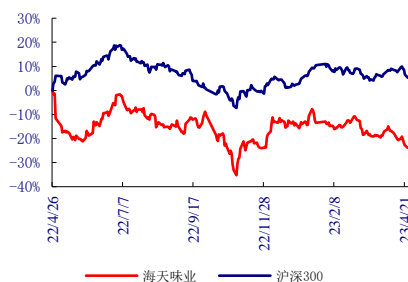
分析师登记编码：S0130522070002

市场数据

2023-04-26

A股收盘价(元)	68.4
股票代码	603288
A股一年内最高价(元)	90.88
A股一年内最低价(元)	59.68
上证指数	3,264.10
市盈率	52.1
总股本(万股)	463,383
实际流通A股(万股)	463,383
流通A股市值(亿元)	3,171

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河饮食】海天味业2022年中报点评：Q2收入环比改善，盈利能力持续承压

【银河饮食】公司点评报告_海天味业：持续夯实底部，积极调整应变

【银河饮食】公司点评报告_海天味业：21Q4业绩提速增长，期待基本面拐点

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25609.65	28215.00	32193.32	37633.99	流动资产	26973.59	35935.10	43616.17	53297.19
营业成本	16471.82	18170.46	20474.95	23483.61	现金	18223.31	26932.14	34289.76	43457.68
营业税金及附加	207.19	245.40	273.82	317.30	应收账款	188.40	107.39	143.84	196.08
营业费用	1378.05	1636.47	1899.41	2258.04	其它应收款	10.74	14.66	17.03	18.42
管理费用	441.74	488.12	539.86	602.14	预付账款	25.30	22.92	26.34	31.97
财务费用	-732.18	-1120.46	-1536.31	-1977.61	存货	2391.64	2723.79	3004.99	3458.84
资产减值损失	-16.55	0.00	0.00	0.00	其他	6134.20	6134.20	6134.20	6134.20
公允价值变动收益	121.26	0.00	0.00	0.00	非流动资产	7085.59	9074.27	10173.37	11556.96
投资净收益	13.11	14.45	16.48	19.27	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7352.28	8147.53	9806.94	12052.57	固定资产	4206.78	5609.04	6174.08	7027.37
营业外收入	13.39	0.00	0.00	0.00	无形资产	684.64	912.86	1088.71	1326.06
营业外支出	1.46	0.00	0.00	0.00	其他	2194.16	2552.37	2910.57	3203.53
利润总额	7364.21	8147.53	9806.94	12052.57	资产总计	34059.18	45009.37	53789.53	64854.15
所得税	1161.04	1287.31	1549.50	1904.31	流动负债	6719.29	10009.26	10531.98	11448.33
净利润	6203.17	6860.22	8257.44	10148.26	短期借款	131.72	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	5.45	4.45	4.50	7.01	应付账款	1300.26	1572.88	1844.64	2000.75
归属母公司净利润	6197.72	6855.77	8252.94	10141.25	其他	5287.31	8436.38	8687.34	9447.58
EBITDA	7196.69	8445.33	9138.07	11027.93	非流动负债	455.41	1255.41	1255.41	1255.41
EPS (元)	1.34	1.48	1.78	2.19	长期借款	93.65	893.65	893.65	893.65
					其他	361.75	361.75	361.75	361.75
					负债合计	7174.70	11264.67	11787.39	12703.74
					少数股东权益	486.80	491.26	495.76	502.77
					归母股东权益	26397.68	33253.45	41506.39	51647.64
					负债和股东权益	34059.18	45009.37	53789.53	64854.15
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3830.31	11621.70	9532.87	11742.80	营业收入	2.42%	10.17%	14.10%	16.90%
净利润	6203.17	6860.22	8257.44	10148.26	营业利润	-5.99%	10.82%	20.37%	22.90%
折旧摊销	837.19	1589.01	1066.40	1184.05	归母净利润	-7.09%	10.62%	20.38%	22.88%
财务费用	-732.89	16.79	26.81	26.81	毛利率	35.68%	35.60%	36.40%	37.60%
投资损失	-13.11	-14.45	-16.48	-19.27	净利率	24.20%	24.30%	25.64%	26.95%
营运资金变动	-2404.40	3169.01	199.28	403.25	ROE	23.48%	20.62%	19.88%	19.64%
其它	-59.64	1.12	-0.58	-0.31	ROIC	19.72%	16.64%	15.83%	15.61%
投资活动现金流	-4658.53	-3564.36	-2148.44	-2548.07	资产负债率	21.07%	25.03%	21.91%	19.59%
资本支出	-1512.83	-3578.81	-2164.92	-2567.34	每股收益	1.34	1.48	1.78	2.19
长期投资	-3890.55	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.83	2.51	2.06	2.53
其他	744.85	14.45	16.48	19.27	每股净资产	5.70	7.18	8.96	11.15
筹资活动现金流	-4017.76	651.49	-26.81	-26.81	P/E	59.51	46.26	38.43	31.27
短期借款	27.12	-131.72	0.00	0.00	P/B	13.97	9.54	7.64	6.14
长期借款	93.65	800.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	48.76	34.47	31.06	24.90
其他	-4138.53	-16.79	-26.81	-26.81	PS	12.38	11.24	9.85	8.43
现金净增加额	-4848.76	8708.83	7357.62	9167.92					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意，经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入银河证券研究院，覆盖餐饮供应链、调味品、软饮料、乳制品等行业，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn