

海天味业（603288）：艰难已克，整装待发

2023年4月28日

推荐/维持

海天味业 公司报告

事件：营业收入 256.10 亿元，同比增长 2.42%；归母净利润 61.98 亿元，同比减少 7.09%；扣非归母净利润 59.66 亿元，同比-7.22%。2022 年 Q4，公司营业收入 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%。2023 年 Q1 公司营收 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%，同比-8.38%。

2022 年是公司内忧外患的一年，公司自上市以来首次净利润下降，23Q1 环比改善。公司 B 端渠道和 C 端渠道销售额占比大致相当，因此疫情对餐饮业的影响直接波及到公司 B 端销售，在此期间，公司重点打造 C 端渠道，但四季度亦受到商标事件影响，公司全年利润同比回落。23 年一季度公司收入增速略有下滑主要是因为春节错位和去年一季度基数较高，环比 Q4，公司 23 年 Q1 有所回暖。

多元化策略逐渐成效，其他品类贡献收入增长。分产品来看，22 年全年酱油收入 138.61 亿元，同比-2.3%，调味酱/蚝油/其他收入分别为 25.84/44.17/29.32 亿元，分别同比-3.07%/ -2.54%/32.61%。公司酱油、调味酱和蚝油收入有所回落，但其他产品（主要包括醋、料酒等）产品收入同比加速，弥补了公司主流产品的下滑，公司多产品策略逐现成效。量价来看，公司产品销量下降较多，酱油/蚝油/调味酱销量分别同比-5.93%/ -8.68%/ -8.04%，而得益于 21 年底的提价和产品结构改善以及 C 端占比增加，公司产品吨价有所提升，酱油/蚝油/调味酱吨价分别提升 3.85%/6.73%/5.4%，预计随着 23 年餐饮消费回暖以及渠道信心逐渐恢复，公司主流产品销售亦将明显改善。

成本改善，业绩有望逐季好转。22 年全年公司毛利率同比下降 2.98pct，至 35.68%，主要是原材料及包材采购成本上升所致。此外，人工成本及制造费用有所上涨。其中，蚝油制造费用、直接人工同比增长较大，主要是蚝油新增基地投产所致。主要原材料大豆价格自去年下半年开始回落，目前处于下行趋势，今年巴西大豆产量达到创纪录水平，为我国大豆供给提供保障，推测原材料成本整体继续下行。根据酱油 6 个月的酿造周期推算，公司大豆成本于今年初左右开始回落，今年公司业绩有望逐季好转。23 年 Q1 公司毛利率 36.93%，同比-1.24pct，环比+2.88pct，成本的下降 Q1 毛利率已有所体现。

公司盈利预测及投资评级：2023 年，公司计划营业收入目标为 281.7 亿元，同比+10%，归母净利润目标为 68.2 亿元，同比+10.04%。我们认为，毛利率及终端需求均在逐步恢复，下半年业绩弹性有望逐步释放。长期来看，公司具备渠道、产品、品牌力等多项优势，老品基础扎实，大单品持续增长，新品有望放量，判断公司业绩长期能够维持较佳增速。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 69.66/79.91/88.44 亿元，分别同比增长

12.35%/14.72%/10.67%；2022-2024 年 EPS 分别为 1.50、1.72、1.91；对应 PE 分别为 46/40/36 倍，维持“推荐”评级。

公司简介：

佛山市海天调味食品股份有限公司一直专注于调味品的生产和销售。公司目前生产的调味品涵盖酱油、蚝油、酱、醋、鸡精、味精、料酒等调味品。多年来公司调味品的产销量及收入连续多年名列行业第一，其中酱油、调味酱和蚝油、料酒、醋是目前公司最主要的产品。

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

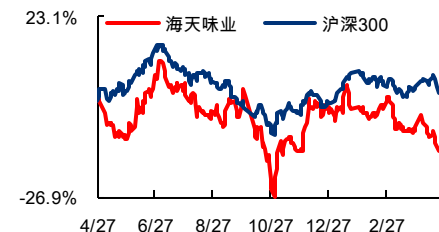
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	90.65-59.68
总市值（亿元）	3,171.4
流通市值（亿元）	3,171.4
总股本/流通 A 股（万股）	463,383/463,383
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.55

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjit@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

风险提示：疫情影响餐饮端需求、运输受阻；食品安全风险；原材料波动风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,004.03	25,609.65	28,493.10	31,352.83	34,187.37
增长率(%)	9.71%	2.42%	11.26%	10.04%	9.04%
归母净利润(百万元)	6,670.76	6,197.72	6,966.19	7,990.91	8,844.49
增长率(%)	4.09%	-7.02%	12.35%	14.72%	10.67%
净资产收益率(%)	28.51%	23.48%	20.99%	19.51%	17.84%
每股收益(元)	1.58	1.34	1.50	1.72	1.91
PE	43.32	51.07	45.53	39.69	35.86
PB	12.32	12.01	9.56	7.74	6.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	27579	26974	34164	41327	49346	营业收入	25004	25610	28493	31353	34187
货币资金	19814	18223	24911	31223	38445	营业成本	15337	16472	18179	19752	21367
应收账款	56	188	74	94	122	营业税金及附加	218	207	240	259	285
其他应收款	16	11	12	13	14	营业费用	1357	1378	1524	1474	1538
预付款项	16	25	31	39	47	管理费用	394	442	456	486	520
存货	2227	2392	2639	3085	3454	财务费用	-584	-732	-668	-702	-685
其他流动资产	72	53	110	167	224	研发费用	772	751	836	920	1003
非流动资产合计	5759	7086	7601	8110	8690	资产减值损失	0.00	16.55	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	128.20	121.26	124.73	123.00	123.86
固定资产	3614	4207	4279	4343	4477	投资净收益	39.43	13.11	29.45	27.33	23.30
无形资产	377	685	647	612	579	加:其他收益	143.52	144.18	136.70	141.47	140.78
其他非流动资产	29	92	92	92	92	营业利润	7820	7352	8218	9456	10447
资产总计	33338	34059	41765	49437	58035	营业外收入	15.89	13.39	13.77	14.35	13.83
流动负债合计	9477	6719	7630	7441	7368	营业外支出	15.57	1.46	10.17	9.07	6.90
短期借款	105	132	0	0	0	利润总额	7821	7364	8221	9462	10454
应付账款	1607	1300	1647	1515	1464	所得税	1149	1161	1252	1466	1606
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	6671	6203	6969	7995	8848
一年内到期的非流动负债	21	20	20	20	20	少数股东损益	1	5	3	4	4
非流动负债合计	361	455	461	533	587	归属母公司净利润	6671	6198	6966	7991	8844
长期借款	0	94	94	94	94	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	9838	7175	8091	7975	7954	成长能力					
少数股东权益	98	487	490	494	498	营业收入增长	9.71%	2.42%	11.26%	10.04%	9.04%
实收资本(或股本)	4213	4634	4634	4634	4634	营业利润增长	2.31%	-5.99%	11.77%	15.07%	10.48%
资本公积	142	142	142	142	142	归属于母公司净利润增长	4.18%	-7.09%	12.40%	14.71%	10.68%
未分配利润	16922	19286	25375	32360	40091	获利能力					
归属母公司股东权益合计	23402	26398	33184	40968	49583	毛利率(%)	38.66%	35.68%	36.20%	37.00%	37.50%
负债和所有者权益	33338	34059	41765	49437	58035	净利率(%)	26.68%	24.22%	24.46%	25.50%	25.88%
现金流量表						单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润(%)	20.01%	18.20%	16.68%	16.16%	15.24%
经营活动现金流	6324	3830	7378	6857	7946	ROE(%)	28.51%	23.48%	20.99%	19.51%	17.84%
净利润	6671	6203	6969	7995	8848	偿债能力					
折旧摊销	723.67	818.64	396.31	429.73	468.68	资产负债率(%)	30%	21%	19%	16%	14%
财务费用	-584	-732	-668	-702	-685	流动比率	2.91	4.01	4.48	5.55	6.70
应收账款减少	-15	-132	114	-20	-27	速动比率	2.68	3.66	4.13	5.14	6.23
预收账款增加	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-4925	-4659	-1091	-1081	-1100	总资产周转率	0.80	0.76	0.75	0.69	0.64
公允价值变动收益	128	121	125	123	124	应收账款周转率	513	210	217	372	316
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.17	17.62	19.34	19.83	22.95
投资收益	39	13	29	27	23	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-2911	-4018	402	562	512	每股收益(最新摊薄)	1.58	1.34	1.50	1.72	1.91
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	-0.36	-1.05	1.44	1.37	1.59
长期借款增加	0	94	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.56	5.70	7.16	8.84	10.70
普通股增加	972	421	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-648	0	0	0	0	P/E	43.32	51.07	45.53	39.69	35.86
现金净增加额	-1513	-4846	6688	6339	7359	P/B	12.32	12.01	9.56	7.74	6.40
						EV/EBITDA	33.75	40.25	36.80	31.15	27.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	海天味业（603288）：系列报告之二：高墙壁立，内有乾坤	2022-09-15
公司普通报告	海天味业（603288）：二季度业绩略超预期，下半年有望进一步改善	2022-09-01
公司深度报告	海天味业（603288）系列报告之一：海阔从鱼跃，长空任鸟飞	2022-08-31
行业普通报告	食品饮料行业报告：关注糖酒会带来情绪催化	2023-04-03
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶价格跌破4元，下行趋势仍延续	2023-03-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：白酒进入基本面平稳期，市场预期呈现分化	2023-03-20
行业普通报告	食品饮料行业报告：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长	2023-03-08
行业普通报告	食品饮料行业报告：“新国标”有望加速婴配粉行业的筑底回升	2023-02-28
行业普通报告	食品饮料行业报告：婴配粉新国标正式实施，将加速行业集中度提升	2023-02-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：预制菜首次写入中央一号文件	2023-02-21
行业普通报告	食品饮料行业报告：上下游价格剪刀差持续扩大，利润有望回流向食品制造企业	2023-02-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王浩婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;
- 推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526