

海天味业 (603288)

2022 年报及 2023 一季报点评: 经营复苏持续, 行稳方能致远

增持 (维持)

2023 年 04 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	25,610	28,211	31,458	34,858
同比	2%	10%	12%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	6,198	6,830	7,743	8,701
同比	-7%	10%	13%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.34	1.47	1.67	1.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	52.79	47.90	42.25	37.60

关键词: #消费升级 #产能扩张

事件: 公司发布 2022 全年及 2023Q1 公告, 2022 年营收 256.1 亿元 (yoy+2.4%), 归母净利 62.0 亿元 (yoy-7.1%), 其中 Q4 单季营收 65.2 亿元 (yoy-7.1%), 归母净利 15.3 亿元, (yoy-22.0%)。2023Q1 单季营收 69.8 亿元 (yoy-3.2%), 归母净利 17.2 亿元 (yoy-6.2%)。

■ **2022 年产品量减价增, 线上渠道实现较快增长, 2023Q1 需求环比改善持续。** 1) 分产品看, 公司 2022 年酱油/调味酱/蚝油/其他产品实现收入 138.6/25.8/44.2/29.3 亿元, 同比-2.3/-3.1/-2.5/+32.6%, 其中酱油/调味酱/蚝油单价同比+3.9/5.4/6.7%, 主要系产品提价及 B 端餐饮受损低单价产品占比降低所致。2023Q1 酱油/调味酱/蚝油/其他收入同比-8.9/-6.8/+3.3/+13.8%, 增速环比 22Q4 有所改善, 考虑春节错位影响, 经营符合我们预期。2) 分渠道看, 2022 年公司线下/线上渠道分别实现收入 228.1/9.9 亿元, 同比-0.4%/+40.4%, 线上收入占比 4.2% (yoy+1.2pct)。2023Q1 线下/线上渠道收入同比-3.5%/-17.7%, 主要系高基数影响; 截至 2023Q1 末经销商达 6,869 家, 较 2022 年底净减 303 家, 经销商结构持续优化。3) 分地区看, 2022 年餐饮占比较大的东部地区由于疫情反复有所下滑, 其余各部相对稳健, 东部/南部/中部/北部/西部收入同比-2.6/+2.9/-0.7/+2.8/+2.1%。2023Q1 东部/南部/中部/北部/西部区域收入同比-5.4/-8.6/+0.1/-6.6/+3.2%。

■ **2022 年成本高企致毛利率承压, 费控稳健, 23Q1 盈利能力逐步改善。** 1) 2022 年毛利率 35.7% (yoy-3.0pct, 直接材料占比收入+1.73pct); 主要系大豆及包材成本上行, 此外疫情下部分产品促销及产能利用率降低亦对毛利率造成一定影响。2022 年费控稳健, 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.05/+0.1/-0.2/-0.5pct。2) 2023Q1 公司销售毛利率 36.9% (yoy-1.2pct, 较 2022 全年+1.2pct), 归母净利率 24.6% (较 2022 全年+0.4pct)。

■ **盈利预测与投资评级:** 参考公司 2023 年收入/利润双 10% 增长指引, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利至 68.3/77.4/87.0 亿元 (2023-24 年原值为 77.6/88.5 亿元), 三年同比增速 10/13/12%, 当前股价对应动态 PE 为 48/42/38x。2023 年 Q1 报表质量有所提升 (现金回款快于收入增速, 库存优化, 存货同比下降为 2018 年三季报以后首次出现), 同时利润弹性亦将伴随餐饮端收入复苏、原材料成本下降而逐步释放。在强品牌及渠道持续精细化管理之下, 我们看好公司核心品类稳健成长与“零添加”&食醋&料酒等系列产品中长期快速增长潜力, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 疫情反复; 产品需求复苏、渠道拓展不及预期; 行业竞争加剧; 食品安全及舆论风险; 原材料成本上涨风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	70.60
一年最低/最高价	59.46/91.99
市净率(倍)	11.64
流通 A 股市值(百万元)	327,148.67
总市值(百万元)	327,148.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.07
资产负债率(% ,LF)	17.22
总股本(百万股)	4,633.83
流通 A 股(百万股)	4,633.83

相关研究

《海天味业(603288): 2022 年三季报点评: 成本高位、疫情扰动, 业绩承压下静待拐点》

2022-10-27

《海天味业(603288): 理性看待食品添加剂, 舆论风波不改龙头长期竞争力》

2022-10-15

海天味业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	26,974	34,399	38,676	46,230	营业总收入	25,610	28,211	31,458	34,858
货币资金及交易性金融资产	24,305	31,576	35,448	42,777	营业成本(含金融类)	16,472	18,098	20,122	22,198
经营性应收款项	214	4	176	22	税金及附加	207	254	315	349
存货	2,392	2,736	2,965	3,324	销售费用	1,378	1,523	1,730	1,882
合同资产	0	0	0	0	管理费用	442	459	511	567
其他流动资产	63	83	87	107	研发费用	751	846	944	1,046
非流动资产	7,086	6,762	6,787	6,511	财务费用	-732	-633	-881	-1,009
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	144	169	189	209
固定资产及使用权资产	4,250	4,184	4,394	4,246	投资净收益	13	56	63	70
在建工程	1,180	885	664	498	公允价值变动	121	200	200	200
无形资产	685	722	759	796	减值损失	-19	-2	-2	-2
商誉	210	210	210	210	资产处置收益	1	-1	1	0
长期待摊费用	11	11	11	11	营业利润	7,352	8,087	9,167	10,303
其他非流动资产	749	749	749	749	营业外净收支	12	1	1	1
资产总计	34,059	41,161	45,463	52,741	利润总额	7,364	8,088	9,168	10,304
流动负债	6,719	10,060	10,100	12,586	减:所得税	1,161	1,254	1,421	1,597
短期借款及一年内到期的非流动负债	152	152	152	152	净利润	6,203	6,834	7,747	8,707
经营性应付款项	1,300	2,621	1,627	2,813	减:少数股东损益	5	4	4	6
合同负债	2,948	4,524	5,232	6,215	归属母公司净利润	6,198	6,830	7,743	8,701
其他流动负债	2,319	2,763	3,089	3,406	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.34	1.47	1.67	1.88
非流动负债	455	455	455	455	EBIT	6,502	7,203	8,027	9,028
长期借款	94	94	94	94	EBITDA	7,339	7,696	8,571	9,575
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.68	35.85	36.04	36.32
租赁负债	30	30	30	30	归母净利率(%)	24.20	24.21	24.61	24.96
其他非流动负债	332	332	332	332	收入增长率(%)	2.42	10.16	11.51	10.81
负债合计	7,175	10,516	10,555	13,041	归母净利润增长率(%)	-7.09	10.20	13.36	12.38
归属母公司股东权益	26,398	30,154	34,413	39,198					
少数股东权益	487	491	495	501					
所有者权益合计	26,884	30,645	34,908	39,700					
负债和股东权益	34,059	41,161	45,463	52,741					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,830	13,893	7,666	11,249	每股净资产(元)	5.70	6.51	7.43	8.46
投资活动现金流	-4,659	-114	-506	-199	最新发行在外股份(百万股)	4,634	4,634	4,634	4,634
筹资活动现金流	-4,018	-3,078	-3,489	-3,920	ROIC(%)	21.55	20.96	20.52	20.30
现金净增加额	-4,849	10,701	3,671	7,129	ROE-摊薄(%)	23.48	22.65	22.50	22.20
折旧和摊销	837	494	544	547	资产负债率(%)	21.07	25.55	23.22	24.73
资本开支	-1,513	-170	-568	-269	P/E(现价&最新股本摊薄)	52.79	47.90	42.25	37.60
营运资本变动	-2,404	6,814	-368	2,259	P/B(现价)	12.39	10.85	9.51	8.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

