

Q2 收入环比改善，盈利能力持续承压 ——2022 年中报点评

海天味业(603288)

推荐(维持)

核心观点:

事件: 8月29日, 公司发布2022年半年度报告。

积极调整应对压力, 22Q2 收入提速增长。22H1 实现收入 135.32 亿元, 同比+9.7%; 折合 22Q2 为 63.22 亿, 同比+22.2%。**总体看,** 22Q2 收入端同比与环比均提速增长, 预计主要得益于: 1) 春节后渠道库存逐渐去化, 二季度开始补库存; 2) 投资浙江久晟、红河宏斌, 并表贡献部分收入增量; 3) 低基数效应。**分产品看,** 22Q2 酱油/调味酱/蚝油收入同比+17%/4%/12%/84%, 核心品类提速增长, 其他小品类高增主要得益于新投资子公司久晟、宏斌并表, 同时仍处于品类红利释放阶段。**分区域看,** 22Q2 东部/南部/中部/北部/西部地区收入同比+6%/27%/21%/28%/20%, 东部下滑较多主要系 4~5 月华东疫情冲击餐饮需求。**渠道方面,** 22Q2 线下/线上收入分别占比 90%/4%, 随着线下渠道的恢复, 线上占比提升的趋势略有放缓; 22Q2 末经销商数量为 7147 家, 环比+0.1%, 反映渠道端仍在调整过程中。

持续挖潜对冲成本承压, 盈利能力仍在减弱。22H1 实现归母净利润 33.93 亿, 同比+1.2%; 折合 22Q2 为 15.64 亿, 同比+11.8%。**总体看,** 利润端随收入端环比提速增长, 但盈利能力仍持续承压, 主要系原料价格上涨所致。**毛利率:** 22Q2 毛利率为 34.9%, 同比-2.2pct, 下降幅度小于竞争对手, 主要系大豆、包材等原料价格上涨所致, 提价难以全部对冲。**费用率:** 22Q2 销售费用率 5.1%, 同比-0.4pct; 管理费用率 1.5%, 同比持平; 财务费用率-2.4%, 同比-0.2%, 内部挖潜应对成本压力。**净利率:** 22Q2 净利率为 24.7%, 同比-2.3pct, 主要归因于原料价格上涨。

预计 22H2 环比弱改善, 长期静待基本面反转。**短期看,** 我们预计 22H2 有望延续环比弱改善, 主要得益于: 1) 疫情虽然阶段性反复但整体可控, 餐饮端需求有望环比改善; 2) 三季度低基数效应+提价红利仍存; 3) 2023 年春节日期较早, 备货期将前置至 22Q4。**中长期看,** 公司作为调味品龙头仍有较大成长空间: 1) 调味品量价仍具空间, C 端消费升级趋势显著, 产品高端化有望提升整体价格中枢; 2) 公司在产品端与渠道端极具优势, 未来产品端拓展与渠道端扩展有望形成闭环, 相辅相成助力公司持续增长。

投资建议: 结合业绩公告, 小幅调整盈利预测。预计 2022-2024 年归母净利润为 71.69/83.87/102.01 亿元, 同比+7.5%/17.0%/21.6%, EPS 为 1.55/1.81/2.20 元, 对应 PE 为 51/43/36X, 考虑到公司作为平台型公司的优势, 维持“推荐”评级。

风险提示: 消费复苏不及预期, 成本压力超预期, 食品安全问题等。

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	25004	27637	31534	36863
增长率	9.71%	10.53%	14.10%	16.90%
归母净利润(百万元)	6671	7169	8387	10201
增长率	4.18%	7.47%	16.99%	21.63%
摊薄 EPS(元)	1.44	1.55	1.81	2.20
PE	73.0	50.8	43.4	35.7

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

分析师

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

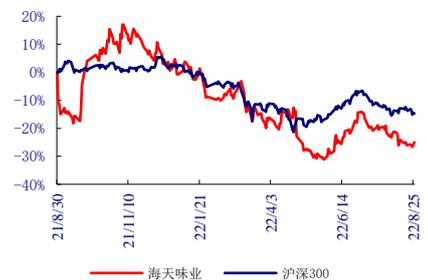
分析师登记编码: S0130511090001

市场数据

2022-08-29

A 股收盘价(元)	78.57
股票代码	603288
A 股一年内最高价(元)	123.52
A 股一年内最低价(元)	72.70
上证指数	3,236.22
市盈率	13.12
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)	3,641

相对沪深 300 表现图



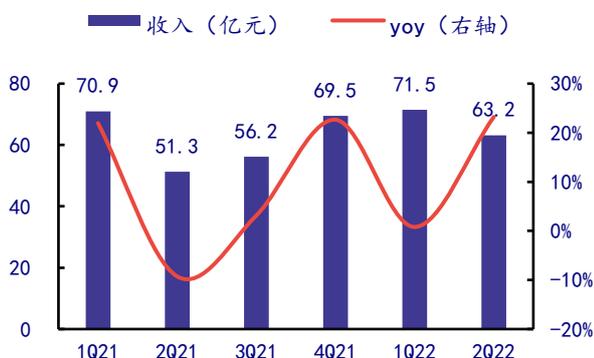
资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】公司点评报告_海天味业: 持续夯实底部, 积极调整应变

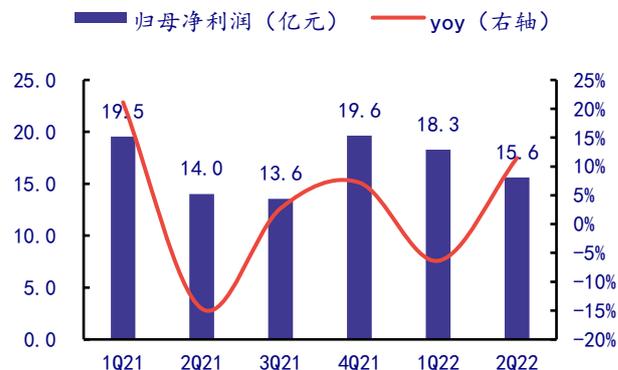
【银河食饮】公司点评报告_海天味业: 21Q4 业绩提速增长, 期待基本面拐点

图 1：海天味业单季度收入与增速



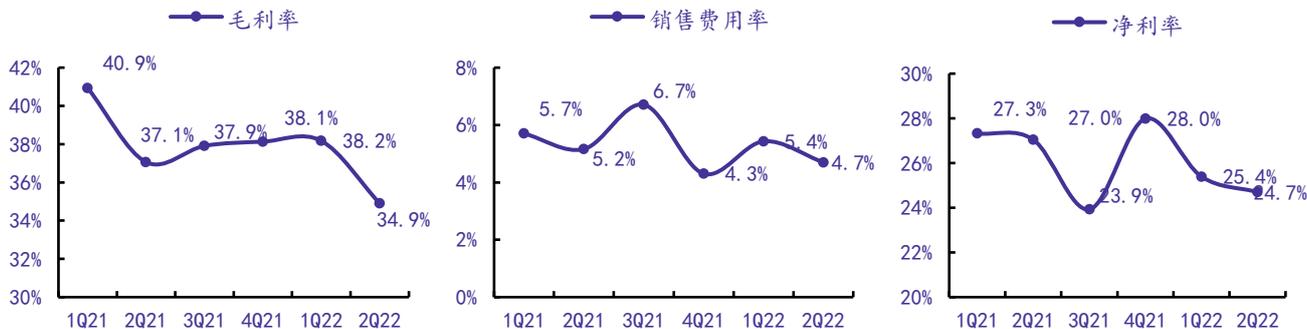
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：海天味业单季度利润与增速



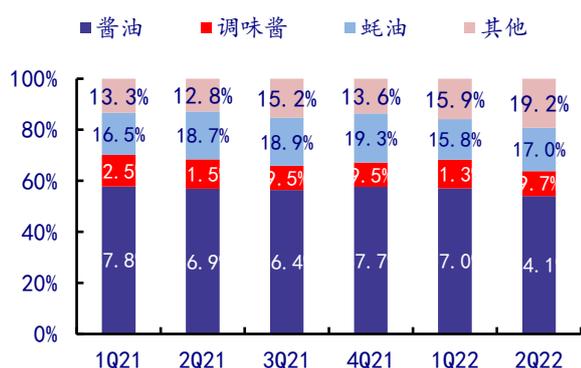
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：海天味业单季度盈利能力变化



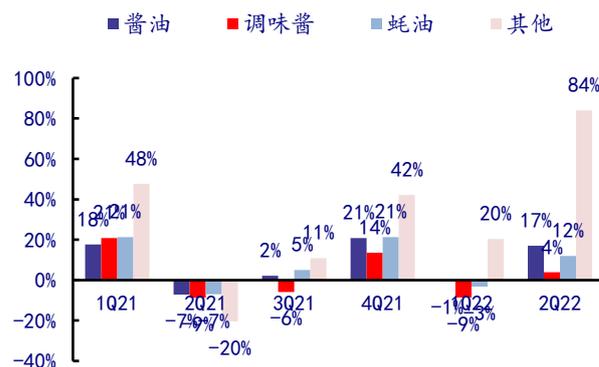
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：海天味业单季度收入结构



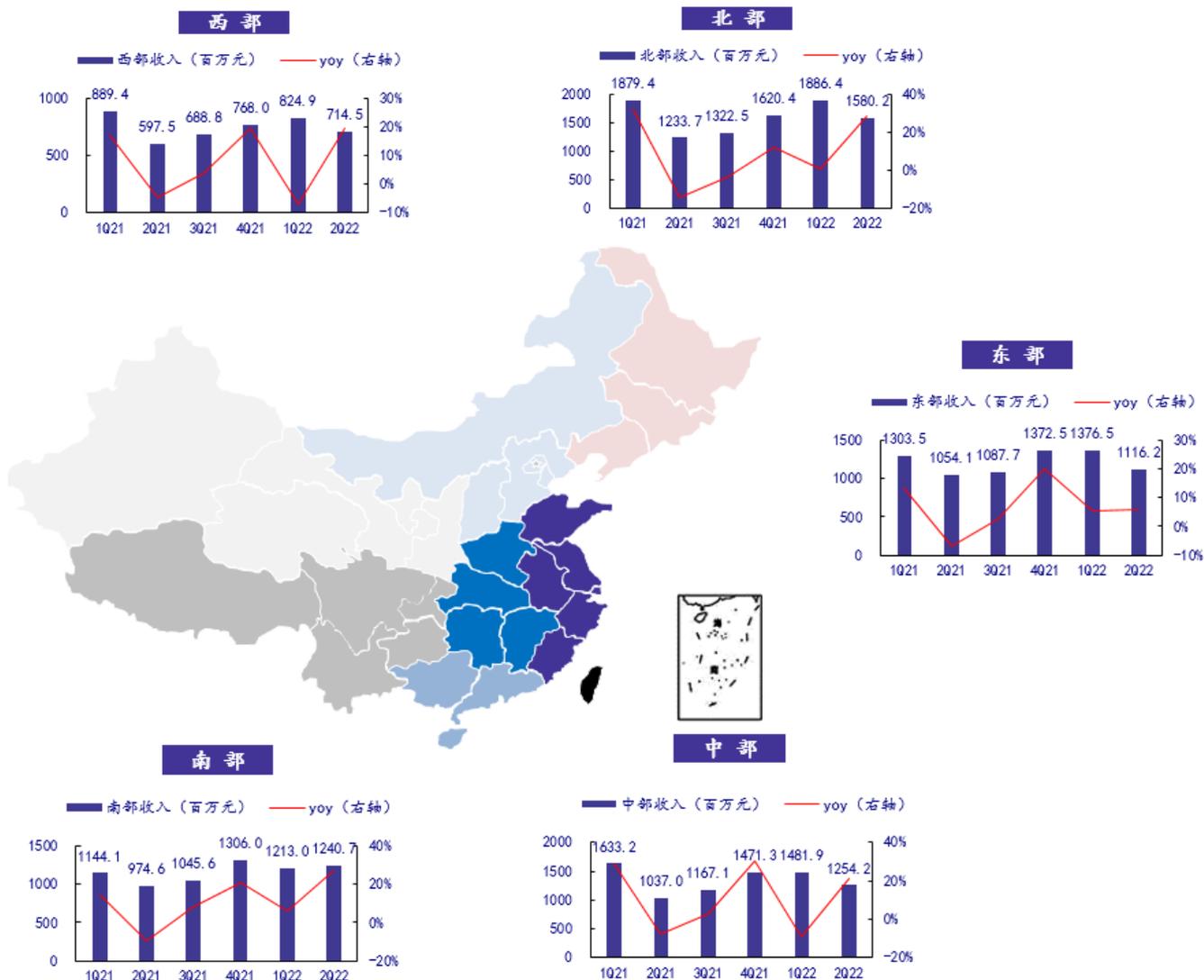
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5：海天味业主要业务单季度增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6: 海天味业收入地区分布



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表					资产负债表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25004.03	27637.00	31533.82	36863.03	流动资产	27578.87	36102.77	44976.25	56009.72
营业成本	15336.86	17742.95	20087.04	23039.40	现金	19813.77	27750.60	36322.33	46918.21
营业税金及附加	218.26	260.46	288.28	335.40	应收账款	56.05	38.57	57.36	67.04
营业费用	1356.92	1409.49	1734.36	2138.06	其它应收款	16.22	52.26	31.85	43.62
管理费用	394.04	422.85	493.14	589.81	预付账款	16.29	23.47	23.91	27.46
财务费用	-584.22	-1168.79	-1560.66	-2035.12	存货	2226.82	2788.14	3091.07	3503.67
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	5449.73	5449.73	5449.73	5449.73
公允价值变动收益	128.20	0.00	0.00	0.00	非流动资产	5758.85	7368.48	8157.98	9014.85
投资净收益	39.43	56.77	54.68	65.92	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7820.42	8409.10	9837.80	11964.02	固定资产	3614.22	4818.96	5275.87	5729.85
营业外收入	15.89	0.00	0.00	0.00	无形资产	376.67	502.22	623.51	702.91
营业外支出	15.57	0.00	0.00	0.00	其他	1767.96	2047.30	2258.61	2582.09
利润总额	7820.74	8409.10	9837.80	11964.02	资产总计	33337.72	43471.25	53134.23	65024.57
所得税	1149.27	1236.14	1445.92	1758.57	流动负债	9476.69	11637.25	12908.35	14593.24
净利润	6671.47	7172.96	8391.88	10205.45	短期借款	104.60	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.71	3.92	4.52	4.06	应付账款	1606.95	1562.35	1799.82	2169.03
归属母公司净利润	6670.76	7169.04	8387.36	10201.40	其他	7765.13	10074.90	11108.53	12424.22
EBITDA	7671.44	8342.22	8919.27	10645.69	非流动负债	361.19	1161.19	1161.19	1161.19
EPS (元)	1.44	1.55	1.81	2.20	长期借款	0.00	800.00	800.00	800.00
					其他	361.19	361.19	361.19	361.19
					负债合计	9837.88	12798.44	14069.54	15754.43
					少数股东权益	98.33	102.25	106.77	110.83
					归母股东权益	23401.52	30570.55	38957.92	49159.31
					负债和股东权益	33337.72	43471.25	53134.23	65024.57
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6323.51	10125.84	10204.71	12404.01	营业收入	9.71%	10.53%	14.10%	16.90%
净利润	6671.47	7172.96	8391.88	10205.45	营业利润	2.31%	7.53%	16.99%	21.61%
折旧摊销	745.40	1314.80	871.22	991.20	归母净利润	4.18%	7.47%	16.99%	21.63%
财务费用	-593.88	13.57	24.00	24.00	毛利率	38.66%	35.80%	36.30%	37.50%
投资损失	-39.43	-56.77	-54.68	-65.92	净利率	26.68%	25.94%	26.60%	27.67%
营运资金变动	-258.09	1678.11	969.34	1247.30	ROE	28.51%	23.45%	21.53%	20.75%
其它	-201.96	3.17	2.95	1.98	ROIC	24.95%	19.00%	17.19%	16.42%
投资活动现金流	-4925.15	-2870.84	-1608.99	-1784.13	资产负债率	29.51%	29.44%	26.48%	24.23%
资本支出	-1013.80	-2927.61	-1663.67	-1850.05	净负债比率	41.86%	41.73%	36.02%	31.98%
长期投资	-4687.40	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.44	1.55	1.81	2.20
其他	776.05	56.77	54.68	65.92	每股净资产	5.05	6.60	8.41	10.61
筹资活动现金流	-2911.30	681.83	-24.00	-24.00	P/E	73.01	50.79	43.41	35.69
短期借款	12.00	-104.60	0.00	0.00	P/B	20.81	11.91	9.35	7.41
长期借款	0.00	800.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	55.16	36.45	33.13	26.77
其他	-2923.30	-13.57	-24.00	-24.00	PS	13.24	11.98	10.50	8.98
现金净增加额	-1515.88	7936.83	8571.73	10595.88					

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

周颖：清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn