



海天味业 (603288.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 基本面承压，看好拐点向上

业绩简评

8月29日公司发布23年半年报，23H1实现营收129.66亿元，同比-4.2%；实现归母净利润30.96亿元，同比-8.8%；扣非归母净利润29.70亿元，同比-9.8%。其中，23Q2实现营收59.85亿元，同比-5.3%；实现归母净利润13.81亿元，同比-11.7%；扣非归母净利润13.29亿元，同比-11.5%。

经营分析

高基数下增长承压，渠道优化持续推进。1) Q2 餐饮总体恢复弱于预期，结构分化比较明显，如连锁餐饮恢复势能远好于公司经销渠道主要辐射的小餐饮门店，叠加去年具备高增长基数（22Q2 收入+22.2%），三大核心品类均有下滑。23Q2 酱油/蚝油/调味酱/其他产品收入分别为 30.9/10.3/5.9/8.8 亿元，同比-9.7%/-4.6%/-4.9%/+10.7%。2) 23H1 延续渠道去库存&经销商优化动作，23H1 末存货减少 24%，帮助经销商减轻压力、聚焦资源扶持大商确保经营质量提升，23Q2 经销商净减少 113 家。从区域分布来看，西部地区表现稳健，其余地区均有个位数下滑。23Q2 北部/中部/东部/南部/西部增速分别为-8.3%/-0.1%/-6.5%/-7.8%/+2.7%。

规模效应减弱，费用控制得当。23Q2 毛利率/净利率分别为 34.7%/23.1%，同比-0.1pct/-1.7pct。我们认为上半年包材辅料成本下行直接体现在成本端，但规模效应偏弱且产品结构中酱油占比明显下降拖累毛利。预计大豆价格下行延迟反馈在 Q3 报表端，毛利率逐步修复。2) 23Q2 销售/管理/研发费率分别同比+0.9pct/+0.4pct/-0.5pct，费率略有提升系收入下滑规模效应减弱，但总体控费能力稳健，其中广告费用为 1.5 亿元，同比-21%，管理费率下降系人工及折旧支出增加。

展望下半年，餐饮需求恢复+成本红利释放较为关键。收入端，下半年重大节假日较多且延续时间长，餐饮客户有望加速修复。叠加去年同期添加剂事件影响，低基数红利有望释放。利润端，成本红利释放具备确定性，收入增速提振后规模效应更加明显。中长期来看，公司加快构建全品类矩阵、补齐工业渠道短板，叠加渠道质量逐步优化，重回稳健增长可期。

盈利预测、估值与评级

预计 23-25 年归母净利润分别为 67.3/80.9/94.1 亿元，同比增长 9%/20%/16%，对应 PE 分别为 33x/28x/24x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

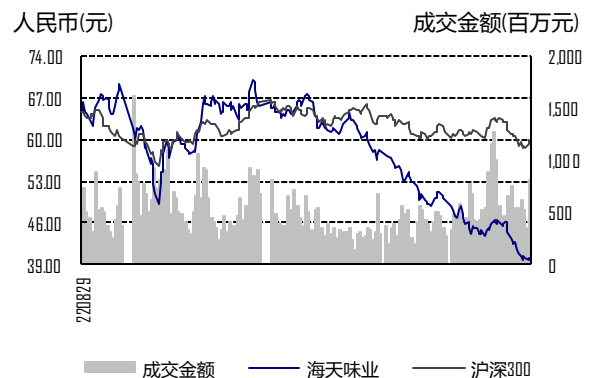
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.00 元

相关报告：

- 《海天味业公司点评：平稳收官，弹性可期》，2023.4.26
- 《逆风前行，凸显长期价值-海天味业 22Q3 业绩点评》，2022.10.27
- 《压力中前行，龙头韧劲足-海天味业 22H1 中报点评》，2022.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,004	25,610	28,306	31,753	35,228
营业收入增长率	9.71%	2.42%	10.53%	12.18%	10.94%
归母净利润(百万元)	6,671	6,198	6,727	8,086	9,407
归母净利润增长率	4.18%	-7.09%	8.54%	20.21%	16.33%
摊薄每股收益(元)	1.584	1.337	1.210	1.454	1.692
每股经营性现金流净额	1.50	0.83	1.87	1.53	1.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.51%	23.48%	22.58%	23.60%	23.65%
P/E	66.38	59.51	33.07	27.51	23.64
P/B	18.92	13.97	7.47	6.49	5.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	22,792	25,004	25,610	28,306	31,753	35,228
增长率	9.7%	2.4%	10.5%	12.2%	10.9%	
主营业务成本	-13,181	-15,337	-16,472	-17,860	-19,170	-20,673
%销售收入	57.8%	61.3%	64.3%	63.1%	60.4%	58.7%
毛利	9,611	9,667	9,138	10,446	12,583	14,556
%销售收入	42.2%	38.7%	35.7%	36.9%	39.6%	41.3%
营业税金及附加	-211	-218	-207	-246	-276	-306
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,366	-1,357	-1,378	-1,585	-1,905	-2,114
%销售收入	6.0%	5.4%	5.4%	5.6%	6.0%	6.0%
管理费用	-361	-394	-442	-538	-540	-599
%销售收入	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	1.7%	1.7%
研发费用	-712	-772	-751	-793	-953	-1,092
%销售收入	3.1%	3.1%	2.9%	2.8%	3.0%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	6,961	6,926	6,359	7,284	8,909	10,445
%销售收入	30.5%	27.7%	24.8%	25.7%	28.1%	29.6%
财务费用	392	584	732	362	332	340
%销售收入	-1.7%	-2.3%	-2.9%	-1.3%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-2	-2	-19	0	0	0
公允价值变动收益	139	128	121	140	140	140
投资收益	36	39	13	20	15	10
%税前利润	0.5%	0.5%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	7,644	7,820	7,352	7,963	9,566	11,125
营业利润率	33.5%	31.3%	28.7%	28.1%	30.1%	31.6%
营业外收支	-1	0	12	5	10	15
税前利润	7,642	7,821	7,364	7,968	9,576	11,140
利润率	33.5%	31.3%	28.8%	28.1%	30.2%	31.6%
所得税	-1,233	-1,149	-1,161	-1,235	-1,484	-1,727
所得税率	16.1%	14.7%	15.8%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	6,409	6,671	6,203	6,733	8,092	9,413
少数股东损益	6	1	5	6	6	6
归属于母公司的净利润	6,403	6,671	6,198	6,727	8,086	9,407
净利率	28.1%	26.7%	24.2%	23.8%	25.5%	26.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	6,409	6,671	6,203	6,733	8,092	9,413
少数股东损益	6	1	5	6	6	6
非现金支出	577	748	856	14	14	15
非经营收益	-786	-837	-825	-112	-167	-187
营运资金变动	751	-258	-2,404	3,762	547	15
经营活动现金净流	6,950	6,324	3,830	10,397	8,487	9,256
资本开支	-905	-1,014	-1,513	-689	-801	-887
投资	-1,552	-4,687	-3,891	1	1	1
其他	538	776	745	20	15	10
投资活动现金净流	-1,920	-4,925	-4,659	-668	-785	-877
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-24	12	-8	-138	0	0
其他	-2,925	-2,923	-4,009	-3,346	-3,623	-3,901
筹资活动现金净流	-2,949	-2,911	-4,018	-3,484	-3,623	-3,901
现金净流量	2,082	-1,516	-4,849	6,245	4,079	4,478

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,958	19,814	18,223	24,469	28,548	33,027
应收款项	53	72	199	101	100	111
存货	2,100	2,227	2,392	2,544	2,626	2,775
其他流动资产	5,090	5,466	6,160	6,318	6,461	6,612
流动资产	24,200	27,579	26,974	33,431	37,735	42,525
%总资产	81.9%	82.7%	79.2%	81.2%	81.6%	81.8%
长期投资	5	5	4	3	2	2
固定资产	4,283	4,537	5,387	6,167	6,967	7,867
%总资产	14.5%	13.6%	15.8%	15.0%	15.1%	15.1%
无形资产	420	415	906	906	915	934
非流动资产	5,333	5,759	7,086	7,717	8,523	9,440
%总资产	18.1%	17.3%	20.8%	18.8%	18.4%	18.2%
资产总计	29,534	33,338	34,059	41,148	46,258	51,965
短期借款	93	126	152	20	20	20
应付款项	2,654	3,046	2,345	3,692	4,121	4,589
其他流动负债	6,334	6,305	4,222	6,709	6,912	6,631
流动负债	9,080	9,477	6,719	10,422	11,053	11,240
长期贷款	0	0	94	94	94	94
其他长期负债	287	361	362	352	353	353
负债	9,368	9,838	7,175	10,868	11,499	11,686
普通股股东权益	20,068	23,402	26,398	29,788	34,259	39,774
其中：股本	3,240	4,213	4,634	5,561	5,561	5,561
未分配利润	14,399	16,922	19,286	22,676	27,148	32,662
少数股东权益	98	98	487	493	499	505
负债股东权益合计	29,534	33,338	34,059	41,148	46,258	51,965

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.976	1.584	1.337	1.210	1.454	1.692
每股净资产	6.193	5.555	5.697	5.357	6.161	7.153
每股经营现金净流	2.145	1.501	0.827	1.870	1.526	1.664
每股股利	1.080	1.030	0.760	0.600	0.650	0.700
回报率						
净资产收益率	31.91%	28.51%	23.48%	22.58%	23.60%	23.65%
总资产收益率	21.68%	20.01%	18.20%	16.35%	17.48%	18.10%
投入资本收益率	28.79%	24.99%	19.72%	20.23%	21.57%	21.83%
增长率						
主营业务收入增长率	15.13%	9.71%	2.42%	10.53%	12.18%	10.94%
EBIT增长率	21.01%	-0.50%	-8.18%	14.54%	22.30%	17.24%
净利润增长率	19.61%	4.18%	-7.09%	8.54%	20.21%	16.33%
总资产增长率	19.31%	12.88%	2.16%	20.81%	12.42%	12.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.7	1.7	0.7	0.6	0.6
存货周转天数	54.0	51.5	51.2	52.0	50.0	49.0
应付账款周转天数	26.3	31.0	32.2	32.0	33.0	35.0
固定资产周转天数	62.7	52.8	60.0	60.7	60.4	60.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-108.7%	-106.7%	-89.5%	-101.0%	-100.1%	-97.9%
EBIT利息保障倍数	-17.7	-11.9	-8.7	-20.1	-26.8	-30.7
资产负债率	31.72%	29.51%	21.07%	26.41%	24.86%	22.49%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-31	买入	105.53	N/A
2	2021-10-31	买入	117.02	N/A
3	2022-08-30	买入	78.57	N/A
4	2022-10-27	买入	67.87	N/A
5	2023-04-26	买入	70.75	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究