

内部调整变革，“质”先于“量”

——2023 年半年报点评

海天味业(603288)

推荐

(维持)

核心观点:

- **事件:** 8 月 29 日, 公司发布 2023 年半年度报告, 23H1 实现收入 129.7 亿元 (同比-4.2%), 归母净利润 31 亿元 (-8.8%); 23Q2 实现收入 59.8 亿元 (-5.3%), 归母净利润 13.8 亿元 (-11.7%)。
- **积极主动调整产品与渠道, 变革恢复仍需一定时间。** 总体看, 23Q2 收入端同比小幅下滑, 主要系目前基础调味品在需求端与渠道端均面临较大的结构性挑战, 叠加二季度宏观需求复苏偏慢进一步拖累了终端动销与渠道信心的恢复速度, 而在这一关键时期公司主动调整产品群与客户结构, 并把降低库存与修复渠道作为第一任务, 放弃短期利益而谋求长期良性增长, 因此当下阶段“质”的重要性要高于“量”。**分产品,** 23Q2 酱油收入 30.9 亿元 (-9.7%), 调味酱收入 5.8 亿元 (-4.9%), 蚝油收入 10.3 亿元 (-4.6%)。**分区域,** 23Q2 东部收入 10.3 亿元 (-7.8%), 南部收入 11.5 亿元 (-7%), 中部收入 12.5 亿元 (-0.3%), 北部收入 14.2 亿元 (-10.3%), 西部收入 7.3 亿元 (2.2%), 中部与西部地区表现相对稳健。**分渠道,** 23Q2 线下收入 53.5 亿元 (-5.5%), 线上收入 2.3 亿元 (-6.4%); 23Q2 末经销商 6756 家, 环比-1.6%, 反映公司正在主动优化调整经销商团队。
- **线下费用投放力度加大, 23Q2 净利率同比小幅下滑。** 毛利率: 23Q2 为 34.7%, 同比-0.1pcts, 主要系毛利率更低的蚝油与调味酱占比提升所致, 实际上二季度原料价格高位回落, 在一定程度上缓解了成本压力, 同时公司持续优化供应链协同、产供销提效, 有效挖掘经营潜力。**销售费用率:** 23Q2 为 5.6%, 同比+0.9pcts, 主要归因于宏观弱复苏背景下行业竞争边际趋紧, 公司加大线下费用投放力度帮助去化渠道库存与拉动终端动销, 此外公司在 C 端推出多个新品, 前期亦需要一定费用支持。**管理费用率:** 23Q2 为 2%, 同比+0.4pcts, 主要系管理人工及折旧支出增加所致。**归母净利率:** 23Q2 为 23.1%, 同比-1.7pcts。
- **静待 23H2 动销回暖加速渠道修复, 有望推动 23 全年实现增长。** 短期看, 1) 收入端: 若 23H2 宏观经济复苏节奏加快, 有望推动 B 端餐饮需求增速的斜率提高, 叠加前期库存经过 2 个季度的去化以及报表端的低基数, 收入端有望环比提速, 推动 23 全年实现增长; 2) 成本端: 年初至今大豆与包材价格同比下降, 但 7 月以来海外天气炎热致大豆价格环比上涨, 后续需紧密关注成本的结构性波动。**长期看,** 一方面积极关注客户结构优化情况与渠道体系恢复进展, 另一方面在产品端关注特色预制菜、餐饮复调、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 63.74/73.70/84.28 亿元, 同比+2.8%/15.6%/14.4%, EPS 为 1.15/1.33/1.52 元, 对应 PE 为 35/30/26X, 考虑到公司作为调味品头部企业具备长期竞争力, 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。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

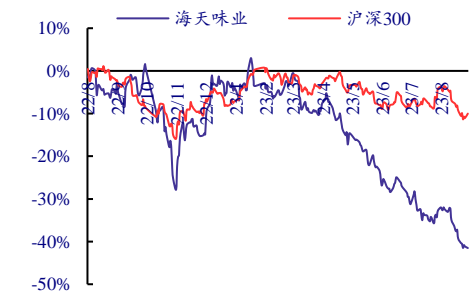
分析师登记编号: S0130522070002

市场数据

2023-08-29

A 股收盘价(元)	40.00
股票代码	603288
A 股一年内最高价/最低价(元)	70.83/39.52
上证指数	3135.89
总股本/实际流通 A 股(亿股)	55.61/55.61
流通 A 股市值(亿元)	2224

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

【银河食品饮料】海天味业 22 年报与 23 年一季报点评: 主动控货调整, 关注动销改善

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25610	25916	28431	31529
增长率	2.42%	1.20%	9.70%	10.90%
归母净利润(百万元)	6198	6374	7370	8428
增长率	-7.09%	2.84%	15.62%	14.36%
摊薄 EPS(元)	1.11	1.15	1.33	1.52
PE	71.4	34.9	30.2	26.4

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	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25609.65	25916.31	28431.25	31529.14	流动资产	26973.59	34649.50	41063.57	48538.84
营业成本	16471.82	16690.10	18139.14	20021.00	现金	18223.31	25880.26	32101.78	39248.84
营业税金及附加	207.19	225.40	241.82	265.83	应收账款	188.40	98.64	127.03	164.27
营业费用	1378.05	1503.15	1677.44	1891.75	其它应收款	10.74	13.46	15.04	15.43
管理费用	441.74	448.35	476.77	504.47	预付账款	25.30	21.05	23.34	27.26
财务费用	-732.18	-1120.46	-1510.02	-1922.91	存货	2391.64	2501.88	2662.17	2948.84
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	13.27	14.56	16.14	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7352.28	7575.04	8757.29	10016.73	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	7575.04	8757.29	10016.73	资产总计	34059.18	43723.77	51236.94	60095.80
所得税	1161.04	1196.86	1383.65	1582.64	流动负债	6719.29	9205.70	9345.24	9770.02
净利润	6203.17	6378.18	7373.63	8434.08	短期借款	131.72	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	5.45	4.14	4.02	5.83	应付账款	1300.26	1444.73	1634.20	1705.75
归母净利润	6197.72	6374.04	7369.62	8428.26	其他	5287.31	7760.97	7711.04	8064.27
EBITDA	7196.69	7886.74	8137.97	9084.27	非流动负债	455.41	1255.41	1255.41	1255.41
EPS (元)	1.11	1.15	1.33	1.52	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	10461.11	10600.64	11025.42
					少数股东权益	486.80	490.94	494.96	500.79
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	归母股东权益	26397.68	32771.71	40141.33	48569.59
经营活动现金流	3830.31	10570.90	8398.77	9725.11	负债和权益	34059.18	43723.77	51236.94	60095.80
净利润	6203.17	6378.18	7373.63	8434.08					
折旧摊销	837.19	1589.01	1066.40	1184.05	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
财务费用	-732.89	16.79	26.81	26.81	营业收入	2.42%	1.20%	9.70%	10.90%
投资损失	-13.11	-13.27	-14.56	-16.14	营业利润	-5.99%	3.03%	15.61%	14.38%
营运资金变动	-2404.40	2599.17	-53.01	96.57	归母净利润	-7.09%	2.84%	15.62%	14.36%
其它	-59.64	1.03	-0.51	-0.26	毛利率	35.68%	35.60%	36.20%	36.50%
投资活动现金流	-4658.53	-3565.45	-2150.43	-2551.24	净利率	24.20%	24.59%	25.92%	26.73%
资本支出	-1512.83	-3578.72	-2164.99	-2567.39	ROE	23.48%	19.45%	18.36%	17.35%
长期投资	-3890.55	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.72%	15.50%	14.32%	13.30%
其他	744.85	13.27	14.56	16.14	资产负债率	21.07%	23.93%	20.69%	18.35%
筹资活动现金流	-4017.76	651.49	-26.81	-26.81	每股收益	1.11	1.15	1.33	1.52
短期借款	27.12	-131.72	0.00	0.00	每股经营现金	0.69	1.90	1.51	1.75
长期借款	93.65	800.00	0.00	0.00	每股净资产	4.75	5.89	7.22	8.73
其他	-4138.53	-16.79	-26.81	-26.81	P/E	71.42	34.90	30.18	26.39
现金净增加额	-4848.76	7656.95	6221.53	7147.06	P/B	16.77	6.79	5.54	4.58
					EV/EBITDA	48.76	20.34	18.95	16.19
					PS	7.24	7.15	6.52	5.88

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

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，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品等），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，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn