

海天味业 (603288)

2023 半年度业绩点评：坚定内部改革，静待业绩拐点

增持 (维持)

2023 年 08 月 30 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001
wangyj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007
liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	25,610	26,381	29,064	31,988
同比	2%	3%	10%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	6,198	6,337	7,269	8,262
同比	-7%	2%	15%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.11	1.14	1.31	1.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.73	34.94	30.46	26.80

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **公司发布 2023 年半年报：**23H1 公司营收 130 亿元，同比-4.2%，归母净利润 31 亿元，同比-8.8%，扣非净利润 29.7 亿元，同比-9.8%。23Q2 公司营收 60 亿元，同比-5.3%，归母净利润 13.8 亿元，同比-11.7%，扣非净利润 13.3 亿元，同比-11.5%。业绩低于预期。
- **需求疲软叠加渠道梳理，23Q2 收入承压：**分产品，23Q2 公司酱油/蚝油/调味酱/其他产品收入 31/10/5.8/8.8 亿元，分别同比-9.7%/-4.6%/-4.9%/+11%，23Q2 酱油同比降幅较 23Q1 扩大，蚝油同比增速转负，我们认为主力品类增速疲软主因 C 端需求恢复不佳+公司持续消化渠道库存。分地区，23Q2 公司东/南/中/北/西地区收入 10.3/11.5/12.5/14.2/7.3 亿元，同比-7.8%/-7%/-0.3%/-10.3%/+2.2%，各区域收入普遍下滑或因公司处于渠道改革震荡期，23Q2 末公司东/南/中/北/西地区经销商数量分别为 899/834/1494/1998/1531 家，环比 23Q1 分别-12/-19/-30/-48/-4/-113 家，公司持续优化经销商体系。
- **成本高位叠加费用投放加大，盈利能力承压：**23Q2 公司毛利率同比下降 0.14pct 至 34.7%，我们认为毛利率同比略降主因高毛利的酱油业务收入下降导致规模效应减弱，同时公司原材料成本持续高位，根据公司招股说明书，大豆/白糖占公司原材料比重均为 17%，23Q2 大豆/白糖期货价分别同比-16%/+15%，成本压力仍在。23Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比+0.89/+0.36/-0.5/+0.61pct，我们认为销售费用率提升或因公司加大 C 端零添加等产品建设。综合来看，23Q2 公司归母净利率下降 1.67pct 至 23.1%。
- **深化渠道改革，静待经营改善：**2023 年以来公司持续推动 B 端定制化业务发展，坚定清理渠道库存，渠道调研反馈 23 年 7 月公司渠道库存环比略有下降。我们认为调味品需求多元化是未来趋势，公司顺势改革具备必要性，未来随着改革红利释放叠加成本回落，公司业绩可期。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司目前处于渠道改革震荡期，我们下调 23-25 年收入预期至 264/291/320 亿元（此前预期为 282/315/349 亿元），同比+3%/10%/10%，下调归母净利润预期至 63/73/83 亿元（此前预期 68/77/87 亿元），同比+2%/15%/14%，对应 PE 分别为 35/30/27x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期、食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.82
一年最低/最高价	39.52/86.00
市净率(倍)	8.44
流通 A 股市值(百万元)	221,423.11
总市值(百万元)	221,423.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.72
资产负债率(% ,LF)	19.13
总股本(百万股)	5,560.60
流通 A 股(百万股)	5,560.60

相关研究

《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》

2023-04-29

《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	35,709	40,328	46,099	营业总收入	25,610	26,381	29,064	31,988
货币资金及交易性金融资产	24,305	33,116	37,512	43,027	营业成本(含金融类)	16,472	17,063	18,677	20,343
经营性应收款项	214	99	81	89	税金及附加	207	237	262	288
存货	2,392	2,417	2,646	2,882	销售费用	1,378	1,425	1,569	1,663
合同资产	0	0	0	0	管理费用	442	429	473	520
其他流动资产	63	77	89	100	研发费用	751	765	843	928
非流动资产	7,086	6,883	7,109	7,032	财务费用	(732)	(633)	(934)	(1,081)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	144	158	174	192
固定资产及使用权资产	4,250	4,184	4,394	4,246	投资净收益	13	53	58	64
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)	0
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	7,503	8,606	9,783
其他非流动资产	749	871	1,071	1,271	营业外净收支	12	1	1	1
资产总计	34,059	42,593	47,437	53,131	利润总额	7,364	7,504	8,607	9,784
流动负债	6,719	11,216	12,566	14,289	减:所得税	1,161	1,163	1,334	1,517
短期借款及一年内到期的非流动负债	152	163	163	163	净利润	6,203	6,341	7,273	8,268
经营性应付款项	1,300	1,848	1,971	2,034	减:少数股东损益	5	4	4	6
合同负债	2,948	6,595	7,557	8,957	归属母公司净利润	6,198	6,337	7,269	8,262
其他流动负债	2,319	2,609	2,875	3,135	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.11	1.14	1.31	1.49
非流动负债	455	468	468	468	EBIT	6,500	6,871	7,673	8,703
长期借款	94	94	94	94	EBITDA	7,337	7,365	8,217	9,250
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.68	35.32	35.74	36.40
租赁负债	30	30	30	30	归母净利率(%)	24.20	24.02	25.01	25.83
其他非流动负债	332	345	345	345	收入增长率(%)	2.42	3.01	10.17	10.06
负债合计	7,175	11,684	13,035	14,758	归母净利润增长率(%)	(7.09)	2.25	14.71	13.66
归属母公司股东权益	26,398	30,418	33,907	37,873					
少数股东权益	487	491	495	501					
所有者权益合计	26,884	30,909	34,402	38,373					
负债和股东权益	34,059	42,593	47,437	53,131					

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	11,261	8,691	10,021	每股净资产(元)	5.70	5.47	6.10	6.81
投资活动现金流	(4,659)	(353)	(710)	(405)	最新发行在外股份(百万股)	5,561	5,561	5,561	5,561
筹资活动现金流	(4,018)	(2,297)	(3,785)	(4,301)	ROIC(%)	21.54	19.90	19.68	20.05
现金净增加额	(4,849)	8,611	4,196	5,315	ROE-摊薄(%)	23.48	20.83	21.44	21.82
折旧和摊销	837	494	544	547	资产负债率(%)	21.07	27.43	27.48	27.78
资本开支	(1,513)	(170)	(568)	(269)	P/E (现价&最新股本摊薄)	35.73	34.94	30.46	26.80
营运资本变动	(2,404)	4,558	1,127	1,467	P/B (现价)	6.99	7.28	6.53	5.85

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>