

## 海天味业 (603288.SH) 业绩承压，积极求变

2023年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2023/8/30
当前股价(元)	39.82
一年最高最低(元)	86.00/39.52
总市值(亿元)	2,214.23
流通市值(亿元)	2,214.23
总股本(亿股)	55.61
流通股本(亿股)	55.61
近3个月换手率(%)	13.13

### ● 短期利润下滑，长期看好公司发展

海天味业公布2023年中报，2023H1实现营收129.7亿元，同比降4.2%；归母净利润31.0亿元，同比降8.8%。2023Q2实现营收59.8亿元，同比降5.3%；归母净利润13.8亿元，同比降11.7%。考虑到全年营收增长有压力，我们下调盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利分别为62.0(-6.2)、72.4(-6.9)、82.8(-9.9)亿，EPS分别为1.11(-0.36)、1.30(-0.41)、1.49(-0.51)元，同比增0%、16.7%、14.5%，当前股价对应PE分别为35.7、30.6、26.7倍。海天品牌与渠道优势长期存在，公司不断强化竞争实力，多品类发展市场份额仍可扩张，具有平台企业潜质。我们长周期看好海天未来发展，维持“买入”评级。

### ● 行业弱复苏，营收压力仍存

海天味业二季度营收下降5.3%，也在市场预期之中。增速加速下行，原因在于：一是2022年二季度末海天压货导致基数较高；二是行业弱复苏，调味品需求不振。公司整体压力增大，上半年完成全年任务的46%，渠道库存水平长期维持在3个月左右。分品类来看，单二季度酱油（新品零添加贡献增量）、调味酱、蚝油分别-9.7%、-4.9%、-4.6%，小品类（以醋与料酒为主）增长10.7%，品类多元化效果体现。区域上看西部市场基数较低，实现2.2%的正增长，北部市场下滑10.3%，增速较低。截止二季度末公司经销商数量减少416家至6756家水平，也体现出公司加强大商合作的经营思路。公司已逐渐布局工业渠道客户，寻找增量同时调整现有渠道。

### ● 费用率略有提升，净利率出现降势

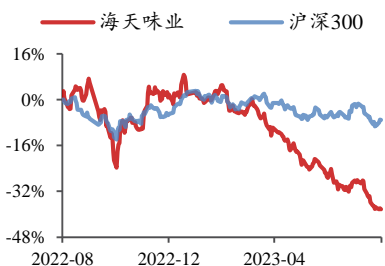
2023Q2毛利率同比下降0.1pct，变化不大。二季度销售费用、管理费用、财务费用率分别提升0.9、0.4、0.6pct，三项费用率均略有提升，公司为应对市场变化加快产品、渠道变革，资源投入有所增加。往下半年展望，考虑到基数较低以及市场仍处复苏趋势当中，预计下半年营收增速可能加快，净利增速也可能超过上半年。

### ● 积极求变，应对压力

当前行业弱复苏，海天面临渠道高库存以及低利润率问题，在此背景下，公司积极求变，一方面加快工业客户开发，寻找新增长点；另一方面加速布局新零售渠道，同时进行传统渠道的调整。产品在细分赛道发力，新品中零添加酱油已经铺市，未来乐观展望，为长期发展奠定基础。年内公司仍处调整期，长周期看好海天未来发展，持续推荐。

### ● 风险提示：原材料成本超预期上涨、新品推广不及预期。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《短期承压，长期稳健——公司信息更新报告》-2023.4.26

《外部压力持续，期待消费复苏——公司信息更新报告》-2022.10.28

《二季度业绩加速增长，积极调整等待复苏——公司信息更新报告》-2022.8.31

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,004	25,610	26,205	29,398	32,334
YOY(%)	9.7	2.4	2.3	12.2	10.0
归母净利润(百万元)	6,671	6,198	6,198	7,235	8,283
YOY(%)	4.2	-7.1	0.0	16.7	14.5
毛利率(%)	38.7	35.7	35.3	35.8	36.3
净利率(%)	26.7	24.2	23.7	24.6	25.6
ROE(%)	28.4	23.1	20.8	22.5	23.2
EPS(摊薄/元)	1.20	1.11	1.11	1.30	1.49
P/E(倍)	33.2	35.7	35.7	30.6	26.7
P/B(倍)	9.5	8.4	7.5	7.0	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	27579	26974	32041	33953	38333	<b>营业收入</b>	25004	25610	26205	29398	32334
现金	19814	18223	23449	24629	29216	营业成本	15337	16472	16954	18860	20607
应收票据及应收账款	56	188	62	219	90	营业税金及附加	218	207	212	238	262
其他应收款	16	11	17	14	20	营业费用	1357	1378	1310	1382	1390
预付账款	16	25	17	30	22	管理费用	394	442	445	470	485
存货	2227	2392	2362	2926	2852	研发费用	772	751	786	823	841
其他流动资产	5450	6134	6134	6134	6134	财务费用	-584	-732	-470	-535	-637
<b>非流动资产</b>	5759	7086	6741	6852	6844	资产减值损失	0	-17	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	144	144	144	144	144
固定资产	3614	4207	4001	4124	4087	公允价值变动收益	128	121	93	120	116
无形资产	377	685	767	868	990	投资净收益	39	13	90	90	100
其他非流动资产	1768	2194	1974	1861	1767	资产处置收益	1	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	33338	34059	38782	40806	45178	<b>营业利润</b>	7820	7352	7295	8514	9746
<b>流动负债</b>	9477	6719	7576	7342	8148	营业外收入	16	13	11	13	13
短期借款	105	132	132	132	132	营业外支出	16	1	9	10	9
应付票据及应付账款	2074	1300	2172	1691	2530	<b>利润总额</b>	7821	7364	7297	8517	9750
其他流动负债	7299	5287	5272	5519	5486	所得税	1149	1161	1095	1278	1462
<b>非流动负债</b>	361	455	436	417	398	<b>净利润</b>	6671	6203	6202	7239	8287
长期借款	0	94	74	55	37	少数股东损益	1	5	4	5	5
其他非流动负债	361	362	362	362	362	<b>归属母公司净利润</b>	6671	6198	6198	7235	8283
<b>负债合计</b>	9838	7175	8012	7759	8546	EBITDA	7956	7650	7260	8456	9696
少数股东权益	98	487	491	495	500	EPS(元)	1.20	1.11	1.11	1.30	1.49
股本	4213	4634	5561	5561	5561						
资本公积	142	142	142	142	142	<b>主要财务比率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
留存收益	19046	21621	24615	28159	32238	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	23402	26398	30280	32551	36131	营业收入(%)	9.7	2.4	2.3	12.2	10.0
<b>负债和股东权益</b>	33338	34059	38782	40806	45178	营业利润(%)	2.3	-6.0	-0.8	16.7	14.5
						归属于母公司净利润(%)	4.2	-7.1	0.0	16.7	14.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	38.7	35.7	35.3	35.8	36.3
						净利率(%)	26.7	24.2	23.7	24.6	25.6
						ROE(%)	28.4	23.1	20.8	22.5	23.2
						ROIC(%)	25.8	21.3	19.0	20.6	21.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	29.5	21.1	20.7	19.0	18.9
						净负债比率(%)	-82.3	-65.7	-76.7	-75.0	-80.4
						流动比率	2.9	4.0	4.2	4.6	4.7
						速动比率	2.7	3.6	3.9	4.2	4.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	512.7	209.5	209.5	209.5	209.5
						应付账款周转率	8.8	9.8	9.8	9.8	9.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.20	1.11	1.11	1.30	1.49
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.69	1.28	1.11	1.65
						每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.75	5.28	5.69	6.33
						<b>估值比率</b>					
						P/E	33.2	35.7	35.7	30.6	26.7
						P/B	9.5	8.4	7.5	7.0	6.3
						EV/EBITDA	24.7	25.9	26.6	22.7	19.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn