

上半年砥砺前行，等待改革拐点

海天味业(603288)

评级:	买入	股票代码:	603288
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	86.0/39.52
目标价格:		总市值(亿)	2,224.24
最新收盘价:	40	自由流通市值(亿)	2,224.24
		自由流通股数(百万)	5,560.60

事件概述

23H1 公司实现营业总收入 129.7 亿元，同比-4.19%；归母净利润 30.96 亿元，同比-8.76%；扣非归母净利润 29.70 亿元，同比-9.79%；23Q2 实现营业收入 59.85 亿元，同比-5.34%；归母净利润 13.81 亿元，同比-11.74%；扣非归母净利润 13.29 亿元，同比-11.49%。

分析判断:

► 上半年经营承压，恢复仍在途

上半年随着消费场景恢复，调味品行业需求持续复苏，但公司仍然面临餐饮逐步恢复尚需时间、行业竞争激烈等压力，公司加速变革，但短期经营端仍然承压，上半年收入同比下降 4.2%。

分品类来看，公司上半年酱油/调味酱/蚝油/其他品类收入分别为 67.98/13.37/21.97/17.55 亿元，分别同比-9.3%/-6.0%/-0.5%/+12.2%，三大核心品类受恢复节奏影响小幅下降，其他品类同比增长主要系多元化品类和新品提速发展，为应对核心品类竞争压力，公司正积极在品种、口味、规格等细分渠道上发力。**分区域来看**，公司东部/南部/中部/北部/西部地区收入分别为 23.3/22.6/27.3/31.8/15.8 亿元，分别同比-6.5%/-7.8%/-0.1%/-8.3%/+2.7%，多数区域仍在恢复阶段，收入同比有所下降。

► 成本压力犹在，短期盈利能力承压

成本端来看，上半年公司毛利率 35.9%，较去年同期下降 0.7pct，公司原材料价格仍在高位，公司通过持续优化供应链协同、产供销提效，已经有效的挖掘了经营潜力，一定程度上应对了成本的压力。**费用端来看**，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.4%/1.8%/2.8%/-2.1%，分别同比+0.30pct/+0.30pct/-0.11pct/+0.24pct，费用率整体平稳，其中管理费用率提升主要系管理人员及折旧支出增加。综合来看，公司改革调整期经营压力仍然较大，上半年归母利润率同比下降 1.2pct 至 23.9%，相应的归母净利润同比下降 8.85%至 30.96 亿元。

► 改革阶段砥砺前行，有望逐步走出经营低谷

公司在面临外部变化较大的情况下，加速推进变革，推动员工、销售人员、经销商一同转变思想，争夺市场机会，有望通过切实有效的变革，重新获得新优势，从而进一步强化市场竞争力；同时原材料价格走势向下，公司积极推进资源配置，不断扩大集约化规模优势和精益管理优势；有望逐步走出经营困境，带动公司重回增长。

投资建议

参考最新财务报告，我们下调公司 23-25 年 营收 281.83/315.65/353.53 亿元的预测至 263.78/295.43/324.98 亿元；下调 23-25 年 EPS 1.47/1.66/1.87 元的预测至 1.11/1.29/1.43 元；对应 2023 年 8 月 29 日 40.00 元/股收盘价，PE 分别为 36/31/28 倍，维持公司“买入”评级

风险提示

原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,004	25,610	26,378	29,543	32,498

YoY (%)	9.7%	2.4%	3.0%	12.0%	10.0%
归母净利润 (百万 元)	6,671	6,198	6,184	7,157	7,926
YoY (%)	4.2%	-7.1%	-0.2%	15.7%	10.8%
毛利率 (%)	38.7%	35.7%	35.2%	35.9%	36.0%
每股收益 (元)	1.44	1.34	1.11	1.29	1.43
ROE	28.5%	23.5%	19.0%	18.0%	16.6%
市盈率	27.78	29.85	35.97	31.08	28.06

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

分析师: 卢周伟

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	25,610	26,378	29,543	32,498	净利润	6,203	6,190	7,164	7,934
YoY (%)	2.4%	3.0%	12.0%	10.0%	折旧和摊销	837	506	521	532
营业成本	16,472	17,093	18,937	20,798	营运资金变动	-2,404	1,502	-783	1,222
营业税金及附加	207	211	236	260	经营活动现金流	3,830	8,163	6,863	9,645
销售费用	1,378	1,451	1,536	1,657	资本开支	-1,513	-789	-698	-537
管理费用	442	501	532	520	投资	-3,891	-500	-500	-300
财务费用	-732	-762	-800	-814	投资活动现金流	-4,659	-1,263	-1,168	-805
研发费用	751	791	886	975	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-17	0	0	0	债务募资	-8	0	0	0
投资收益	13	26	30	32	筹资活动现金流	-4,018	-3	-3	-3
营业利润	7,352	7,272	8,416	9,322	现金净流量	-4,849	6,898	5,692	8,838
营业外收支	12	11	12	13	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	7,364	7,283	8,428	9,335	成长能力 (%)				
所得税	1,161	1,092	1,264	1,400	营业收入增长率	2.4%	3.0%	12.0%	10.0%
净利润	6,203	6,190	7,164	7,934	净利润增长率	-7.1%	-0.2%	15.7%	10.8%
归属于母公司净利润	6,198	6,184	7,157	7,926	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-7.1%	-0.2%	15.7%	10.8%	毛利率	35.7%	35.2%	35.9%	36.0%
每股收益	1.34	1.11	1.29	1.43	净利率	24.2%	23.4%	24.2%	24.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	18.2%	14.9%	14.7%	13.7%
货币资金	18,223	25,121	30,813	39,652	净资产收益率 ROE	23.5%	19.0%	18.0%	16.6%
预付款项	25	24	25	29	偿债能力 (%)				
存货	2,392	2,337	2,902	2,829	流动比率	4.01	4.23	5.15	5.53
其他流动资产	6,333	6,757	7,372	7,594	速动比率	3.65	3.93	4.77	5.21
流动资产合计	26,974	34,240	41,112	50,104	现金比率	2.71	3.11	3.86	4.38
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.1%	20.5%	17.3%	16.5%
固定资产	4,207	4,221	4,120	3,908	经营效率 (%)				
无形资产	685	715	745	775	总资产周转率	0.76	0.70	0.65	0.61
非流动资产合计	7,086	7,380	7,569	7,587	每股指标 (元)				
资产合计	34,059	41,620	48,681	57,691	每股收益	1.34	1.11	1.29	1.43
短期借款	132	132	132	132	每股净资产	5.70	5.86	7.15	8.57
应付账款及票据	1,300	2,498	1,815	2,311	每股经营现金流	0.83	1.47	1.23	1.73
其他流动负债	5,287	5,460	6,039	6,620	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,719	8,090	7,986	9,062	估值分析				
长期借款	94	94	94	94	PE	29.85	35.97	31.08	28.06
其他长期负债	362	362	362	362	PB	13.97	12.07	9.90	8.25
非流动负债合计	455	455	455	455					
负债合计	7,175	8,545	8,442	9,518					
股本	4,634	4,634	4,634	4,634					
少数股东权益	487	493	500	508					
股东权益合计	26,884	33,075	40,239	48,173					
负债和股东权益合计	34,059	41,620	48,681	57,691					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。