

# 经营压力仍存，静待行业拐点

——海天味业 2022 三季度点评

## 核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司实现营收 190.94 亿元/yoy+6.11%，实现归母净利润 46.67 亿元/yoy-0.86%，实现扣非净利 44.97 亿元/yoy-1.83%。单 Q3 看，公司实现营收 55.62 亿元/yoy-1.77%，实现归母净利润 12.74 亿元/yoy-5.99%，实现扣非净利 12.04 亿元/yoy-9.52%。22Q3 公司销售商品、提供劳务收到的现金 yoy-9.69%。
- **公司 22Q3 营收 yoy-1.77%，增速放缓一方面与需求疲软、疫情影响餐饮有关，另一方面预计与公司局部地区加速库存去化有关。** 1) **分产品看**，公司 22Q3 实现酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入营收 yoy-8.13%/+4.37%/-5.64%/+16.23%，其他产品保持双位数增长预计与浙江久谦、红河宏斌并表，醋/料酒等品类放量有关；**分区域看**，公司东/南/中/北/西地区营收 yoy-7.60%/-6.66%/+0.65%/-4.78%/+0.47%，东/南/北区域因疫情散发营收同比下滑；**分渠道看**，公司线下/线上营收 yoy-5.39%/+46.34%。2) 公司 22Q3 末经销商数量 7153 家，环比 Q2 末净增 6 家。
- **毛利率同比承压、环比改善，费用率收缩对冲成本压力。** 1) 22Q3 公司实现毛利率 35.29%，同比-2.62pct，环比+0.42pct。毛利率环比有所提升，预计与 22 年下半年包材类价格回落有关。2) 22Q3 公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比变动-0.84/0.46/-0.11/-0.63pct，环比变动+1.19/+0.63/+0.79/-0.42pct，费用率同比收缩对冲成本压力，销售费用率环比增加预计与公司加大经销商补贴力度等有关。3) 22Q3 公司归母净利率 22.90%，同比-1.03pct，环比-1.84pct。
- **展望 Q4，**伴随渠道库存逐渐消化与春节旺季来临，公司 Q4 销售有望环比改善。中长期维度，22 年 1-9 月社零餐饮收入同比变动-4.6%，而公司前三季度营收逆势同比增长+6.11%，龙头经营韧性凸显。当前行业经营压力仍存，但公司持续修炼内功。前期酱油添加剂事件发酵，但我们认为此事对公司的影响有限且偏短期，公司的中长期竞争力不改。建议关注本轮行业压力下供给侧出清对龙头企业带来的利好，把握中长期配置机遇。

## 盈利预测与投资建议

- 因需求恢复不及预期、成本压力仍存，我们调整公司 2022-24 年 EPS1.43/1.67/1.95 元（调整前为 1.52/1.75/2.07 元），使用历史估值法，取公司过去 5 年 PE 均值，给予 22 年 63 倍估值，对应目标价 90.09 元，维持“买入评级”。

## 风险提示

- 消费复苏不及预期，行业竞争加剧，成本大幅上涨

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,792	25,004	26,700	30,680	34,640
同比增长(%)	15.1%	9.7%	6.8%	14.9%	12.9%
营业利润(百万元)	7,644	7,820	7,756	9,058	10,600
同比增长(%)	19.8%	2.3%	-0.8%	16.8%	17.0%
归属母公司净利润(百万元)	6,403	6,671	6,632	7,734	9,053
同比增长(%)	19.6%	4.2%	-0.6%	16.6%	17.1%
每股收益(元)	1.38	1.44	1.43	1.67	1.95
毛利率(%)	42.2%	38.7%	36.4%	37.2%	38.2%
净利率(%)	28.1%	26.7%	24.8%	25.2%	26.1%
净资产收益率(%)	34.9%	30.7%	26.4%	26.9%	27.3%
市盈率	44.7	42.9	43.1	37.0	31.6
市净率	14.2	12.2	10.7	9.3	8.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资评级 买入（维持）

股价（2022年10月28日）	61.7元
目标价格	90.09元
52周最高价/最低价	112.15/61.3元
总股本/流通A股（万股）	463,383/463,383
A股市值（百万元）	285,908
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022年10月29日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.37	-25.66	-27.78	-41.21
相对表现	-6.98	-18.15	-11.59	-14.01
沪深300	-5.39	-7.51	-16.19	-27.2



## 证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070001

## 联系人

张玉洁 zhangyujie@orientsec.com.cn

## 相关报告

- 龙头经营韧性凸显，静待边际改善：—— 2022-08-31  
——海天味业 2022 年半年报点评
- 22Q1 有所承压，静待需求与成本拐点出 2022-04-29  
现：——海天味业 2022 一季报点评
- 行稳致远，强者恒强：——海天味业首次 2022-04-17  
覆盖报告

## 投资建议

因需求恢复不及预期、成本压力仍存，我们调整公司 2022-24 年 EPS1.43/1.67/1.95 元（调整前为 1.52/1.75/2.07 元），使用历史估值法，取公司过去 5 年 PE 均值，给予 22 年 63 倍估值，对应目标价 90.09 元，维持“买入评级”。

图 1：公司近 5 年估值情况



数据来源：Wind, 东方证券研究所

## 风险提示

消费复苏不及预期，行业竞争加剧，成本大幅上涨

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16,958	19,814	22,949	27,135	32,656	营业收入	22,792	25,004	26,700	30,680	34,640
应收票据、账款及款项融资	41	56	54	66	72	营业成本	13,181	15,337	16,976	19,278	21,425
预付账款	16	16	18	20	23	营业税金及附加	211	218	233	268	302
存货	2,100	2,227	2,585	2,867	3,224	营业费用	1,366	1,357	1,282	1,473	1,625
其他	5,085	5,466	5,277	5,375	5,329	管理费用及研发费用	1,073	1,166	1,095	1,281	1,415
<b>流动资产合计</b>	<b>24,200</b>	<b>27,579</b>	<b>30,882</b>	<b>35,462</b>	<b>41,304</b>	财务费用	(392)	(584)	(210)	(247)	(295)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	2	0	0	0
固定资产	3,914	3,614	4,339	4,828	5,132	公允价值变动收益	139	128	150	150	150
在建工程	369	923	1,019	851	721	投资净收益	36	39	39	39	39
无形资产	385	377	363	350	336	其他	118	145	242	242	242
其他	665	845	516	515	514	<b>营业利润</b>	<b>7,644</b>	<b>7,820</b>	<b>7,756</b>	<b>9,058</b>	<b>10,600</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,333</b>	<b>5,759</b>	<b>6,237</b>	<b>6,544</b>	<b>6,704</b>	营业外收入	12	16	20	18	19
<b>资产总计</b>	<b>29,534</b>	<b>33,338</b>	<b>37,119</b>	<b>42,006</b>	<b>48,008</b>	营业外支出	13	16	1	8	5
短期借款	93	105	99	102	100	<b>利润总额</b>	<b>7,642</b>	<b>7,821</b>	<b>7,775</b>	<b>9,068</b>	<b>10,614</b>
应付票据及应付账款	1,415	2,074	2,059	2,472	2,673	所得税	1,233	1,149	1,143	1,333	1,560
其他	7,573	7,299	7,977	8,554	9,403	<b>净利润</b>	<b>6,409</b>	<b>6,671</b>	<b>6,633</b>	<b>7,735</b>	<b>9,054</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9,080</b>	<b>9,477</b>	<b>10,134</b>	<b>11,128</b>	<b>12,176</b>	少数股东损益	6	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,403</b>	<b>6,671</b>	<b>6,632</b>	<b>7,734</b>	<b>9,053</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.38	1.44	1.43	1.67	1.95
其他	287	361	54	54	54						
<b>非流动负债合计</b>	<b>287</b>	<b>361</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>9,368</b>	<b>9,838</b>	<b>10,188</b>	<b>11,182</b>	<b>12,230</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	98	98	99	100	101	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	3,240	4,213	4,634	5,097	5,607	营业收入	15.1%	9.7%	6.8%	14.9%	12.9%
资本公积	791	142	142	142	142	营业利润	19.8%	2.3%	-0.8%	16.8%	17.0%
留存收益	16,037	19,046	22,056	25,485	29,927	归属于母公司净利润	19.6%	4.2%	-0.6%	16.6%	17.1%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>20,166</b>	<b>23,500</b>	<b>26,931</b>	<b>30,824</b>	<b>35,778</b>	毛利率	42.2%	38.7%	36.4%	37.2%	38.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29,534</b>	<b>33,338</b>	<b>37,119</b>	<b>42,006</b>	<b>48,008</b>	净利率	28.1%	26.7%	24.8%	25.2%	26.1%
						ROE	34.9%	30.7%	26.4%	26.9%	27.3%
						ROIC	33.0%	28.1%	25.4%	25.9%	26.3%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	31.7%	29.5%	27.4%	26.6%	25.5%
净利润	6,409	6,671	6,633	7,735	9,054	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	510	714	309	376	432	流动比率	2.67	2.91	3.05	3.19	3.39
财务费用	(392)	(584)	(210)	(247)	(295)	速动比率	2.43	2.68	2.79	2.93	3.13
投资损失	(36)	(39)	(39)	(39)	(39)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	698	163	344	672	691	应收账款周转率	1,037.0	512.7	484.3	512.3	503.1
其它	(238)	(602)	(129)	(150)	(150)	存货周转率	6.8	7.1	7.1	7.1	7.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,950</b>	<b>6,324</b>	<b>6,907</b>	<b>8,347</b>	<b>9,693</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(1,093)	(951)	(1,115)	(683)	(592)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1	0	(0)	0	(0)	每股收益	1.38	1.44	1.43	1.67	1.95
其他	(827)	(3,975)	351	109	230	每股经营现金流	2.14	1.50	1.49	1.64	1.73
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,920)</b>	<b>(4,925)</b>	<b>(764)</b>	<b>(574)</b>	<b>(362)</b>	每股净资产	4.33	5.05	5.79	6.63	7.70
债权融资	0	21	(11)	5	(3)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	324	421	463	510	市盈率	44.7	42.9	43.1	37.0	31.6
其他	(2,949)	(3,257)	(3,419)	(4,056)	(4,317)	市净率	14.2	12.2	10.7	9.3	8.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,949)</b>	<b>(2,911)</b>	<b>(3,008)</b>	<b>(3,587)</b>	<b>(3,810)</b>	EV/EBITDA	33.8	33.0	33.4	28.6	24.5
汇率变动影响	0	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	36.2	36.3	34.8	29.8	25.5
<b>现金净增加额</b>	<b>2,082</b>	<b>(1,516)</b>	<b>3,135</b>	<b>4,186</b>	<b>5,521</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)