

## 海天味业 (603288.SH) 经营环比改善, 回购彰显公司信心

2023年11月16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	2023/11/15
当前股价(元)	39.15
一年最高最低(元)	86.00/34.30
总市值(亿元)	2,176.98
流通市值(亿元)	2,176.98
总股本(亿股)	55.61
流通股本(亿股)	55.61
近3个月换手率(%)	15.48

### ● 业绩仍有压力, 长期看好公司发展

海天味业公布2023年三季报, 1-3Q实现营收186.5亿, 同比降2.3%; 归母净利润43.3亿, 同比降7.3%。2023Q3实现营收56.8亿, 同比增2.2%; 归母净利润12.3亿, 同比降3.2%。考虑到产品结构下移, 我们略下调盈利预测, 预计2023-2025年公司归母净利润分别为59.2 (-2.8)、67.4 (-4.9)、77.2 (-5.7)亿, EPS分别为1.06 (-0.05)、1.21 (-0.09)、1.39 (-0.10)元, 同比分别-4.5%、+14.0%、+14.4%, 当前股价对应PE分别为36.8、32.3、28.2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。

### ● 经营环比改善, 营收增速转正

海天味业三季度营收增2.2%, 增速环比回暖, 也在市场预期当中。原因在于: 一是三季度消费环境缓慢复苏; 二是公司加大餐饮投放力度。渠道库存水平也有下移, 体现出终端动销有上行趋势。分品类来看, 单三季度酱油、调味酱、蚝油分别-2.8%、-4.9%、+2.3%, 蚝油承担了部分增量。而小品类(以醋与料酒为主)增长38.6%, 品类多元化效果体现。区域上看, 东部与中部区域略有下滑, 分别-2.5%与-1.8%。其他区域均有正增长, 其中南部区域9.6%增速更快。截止三季度末, 公司经销商数量减少397家至6775家水平, 也体现出公司逐步加大与大经销商合作的经营思路。预计公司全年营收基本持平。

### ● 毛利率下行, 盈利水平仍处低位

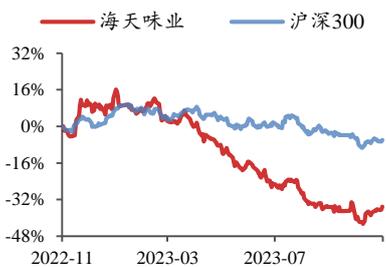
2023Q3毛利率34.5%, 同比下降0.7pct, 主因产品结构下行, 高毛利率的酱油产品占比下降。三季度销售费用率下降0.3pct, 应是与公司主动控费严格管理有关。管理费用率提升0.1pct变化不大。财务费用率提升0.8pct, 是利息收入减少。往下半年展望, 考虑到基数较低以及市场仍处复苏趋势当中, 预计四季度营收增速可能加快, 净利增速也可能超过前三季度。

### ● 积极求变, 回购股份彰显公司信心

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, 未来可乐观展望。公司同时公布回购股份方案, 拟回购883.4-1413.4万股, 作为库存股用于未来员工持股或股权激励计划, 一方面彰显公司对未来发展的信心, 另一方面也为进一步建立健全长效激励机制提供可能。

● **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

《业绩承压, 积极求变—公司信息更新报告》-2023.8.30

《短期承压, 长期稳健—公司信息更新报告》-2023.4.26

### 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	25,636	27,778	30,570
YOY(%)	9.7	2.4	0.1	8.4	10.0
归母净利润(百万元)	6,671	6,198	5,916	6,743	7,716
YOY(%)	4.2	-7.1	-4.5	14.0	14.4
毛利率(%)	38.7	35.7	34.9	35.3	35.7
净利率(%)	26.7	24.2	23.1	24.3	25.2
ROE(%)	28.4	23.1	20.0	21.5	22.5
EPS(摊薄/元)	1.20	1.11	1.06	1.21	1.39
P/E(倍)	32.6	35.1	36.8	32.3	28.2
P/B(倍)	9.3	8.2	7.5	7.1	6.4

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	27579	26974	31784	33263	37166
现金	19814	18223	23270	24128	28147
应收票据及应收账款	56	188	56	209	83
其他应收款	16	11	16	13	19
预付账款	16	25	16	29	21
存货	2227	2392	2291	2751	2761
其他流动资产	5450	6134	6134	6134	6134
<b>非流动资产</b>	5759	7086	6632	6562	6563
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3614	4207	3904	3869	3838
无形资产	377	685	767	868	990
其他非流动资产	1768	2194	1961	1826	1735
<b>资产总计</b>	33338	34059	38416	39825	43729
<b>流动负债</b>	9477	6719	7493	7137	8042
短期借款	105	132	132	132	132
应付票据及应付账款	2074	1300	2120	1562	2464
其他流动负债	7299	5287	5241	5443	5446
<b>非流动负债</b>	361	455	435	416	398
长期借款	0	94	74	55	36
其他非流动负债	361	362	362	362	362
<b>负债合计</b>	9838	7175	7928	7553	8440
少数股东权益	98	487	491	495	499
股本	4213	4634	5561	5561	5561
资本公积	142	142	142	142	142
留存收益	19046	21621	24479	27782	31581
<b>归属母公司股东权益</b>	23402	26398	29998	31777	34790
<b>负债和股东权益</b>	33338	34059	38416	39825	43729

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	6324	3830	6849	5650	8611
净利润	6671	6203	5920	6747	7720
折旧摊销	724	819	571	626	706
财务费用	-584	-732	-471	-534	-622
投资损失	-39	-13	-90	-90	-100
营运资金变动	-258	-2404	1012	-978	1022
其他经营现金流	-190	-42	-93	-120	-116
<b>投资活动现金流</b>	-4925	-4659	66	-345	-492
资本支出	1031	1518	-453	-71	2
长期投资	-4687	-3796	0	0	0
其他投资现金流	-8582	-6937	-388	-415	-490
<b>筹资活动现金流</b>	-2911	-4018	-1867	-4448	-4099
短期借款	12	27	0	0	0
长期借款	0	94	-20	-19	-19
普通股增加	972	421	927	0	0
资本公积增加	-648	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3247	-4560	-2775	-4429	-4081
<b>现金净增加额</b>	-1516	-4849	5047	858	4019

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	25004	25610	25636	27778	30570
营业成本	15337	16472	16700	17980	19658
营业税金及附加	218	207	207	225	247
营业费用	1357	1378	1359	1306	1315
管理费用	394	442	436	444	459
研发费用	772	751	769	778	795
财务费用	-584	-732	-471	-534	-622
资产减值损失	0	-17	0	0	0
其他收益	144	144	144	144	144
公允价值变动收益	128	121	93	120	116
投资净收益	39	13	90	90	100
资产处置收益	1	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	7820	7352	6963	7934	9078
营业外收入	16	13	11	13	13
营业外支出	16	1	9	10	9
<b>利润总额</b>	7821	7364	6965	7938	9082
所得税	1149	1161	1045	1191	1362
<b>净利润</b>	6671	6203	5920	6747	7720
少数股东损益	1	5	4	4	4
<b>归属母公司净利润</b>	6671	6198	5916	6743	7716
EBITDA	7956	7650	6924	7862	9014
EPS(元)	1.20	1.11	1.06	1.21	1.39

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.7	2.4	0.1	8.4	10.0
营业利润(%)	2.3	-6.0	-5.3	14.0	14.4
归属于母公司净利润(%)	4.2	-7.1	-4.5	14.0	14.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.7	35.7	34.9	35.3	35.7
净利率(%)	26.7	24.2	23.1	24.3	25.2
ROE(%)	28.4	23.1	20.0	21.5	22.5
ROIC(%)	25.8	21.3	18.2	19.6	20.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.5	21.1	20.6	19.0	19.3
净负债比率(%)	-82.3	-65.7	-76.9	-75.3	-80.4
流动比率	2.9	4.0	4.2	4.7	4.6
速动比率	2.7	3.6	3.9	4.3	4.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
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	1.06	1.21	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.69	1.23	1.02	1.55
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.75	5.23	5.55	6.09
<b>估值比率</b>					
P/E	32.6	35.1	36.8	32.3	28.2
P/B	9.3	8.2	7.5	7.1	6.4
EV/EBITDA	24.3	25.4	27.4	24.0	20.5

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