

# 海天味业 (603288)

## 2023 年年报&2024 年一季报点评: 23 年改革阵痛期, 24 年期待复苏

增持 (维持)

2024 年 04 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书: S0600122080088

zhouyun@dwzq.com.cn

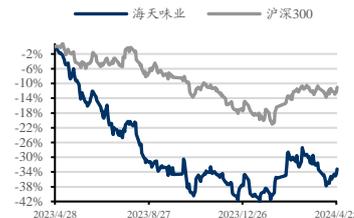
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	25,610	24,559	27,585	30,570	33,683
同比 (%)	2.42	(4.10)	12.32	10.82	10.19
归母净利润 (百万元)	6,198	5,627	6,256	7,099	7,986
同比 (%)	(7.09)	(9.21)	11.18	13.48	12.50
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.11	1.01	1.13	1.28	1.44
P/E (现价&最新摊薄)	34.85	38.38	34.52	30.42	27.04

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **公司发布 2023 年报和 2024 年一季报:** 2023 年公司营收 245.59 亿元, 同比-4.1%; 归母净利润 56.27 亿元, 同比-9.2%; 扣非归母净利润 53.95 亿元, 同比-9.6%。23Q4/24Q1 公司营收分别为 59.1/76.9 亿元, 同比-9.3%/+10.2%; 归母净利润分别为 12.98/19.2 亿元, 同比-15.2%/+11.9%; 扣非归母净利润分别为 12.4/18.6 亿元, 同比-15.4%/+13.3%。业绩基本符合预期。
- **23 年核心品类需求疲软, 其他品类高增。** 2023 年酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入同比分别为-8.8%/-6.1%/-3.7%/+19%, 24Q1 酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入同比分别为+10.1%/+6.4%/+9.6%/+22%。受消费疲软、餐饮低迷、渠道分散化等因素影响, 23 年酱油、蚝油需求承压, 酱油销量/吨价同比-8.2%/-0.7%, 蚝油销量/吨价同比-1.9%/-1.9%。24Q1 春节备货拉动下各品类收入同比均有改善, 其他品类高增预计主因低基数下复调新品快速放量。
- **优化经销商网络, 24Q1 各区域收入同比改善。** 23 年公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别同比-7.3%/-2.2%/-4.2%/-4.8%/-0.7%, 截至 23 年末经销商数量环比 23Q3 减少 184 名至 6591 名, 24Q1 末经销商数量进一步环比减少 85 名至 6506 名, 需求疲软下公司主动优化经销商网络。随着渠道改革深化, 春节备货+渠道下沉推动下, 24Q1 东部/南部/中部/北部/西部收入分别同比+10.3%/+21.8%/+10.2%/+6.5%/+10.1%, 各地区收入同比改善显著。
- **23 年结构恶化致毛利率承压, 24Q1 盈利能力改善。** 23 年毛利率同比-0.9pct, 主因高毛利的酱油收入占比下降+部分品类毛利率恶化。23 年酱油/调味酱/蚝油/其他业务毛利率分别同比+2.34/-1.8/-4.65/-5.3pct; 酱油毛利率改善主因大豆等原材料价格下降, 23 年酱油单吨直接材料成本同比-5.8%; 吨价下行导致蚝油、调味品毛利率承压。24Q1 毛利率同比+0.38pct, 预计主因高毛利的酱油产品占比提升。23 年/24Q1 销售费用率同比-0.1/+0.27pct, 费用投放较为理性。综合来看 23 年/24Q1 公司归母净利率同比-1.3/+0.4pct, 23 年盈利能力承压, 24Q1 略有改善。
- **渠道改革深化, 24 年增长可期。** 23 年以来公司深化渠道改革, 渠道库存持续改善, 未来随着 C 端渠道下沉+零添加扩容、B 端渠道扁平化+开发工业渠道等, 公司成长可期, 有望实现 24 年收入利润双位数增长的经营目标。
- **盈利预测与投资评级:** 公司业绩基本符合预期, 但考虑公司仍处于改革阵痛期, 我们下调公司 24-26 年收入预期为 275.9/305.7/336.83 亿元 (此前 24-25 年预期为 285/317 亿元), 同比+12%/11%/10%, 下调 24-26 年归母净利润预期为 62.6/71/79.9 亿元 (此前 24-25 年预期为 68/76 亿元), 同比+11%/13%/13%, 对应 24-26 年 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, 改革进展不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	38.84
一年最低/最高价	33.02/72.60
市净率(倍)	7.15
流通 A 股市值(百万元)	215,973.73
总市值(百万元)	215,973.73

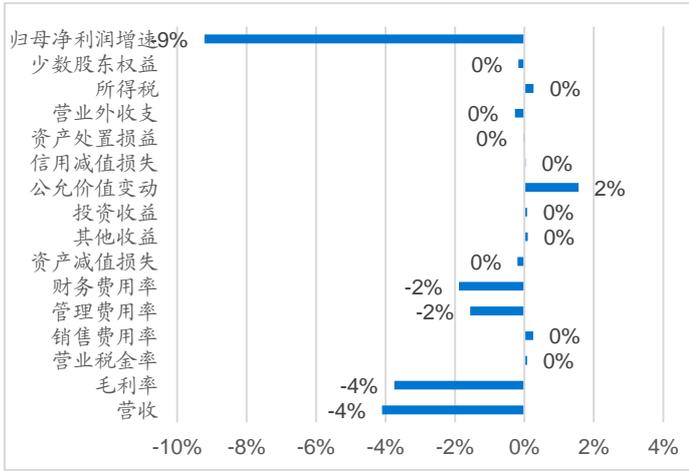
### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.43
资产负债率(% LF)	17.01
总股本(百万股)	5,560.60
流通 A 股(百万股)	5,560.60

### 相关研究

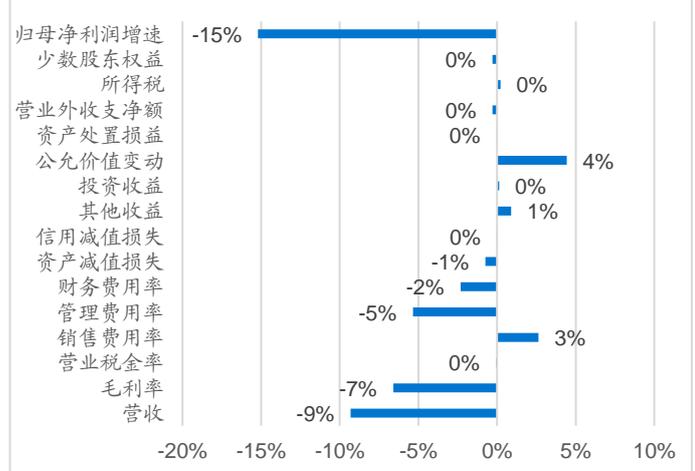
- 《海天味业(603288): 2023 年三季报业绩点评: 改革阵痛期, 静待库存拐点》  
2023-11-02
- 《海天味业(603288): 2023 半年度业绩点评: 坚定内部改革, 静待业绩拐点》  
2023-08-30

图1：2023年海天味业归母净利润增速贡献拆分



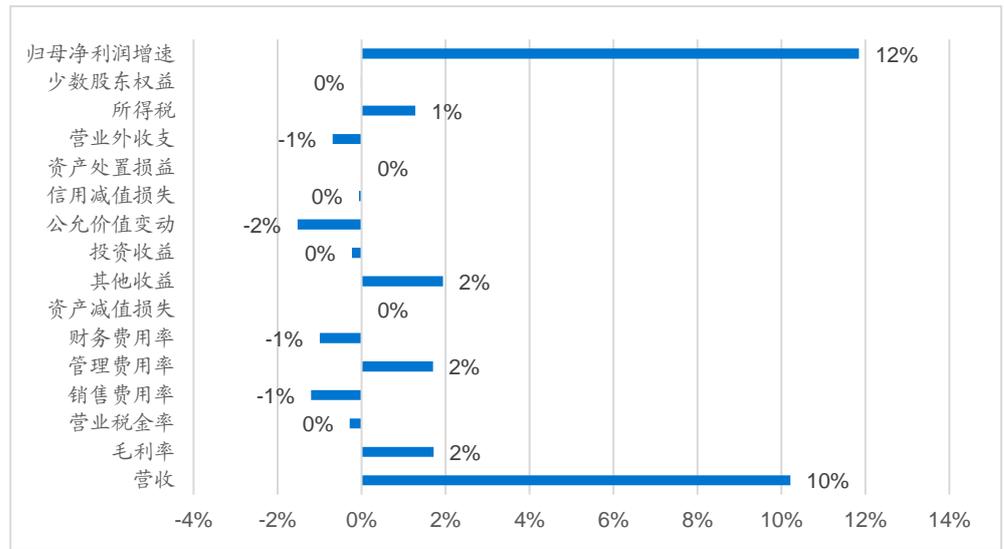
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023Q4海天味业归母净利润增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2024Q1海天味业归母净利润增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>30,774</b>	<b>38,241</b>	<b>42,970</b>	<b>48,296</b>	<b>营业总收入</b>	<b>24,559</b>	<b>27,585</b>	<b>30,570</b>	<b>33,683</b>
货币资金及交易性金融资产	27,530	35,382	39,822	44,852	营业成本(含金融类)	16,029	18,041	19,959	21,923
经营性应收款项	242	79	88	97	税金及附加	194	248	275	303
存货	2,619	2,553	2,822	3,097	销售费用	1,306	1,517	1,666	1,819
合同资产	0	0	0	0	管理费用	526	575	637	702
其他流动资产	383	227	238	250	研发费用	715	828	917	977
<b>非流动资产</b>	<b>7,649</b>	<b>7,360</b>	<b>6,935</b>	<b>6,477</b>	财务费用	(585)	(749)	(1,016)	(1,166)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	144	166	183	202
固定资产及使用权资产	4,649	4,403	3,952	3,412	投资净收益	17	28	31	34
在建工程	1,460	1,239	1,073	949	公允价值变动	213	154	163	177
无形资产	857	887	917	947	减值损失	(4)	(5)	(3)	(3)
商誉	210	210	210	210	资产处置收益	(1)	1	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>6,745</b>	<b>7,469</b>	<b>8,506</b>	<b>9,535</b>
其他非流动资产	468	616	778	955	营业外净收支	(6)	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>38,424</b>	<b>45,601</b>	<b>49,906</b>	<b>54,773</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,739</b>	<b>7,470</b>	<b>8,507</b>	<b>9,536</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,936</b>	<b>9,913</b>	<b>10,788</b>	<b>11,798</b>	减:所得税	1,097	1,195	1,387	1,526
短期借款及一年内到期的非流动负债	394	390	390	390	<b>净利润</b>	<b>5,642</b>	<b>6,275</b>	<b>7,121</b>	<b>8,010</b>
经营性应付款项	1,861	1,904	1,996	2,192	减:少数股东损益	16	19	21	24
合同负债	4,527	4,965	5,503	6,063	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,627</b>	<b>6,256</b>	<b>7,099</b>	<b>7,986</b>
其他流动负债	2,154	2,653	2,900	3,153	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.13	1.28	1.44
非流动负债	454	450	450	450	EBIT	5,930	6,721	7,491	8,370
长期借款	70	70	70	70	EBITDA	6,856	7,724	8,543	9,469
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.74	34.60	34.71	34.91
租赁负债	30	30	30	30	归母净利率(%)	22.91	22.68	23.22	23.71
其他非流动负债	354	350	350	350	收入增长率(%)	(4.10)	12.32	10.82	10.19
<b>负债合计</b>	<b>9,391</b>	<b>10,363</b>	<b>11,239</b>	<b>12,249</b>	归母净利润增长率(%)	(9.21)	11.18	13.48	12.50
归属母公司股东权益	28,531	34,717	38,124	41,958					
少数股东权益	502	521	543	567					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,033</b>	<b>35,238</b>	<b>38,667</b>	<b>42,525</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>38,424</b>	<b>45,601</b>	<b>49,906</b>	<b>54,773</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,356	8,472	8,575	9,622	每股净资产(元)	5.13	6.24	6.86	7.55
投资活动现金流	(820)	(733)	(633)	(630)	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	(2,851)	(87)	(3,702)	(4,162)	ROIC(%)	17.52	17.30	16.75	17.11
现金净增加额	3,689	7,652	4,240	4,830	ROE-摊薄(%)	19.72	18.02	18.62	19.03
折旧和摊销	925	1,002	1,053	1,099	资产负债率(%)	24.44	22.73	22.52	22.36
资本开支	(1,922)	(563)	(464)	(464)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.38	34.52	30.42	27.04
营运资本变动	1,410	1,361	583	711	P/B(现价)	7.57	6.22	5.66	5.15

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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>