

海天味业 (603288.SH) / 食品加工

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 27 日

评级：买入（维持）

市场价格：38.84

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

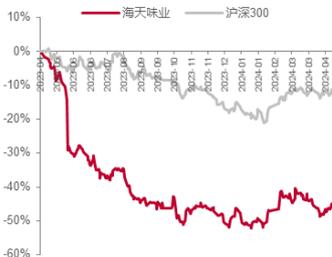
执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	5,561
流通股本(百万股)	5,561
市价(元)	38.84
市值(百万元)	215,974
流通市值(百万元)	215,974

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 海天味业(603288.SH)_点评报告：经营继续磨底，回购彰显信心
- 海天味业(603288.SH)_点评报告：经营持续承压，调整仍在进行
- 海天味业(603288.SH)_点评报告：沉稳调整，厚积薄发

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,610	24,559	26,566	28,807	30,959
增长率 yoy%	2%	-4%	8%	8%	7%
净利润(百万元)	6,198	5,627	6,125	6,811	7,421
增长率 yoy%	-7%	-9%	9%	11%	9%
每股收益(元)	1.11	1.01	1.10	1.22	1.33
每股现金流量	0.69	1.32	1.21	1.32	1.43
净资产收益率	23%	19%	20%	20%	19%
P/E	34.8	38.4	35.3	31.7	29.1
P/B	8.2	7.6	7.2	6.4	5.7

备注：股价选取自 2024 年 4 月 26 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司 2023 年实现收入 245.59 亿元，同比增长-4.10%；实现归母净利润 56.27 亿元，同比增长-9.21%；实现扣非后归母净利润 53.95 亿元，同比增长-9.57%。其中 2023Q4 实现收入 59.09 亿元，同比增长-9.30%；实现归母净利润 12.98 亿元，同比增长-15.20%；实现扣非后归母净利润 12.43 亿元，同比增长-15.39%。2024Q1 实现收入 76.94 亿元，同比增长 10.21%；实现归母净利润 19.19 亿元，同比增长 11.85%；实现扣非后归母净利润 18.60 亿元，同比增长 13.34%。考虑到春节错位，23Q4+24Q1 实现收入 136.03 亿元，同比增长 0.79%，销货现金流同比增长 5.16%；实现归母净利润 32.17 亿元，同比增长-0.90%；实现扣非后归母净利润 31.03 亿元，同比增长-0.23%。
- 其他品类快速增长，23Q4+24Q1 表现企稳。**2023 年酱油收入为 126.37 亿元，同比增长-8.83%（量-8.17%，价-0.72%）；蚝油收入为 42.51 亿元，同比增长-3.74%（量-1.92%，价-1.86%）；调味酱收入为 24.27 亿元，同比增长-6.08%（量-0.41%，价-5.69%）；其他调味品收入为 34.99 亿元，同比增长 19.35%。东部、南部、中部、北部、西部区域分别实现收入 43.54、45.00、50.49、59.25、29.86 亿元，同比分别增-7.26%、-2.17%、-4.19%、-4.78%、-0.68%，各区域表现较为均衡。23Q4+24Q1 酱油、调味酱、蚝油、其他调味品分别实现收入 70.96、13.62、23.11、19.26 亿元，同比分别增长-1.03%、0.27%、-2.69%、20.16%。东部、南部、中部、北部、西部区域分别实现收 24.79、25.19、27.96、32.91、16.09 亿元，同比分别增-0.78%、+10.56%、-1.62%、+1.00%、-1.11%。
- 大豆成本下行，期待毛利率改善。**2023 年公司调味品毛利率同比下降 0.96 个 pct 至 36.15%。其中酱油毛利率同比提升 2.34 个 pct，吨成本-4.62%（其中吨直接材料-5.82%）；蚝油毛利率同比下降 4.65 个 pct，吨成本+5.02%；调味酱毛利率同比下降 1.79 个 pct，吨成本-3.00%；其他调味品毛利率同比下降 5.30 个 pct。酱油和调味酱成本受益于黄豆等原材料价格下降。2023Q4 公司毛利率同比-1.71 个 pct 至 32.34%；2024Q1 公司毛利率同比提升 0.38 个 pct 至 37.31%。2023 年公司销售、管理费用率同比分别-0.06、+0.42 个 pct 至 5.32%、2.14%；2023Q4 销售、管理费用率同比分别-0.69、+0.90 个 pct 至 4.90%、2.69%；2024Q1 销售、管理费用率同比分别+0.27、+0 个 pct 至 5.50%、1.61%。综合来看，2023 年公司净利率同比下降 1.25 个 pct 至 22.97%；2023Q4 公司净利率同比下降 1.45 个 pct 至 22.06%；2024Q1 公司净利率同比提升 0.37 个 pct 至 25.06%。
- 盈利预测：**公司需求端环比改善，期待后续消费环境好转推动收入加速。同时公司积极进行内部变革，提升核心竞争力。成本端压力边际改善，后续有望带来盈利能力修

复。根据公司年报，考虑到需求较为疲软，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 265.66、288.07、309.59 亿元（2024-2025 年原值为 289.37、320.85），归母净利润分别为 61.25、68.11、74.21 亿元（2024-2025 年原值为 71.46、81.97），EPS 分别为 1.10、1.22、1.33 元，对应 PE 为 35.3 倍、31.7 倍、29.1 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**需求修复低于预期，食品安全风险，舆情风险，原材料价格上涨，研报信息更新不及时的风险

图表 1: 海天味业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,689	23,827	28,526	33,817	营业收入	24,559	26,566	28,807	30,959
应收票据	0	0	0	0	营业成本	16,029	17,225	18,454	19,703
应收账款	223	171	224	240	税金及附加	194	210	228	245
预付账款	19	21	22	24	销售费用	1,306	1,461	1,556	1,641
存货	2,619	2,814	3,015	3,219	管理费用	526	531	547	557
合同资产	0	0	0	0	研发费用	715	774	839	902
其他流动资产	6,224	6,240	6,274	6,306	财务费用	-585	-588	-588	-588
流动资产合计	30,774	33,073	38,061	43,607	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	4	4	4	4	资产减值损失	-4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	213	200	200	200
固定资产	4,609	4,696	4,665	4,521	投资收益	17	15	15	15
在建工程	1,460	960	560	280	其他收益	144	150	150	150
无形资产	857	776	704	638	营业利润	6,745	7,317	8,136	8,864
其他非流动资产	719	718	717	717	营业外收入	10	10	10	10
非流动资产合计	7,649	7,154	6,650	6,160	营业外支出	16	15	15	15
资产合计	38,424	40,227	44,711	49,766	利润总额	6,739	7,312	8,131	8,859
短期借款	363	97	226	335	所得税	1,097	1,170	1,301	1,417
应付票据	458	492	527	563	净利润	5,642	6,142	6,830	7,442
应付账款	1,403	1,508	1,616	1,725	少数股东损益	16	17	19	21
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,626	6,125	6,811	7,421
合同负债	4,527	4,897	5,310	5,707	NOPLAT	5,152	5,649	6,336	6,948
其他应付款	848	848	848	848	EPS (按最新股本摊薄)	1.01	1.10	1.22	1.33
一年内到期的非流动负债	31	31	31	31					
其他流动负债	1,306	1,344	1,395	1,439					
流动负债合计	8,936	9,217	9,953	10,648					
长期借款	70	47	24	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	384	384	384	384					
非流动负债合计	454	431	408	384					
负债合计	9,391	9,648	10,361	11,032					
归属母公司所有者权益	28,531	30,059	33,812	38,175					
少数股东权益	502	519	538	559					
所有者权益合计	29,033	30,579	34,350	38,734					
负债和股东权益	38,424	40,227	44,711	49,766					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,356	6,712	7,354	7,966
现金收益	5,965	6,555	7,251	7,850
存货影响	-227	-195	-201	-204
经营性应收影响	-25	51	-55	-18
经营性应付影响	364	139	143	145
其他影响	1,279	163	215	193
投资活动现金流	-820	-276	-290	-290
资本支出	-1,763	-506	-506	-506
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	943	230	216	216
融资活动现金流	-2,851	-4,299	-2,365	-2,385
借款增加	219	-289	106	86
股利及利息支付	-3,253	-4,016	-4,465	-4,864
股东融资	0	0	0	0
其他影响	183	6	1,994	2,393

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-4.1%	8.2%	8.4%	7.5%
EBIT增长率	-7.2%	9.3%	12.2%	9.7%
归母公司净利润增长率	-9.2%	8.9%	11.2%	9.0%
获利能力				
毛利率	34.7%	35.2%	35.9%	36.4%
净利率	23.0%	23.1%	23.7%	24.0%
ROE	19.4%	20.0%	19.8%	19.2%
ROIC	26.4%	27.4%	26.5%	25.1%
偿债能力				
资产负债率	24.4%	24.0%	23.2%	22.2%
债务权益比	2.9%	1.8%	1.9%	1.9%
流动比率	3.4	3.6	3.8	4.1
速动比率	3.2	3.3	3.5	3.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转天数	3	3	2	3
应付账款周转天数	30	30	30	31
存货周转天数	56	57	57	57
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.10	1.22	1.33
每股经营现金流	1.32	1.21	1.32	1.43
每股净资产	5.13	5.41	6.08	6.87
估值比率				
P/E	38.4	35.3	31.7	29.1
P/B	8	7	6	6

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。