

2024年04月30日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 一季度业绩复苏，渠道优化持续推进

## —海天味业（603288.SH）公司事件点评报告

### 买入（维持）

### 事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月26日，海天味业发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

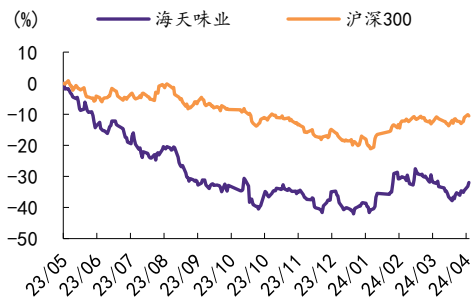
## 投资要点

### 基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	39.26
总市值（亿元）	2183
总股本（百万股）	5561
流通股本（百万股）	5561
52周价格范围（元）	33.7-69.36
日均成交额（百万元）	448.06

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《海天味业（603288）：业绩持续修复，改革效果初显》2023-10-31
- 《海天味业（603288）：业绩仍有承压，期待改革成效》2023-08-31
- 《海天味业（603288）：短期业绩承压，全年目标务实》2023-04-26

### ■ 一季度开门红表现良好，成本下行利好盈利

公司2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为245.59/59.09/76.94亿元，分别同比-4%/-9%/+10%，归母净利润分别为56.27/12.98/19.19亿元，分别同比-9%/-15%/+12%。盈利端，2023/2024Q1 公司毛利率分别为34.74%/37.31%，同比-1pct/+0.4pct，主要系原材料成本下降所致，销售费用率分别为5.32%/5.50%，分别同比-0.1pct/+0.3pct，2023/2024Q1 公司管理费用率分别为2.14%/1.61%，分别同比+0.4pct/持平，费用表现相对平稳，综合导致2023/2024Q1 公司净利率分别为22.97%/25.06%，分别同比-1.2pct/+0.4pct，盈利能力边际改善。分红计划，公司计划每10股派发现金股利6.60元，分红率为65%。2024年经营规划，2024年公司计划营业收入目标为275.1亿元，归母净利目标为62.3亿元。

### ■ 餐饮渠道需求恢复，核心品类边际改善

2023年核心品类承压，2023年公司酱油/调味酱/蚝油/其他产品营收分别为126.37/24.27/42.51/34.99亿元，分别同比-9%/-6%/-4%/+19%，酱油/调味酱/蚝油销量分别为229.82/28.35/86.11万吨，分别同减8%/0.4%/2%，由于餐饮端恢复，中大规格产品销量提升拖累吨价，吨价分别同减1%/6%/2%至0.55/0.86/0.49万元/吨。2024Q1 餐饮市场逐步恢复，2024Q1 公司酱油/调味酱/蚝油/其他产品营收分别为40.85/8.01/12.82/10.67亿元，分别同增10%/6%/10%/22%，核心品类加速增长，主要系餐饮渠道复苏/经销商补库存所致，公司将继续加大健康化产品推出，实现产品结构优化。

### ■ 经销商优化持续推进，各区域稳健增长

经销商优化工作持续推进，线上渠道增速较快，2023年公司线下/线上渠道营收分别为219.26/8.89亿元，分别同减4%/10%，2024Q1 营收分别为69.43/2.91亿元，分别同增11%/21%，截至2024Q1，公司经销商共6506家，较年初净减少85家，公司持续推进经销商优化，拉动经销商去库工作，

并剔除低效经销商，保证终端高质量开拓，随着餐饮连锁化率提升，公司设立独立机构承接大 B 业务，加快产品矩阵、渠道布局。南区表现优于整体，2023 年东部/南部/中部/北部/西部区域营收分别为 43.54/45.00/50.49/59.25/29.86 亿元，分别同减 7%/2%/4%/5%/1%，2024Q1 营收分别为 14.37/13.50/16.35/18.76/9.37 亿元，分别同增 10%/22%/10%/6%/10%，南区相对整体表现更为稳健。

### 盈利预测

公司持续优化供应链协同、产供销提效，有效挖掘经营潜力，餐饮端仍有修复韧性，后续公司有望随行业上行释放业绩弹性。根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.18/1.34/1.49 元，当前股价对应 PE 分别为 33/29/26 倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、产能建设或利用不及预期、新品推广不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	24,559	27,543	30,230	32,618
增长率（%）	-4.1%	12.1%	9.8%	7.9%
归母净利润（百万元）	5,627	6,577	7,451	8,261
增长率（%）	-9.2%	16.9%	13.3%	10.9%
摊薄每股收益（元）	1.01	1.18	1.34	1.49
ROE（%）	19.4%	20.7%	21.3%	21.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	21,689	24,400	27,600	31,486
应收款	391	439	481	519
存货	2,619	2,765	2,870	2,937
其他流动资产	6,075	6,689	7,113	7,335
流动资产合计	30,774	34,293	38,065	42,277
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	5,841	6,441	6,841	7,041
固定资产	4,609	5,178	5,183	4,978
在建工程	1,460	584	234	93
无形资产	857	814	771	731
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	723	723	723	723
非流动资产合计	7,649	7,299	6,911	6,525
资产总计	38,424	41,592	44,976	48,801
<b>流动负债:</b>				
短期借款	363	463	523	563
应付账款、票据	1,861	1,941	2,035	2,105
其他流动负债	2,185	2,185	2,185	2,185
流动负债合计	8,936	9,267	9,464	9,768
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	70	120	150	170
其他非流动负债	384	384	384	384
非流动负债合计	454	504	534	554
负债合计	9,391	9,771	9,998	10,323
<b>所有者权益</b>				
股本	5,561	5,561	5,561	5,561
股东权益	29,033	31,820	34,978	38,479
负债和所有者权益	38,424	41,592	44,976	48,801

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5642	6591	7466	8278
少数股东权益	16	13	15	17
折旧摊销	902	350	386	384
公允价值变动	213	150	120	100
营运资金变动	583	23	-35	139
经营活动现金净流量	7356	7127	7952	8917
投资活动现金净流量	-820	-293	-55	146
筹资活动现金净流量	-3825	-3653	-4218	-4717
现金流量净额	2,710	3,181	3,679	4,346

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24,559	27,543	30,230	32,618
营业成本	16,029	17,483	18,807	19,969
营业税金及附加	194	226	242	254
销售费用	1,306	1,487	1,663	1,827
管理费用	526	606	695	783
财务费用	-585	-659	-745	-851
研发费用	715	802	881	950
费用合计	1,962	2,236	2,493	2,708
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动	213	150	120	100
投资收益	17	15	10	7
营业利润	6,745	7,863	8,897	9,853
加:营业外收入	10	8	6	5
减:营业外支出	16	6	5	4
利润总额	6,739	7,865	8,898	9,854
所得税费用	1,097	1,274	1,433	1,577
净利润	5,642	6,591	7,466	8,278
少数股东损益	16	13	15	17
归母净利润	5,627	6,577	7,451	8,261

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-4.1%	12.1%	9.8%	7.9%
归母净利润增长率	-9.2%	16.9%	13.3%	10.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.7%	36.5%	37.8%	38.8%
四项费用/营收	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%
净利率	23.0%	23.9%	24.7%	25.4%
ROE	19.4%	20.7%	21.3%	21.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.4%	23.5%	22.2%	21.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	62.8	62.8	62.8	62.8
存货周转率	6.1	6.4	6.6	6.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.01	1.18	1.34	1.49
P/E	38.8	33.2	29.3	26.4
P/S	8.9	7.9	7.2	6.7
P/B	7.7	7.0	6.3	5.8

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。