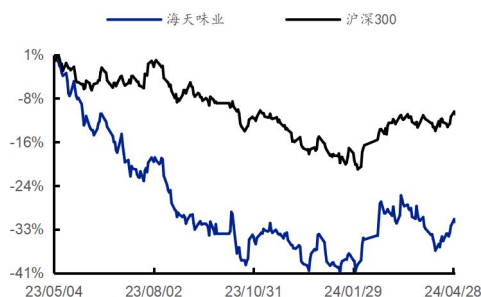


研究所：  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 2024 开局良好，经营改善在途

### ——海天味业（603288）公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
海天味业	-0.4%	12.2%	-32.5%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

#### 市场数据

当前价格(元)	39.26
52 周价格区间(元)	33.02-72.60
总市值(百万)	218,309.18
流通市值(百万)	218,309.18
总股本(万股)	556,060.05
流通股本(万股)	556,060.05
日均成交额(百万)	314.64
近一月换手(%)	0.16

#### 相关报告

《海天味业（603288）2022 年报及 2023 一季报  
 点评：2023Q1 盈利改善，期待经营拐点（增持）\*  
 调味发酵品 II \*薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-26

#### 事件：

海天味业发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 245.59 亿元，同比-4.1%；归母净利润 56.27 亿元，同比-9.21%；扣非归母净利润 53.95 亿元，同比-9.57%。单季度看，2023Q4 及 2024Q1 公司实现营业收入 59.09/76.94 亿元，同比-9.3%/+10.21%；归母净利润 12.98/19.19 亿元，同比-15.2%/+11.85%；扣非归母净利润 12.43/18.6 亿元，同比-15.39%/+13.34%。

#### 投资要点：

■ **渠道库存回归良性，Q1 实现良好开局。**2023 年公司着力优化渠道库存水平，加快终端动销，全年收入仍有小幅下滑，但 2023Q4 渠道库存已回归良性水平。我们认为 2023Q4 收入下滑主要系春节错期，2024Q1 在渠道库存合理、年初经销商备货热情较高、春节餐饮开门红的影响下收入实现较快增长。

(1) 产品端，2023 年酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现营收 126/24/43/35 亿元，分别同比-8.8%/-6.1%/-3.7%/+19.35%，其中酱油/调味酱/蚝油销量分别下降 8.2%/0.4%/1.9%，我们认为主要系渠道去库存，同时 C 端消费疲弱，B 端复调及预制菜有所分流。从价格看，消费弱复苏及餐饮降本诉求加强使酱油/调味酱/蚝油吨价也分别下降-0.7%/-5.7%/-1.9%至 5499/8559/4937 元。2024Q1 酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现营收 41/8/13/11 亿元，分别同比增长 10.1%/6.4%/9.6%/22.1%，春节餐饮高热度使酱油和蚝油取得较好增长，2023 年以来在料酒及醋的带动下“其他”品类保持较高增速。

(2) 渠道端，2023 年公司继续推进分销网络动态优化，强化多场景和多渠道开发，经销商数较 2022 年净减少 581 家，2024Q1 继续减少 85 家至 6506 家。受益于渠道库存良性及渠道改革深化，2024Q1 全国各区域均实现增长，东部/南部/中部/北部/西部分别同比增长 10.3%/21.8%/10.2%/6.5%/10.1%。

■ **毛利率随产品结构波动，盈利能力初步改善。**2023 年公司毛利率同比-0.95pct 至 34.74%，我们认为主要系高毛利的酱油销售占比及各主要品类吨价下滑。费用端，销售/管理/研发费用率分别为

5.32%/2.14%/2.91%，销售及研发费用率整体稳定，管理费用率同比+0.42pct 主要因管理人工及信息化支出增加。最终归母净利率录得 22.91%，同比-1.29pct。2024Q1 受益于酱油、蚝油销售回暖毛利率率同比+0.38pct 至 37.31%，费用率整体稳定，归母净利率同比+0.37pct 回升至 24.94%。

- **产品+渠道改善并进，期待后续改革成效。**公司制定 2024 年收入目标 275.1 亿元，同比增长 12.01%；归母净利润 62.3 亿元，同比增长 10.72%。公司在 C 端市场覆盖率及 B 端客户粘性上长期领先行业，当前一方面提高线下网络密度、强化终端下沉、推进经销商终端转型；另一方面加快在线上业务、社区业务等新渠道的开发，持续加固渠道壁垒。同时利用技术优势发力 0 添加、有机等健康化产品，提升市场竞争力。产品+渠道改善并进，看好公司逐步回归良性发展。
- **盈利预测与估值：**公司作为调味品行业龙头具备较强的品牌力，同时在 B 端及 C 端渠道均形成了一定的壁垒，当前随着渠道变革的推进经营逐渐改善。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 269/292/311 亿元，同比增长 9%/9%/6%；归母净利润 61/66/74 亿元，分别同比增长 8%/9%/11%，对应 EPS 分别为 1.09/1.20/1.32 元，对应 PE 分别为 36X/33X/30X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格大幅上涨；2) 竞争加剧导致销售不达预期；3) 食品安全问题事件；4) 消费需求恢复不达预期；5) 渠道改革进展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24559	26871	29177	31061
增长率(%)	-4	9	9	6
归母净利润（百万元）	5627	6087	6646	7352
增长率(%)	-9	8	9	11
摊薄每股收益（元）	1.01	1.09	1.20	1.32
ROE(%)	20	19	19	20
P/E	37.57	35.86	32.85	29.69
P/B	7.40	6.98	6.38	5.79
P/S	8.59	8.12	7.48	7.03
EV/EBITDA	27.69	24.57	22.02	19.63

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海天味业盈利预测表

证券代码：	603288				股价：	39.26				投资评级：	增持				日期：	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	20%	19%	19%	20%	EPS	1.01	1.09	1.20	1.32										
毛利率	35%	35%	36%	37%	BVPS	5.13	5.62	6.15	6.78										
期间费率	5%	5%	6%	6%	<b>估值</b>														
销售净利率	23%	23%	23%	24%	P/E	37.57	35.86	32.85	29.69										
<b>成长能力</b>					P/B	7.40	6.98	6.38	5.79										
收入增长率	-4%	9%	9%	6%	P/S	8.59	8.12	7.48	7.03										
利润增长率	-9%	8%	9%	11%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.68	0.67	0.67	0.66	<b>营业收入</b>	<b>24559</b>	<b>26871</b>	<b>29177</b>	<b>31061</b>										
应收账款周转率	119.35	127.61	135.82	128.92	营业成本	16029	17412	18703	19631										
存货周转率	6.40	6.56	6.68	6.56	营业税金及附加	194	218	234	250										
<b>偿债能力</b>					销售费用	1306	1370	1523	1614										
资产负债率	24%	23%	23%	23%	管理费用	526	511	578	615										
流动比	3.44	3.58	3.64	3.72	财务费用	-585	-419	-465	-518										
速动比	3.13	3.27	3.33	3.42	其他费用/（-收入）	715	779	869	923										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>6745</b>	<b>7193</b>	<b>7919</b>	<b>8741</b>										
现金及现金等价物	27530	30056	32916	36621	营业外净收支	-6	12	7	6										
应收款项	223	198	232	250	<b>利润总额</b>	<b>6739</b>	<b>7205</b>	<b>7926</b>	<b>8747</b>										
存货净额	2619	2686	2914	3073	所得税费用	1097	1102	1268	1383										
其他流动资产	402	330	357	376	<b>净利润</b>	<b>5642</b>	<b>6103</b>	<b>6658</b>	<b>7364</b>										
<b>流动资产合计</b>	<b>30774</b>	<b>33270</b>	<b>36419</b>	<b>40320</b>	少数股东损益	16	15	12	12										
固定资产	4609	4683	4713	4615	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5627</b>	<b>6087</b>	<b>6646</b>	<b>7352</b>										
在建工程	1460	1743	1997	2252	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1580	1825	2083	2319	<b>经营活动现金流</b>	<b>7356</b>	<b>7476</b>	<b>8202</b>	<b>9216</b>										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	5627	6087	6646	7352										
<b>资产总计</b>	<b>38424</b>	<b>41520</b>	<b>45212</b>	<b>49506</b>	少数股东损益	16	15	12	12										
短期借款	363	489	634	787	折旧摊销	925	1139	1257	1371										
应付款项	1861	1862	1970	2113	公允价值变动	-213	0	0	0										
合同负债	4527	4351	4715	5140	营运资金变动	1410	256	290	473										
其他流动负债	2185	2582	2688	2788	<b>投资活动现金流</b>	<b>-820</b>	<b>-1704</b>	<b>-1779</b>	<b>-1749</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>8936</b>	<b>9284</b>	<b>10007</b>	<b>10829</b>	资本支出	-1922	-1731	-1791	-1761										
长期借款及应付债券	70	70	70	70	长期投资	686	0	0	0										
其他长期负债	384	380	380	380	其他	417	26	13	12										
<b>长期负债合计</b>	<b>454</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2851</b>	<b>-3246</b>	<b>-3563</b>	<b>-3763</b>										
<b>负债合计</b>	<b>9391</b>	<b>9735</b>	<b>10457</b>	<b>11279</b>	债务融资	221	122	145	153										
股本	5561	5561	5561	5561	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	29033	31786	34755	38227	其它	-3072	-3368	-3708	-3916										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38424</b>	<b>41520</b>	<b>45212</b>	<b>49506</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>3689</b>	<b>2526</b>	<b>2860</b>	<b>3705</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。