

23年业绩有所承压, 24Q1实现开门红

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报及2024年一季报, 2023年实现收入245.6亿元, 同比-4.1%, 归母净利润为56.3亿元, 同比-9.2%; 其中23Q4实现收入59.1亿元, 同比-9.3%, 归母净利润为13亿元, 同比-15.2%; 同时, 公司拟向全体股东按每10股派发现金股利6.60元(含税)。24Q1实现收入76.9亿元, 同比+10.2%, 归母净利润为19.2亿元, 同比+11.8%; 公司业绩符合市场预期。
- **23年主业有所承压, 24Q1实现开门红。** 分产品看, 23年公司酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入增速分别为+8.8%/-6.1%/-3.7%/+19.3%, 核心品类增速承压主要受去年整体餐饮及家庭需求恢复偏弱影响。24Q1公司酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入增速分别为+10.1%/+6.4%/-31.5%/+22.1%; 酱油主业Q1实现双位数增长, 主要系春节期间餐饮需求较旺叠加公司主动加大投放拉动备货所致。分渠道看, 24Q1线下/线上收入增速分别为+10.8%/+20.7%, 线上及线下均保持双位数增速。分区域看, 24Q1东部/南部/中部/北部/西部收入分别为+10.3%/+21.8%/+10.2%/+6.5%/+10.1%, 主销区增速明显优于其他地区。公司持续优化经销商结构, 24Q1公司经销商数量净减少85家至6506家。
- **23年毛利率有所承压, 24Q1成本下行带动盈利能力回升。** 2023年公司整体毛利率为37.3%, 同比下降0.9pp; 24Q1毛利率同比+0.4pp至36.9%。全年毛利率承压主要受产品结构变化, 高毛利酱油产品占比下降所致; Q1毛利率小幅回升得益于成本下行持续。费用率方面, 2023/24Q1销售费用率同比-0.1pp/+0.3pp至5.3%/5.5%, 24Q1销售费率提升主因公司春节期间加大渠道费用投入; 2023/24Q1管理费用率同比+0.4pp/-0.01pp至2.1%/1.6%。综合来看, 2023/24Q1公司净利率同比分别-1.2pp/+0.4pp至23%/25.1%。
- **短期业绩有所承压, 长期稳健增长可期。** 产品方面, 公司在维持酱油、蚝油及酱类三大核心业务基础上, 持续发力食醋、料酒等新品类, 借助调味品平台及渠道优势提升市占率。渠道方面, 公司B端借助餐饮渠道复苏趋势, 业绩有望持续恢复; 同时C端加快零添加等新品布局, 产品结构有望持续优化。随着公司渠道体系理顺叠加渠道库存持续去化, 整体结构升级态势延续, 在餐饮及家庭端消费需求持续复苏大背景下, 公司长期稳健增长可期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.12元、1.24元、1.36元, 对应动态PE分别为35倍、32倍、29倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 餐饮端回暖不及预期风险, 市场竞争加剧风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 245.59 | 266.40 | 289.74 | 314.48 |
| 增长率 | -4.10% | 8.47% | 8.76% | 8.54% |
| 归属母公司净利润(亿元) | 56.27 | 62.17 | 68.79 | 75.72 |
| 增长率 | -9.21% | 10.49% | 10.65% | 10.09% |
| 每股收益EPS(元) | 1.01 | 1.12 | 1.24 | 1.36 |
| 净资产收益率ROE | 19.43% | 19.72% | 20.01% | 20.20% |
| PE | 39 | 35 | 32 | 29 |
| PB | 7.58 | 6.96 | 6.38 | 5.85 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 55.61 |
| 流通A股(亿股) | 55.61 |
| 52周内股价区间(元) | 33.7-69.36 |
| 总市值(亿元) | 2,200.33 |
| 总资产(亿元) | 369.98 |
| 每股净资产(元) | 5.43 |

相关研究

- 海天味业(603288): Q3收入边际改善, 静待拐点到来 (2023-11-02)
- 海天味业(603288): 短期收入有所承压, 静待基本面改善 (2023-09-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司作为酱油行业龙头，在产品矩阵及生产效率方面存在深厚壁垒，随着公司不断加大零添加等新品覆盖率，产品结构有望持续提升，叠加公司渠道端改革持续，整体餐饮及家庭端需求持续回暖下，预计 2024-2026 年酱油销量增速分别为 5%、4%、3%，吨价增速分别为 1%、2%、3%。

假设 2：公司持续加大酱类及蚝油产品的推广力度，借助公司深厚的渠道体系与调味品平台属性，在整体 C 端消费需求持续恢复的背景下，有望持续放量，预计 2024-2026 年调味酱销量增速分别为 5%、4%、3%；蚝油销量增速分别为 3%、2%、2%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：主营业务收入分析

| 单位：亿元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 酱油 | 收入 | 126.4 | 134.0 | 142.2 | 149.4 |
| | 增速 | -8.8% | 6.1% | 6.1% | 5.1% |
| | 毛利率 | 42.6% | 44.3% | 46.0% | 47.6% |
| 调味酱 | 收入 | 24.3 | 25.2 | 26.5 | 27.6 |
| | 增速 | -6.1% | 4.0% | 5.0% | 4.0% |
| | 毛利率 | 35.5% | 35.5% | 36.1% | 36.4% |
| 蚝油 | 收入 | 42.51 | 44.2 | 45.6 | 46.9 |
| | 增速 | -3.7% | 4.0% | 3.0% | 3.0% |
| | 毛利率 | 29.0% | 27.6% | 26.9% | 26.9% |
| 其他主营业务 | 收入 | 34.99 | 42.0 | 50.4 | 60.5 |
| | 增速 | 19.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 21.9% | 22.0% | 22.0% | 22.0% |
| 合计 | 收入 | 245.59 | 266.40 | 289.74 | 314.48 |
| | 增速 | -4.1% | 8.5% | 8.8% | 8.5% |
| | 毛利率 | 34.7% | 35.0% | 35.3% | 35.6% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (亿元) | | | | | 现金流量表 (亿元) | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 245.59 | 266.40 | 289.74 | 314.48 | 净利润 | 56.42 | 62.34 | 68.98 | 75.93 |
| 营业成本 | 160.29 | 173.23 | 187.45 | 202.65 | 折旧与摊销 | 9.08 | 7.81 | 8.26 | 8.72 |
| 营业税金及附加 | 1.94 | 2.16 | 2.33 | 2.53 | 财务费用 | -5.85 | -0.53 | -0.62 | -0.73 |
| 销售费用 | 13.06 | 14.12 | 15.07 | 16.04 | 资产减值损失 | -0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 5.26 | 5.33 | 5.51 | 5.66 | 经营营运资本变动 | 14.18 | -41.35 | -0.56 | 1.06 |
| 财务费用 | -5.85 | -0.53 | -0.62 | -0.73 | 其他 | -0.24 | -1.91 | -2.08 | -2.04 |
| 资产减值损失 | -0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 73.56 | 26.36 | 73.98 | 82.94 |
| 投资收益 | 0.17 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 资本支出 | -10.11 | -4.00 | -4.00 | -4.00 |
| 公允价值变动损益 | 2.13 | 1.82 | 1.92 | 1.89 | 其他 | 1.91 | 1.84 | 1.92 | 1.89 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -8.20 | -2.16 | -2.08 | -2.11 |
| 营业利润 | 67.45 | 74.06 | 82.08 | 90.38 | 短期借款 | 2.31 | -3.63 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -0.06 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 长期借款 | -0.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 67.39 | 74.07 | 82.09 | 90.37 | 股权融资 | 9.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 10.97 | 11.74 | 13.11 | 14.44 | 支付股利 | 0.00 | -36.57 | -40.41 | -44.71 |
| 净利润 | 56.42 | 62.34 | 68.98 | 75.93 | 其他 | -39.85 | 0.28 | 0.64 | 0.75 |
| 少数股东损益 | 0.16 | 0.17 | 0.19 | 0.21 | 筹资活动现金流净额 | -28.51 | -39.92 | -39.77 | -43.96 |
| 归属母公司股东净利润 | 56.27 | 62.17 | 68.79 | 75.72 | 现金流量净额 | 36.89 | -15.71 | 32.13 | 36.87 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (亿元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 216.89 | 201.18 | 233.31 | 270.18 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 4.10 | 3.15 | 3.74 | 4.15 | 销售收入增长率 | -4.10% | 8.47% | 8.76% | 8.54% |
| 存货 | 26.19 | 26.73 | 29.21 | 31.73 | 营业利润增长率 | -8.26% | 9.81% | 10.83% | 10.11% |
| 其他流动资产 | 60.56 | 59.89 | 60.16 | 60.40 | 净利润增长率 | -9.04% | 10.49% | 10.65% | 10.09% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -4.99% | 15.09% | 10.30% | 9.63% |
| 投资性房地产 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 60.69 | 57.19 | 53.24 | 48.82 | 毛利率 | 34.74% | 34.97% | 35.30% | 35.56% |
| 无形资产和开发支出 | 10.67 | 10.37 | 10.07 | 9.77 | 三费率 | 5.07% | 7.10% | 6.89% | 6.67% |
| 其他非流动资产 | 5.09 | 5.21 | 5.36 | 5.50 | 净利率 | 22.97% | 23.40% | 23.81% | 24.15% |
| 资产总计 | 384.24 | 363.76 | 395.12 | 430.59 | ROE | 19.43% | 19.72% | 20.01% | 20.20% |
| 短期借款 | 3.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 14.68% | 17.14% | 17.46% | 17.63% |
| 应付和预收款项 | 27.42 | 29.62 | 31.38 | 34.32 | ROIC | 43.78% | 45.60% | 42.40% | 45.30% |
| 长期借款 | 0.70 | 0.70 | 0.70 | 0.70 | EBITDA/销售收入 | 28.78% | 30.53% | 30.97% | 31.28% |
| 其他负债 | 62.16 | 17.29 | 18.33 | 19.64 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 93.91 | 47.62 | 50.41 | 54.66 | 总资产周转率 | 0.68 | 0.71 | 0.76 | 0.76 |
| 股本 | 55.61 | 55.61 | 55.61 | 55.61 | 固定资产周转率 | 5.57 | 5.90 | 6.65 | 7.55 |
| 资本公积 | 1.42 | 1.42 | 1.42 | 1.42 | 应收账款周转率 | 116.14 | 125.64 | 133.02 | 128.69 |
| 留存收益 | 230.78 | 256.37 | 284.75 | 315.76 | 存货周转率 | 6.40 | 6.55 | 6.70 | 6.65 |
| 归属母公司股东权益 | 285.31 | 310.95 | 339.33 | 370.34 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 120.29% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 5.02 | 5.20 | 5.39 | 5.60 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 290.33 | 316.15 | 344.71 | 375.93 | 资产负债率 | 24.44% | 13.09% | 12.76% | 12.69% |
| 负债和股东权益合计 | 384.24 | 363.76 | 395.12 | 430.59 | 带息债务/总负债 | 4.61% | 1.48% | 1.39% | 1.29% |
| | | | | | 流动比率 | 3.44 | 6.76 | 7.12 | 7.32 |
| | | | | | 速动比率 | 3.15 | 6.14 | 6.49 | 6.69 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 58.83% | 58.75% | 59.05% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| EBITDA | 70.68 | 81.34 | 89.72 | 98.36 | 每股收益 | 1.01 | 1.12 | 1.24 | 1.36 |
| PE | 39.11 | 35.39 | 31.99 | 29.06 | 每股净资产 | 5.22 | 5.69 | 6.20 | 6.76 |
| PB | 7.58 | 6.96 | 6.38 | 5.85 | 每股经营现金 | 1.32 | 0.47 | 1.33 | 1.49 |
| PS | 8.96 | 8.26 | 7.59 | 7.00 | 每股股利 | 0.00 | 0.66 | 0.73 | 0.80 |
| EV/EBITDA | 27.23 | 23.80 | 21.22 | 18.98 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 1.66% | 1.84% | 2.03% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旻 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| 上海 | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| 北京 | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
