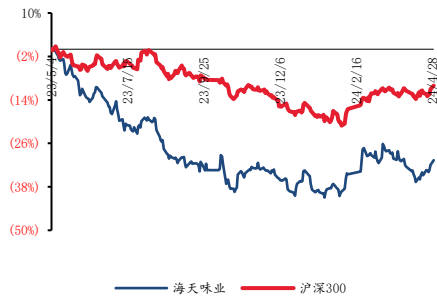


## 海天味业：2024Q1 开门红略超预期，经营稳步恢复

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	55.61/55.61
总市值/流通(亿元)	2,200.33/2,200.33
12个月内最高/最低价(元)	72.6/33.02

### 相关研究报告

- <<海天味业：成本上行，利润承压>>-2022-04-29
- <<海天味业：21年逆境前行，22年稳中求进>>-2022-04-01
- <<海天味业：至暗时刻已过，扣非优于收入>>-2021-10-30

### 证券分析师：肖依琳

电话：  
E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190523100003

### 证券分析师：郭梦婕

电话：  
E-MAIL: guomj@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190523080002

**事件：**公司发布2023年报及2024年一季报，2023年公司实现营业收入245.59亿元，同比-4.10%，归母净利润56.27亿元，同比-9.21%，扣非净利润53.95亿元，同比-9.57%；2023Q4实现营业收入59.09亿元，同比-9.30%；归母净利润12.98亿元，同比-15.20%；扣非净利润12.43亿元，同比-15.39%。2024Q1公司实现营业收入76.94亿元，同比+10.21%，归母净利润19.19亿元，同比+11.85%，扣非净利润18.60亿元，同比+13.35%。2023年公司拟每股派现0.66元（含税），拟派发现金红利36.6亿元（含税）。

**渠道结构持续优化，2024Q1开门红符合预期。**分品类看，2023年公司酱油/蚝油/调味酱/其他业务营收分别126.4/42.5/24.3/35.0亿元，同比-8.8%/-3.8%/-6.1%/+19.4%，其中拆分量价来看，酱油/蚝油/调味酱价格分别同比-4%/-2%/-9%。全年三大类增长承压，但包括醋、料酒、调味汁在内的其他产品收入表现亮眼。分区域来看，北部/中部/南部/东部/西部分别收入同比-4.8%/-4.2%/-2.2%/-7.3%/-0.7%，各区域收入体量均略有下滑，与整体外部环境承压以及公司主动调整渠道结构、优化经销商数量有关，2023年经销商净减少581家（减少1253家，新增672家）。2024Q1公司收入恢复双位数增长，考虑到春节错期、发货节奏影响，2023Q4+2024Q1收入同比增长0.8%，符合此前预期。2024Q1酱油/调味酱/蚝油/其他收入分别同比+10.1%/+6.4%/+9.6%/+22.1%。新品类延续快速增长。东部/南部/中部/北部/西部地区收入分别同比+10.3%/+21.8%/+10.2%/+6.5%/+10.1%，经销商结构继续优化，总数量环比净减少85家至6506家。

**2023年产品结构变化导致盈利水平略有下滑，2024Q1盈利水平逐步恢复。**2023年全年毛利率同比-1.0pct至34.7%，规模效应较弱的新品占比提升导致产品结构变化，全年毛利率略有下滑。费用方面，2023年销售/管理/研发/财务费用率分别为5.3%/2.1%/2.9%/-2.4%，同比-0.1%/+0.4%/-0.0%/+0.5pct，费用率保持较稳定，全年净利率同比-1.3pct至23.0%。2024Q1公司毛利率略有恢复至37.3%，同比+0.4pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为5.5%/1.6%/2.4%/-1.3%，同比+0.2/0.0/-0.4/+0.2pct，销售费用率略有提升与春节旺季稍有加大渠道费用投入力度有关，Q1公司净利率同比+0.4pct至25.1%，盈利水平逐步回升。

**内部调整蓄力，势能向上恢复可期。**经过2023年一年内部调整，公司在适应渠道多元化、寻找新品抓手上已取得初步成效。今年公司提出收入275亿元、利润62亿元目标，预计在产品端公司将坚持以用户为中心拥抱消费者趋势，打造多样化、高品质新品获取增量。渠道上积极拥抱新

零售、工业化渠道，同时优化渠道结构，帮扶经销商减缓库存压力等，有望通过内部积极调整蓄力为长期稳增打好坚实基础。

**盈利预测：**我们预计 2024-2026 年实现收入 275.1/301.8/333.4 亿元，同比增长 12.0%/9.7%/10.5%，实现归母净利润 63.0/69.3/77.3 亿元，同比+11.9%/10.1%/11.5%，对应 PE 为 35/32/28X。我们按照 2024 年业绩给 38 倍 PE，一年目标价 43.05 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；餐饮需求恢复不及预期；渠道调整效果不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24,559	27,506	30,175	33,343
营业收入增长率(%)	-4.10%	12.00%	9.70%	10.50%
归母净利（百万元）	5,627	6,297	6,933	7,730
净利润增长率(%)	-9.21%	11.91%	10.11%	11.50%
摊薄每股收益（元）	1.01	1.13	1.25	1.39
市盈率（PE）	37.57	34.95	31.74	28.47

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,223	21,689	26,943	33,860	41,982
应收和预付款项	214	242	203	240	265
存货	2,392	2,619	0	0	0
其他流动资产	6,145	6,224	6,151	6,178	6,202
流动资产合计	26,974	30,774	33,296	40,278	48,449
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	4	4	3	3	3
固定资产	4,207	4,609	4,651	4,648	4,516
在建工程	1,180	1,460	1,778	2,073	2,374
无形资产开发支出	685	857	1,044	1,247	1,439
长期待摊费用	11	5	5	5	5
其他非流动资产	27,973	31,489	34,065	41,101	49,320
资产总计	34,059	38,424	41,547	49,077	57,656
短期借款	132	363	489	634	787
应付和预收款项	1,300	1,861	0	0	0
长期借款	94	70	70	70	70
其他负债	5,649	7,096	5,717	6,156	6,836
负债合计	7,175	9,391	6,276	6,860	7,694
股本	4,634	5,561	5,561	5,561	5,561
资本公积	142	142	142	142	142
留存收益	21,621	23,078	29,374	36,307	44,037
归母公司股东权益	26,398	28,531	34,758	41,691	49,420
少数股东权益	487	502	513	526	542
股东权益合计	26,884	29,033	35,271	42,217	49,962
负债和股东权益	34,059	38,424	41,547	49,077	57,656

## 现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	3,830	7,356	6,922	8,549	9,711
投资性现金流	-4,659	-820	-1,719	-1,777	-1,742
融资性现金流	-4,018	-2,851	50	145	153
现金增加额	-4,849	3,689	5,253	6,917	8,122

## 利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,610	24,559	27,506	30,175	33,343
营业成本	16,472	16,029	17,274	18,950	20,839
营业税金及附加	207	194	223	242	268
销售费用	1,378	1,306	1,403	1,509	1,684
管理费用	442	526	495	528	584
财务费用	-732	-585	0	0	0
资产减值损失	-17	-4	0	0	0
投资收益	13	17	22	21	25
公允价值变动	121	213	0	0	0
营业利润	7,352	6,745	7,494	8,267	9,218
其他非经营损益	12	-6	0	0	0
利润总额	7,364	6,739	7,494	8,267	9,218
所得税	1,161	1,097	1,187	1,321	1,473
净利润	6,203	5,642	6,307	6,946	7,745
少数股东损益	5	16	11	13	15
归母股东净利润	6,198	5,627	6,297	6,933	7,730

## 预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	35.68%	34.74%	100.00%	100.00%	100.00%
销售净利率	24.20%	22.91%	22.89%	22.98%	23.18%
销售收入增长率	2.42%	-4.10%	12.00%	9.70%	10.50%
EBIT 增长率	-8.03%	-8.77%	26.38%	10.30%	11.51%
净利润增长率	-7.09%	-9.21%	11.91%	10.11%	11.50%
ROE	23.48%	19.72%	18.12%	16.63%	15.64%
ROA	18.20%	14.64%	15.16%	14.13%	13.41%
ROIC	20.16%	16.81%	17.57%	16.16%	15.22%
EPS (X)	1.11	1.01	1.13	1.25	1.39
PE (X)	71.71	37.57	34.95	31.74	28.47
PB (X)	13.97	7.40	6.33	5.28	4.45
PS (X)	14.40	8.59	8.00	7.29	6.60
EV/EBITDA (X)	47.83	27.69	22.44	19.64	16.92

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。