

海天味业 (603288)

行业需求略承压，龙头计划抢份额

事件：

公司发布2023年报及2024年第一季度报告，2023年公司实现营收245.59亿元，同比-4.10%；实现归母净利润56.27亿元，同比-9.21%。2024Q1公司实现营收76.94亿元，同比增长10.21%；归母净利润为19.19亿元，同比增长11.85%，公司业绩符合预期。

► 23年需求平淡，24Q1经营修复

分产品来看，2023年酱油实现营收126.37亿元，同比-8.83%，其中销量同比下滑8.17%，均价下滑0.72%，营收下滑更多的来自量减，同时得益于公司在酱油品牌及产品升级方面取得进步，2023年整体毛利率同比上升2.34pct至42.63%。2023年调味酱实现营收24.27亿元，同比-6.08%，其中销量下滑0.41%，均价下滑5.69%，毛利率下滑1.79pct。2023年蚝油营收为42.51亿元，同比-3.74%，其中销量下滑1.92%，均价下滑1.86%。公司坚持提升产品品质，丰富产品矩阵，2024Q1在春节旺季消费的带动下，公司主要品类均实现正增长，其中酱油/调味酱/蚝油产品分别实现营收40.85/8.01/12.82亿元，同比分别+10.06%/6.44%/9.63%。分地区来看，2023年主要区域营收有所下滑，东部/南部/中部/北部/西部分别同比-7.26%/-2.17%/-4.19%/-4.78%/-0.68%，24Q1基本面迎来修复，该地区营收增速分别为10.33%/21.81%/10.21%/6.46%/10.08%。

► 利润略有承压，期待后续改善

2023年公司毛利率同比下滑0.95pct至34.74%，销售费用率/管理费用率/研发费用率同比-0.06%/+0.42%/-0.02pct至5.32%/2.14%/2.91%，整体净利率同比-1.25pct至22.97%。2024Q1公司毛利率同比提升0.38pct至37.31%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比0.27%/0.00%/-0.37pct至5.50%/1.61%/2.41%，净利率同比+0.37pct至25.06%。

► 盈利预测、估值与评级

考虑到行业需求略承压，我们调整公司2024-2026年营业收入分别至268.12/289.56/312.73亿元，同比增速分别为9.17%/8.00%/8.00%，归母净利润分别为61.72/67.47/73.80亿元，同比增速分别为9.69%/9.33%/9.37%，EPS分别为1.11/1.21/1.33元/股，3年CAGR为9.47%。鉴于公司为基础调味品龙头企业，积极变革，经营有望改善，参照可比公司估值，我们给予公司2024年39倍PE，目标价43.29元，维持“增持”评级。

风险提示：产品质量和食品安全风险、竞争加剧的风险、成本波动风险等。

行业：食品饮料/调味发酵品II
 投资评级：增持（维持）
 当前价格：38.93元
 目标价格：43.29元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5,560.60/5,560.60
流通A股市值(百万元)	216,474.18
每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	17.01
一年内最高/最低(元)	68.27/33.02

股价相对走势



作者

分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn
 分析师：邓洁
 执业证书编号：S0590524040002
 邮箱：dengjie@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25610	24559	26812	28956	31273
增长率(%)	2.42%	-4.10%	9.17%	8.00%	8.00%
EBITDA(百万元)	7469	7079	9024	9713	10472
归母净利润(百万元)	6198	5627	6172	6747	7380
增长率(%)	-7.09%	-9.21%	9.69%	9.33%	9.37%
EPS(元/股)	1.11	1.01	1.11	1.21	1.33
市盈率(P/E)	34.9	38.5	35.1	32.1	29.3
市净率(P/B)	8.2	7.6	6.6	5.8	5.1
EV/EBITDA	46.6	26.4	20.6	18.5	16.5

数据来源：公司公告、iFinD、国联证券研究所预测。股价为2024年05月09日收盘价

相关报告

1、《海天味业(603288)：三季度延续调整，关注改革进展》2023.10.30
 2、《海天味业(603288)：二季度表现不及预期，关注经营变革节奏》2023.08.29

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18223	21689	27653	34373	41603	营业收入	25610	24559	26812	28956	31273
应收账款+票据	188	223	167	180	195	营业成本	16472	16029	16968	18106	19481
预付账款	25	19	22	23	25	营业税金及附加	207	194	221	239	258
存货	2392	2619	2567	2739	2947	营业费用	1378	1306	1367	1477	1564
其他	6145	6224	6034	6049	6066	管理费用	1193	1241	1172	1400	1510
流动资产合计	26974	30774	36442	43364	50835	财务费用	-732	-585	-75	-107	-133
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-4	-7	-8	-8
固定资产	4250	4649	3284	1880	438	公允价值变动收益	121	213	0	0	0
在建工程	1180	1460	1217	973	730	投资净收益	13	17	23	23	23
无形资产	685	857	692	527	362	其他	143	143	143	143	142
其他非流动资产	971	683	678	674	672	营业利润	7352	6745	7317	8000	8751
非流动资产合计	7086	7649	5871	4054	2201	营业外净收益	12	-6	2	2	2
资产总计	34059	38424	42312	47418	53037	利润总额	7364	6739	7320	8003	8753
短期借款	132	363	0	0	0	所得税	1161	1097	1140	1247	1364
应付账款+票据	1300	1861	1868	1993	2145	净利润	6203	5642	6179	6756	7389
其他	5287	6712	6885	7406	7988	少数股东损益	5	16	8	8	9
流动负债合计	6719	8936	8753	9400	10132	归属于母公司净利润	6198	5627	6172	6747	7380
长期带息负债	123	100	57	17	-18						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	332	354	354	354	354						
非流动负债合计	455	454	411	371	336						
负债合计	7175	9391	9164	9771	10468						
少数股东权益	487	502	510	519	528	成长能力					
股本	4634	5561	5561	5561	5561	营业收入	2.42%	-4.10%	9.17%	8.00%	8.00%
资本公积	142	142	142	142	142	EBIT	-8.35%	-7.21%	17.73%	8.98%	9.17%
留存收益	21621	22828	26935	31426	36338	EBITDA	-6.42%	-5.22%	27.47%	7.64%	7.82%
股东权益合计	26884	29033	33148	37648	42569	归属于母公司净利润	-7.09%	-9.21%	9.69%	9.33%	9.37%
负债和股东权益总计	34059	38424	42312	47418	53037	获利能力					
						毛利率	35.68%	34.74%	36.71%	37.47%	37.71%
						净利率	24.22%	22.97%	23.05%	23.33%	23.63%
						ROE	23.48%	19.72%	18.91%	18.17%	17.55%
						ROIC	557.36%	91.89%	138.28%	278.52%	2098.58%
						偿债能力					
						资产负债率	21.07%	24.44%	21.66%	20.61%	19.74%
						流动比率	4.0	3.4	4.2	4.6	5.0
						速动比率	3.6	3.1	3.9	4.3	4.7
						营运能力					
						应收账款周转率	135.9	110.1	160.6	160.6	160.6
						存货周转率	6.9	6.1	6.6	6.6	6.6
						总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
						每股经营现金流	0.7	1.3	1.5	1.6	1.7
						每股净资产	4.7	5.1	5.9	6.7	7.6
						估值比率					
						市盈率	34.9	38.5	35.1	32.1	29.3
						市净率	8.2	7.6	6.6	5.8	5.1
						EV/EBITDA	46.6	26.4	20.6	18.5	16.5
						EV/EBIT	52.5	30.4	25.7	22.8	20.0

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年05月09日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼