

短期承压，静待复苏后业绩改善

2023 年 04 月 27 日

► **事件：**公司发布 22 年年报以及 23 年一季报，公司 22 年全年实现营业总收入 256.10 亿元 (yoy+2.42%)，归母净利润 61.98 亿元 (yoy-7.09%)；单 Q4 公司营业总收入 65.15 亿元 (yoy-7.05%)，归母净利润 15.31 亿元 (yoy-22.03%)，扣非归母净利润 14.69 亿元 (-20.57%)。23Q1 公司总营收 69.81 亿元 (yoy-3.17%)，归母净利润 17.16 亿元 (yoy-6.20%)，扣非归母净利润 16.41 亿元 (yoy-8.38%)。

► **需求、成本双重考验，2022 年公司保持稳健经营。收入端，**受餐饮端需求疲软影响，22 年公司酱油/调味酱/蚝油三大主要产品收入分别同比下滑 2.30%/3.07%/2.54%，量价拆分开来看，由于 2021 年底公司对主要产品进行了提价，酱油/调味酱/蚝油均价分别同比上涨 3.85%/6.73%/5.39%，但销量分别同比下滑 5.93%/8.68%/8.02%。分季度看，22Q4 在疫情感染高峰以及社会舆情的影响下，公司单季度业绩表现较弱，实现营收 65.15 亿元 (yoy-7.05%)，归母净利润 15.31 亿元 (yoy-22.03%)。**成本端，**基于原材料及人工成本持续上行，22 年公司酱油/调味酱/蚝油吨成本分别同比上升 8.63%/9.28%/8.29%。以酱油为例，公司 2022 年酱油吨成本为 3307 元/吨，同比+263 元/吨，其中直接材料同比+211 元/吨，制造费用同比+36 元/吨，直接人工同比+13 元/吨，运费同比+3 元/吨，主因豆粕等主要生产原料及包材价格上涨。从费用率来看，公司费用率保持相对稳定，其中销售费用率 5.38% (yoy-0.05 pct)，管理费用率 1.72% (yoy+0.14 pct)，研发费用率 2.93% (yoy-0.16 pct)。全年整体净利率 24.20%，同比下降 2.48pct。

► **需求复苏仍需时间，23Q1 成本端环比有所改善。**下游餐饮复苏传导仍需时间，舆情对公司春节动销或有余波，但影响边际减弱，致使一季报收入端略有下滑。成本端，豆粕等核心原料价格已显著回落，Q1 毛利率环比提升 2.88 个 pct 至 36.93%，但较 22 年同期仍下滑了 1.24pct，使得归母净利润同比下滑 6.20%。

► **投资建议：**公司作为国内基础调味品龙头，品牌&规模等方面优势显著，业务上餐饮端占比较高，需求复苏略有滞后。在一季度增速承压基础上，公司 2023 年营业收入目标定为 281.7 亿元 (yoy+10.0%)，归母净利目标 68.2 亿元 (yoy+10.0%)，展现管理层对后续发展的信心，全年业绩有望逐季改善。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 282.03/315.87/351.77 亿元，同比增长 10.1%/12.0%/11.4%，归母净利润分别为 68.61/78.97/90.37 亿元，同比增长 10.7%/15.1%/14.4%，当前股价(4 月 26 日收盘价)对应 PE 分别为 46/40/35X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料及包材价格大幅上涨、食品安全问题、餐饮消费需求恢复不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	25610	28203	31587	35177
增长率 (%)	2.4	10.1	12.0	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	6198	6861	7897	9037
增长率 (%)	-7.1	10.7	15.1	14.4
每股收益 (元)	1.34	1.48	1.70	1.95
PE	51	46	40	35
PB	12.0	10.5	9.1	7.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

68.44 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 海天味业 (603288.SH) 2022 年三季报点评：成本&需求短期仍有压力，弱复苏下静候拐点-2022/10/27
- 海天味业 (603288.SH) 2022 年中报点评：二季度全面恢复增长，龙头企业优势不减-2022/08/31
- 海天味业 (603288) 2021 年三季报点评：经营环比改善，静待基本面拐点-2021/10/30
- 海天味业 (603288) 公告点评：提价重塑渠道利润体系，中长期回归健康增长-2021/10/13
- 海天味业 (603288) 2021 年半年报点评：控费提效应对压力，龙头规模优势凸显-2021/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	25610	28203	31587	35177
营业成本	16472	18128	20193	22148
营业税金及附加	207	226	253	281
销售费用	1378	1523	1706	1864
管理费用	442	423	442	457
研发费用	751	790	853	915
EBIT	6502	7271	8316	9708
财务费用	-732	-718	-877	-861
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	13	34	39	43
营业利润	7352	8127	9355	10705
营业外收支	12	1	1	1
利润总额	7364	8128	9355	10706
所得税	1161	1262	1453	1663
净利润	6203	6865	7902	9043
归属于母公司净利润	6198	6861	7897	9037
EBITDA	7339	8235	9438	10977

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18223	22189	26802	32123
应收账款及票据	188	232	260	289
预付款项	25	36	40	44
存货	2392	2732	3043	3337
其他流动资产	6145	6262	6384	6476
流动资产合计	26974	31451	36529	42269
长期股权投资	0	34	73	116
固定资产	4207	4391	4547	4687
无形资产	685	684	684	683
非流动资产合计	7086	7143	7322	7518
资产合计	34059	38593	43851	49787
短期借款	132	132	132	132
应付账款及票据	1300	1764	1826	1911
其他流动负债	5287	5457	6055	6641
流动负债合计	6719	7353	8012	8684
长期借款	94	119	119	119
其他长期负债	362	346	335	346
非流动负债合计	455	465	454	465
负债合计	7175	7818	8467	9149
股本	4634	4634	4634	4634
少数股东权益	487	491	496	502
股东权益合计	26884	30775	35385	40638
负债和股东权益合计	34059	38593	43851	49787

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.42	10.13	12.00	11.36
EBIT 增长率	-8.00	11.83	14.37	16.73
净利润增长率	-7.09	10.70	15.11	14.44
盈利能力 (%)				
毛利率	35.68	35.72	36.07	37.04
净利润率	24.20	24.33	25.00	25.69
总资产收益率 ROA	18.20	17.78	18.01	18.15
净资产收益率 ROE	23.48	22.65	22.64	22.52
偿债能力				
流动比率	4.01	4.28	4.56	4.87
速动比率	3.65	3.89	4.17	4.47
现金比率	2.71	3.02	3.35	3.70
资产负债率 (%)	21.07	20.26	19.31	18.38
经营效率				
应收账款周转天数	2.69	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	53.00	55.00	55.00	55.00
总资产周转率	0.76	0.78	0.77	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	1.34	1.48	1.70	1.95
每股净资产	5.70	6.54	7.53	8.66
每股经营现金流	0.83	1.73	1.99	2.27
每股股利	0.70	0.71	0.82	0.94
估值分析				
PE	51	46	40	35
PB	12.0	10.5	9.1	7.9
EV/EBITDA	40.77	35.85	30.79	25.99
股息收益率 (%)	1.02	1.04	1.20	1.37

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6203	6865	7902	9043
折旧和摊销	837	963	1122	1270
营运资金变动	-2404	227	330	342
经营活动现金流	3830	8004	9202	10528
资本开支	-1513	-1116	-1233	-1380
投资	-3891	0	0	0
投资活动现金流	-4659	-1039	-1233	-1380
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-8	20	-15	0
筹资活动现金流	-4018	-2999	-3356	-3828
现金净流量	-4849	3965	4613	5321

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026