

收入增速转正，静待全面改革成果

2023 年 11 月 01 日

► **事件：**公司发布 23 年三季报，23Q1-Q3 营收 186.50 亿元 (yoy-2.33%)，归母净利润 43.29 亿元 (yoy-7.25%)，扣非归母净利润 41.52 亿元 (yoy-7.67%)。其中，单 Q3 营收 56.85 亿元 (yoy+2.20%)，归母净利润 12.32 亿元 (yoy-3.24%)，扣非归母净利润 11.82 亿元 (yoy-1.87%)

► **23Q3 收入增速转正，渠道调整持续推进。**23Q3 营收 56.85 亿元 (yoy+2.20%)，收入增速环比修复。**分产品**，23Q3 酱油/耗油/调味酱/其他产品营收分别为 28.28/5.29/10.24/8.86 亿元 (yoy-2.8%/-4.9%/+2.3%/+38.6%)，核心品类收入同比承压，主要系整体餐饮需求恢复节奏偏慢，以及公司主动调节经销商库存水平，促进渠道健康发展。其他产品营收同比增长，主要系醋/料酒/复调等品类贡献增量。**分渠道**，23Q3 线下/线上营收 50.36/2.31 亿元 (yoy+3.3%/+0.1%)。**分区域**，23Q2 公司东部/南部/中部/北部/西部分别营收 9.80/10.69/11.54/13.31/7.33 亿元 (yoy-2.5%/+9.6%/-1.8%/+5.7%/6.0%)。截至 23Q3，经销商数量合计 6775 家 (环比净增 19 家)，经销商数量恢复正增长。

► **产品结构调整导致毛利率下降，盈利短期承压。**现金流方面，23Q3 公司销售商品、提供劳务收到的现金 64.53 亿元 (yoy+6.50%)，经营性现金流净额 8.69 亿元 (yoy+405.23%)，现金流同比改善。23Q3 毛利率为 34.54% (yoy-0.75pct)，主要系产品结构调整。23Q3 期间费用率 8.69% (yoy+0.35pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.59%/2.38%/-1.81%/2.52% (yoy-0.28/+0.13/+0.80/-0.31pct)。23Q3 归母净利率为 21.68% (yoy-1.22pct)，盈利短期承压。

► **投资建议：董事长回购彰显发展信心，静待全面改革成果。**短期，23Q4 收入低基数 & 渠道库存逐步消化，我们预计 23Q4 收入端增长环比提速。**中长期**，公司已加快产品/渠道/终端建设等全面改革节奏。渠道方面，公司积极顺应消费习惯及消费场景的变化，目前已着眼于食品工业、头部餐饮等新兴渠道的机会挖掘。产品方面，公司正在着力在品种、口味、规格等细分赛道上发力。根据公司 10 月 17 日公告，公司董事长提议回购公司股份，彰显管理层对公司未来发展的信心。我们认为公司改革红利有望于明年逐步释放，公司业绩增长有望提速。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 256.31/282.59/314.75 亿元，同比 +0.1%/+10.3%/+11.4%，归母净利润分别为 60.25/68.24/76.80 亿元，同比 -2.8%/+13.3%/+12.5%，当前市值对应 PE 分别为 35/31/27X，公司作为全国性的调味品龙头已具备较强品牌护城河，看好公司长期成长性，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、食品安全问题、渠道库存压力消化不及预期、原材料价格大幅波动等

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	25631	28259	31475
增长率 (%)	2.4	0.1	10.3	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	6198	6025	6824	7680
增长率 (%)	-7.1	-2.8	13.3	12.5
每股收益 (元)	1.11	1.08	1.23	1.38
PE	34	35	31	27
PB	7.9	7.2	6.4	5.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

37.65 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 杜山

执业证书：S0100523100003

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 1.海天味业 (603288.SH) 2023 年中报点评：收入短期承压，关注改革进度-2023/09/03
- 2.海天味业 (603288.SH) 2022 年年报&2023 年一季报点评：短期承压，静待复苏后业绩改善-2023/04/27
- 3.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
- 4.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

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	25631	28259	31475
营业成本	16472	16596	18319	20244
营业税金及附加	207	205	226	252
销售费用	1378	1384	1469	1574
管理费用	442	461	396	409
研发费用	751	718	763	818
EBIT	6500	6318	7143	8240
财务费用	-732	-717	-820	-767
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	13	31	34	38
营业利润	7352	7168	8120	9139
营业外收支	12	9	10	10
利润总额	7364	7177	8129	9149
所得税	1161	1148	1301	1464
净利润	6203	6029	6828	7685
归属于母公司净利润	6198	6025	6824	7680
EBITDA	7337	7322	8396	9755

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18223	20844	24529	28824
应收账款及票据	188	211	232	259
预付款项	25	33	37	40
存货	2392	2501	2760	3051
其他流动资产	6145	6268	6389	6481
流动资产合计	26974	29857	33948	38655
长期股权投资	0	31	66	104
固定资产	4207	4350	4415	4442
无形资产	685	684	684	683
非流动资产合计	7086	7151	7236	7313
资产合计	34059	37008	41184	45969
短期借款	132	132	132	132
应付账款及票据	1300	1615	1656	1747
其他流动负债	5287	5025	5496	6066
流动负债合计	6719	6771	7284	7944
长期借款	94	197	197	197
其他长期负债	362	370	359	369
非流动负债合计	455	567	555	566
负债合计	7175	7338	7839	8510
股本	4634	5561	5561	5561
少数股东权益	487	491	495	500
股东权益合计	26884	29670	33345	37459
负债和股东权益合计	34059	37008	41184	45969

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	0.08	10.25	11.38
EBIT 增长率	-8.03	-2.80	13.06	15.37
净利润增长率	-7.09	-2.79	13.26	12.54
盈利能力 (%)				
毛利率	35.68	35.25	35.18	35.68
净利率	24.20	23.51	24.15	24.40
总资产收益率 ROA	18.20	16.28	16.57	16.71
净资产收益率 ROE	23.48	20.65	20.77	20.78
偿债能力				
流动比率	4.01	4.41	4.66	4.87
速动比率	3.65	4.02	4.27	4.47
现金比率	2.71	3.08	3.37	3.63
资产负债率 (%)	21.07	19.83	19.03	18.51
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	0.72	0.72	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	1.08	1.23	1.38
每股净资产	4.75	5.25	5.91	6.65
每股经营现金流	0.69	1.24	1.47	1.69
每股股利	0.70	0.57	0.64	0.72
估值分析				
PE	34	35	31	27
PB	7.9	7.2	6.4	5.7
EV/EBITDA	26.21	26.27	22.91	19.72
股息收益率 (%)	1.86	1.51	1.71	1.92

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6203	6029	6828	7685
折旧和摊销	837	1004	1253	1515
营运资金变动	-2404	-122	258	339
经营活动现金流	3830	6921	8187	9411
资本开支	-1513	-1107	-1266	-1503
投资	-3891	0	0	0
投资活动现金流	-4659	-1150	-1266	-1503
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-8	114	-32	0
筹资活动现金流	-4018	-3151	-3236	-3612
现金净流量	-4849	2621	3685	4296

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。	公司评级	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