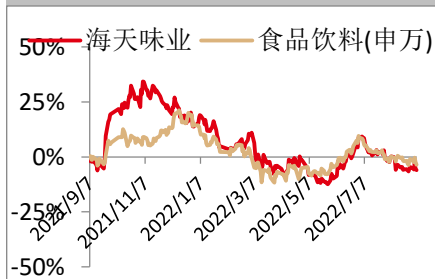


股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	112.15
52 周内低	71.55
总市值(亿元)	3614
流通市值(亿元)	3614
总股本(亿股)	46.34
A 股(亿股)	46.34
—已流通(亿股)	46.34
—限售股(亿股)	0.00

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email: caixueyu@cnpsec.com

海天味业 (603288.SH):
营收改善，成本因素致利润短期承压
事件

公司发布 2022 年半年报，上半年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 135.32/33.93/32.93 亿元，同比+9.73%/+1.21%/+1.32%。单二季度公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 63.22/15.64/15.02 亿元，同比+22.19%/+11.79%/+10.85%，Q2 表现略超预期。

核心观点：

Q2 疫情扰动下经营有韧性，营收同比改善显著。分产品看，公司 22H1 酱油/调味酱/蚝油/其他品类分别实现营收 74.93/14.22/22.09/15.64 亿元，同比分别 +6.8%/-3.6%/+3.7%/+39.0%，其中单二季度分别实现营收 34.17/6.15/10.78/7.96 亿元，同比分别 +17.1%/+3.87%/+12.0%/+87.3%，其中酱油受益公司对社区团购等新渠道管控，C 端同比改善显著；调味酱、蚝油产品表现低于预期，主要由于两者餐饮渠道占比较高，而 Q2 疫情扰动下餐饮需求回落，大包装产品下滑；其他品类受醋、料酒高增速驱动叠加收购公司（浙江久晟、红河宏斌）并表影响，整体维持高增长。分区域看，H1 东部/南部/中部/北部/西部分别实现营收 24.93/24.54/27.36/34.67/15.39 亿元，同比分别+5.7%/+15.8%/+2.5%/+11.4%/3.5%，其中单 Q2 同比分别+5.9%/+27.3%/+21.0%/+28.1%/+19.6%，除东部受疫情影响外，其他区域 Q2 增速回升。渠道端，Q2 线下/线上均衡发展，同比分别+19.4%/+57.5%，H1 末公司合作经销商 7147 家，同比+8 家，上半年开启的渠道优化逐渐进入尾声。

原料成本上行，盈利能力短期承压。公司 H1 毛利率为 36.63%，同比-2.68pct，单 Q2 毛利率为 34.87%，同比/环比分别-2.19/-3.30pct，毛利率下滑主要由于原料、运费上行超预期。费用端，Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.68%/1.62%/3.24%/-3.39%，同比-0.48/-0.32/+0.77/-0.40pct，疫情期间部分终端投放收缩或延后，同时公司整体控费稳健，公司 Q2 归母净利率 24.74%，同比-2.30pct。

需求静待改善，成本压力有望缓解。短期来看，下半年餐饮行业仍持续受到散点式疫情影响，需求复苏需要时间，公司预计通过发力零售以及线上渠道来维持整体营收增长；成本端，伴随大豆、包材等原料价格初显回落趋势，毛利率有望小幅回升。长期来看，公司料酒、醋以及新收购品类不断扩容公司产品矩阵，持续高增长展现潜力，未来倾斜资源培育有望接棒公司核心品类打开长期增量空间，不断夯实公司调味品龙头地位。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 279.85/316.73/360.16 亿元，同比增长 11.92%/13.18%/13.71%；实现归母净利 71.73/83.91/98.58 亿元，同比增长 7.52%/16.99%/17.48%，对应 EPS 为 1.55/1.81/2.13 元，对应当前股价 PE 为 49/42/36 倍。公司面对疫情扰动、成本上行做出积极应对，通过包装改进、原料利用率提升等措施缓解成本压力，下半年如原材料价格回落则有望释放利润弹性。结合公司历史估值与可比公司估值，我们给予公司 2023 年 50 倍 PE 估值，目标价 90.5 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

大豆等原料成本上行，C 端竞争加剧，疫情影响下餐饮复苏不及预期，食品安全等风险

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：百万元	25004.03	27984.66	31672.97	36016.11
同比增速%	9.71%	11.92%	13.18%	13.71%
归属于母公司净利润：百万元	6670.76	7172.60	8391.30	9858.20
同比增速%	4.18%	7.52%	16.99%	17.48%
EPS 元/股	1.44	1.55	1.81	2.13
PE	52.97	49.26	42.11	35.84

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 5 日收盘价

财务预测三表

资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	16958	19814	24534	29628	35640
应收账款+票据	41	56	39	44	50
预付账款	16	16	21	24	27
存货	2100	2227	2751	3094	3484
其他	5085	5466	5476	5489	5504
流动资产合计	24200	27579	32822	38279	44706
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3914	3688	4339	4927	5020
在建工程	369	923	462	0	0
无形资产	385	377	314	251	188
其他非流动资产	665	771	766	762	761
非流动资产合计	5333	5759	5881	5940	5969
资产总计	29534	33338	38703	44219	50676
短期借款	93	105	0	0	0
应付账款+票据	1415	2074	2117	2381	2681
其他	7573	7299	9255	10446	11830
流动负债合计	9080	9477	11372	12828	14512
长期带息负债	0	54	44	33	22
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	287	307	307	307	307
非流动负债合计	287	361	351	340	329
负债合计	9368	9838	11723	13167	14841
少数股东权益	98	98	102	107	112
股本	3240	4213	4213	4213	4213
资本公积	791	142	142	142	142
留存收益	16037	19046	22523	26590	31368
股东权益合计	20166	23500	26980	31052	35835
负债和股东权益总	29534	33338	38703	44219	50676

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6409	6671	7177	8396	9864
折旧摊销	575	724	377	442	471
财务费用	-392	-584	-605	-743	-896
存货减少	-297	-127	-525	-343	-390
营运资金变动	751	-258	1478	1091	1270
其它	-95	-124	407	226	273
经营活动现金流	6950	6302	8310	9069	10591
资本支出	-797	-1011	-500	-500	-500
长期投资	-1552	-4687	0	0	0
其他	430	773	117	117	117
投资活动现金流	-1920	-4925	-383	-383	-383
债权融资	73	66	-115	-11	-11
股权融资	540	972	0	0	0
其他	-3562	-3950	-3091	-3581	-4184
筹资活动现金流	-2949	-2911	-3206	-3592	-4195
现金净增加额	2082	-1538	4720	5093	6013

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	22792	25004	27985	31673	36016
营业成本	13181	15337	17509	19692	22173
税金及附加	211	218	264	299	339
营业费用	1366	1357	1315	1409	1549
管理费用	1073	1166	1279	1346	1441
财务费用	-392	-584	-605	-743	-896
资产减值损失	0	0	-8	-9	-10
公允价值变动	139	128	120	120	120
投资净收益	36	39	45	45	45
其他	116	143	126	125	125
营业利润	7644	7820	8506	9951	11690
营业外净收益	-1	0	-1	-1	-1
利润总额	7642	7821	8504	9949	11689
所得税	1233	1149	1328	1554	1825
净利润	6409	6671	7177	8396	9864
少数股东损益	6	1	4	5	5
归属于母公司	6403	6671	7173	8391	9858

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.13%	9.71%	11.92%	13.18%	13.71%
EBIT	19.16%	-0.19%	9.16%	16.55%	17.23%
EBITDA	19.24%	1.73%	3.98%	16.57%	16.74%
归母净利润	19.61%	4.18%	7.52%	16.99%	17.48%
获利能力					
毛利率	42.17%	38.66%	37.43%	37.83%	38.44%
净利率	28.12%	26.68%	25.64%	26.51%	27.39%
ROE	31.91%	28.51%	26.69%	27.12%	27.60%
ROIC	2267.6	1154.07	679.01	-8522.77	-1195.12
偿债能力					
资产负债	31.72%	29.51%	30.29%	29.78%	29.29%
流动比率	2.7	2.9	2.9	3.0	3.1
速动比率	2.4	2.7	2.6	2.7	2.8
营运能力					
应收账款周转	549.3	446.1	716.6	716.6	716.6
存货周转率	6.3	6.9	6.4	6.4	6.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益	1.4	1.4	1.5	1.8	2.1
每股经营现金	1.5	1.4	1.8	2.0	2.3
每股净资产	4.3	5.1	5.8	6.7	7.7
估值比率					
市盈率	55.2	53.0	49.3	42.1	35.8
市净率	17.6	15.1	13.1	11.4	9.9
EV/EBITDA	80.5	52.8	39.4	33.3	28.1
EV/EBIT	86.9	58.1	41.3	34.9	29.3

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年9月5日收盘价

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。