



# 海天味业 (603288.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 顶住压力，稳步复苏

### 业绩简评

8月29日公司发布24年半年报，24H1实现营收141.56亿元，同比+9.18%；实现归母净利润34.53亿元，同比+11.52%；扣非归母净利润33.25亿元，同比+11.95%。其中，24Q2实现营收64.62亿元，同比+7.98%；实现归母净利润15.34亿元，同比+11.12%；扣非归母净利润14.65亿元，同比+10.24%。

### 经营分析

**Q2 延续修复态势，全品类录得正增长。**1) 下游餐饮需求承压背景下，公司实现韧性增长，主要受益于前期库存消化及产品创新、渠道拓展并行，Q2全品类实现增长。24Q2 酱油/蚝油/调味酱/其他产品收入分别为 31.79/10.41/6.51/10.80 亿元，同比 +3.0%/+1.2%/+11.3%/+22.5%。2) 经销商优化动作基本完成，数量重启增长。24H1 末经销商数量为 6674 家，较年初净增加 168 家。3) 南部市场竞争激烈，公司仍实现双位数增长，预计增量主要来自周边餐饮及工业客户定制产品开发。24Q2 北部/中部/东部/南部/西部增速分别为 +6.0%/+2.6%/+5.0%/+13.3%/+6.4%。

**成本压力缓解，费用投放增加，盈利能力小幅提升。**24Q2 毛利率/净利率分别为 36.33%/23.74%，同比 +1.60pct/+0.67pct。毛利率改善主要系包材辅料、大豆成本下行。同时预计渠道结构优化亦有帮助。24Q2 销售/管理/研发费率分别同比 +1.03pct/+0.15pct/+0.27pct，期间费率提升主要系人员工资和广告投放增加，24H1 广告费用为 2.09 亿元，同比 +39.7%。

**同期公司公告 2024-2028 年员工持股计划 (草案)**，其中 2024 年计划授予不超过 800 人，董监高持股比例合计不超过 15%，受让价为 36.87 元/股，对应 24 年业绩考核同比增长不低于 10.8%。

**行业逐步进入饱和阶段，预计产品升级为核心驱动力。**我们看好公司借助品牌和渠道打造的平台化优势，持续提升细分品类市占率。尽管酱油市场规模趋于饱和，健康化、功能化细分方向仍具备机会，同时公司注重对工业端、小 B 端的定制化服务，有望抓住差异化增长机会，顺利完成全年双位数增长目标。

### 盈利预测、估值与评级

预计 24-26 年归母净利润分别为 62.5/69.0/76.3 亿元，同比增长 11%/10%/11%，对应 PE 分别为 30x/27x/25x，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.99 元

### 相关报告：

- 《海天味业公司点评：23 年集中承压，Q1 录得开门红》，2024.4.29
- 《海天味业公司点评：需求边际改善，期待改革成效》，2023.10.31
- 《海天味业公司点评：Q2 基本面承压，看好拐点向上》，2023.8.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,610	24,559	27,517	30,663	34,085
营业收入增长率	2.42%	-4.10%	12.04%	11.43%	11.16%
归母净利润(百万元)	6,198	5,627	6,254	6,903	7,630
归母净利润增长率	-7.09%	-9.21%	11.14%	10.39%	10.53%
摊薄每股收益(元)	1.337	1.012	1.125	1.241	1.372
每股经营性现金流净额	0.83	1.32	1.02	1.26	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.48%	19.72%	19.89%	19.87%	19.83%
P/E	59.51	37.50	30.22	27.38	24.77
P/B	13.97	7.40	6.01	5.44	4.91

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>25,004</b>	<b>25,610</b>	<b>24,559</b>	<b>27,517</b>	<b>30,663</b>	<b>34,085</b>
增长率		2.4%	-4.1%	12.0%	11.4%	11.2%
主营业务成本	-15,337	-16,472	-16,029	-17,776	-19,771	-21,992
%销售收入	61.3%	64.3%	65.3%	64.6%	64.5%	64.5%
毛利	9,667	9,138	8,531	9,740	10,892	12,093
%销售收入	38.7%	35.7%	34.7%	35.4%	35.5%	35.5%
营业税金及附加	-218	-207	-194	-220	-245	-273
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,357	-1,378	-1,306	-1,486	-1,625	-1,807
%销售收入	5.4%	5.4%	5.3%	5.4%	5.3%	5.3%
管理费用	-394	-442	-526	-550	-613	-648
%销售收入	1.6%	1.7%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%
研发费用	-772	-751	-715	-743	-797	-886
%销售收入	3.1%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	6,926	6,359	5,790	6,741	7,611	8,480
%销售收入	27.7%	24.8%	23.6%	24.5%	24.8%	24.9%
财务费用	584	732	585	381	285	256
%销售收入	-2.3%	-2.9%	-2.4%	-1.4%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-2	-19	-4	-1	-1	-1
公允价值变动收益	128	121	213	140	140	140
投资收益	39	13	17	20	20	20
%税前利润	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	7,820	7,352	6,745	7,447	8,215	9,076
营业利润率	31.3%	28.7%	27.5%	27.1%	26.8%	26.6%
营业外收支	0	12	-6	5	10	15
税前利润	7,821	7,364	6,739	7,452	8,225	9,091
利润率	31.3%	28.8%	27.4%	27.1%	26.8%	26.7%
所得税	-1,149	-1,161	-1,097	-1,192	-1,316	-1,455
所得税率	14.7%	15.8%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	6,671	6,203	5,642	6,260	6,909	7,636
少数股东损益	1	5	16	6	6	6
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6,671</b>	<b>6,198</b>	<b>5,627</b>	<b>6,254</b>	<b>6,903</b>	<b>7,630</b>
净利率	26.7%	24.2%	22.9%	22.7%	22.5%	22.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,671	6,203	5,642	6,260	6,909	7,636
少数股东损益	1	5	16	6	6	6
非现金支出	748	856	929	17	17	18
非经营收益	-837	-825	-629	-308	-173	-198
营运资金变动	-258	-2,404	1,414	-300	241	-240
<b>经营活动现金净流</b>	<b>6,324</b>	<b>3,830</b>	<b>7,357</b>	<b>5,668</b>	<b>6,994</b>	<b>7,216</b>
资本开支	-1,014	-1,513	-1,922	-771	-801	-887
投资	-4,687	-3,891	686	1	1	1
其他	776	745	417	20	20	20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,925</b>	<b>-4,659</b>	<b>-820</b>	<b>-750</b>	<b>-780</b>	<b>-867</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	12	-8	221	-404	0	0
其他	-2,923	-4,009	-3,072	-3,347	-3,621	-3,899
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,911</b>	<b>-4,018</b>	<b>-2,851</b>	<b>-3,751</b>	<b>-3,621</b>	<b>-3,899</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,516</b>	<b>-4,849</b>	<b>3,690</b>	<b>1,168</b>	<b>2,593</b>	<b>2,450</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,814	18,223	21,689	22,857	25,451	27,901
应收款项	72	199	405	271	302	336
存货	2,227	2,392	2,619	2,581	2,708	2,952
其他流动资产	5,466	6,160	6,062	6,199	6,341	6,483
流动资产	27,579	26,974	30,774	31,909	34,802	37,672
%总资产	82.7%	79.2%	80.1%	78.8%	78.8%	78.6%
长期投资	5	4	4	3	2	1
固定资产	4,537	5,387	6,069	6,849	7,649	8,549
%总资产	13.6%	15.8%	15.8%	16.9%	17.3%	17.8%
无形资产	415	906	1,072	1,070	1,076	1,093
非流动资产	5,759	7,086	7,649	8,560	9,364	10,279
%总资产	17.3%	20.8%	19.9%	21.2%	21.2%	21.4%
<b>资产总计</b>	<b>33,338</b>	<b>34,059</b>	<b>38,424</b>	<b>40,469</b>	<b>44,166</b>	<b>47,951</b>
短期借款	126	152	394	20	20	20
应付款项	3,046	2,345	2,709	2,804	3,224	3,705
其他流动负债	6,305	4,222	5,833	5,264	5,245	4,804
流动负债	9,477	6,719	8,936	8,088	8,489	8,530
长期贷款	0	94	70	70	70	70
其他长期负债	361	362	384	353	353	353
负债	9,838	7,175	9,391	8,511	8,913	8,953
<b>普通股股东权益</b>	<b>23,402</b>	<b>26,398</b>	<b>28,531</b>	<b>31,448</b>	<b>34,737</b>	<b>38,474</b>
其中：股本	4,213	4,634	5,561	5,561	5,561	5,561
未分配利润	16,922	19,286	20,279	23,196	26,485	30,222
少数股东权益	98	487	502	508	514	520
<b>负债股东权益合计</b>	<b>33,338</b>	<b>34,059</b>	<b>38,424</b>	<b>40,468</b>	<b>44,164</b>	<b>47,948</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.584	1.337	1.012	1.125	1.241	1.372
每股净资产	5.555	5.697	5.131	5.655	6.247	6.919
每股经营现金净流	1.501	0.827	1.323	1.019	1.258	1.298
每股股利	1.080	1.030	0.760	0.600	0.650	0.700
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.51%	23.48%	19.72%	19.89%	19.87%	19.83%
总资产收益率	20.01%	18.20%	14.64%	15.45%	15.63%	15.91%
投入资本收益率	24.99%	19.72%	16.42%	17.65%	18.07%	18.21%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.71%	2.42%	-4.10%	12.04%	11.43%	11.16%
EBIT增长率	-0.50%	-8.18%	-8.96%	16.43%	12.90%	11.42%
净利润增长率	4.18%	-7.09%	-9.21%	11.14%	10.39%	10.53%
总资产增长率	12.88%	2.16%	12.81%	5.32%	9.14%	8.57%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.7	1.7	3.1	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	51.5	51.2	57.0	53.0	50.0	49.0
应付账款周转天数	31.0	32.2	30.8	31.0	33.0	35.0
固定资产周转天数	52.8	60.0	68.5	67.8	67.4	67.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-106.7%	-89.5%	-93.2%	-90.0%	-89.3%	-87.4%
EBIT利息保障倍数	-11.9	-8.7	-9.9	-17.7	-26.7	-33.1
资产负债率	29.51%	21.07%	24.44%	21.03%	20.18%	18.67%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	10	16	61
增持	0	0	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.29	1.30	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-30	买入	78.57	N/A
2	2022-10-27	买入	67.87	N/A
3	2023-04-26	买入	70.75	N/A
4	2023-08-30	买入	40.00	N/A
5	2023-10-31	买入	37.87	N/A
6	2024-04-29	买入	38.84	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究