

海天味业（603288.SH）

优于大市

第三季度收入同比增长 9.83%，渠道调整效果逐渐体现

核心观点

2024 年第三季度收入同比增长 9.83%。海天味业 2024 前三季度实现营业总收入 203.99 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利润 48.15 亿元，同比增长 11.23%；实现扣非归母净利润 46.15 亿元，同比增长 11.14%；2024 第三季度实现营业总收入 62.43 亿元，同比增长 9.83%；实现归母净利润 13.62 亿元，同比增长 10.50%；实现扣非归母净利润 12.89 亿元，同比增长 9.11%。

酱油品类与线下渠道边际改善，渠道调整效果体现。2024 第三季度酱油/蚝油/调味酱/其他分别实现营收 30.7/11.1/5.8/10.2 亿元，同比 +9%/+8%/+10%/+15%，线下/线上渠道分别实现营收 54.4/3.4 亿元，同比 +8%/+45%，酱油品类和线下渠道在线下餐饮疲软的背景下增速环比 2024 第二季度改善明显，体现前期渠道调整效果，其他品类（料酒、醋等）也保持较好增幅。渠道端北部/中部/东部/南部/西部经销商环比+1/15/16/13/3 家至 1976/1470/914/868/1494 家，经销商数量回升企稳。

毛利率同比改善，竞争环境下费用率维稳。2024 第三季度公司毛利率为 36.6%，同比+2.1pct，主因黄豆等大宗原料成本呈回调趋势。2024 第三季度销售/管理费用率 5.6%/2.4%，同比基本持平，虽然调味品行业竞争有所加剧，但是公司整体费投在规模优势下保持良性。综合来看，2024 第三季度净利率 21.8%，同比+0.1pct，公司继续维持较高水平的盈利能力。

前期积累势能逐渐释放，员工持股计划加强凝聚力。2024 年公司依托品牌与渠道的势能积累，库存调整到良性水平。2024 年员工持股计划 2024 年对应公司业绩考核指标与公司利润目标一致，即 2024 年归母净利润同比增加 10.8%（剔除股份支付费用），对应 2024 第四季度利润增长约 9%，员工持股计划有望加强团队凝聚力，助力中长期良性发展。

风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：考虑到下游餐饮需求较为疲软，我们下调此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 268.9/296.4/323.6 亿元（前预测值为 275.2/303.3/331.2 亿元），同比 9.5%/10.2%/9.2%；2024-2026 年公司实现归母净利润 62.4/68.5/74.2 亿元（前预测值为 63.8/70.1/75.9 亿元），同比 11.0%/9.8%/8.3%。综上，我们预计 2024-2026 年公司实现 EPS1.12/1.23/1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 40.4/36.8/34.0 倍，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,610	24,559	26,890	29,636	32,362
(+/-%)	2.4%	-4.1%	9.5%	10.2%	9.2%
净利润(百万元)	6198	5627	6245	6855	7420
(+/-%)	-7.1%	-9.2%	11.0%	9.8%	8.3%
每股收益(元)	1.34	1.01	1.12	1.23	1.33
EBIT Margin	24.8%	23.6%	25.6%	25.4%	25.2%
净资产收益率(ROE)	23.5%	19.7%	19.7%	19.5%	19.1%
市盈率(PE)	33.9	44.8	40.4	36.8	34.0
EV/EBITDA	30.3	39.1	35.6	32.4	30.1
市净率(PB)	7.96	8.84	7.97	7.19	6.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

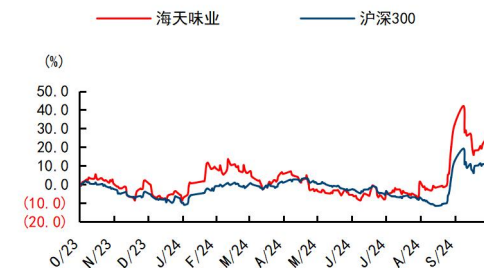
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	45.37 元
总市值/流通市值	252284/252284 百万元
52 周最高价/最低价	52.99/33.02 元
近 3 个月日均成交额	552.33 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海天味业（603288.SH）-第二季度收入同比增长 7.98%，员工持股计划助力长远发展》——2024-08-31

《海天味业（603288.SH）-前三季度业绩下滑 7.3%，回购彰显长期发展信心》——2023-11-06

《海天味业（603288.SH）-前三季度业绩同比下滑 0.9%，静待需求恢复与成本回落》——2022-10-30

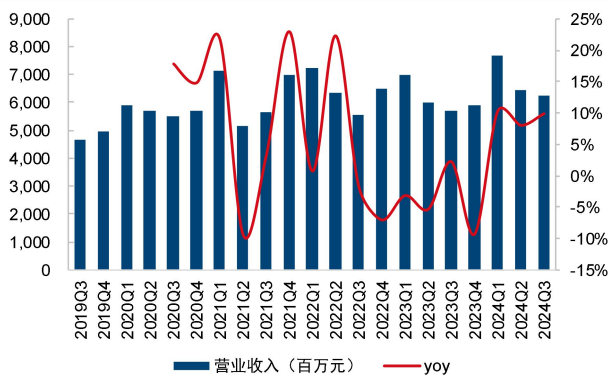
2024 年第三季度收入同比增长 9.83%。海天味业 2024 前三季度实现营业总收入 203.99 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利润 48.15 亿元，同比增长 11.23%；实现扣非归母净利润 46.15 亿元，同比增长 11.14%；2024 第三季度实现营业总收入 62.43 亿元，同比增长 9.83%；实现归母净利润 13.62 亿元，同比增长 10.50%；实现扣非归母净利润 12.89 亿元，同比增长 9.11%。

酱油品类与线下渠道边际改善，渠道调整效果体现。2024 第三季度酱油/蚝油/调味酱/其他分别实现营收 30.7/11.1/5.8/10.2 亿元，同比+9%/+8%/+10%/+15%，线下/线上渠道分别实现营收 54.4/3.4 亿元，同比+8%/+45%，酱油品类和线下渠道在线下餐饮疲软的背景下增速环比 2024 第二季度改善明显，体现前期渠道调整效果释放，其他品类（料酒、醋等）也保持较好增幅。渠道端北部/中部/东部/南部/西部经销商环比+1/15/16/13/3 家至 1976/1470/914/868/1494 家，经销商数量回升企稳。

毛利率同比改善，竞争环境下费用率维稳。2024 第三季度公司毛利率为 36.6%，同比+2.1pct，主因黄豆等大宗原料成本呈回调趋势。2024 第三季度销售/管理费用率 5.6%/2.4%，同比基本持平，虽然调味品行业竞争有所加剧，但是公司整体费投在规模优势下保持良性。综合来看，2024 第三季度净利率 21.8%，同比+0.1pct，公司继续维持较高水平的盈利能力。

前期积累势能逐渐释放，员工持股计划加强凝聚力。2024 年公司依托品牌与渠道的势能积累，库存调整到良性水平。2024 年员工持股计划 2024 年对应公司业绩考核指标与公司利润目标一致，即 2024 年归母净利润同比增加 10.8%（剔除股份支付费用），对应 2024 第四季度利润增长约 9%，员工持股计划有望加强团队凝聚力，助力中长期良性发展。

图1：单季度营业收入及增速



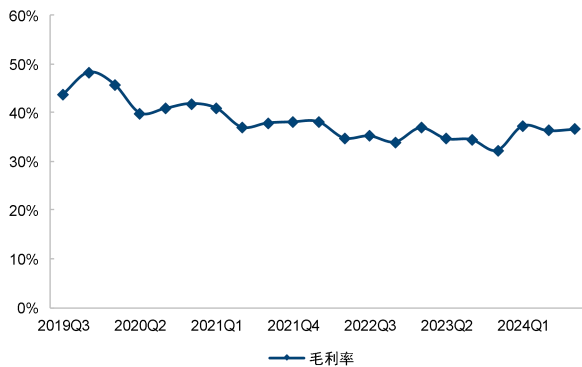
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



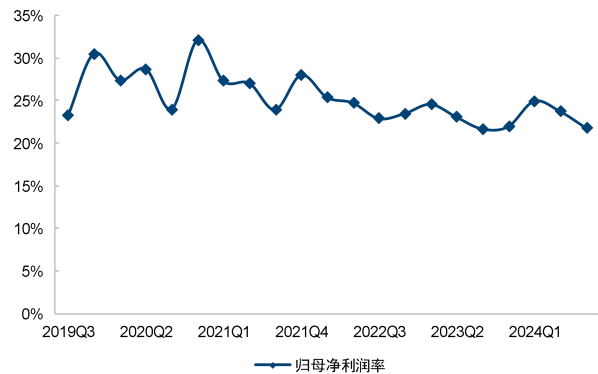
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到下游餐饮需求较为疲软，我们下调此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 268.9/296.4/323.6 亿元（前预测值为 275.2/303.3/331.2 亿元），同比 9.5%/10.2%/9.2%；2024-2026 年公司实现归母净利润 62.4/68.5/74.2 亿元（前预测值为 63.8/70.1/75.9 亿元），同比 11.0%/9.8%/8.3%。我们预计 2024-2026 年公司实现 EPS1.12/1.23/1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 40.4/36.8/34.0 倍，维持优于大市评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27519	30331	33119	26890	29636	32362	-629	-695	-757
收入同比增速%	12.05%	10.22%	9.19%	9.49%	10.21%	9.20%	-2.56%	-0.01%	0.01%
毛利率%	36.3%	36.1%	35.8%	36.3%	36.1%	35.8%	0.04%	-0.02%	0.01%
销售费用率%	5.03%	4.93%	4.93%	5.03%	4.93%	4.93%	0.00%	0.00%	0.00%
净利率%	23.19%	23.11%	22.91%	23.22%	23.13%	22.93%	0.03%	0.02%	0.02%
归母净利润（百万元）	6382	7008	7587	6245	6855	7420	-137	-153	-167
归母净利润同比增速%	13.42%	9.81%	8.26%	10.99%	9.77%	8.25%	-2.43%	-0.04%	-0.01%
EPS（元）	1.15	1.26	1.36	1.12	1.23	1.33	-0.03	-0.03	-0.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2024 年 10 月 28 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
603288.SH	海天味业	41.20	44.33	1.12	1.23	39.47	35.96	2,465	优大于市
600872.SH	中炬高新	5.27	23.87	1.08	0.96	22.14	24.77	187	优于大市
603027.SH	千禾味业	24.64	12.57	0.52	0.55	24.01	22.78	129	优大于市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，中炬、千禾为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18223	21689	27930	32070	36552	营业收入	25610	24559	26890	29636	32362
应收款项	199	391	74	81	89	营业成本	16472	16029	17118	18944	20772
存货净额	2392	2619	2531	2540	2784	营业税金及附加	207	194	212	234	256
其他流动资产	78	234	108	119	129	销售费用	1378	1306	1353	1461	1596
流动资产合计	26974	30774	36483	40651	45396	管理费用	442	526	547	600	652
固定资产	5387	6069	6686	7198	7447	研发费用	751	715	783	863	943
无形资产及其他	685	857	824	790	757	财务费用	(732)	(585)	(351)	(429)	(493)
投资性房地产	1014	723	723	723	723	投资收益	13	17	23	18	19
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	138	217	150	150	150
资产总计	34059	38424	44716	49362	54323	其他收入	(642)	(580)	(703)	(783)	(863)
短期借款及交易性金融负债	152	394	394	394	394	营业利润	7352	6745	7480	8210	8887
应付款项	1300	1861	2301	2489	2673	营业外净收支	12	(6)	0	0	0
其他流动负债	5267	6681	9332	10284	11270	利润总额	7364	6739	7480	8210	8887
流动负债合计	6719	8936	12027	13167	14337	所得税费用	1161	1097	1217	1336	1447
长期借款及应付债券	94	70	70	70	70	少数股东损益	5	16	17	19	21
其他长期负债	362	384	454	524	594	归属于母公司净利润	6198	5627	6245	6855	7420
长期负债合计	455	454	524	594	664	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	7175	9391	12552	13761	15001	净利润	6198	5627	6245	6855	7420
少数股东权益	487	502	511	520	531	资产减值准备	17	(13)	1	0	0
股东权益	26398	28531	31653	35081	38791	折旧摊销	814	902	566	672	735
负债和股东权益总计	34059	38424	44716	49362	54323	公允价值变动损失	(138)	(217)	(150)	(150)	(150)
						财务费用	(732)	(585)	(351)	(429)	(493)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(3217)	1700	3694	1183	977
每股收益	1.34	1.01	1.12	1.23	1.33	其它	(14)	19	7	9	10
每股红利	0.69	0.59	0.56	0.62	0.67	经营活动现金流	3659	8019	10364	8569	8993
每股净资产	5.70	5.13	5.69	6.31	6.98	资本开支	(1797)	(1760)	(1001)	(1001)	(801)
ROIC	31%	24%	45%	157%	202%	其它投资现金流	(704)	241	0	0	0
ROE	23%	20%	20%	20%	19%	投资活动现金流	(2501)	(1519)	(1001)	(1001)	(801)
毛利率	36%	35%	36%	36%	36%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	24%	26%	25%	25%	负债净变化	94	(23)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	27%	28%	28%	27%	支付股利、利息	(3214)	(3253)	(3122)	(3427)	(3710)
收入增长	2%	-4%	9%	10%	9%	其它融资现金流	3495	3520	0	0	0
净利润增长率	-7%	-9%	11%	10%	8%	融资活动现金流	(2749)	(3033)	(3122)	(3427)	(3710)
资产负债率	22%	26%	29%	29%	29%	现金净变动	(1590)	3466	6241	4140	4482
息率	1.3%	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	货币资金的期初余额	19814	18223	21689	27930	32070
P/E	33.9	44.8	40.4	36.8	34.0	货币资金的期末余额	18223	21689	27930	32070	36552
P/B	8.0	8.8	8.0	7.2	6.5	企业自由现金流	1156	5690	9016	7161	7731
EV/EBITDA	30.3	39.1	35.6	32.4	30.1	权益自由现金流	4745	9187	9310	7520	8144

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032