

海天味业 (603288.SH)

公司状态向好，全年目标可期

24Q3 收入/归母净利润同比增长 9.83%/10.50%，业绩符合市场预期，公司今年表现明显好于同行，渠道配合意愿改善，内部新品推广加快，收入稳健增长下，三季度末渠道库存环比基本持平，四季度低基数下有望实现快速增长，全年目标达成可期。我们给予 24-25 年 EPS 预测为 1.13、1.24 元，当前股价对应 24 年 40 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

- 24Q3 收入/归母净利润同比增长 9.83%/10.50%。公司前三季度实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 203.99/48.15/46.15 亿元，分别同比 +9.38%/+11.23%/+11.14%，单 Q3 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 62.43/13.62/12.89 亿元，分别同比 +9.83%/+10.50%/+9.11%，业绩符合市场预期。单 Q3 现金回款 72.59 亿元，同比 +12.48%，期末合同负债 16.81 亿，同比下降 16.24%。
- 主品类份额提升，新品类快速增长，公司状态向好。分品类看，24Q3 海天酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现收入 30.75/5.83/11.05/10.19 亿元，分别同比 +8.72%/+10.17%/+7.83%/+15.08%，公司今年渠道状态明显改善，家庭端经销商得到优化，餐饮端推进渠道扁平化，外部压力下海天酱油等主品类份额逆势提升，实现稳健增长。同时，公司今年加大新品推广力度，酸辣凉拌汁等产品成为今年爆品，带动其他产品快速增长。分区域看，前三季度公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别同比 +11.53%/+14.36%/+8.16%/+6.79%/+5.49%，单 Q3 分别同比 +19.94%/+7.82%/+11.55%/+8.09%/-0.78%，今年东部和南部优势市场经销商数量增加更多，截至三季度末全国经销商数量 6722 家，净增加 131 家，东部/南部/中部/北部/西部分别净增加 36/39/17/15/24 家。
- 毛利率持续提升，资产减值损失有所影响。公司 24Q3 实现毛利率 36.61%，同比提升 2.07pcts，除受益大豆等原材料成本同比下降外，公司收入持续增长规模效应也有体现。Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率 5.58%/2.42%/3.57%/-1.11%，分别同比 -0.01/+0.03/+1.05/+0.70pct，研发费用投入有所加大，推测与新品推广加快有关，其他费用稳定。此外，公司 Q3 确认资产减值损失 0.98 亿，主要系此前并购子公司产生的商誉减值。公司 Q3 实现净利率 21.81%，同比略微提升 0.13pct。
- 投资建议：公司状态向好，全年目标可期，维持“强烈推荐”评级。公司今年表现明显好于同行，渠道配合意愿改善，内部新品推广加快，收入稳健增长下，三季度末渠道库存环比基本持平，四季度低基数下有望实现快速增长，全年目标达成可期。我们给予 24-25 年 EPS 预测为 1.13、1.24 元，当前股价对应 24 年 40 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：需求下行、成本上涨、行业竞争阶段性加剧等

强烈推荐（维持）

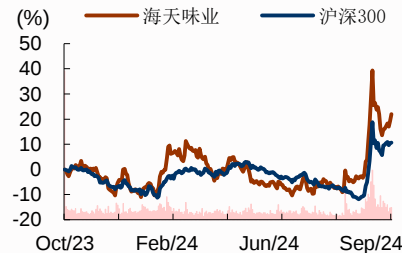
消费品/食品饮料
目标估值：
当前股价：45.37 元

基础数据

总股本（百万股）	5561
已上市流通股（百万股）	5561
总市值（十亿元）	252.3
流通市值（十亿元）	252.3
每股净资产（MRQ）	5.3
ROE（TTM）	20.8
资产负债率	17.0%
主要股东	广东海天集团股份有限公司
主要股东持股比例	58.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	20	31
相对表现	-1	8	18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《海天味业（603288）—Q2 增长超预期，员工持股彰显信心》2024-08-30
- 《海天味业（603288）—内部状态向好，立足长远发展》2024-05-13
- 《海天味业（603288）—24Q1 开局良好，全年目标积极》2024-04-28

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

✉ tiandi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	25610	24559	27447	29582	31795
同比增长	2.4%	-4.1%	11.8%	7.8%	7.5%
营业利润(百万元)	7352	6745	7545	8271	8989
同比增长	-6.0%	-8.3%	11.9%	9.6%	8.7%
归母净利润(百万元)	6198	5627	6291	6895	7492
同比增长	-7.1%	-9.2%	11.8%	9.6%	8.7%
每股收益(元)	1.34	1.01	1.13	1.24	1.35
PE	33.9	44.8	40.1	36.6	33.7
PB	8.0	8.8	8.1	7.4	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

海天味业单季度利润

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	2022	2023
一、营业总收入	6515	6981	5985	5685	5909	7694	6462	6243	25610	24559
二、营业总成本	4777	5022	4403	4264	4500	5519	4771	4761	18537	18188
其中: 营业成本	4297	4403	3906	3721	3998	4823	4115	3958	16472	16029
营业税金及附加	44	58	47	47	41	69	45	50	207	194
营业费用	364	365	333	318	290	423	427	349	1378	1306
管理费用	116	113	118	135	159	124	137	151	442	526
研发费用	205	194	164	143	214	185	195	223	751	715
财务费用	-268	-108	-167	-103	-207	-102	-148	-69	-732	-585
资产减值损失	17	0	0	0	4	0	0	98	17	4
三、其他经营收益	70	93	69	65	146	106	105	113	280	374
公允价值变动收益	-26	74	48	47	44	55	44	68	121	213
投资收益	1	4	7	3	3	0	15	-1	13	17
其他收益	96	15	13	15	100	50	46	47	144	144
四、营业利润	1808	2052	1651	1487	1555	2280	1796	1595	7352	6745
加: 营业外收入	1	0	1	1	8	1	14	4	13	10
减: 营业外支出	0	0	3	1	12	13	1	0	1	16
五、利润总额	1808	2052	1649	1487	1551	2268	1808	1599	7364	6739
减: 所得税	277	328	269	252	248	340	271	235	1161	1097
六、净利润	1532	1724	1380	1235	1303	1928	1537	1364	6203	5642
减: 少数股东损益	1	8	-1	3	5	9	3	2	5	16
七、归属母公司净利润	1531	1716	1381	1232	1298	1919	1534	1362	6198	5627
EPS	0.33	0.37	0.25	0.22	0.23	0.35	0.28	0.24	1.34	1.01
主要比率										
毛利率	34.0%	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%	35.7%	34.7%
主营税金率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费率	5.6%	5.2%	5.6%	5.6%	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%	5.4%	5.3%
管理费用率	1.8%	1.6%	2.0%	2.4%	2.7%	1.6%	2.1%	2.4%	1.7%	2.1%
营业利润率	27.8%	29.4%	27.6%	26.1%	26.3%	29.6%	27.8%	25.6%	28.7%	27.5%
实际税率	15.3%	16.0%	16.3%	16.9%	16.0%	15.0%	15.0%	14.7%	15.8%	16.3%
净利率	23.5%	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%	24.2%	22.9%
YoY										
收入增长率	-7.1%	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%	2.4%	-4.1%
营业利润增长率	-20.9%	-5.7%	-9.8%	-3.4%	-14.0%	11.1%	8.8%	7.3%	-6.0%	-8.3%
净利润增长率	-22.0%	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%	-7.1%	-9.2%

资料来源: 公司报表

图 1: 海天味业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 海天味业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《海天味业（603288）—Q2 增长超预期，员工持股彰显信心》2024-08-30
- 2、《海天味业（603288）—内部状态向好，立足长远发展》2024-05-13
- 3、《海天味业（603288）—24Q1 开局良好，全年目标积极》2024-04-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	26974	30774	33447	36633	40112
现金	18223	21689	24031	26950	30145
交易性投资	6082	5841	5841	5841	5841
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	188	223	247	266	286
其它应收款	11	182	203	219	235
存货	2392	2619	2878	3091	3320
其他	78	221	246	265	285
非流动资产	7086	7649	7903	8096	8242
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4207	4609	4970	5260	5493
无形资产商誉	895	1067	961	865	778
其他	1984	1973	1972	1971	1970
资产总计	34059	38424	41350	44729	48354
流动负债	6719	8936	9224	9778	10373
短期借款	132	363	0	0	0
应付账款	1300	1861	2048	2199	2362
预收账款	2948	4527	4980	5348	5743
其他	2339	2185	2196	2231	2268
长期负债	455	454	454	454	454
长期借款	94	70	70	70	70
其他	362	384	384	384	384
负债合计	7175	9391	9678	10233	10827
股本	4634	5561	5561	5561	5561
资本公积金	142	(107)	(107)	(107)	(107)
留存收益	21621	23078	25699	28504	31514
少数股东权益	487	502	520	539	560
归属于母公司所有者权益	26398	28531	31152	33957	36967
负债及权益合计	34059	38424	41350	44729	48354

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3830	7356	6704	7176	7715
净利润	6198	5627	6291	6895	7492
折旧摊销	819	908	1021	1081	1129
财务费用	(732)	(585)	(603)	(734)	(863)
投资收益	(13)	(17)	(374)	(374)	(374)
营运资金变动	(2464)	1209	350	287	310
其它	23	215	19	20	22
投资活动现金流	(4659)	(820)	(902)	(902)	(902)
资本支出	(1518)	(1924)	(1276)	(1276)	(1276)
其他投资	(3141)	1104	374	374	374
筹资活动现金流	(4018)	(2851)	(3461)	(3356)	(3618)
借款变动	(1951)	(893)	(394)	0	0
普通股增加	421	927	0	0	0
资本公积增加	0	(250)	0	0	0
股利分配	(3202)	(3244)	(3670)	(4089)	(4482)
其他	714	610	603	734	863
现金净增加额	(4846)	3685	2342	2919	3195

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	25610	24559	27447	29582	31795
营业成本	16472	16029	17631	18936	20335
营业税金及附加	207	194	217	234	251
营业费用	1378	1306	1522	1628	1726
管理费用	442	526	706	755	800
研发费用	751	715	800	862	926
财务费用	(732)	(585)	(603)	(734)	(863)
资产减值损失	(19)	(4)	(4)	(4)	(4)
公允价值变动收益	121	213	213	213	213
其他收益	144	144	144	144	144
投资收益	14	17	17	17	17
营业利润	7352	6745	7545	8271	8989
营业外收入	13	10	10	10	10
营业外支出	1	16	16	16	16
利润总额	7364	6739	7539	8265	8983
所得税	1161	1097	1230	1351	1471
少数股东损益	5	16	17	19	21
归属于母公司净利润	6198	5627	6291	6895	7492

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	2.4%	-4.1%	11.8%	7.8%	7.5%
营业利润	-6.0%	-8.3%	11.9%	9.6%	8.7%
归母净利润	-7.1%	-9.2%	11.8%	9.6%	8.7%
获利能力					
毛利率	35.7%	34.7%	35.8%	36.0%	36.0%
净利率	24.2%	22.9%	22.9%	23.3%	23.6%
ROE	23.5%	19.7%	20.2%	20.3%	20.3%
ROIC	20.5%	17.4%	18.2%	18.2%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	24.4%	23.4%	22.9%	22.4%
净负债比率	0.7%	1.2%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	4.0	3.4	3.6	3.7	3.9
速动比率	3.7	3.2	3.3	3.4	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	7.1	6.4	6.4	6.3	6.3
应收账款周转率	210.0	119.0	117.0	115.0	115.0
应付账款周转率	9.8	10.1	9.0	8.9	8.9
每股资料(元)					
EPS	1.34	1.01	1.13	1.24	1.35
每股经营净现金	0.83	1.32	1.21	1.29	1.39
每股净资产	5.70	5.13	5.60	6.11	6.65
每股股利	0.70	0.66	0.74	0.81	0.88
估值比率					
PE	33.9	44.8	40.1	36.6	33.7
PB	8.0	8.8	8.1	7.4	6.8
EV/EBITDA	18.8	19.8	17.5	16.2	15.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。