

经营延续改善，龙头行稳致远

2024 年 10 月 29 日

► **事件：**公司发布 2024 年三季度报，前三季度实现营业收入 203.99 亿元，同比+9.38%；实现归母净利润 48.15 亿元，同比+11.23%；实现扣非净利润 46.15 亿元，同比+11.14%。单季度看，24Q3 实现营业收入 62.43 亿元，同比+9.83%；实现归母净利润 13.62 亿元，同比+10.50%；实现扣非净利润 12.89 亿元，同比+9.11%。

► **Q3 收入增长稳健，渠道调整效果显现。**分产品看，24Q3 酱油/调味酱/耗油/其他分别实现收入 30.75/5.83/11.05/10.19 亿元，同比+8.72%/+10.17%/+7.83%/+15.08%，Q3 产品、渠道、终端建设等全面改革下实现全品类增长，渠道调整效果持续显现，其他产品增速较高预计主因醋、料酒、复调等品类贡献增量。分渠道看，24Q3 线下/线上分别实现收入 54.45/3.36 亿元，同比+8.12%/+45.42%，线上渠道主动布局延续高增。分区域看，24Q3 东部/南部/中部/北部/西部分别实现收入 11.75/11.53/12.87/14.39/7.28 亿元，同比+19.94%/+7.82%/+11.55%/+8.09%/-0.78%。Q2 经销商理顺优化下三季度延续扩张，截至 24Q3 末公司经销商数量为 6722 家，环比净增 48 家。现金流方面，24Q3 实现销售收现 72.59 亿元，同比+12.48%，增速略快于营收。

► **成本红利释放，费投相对稳定，24Q3 归母净利率同比+0.13pcts。**24Q3 公司实现毛利率 36.61%，同比+2.07pcts，预计主因：1) 大宗原材料价格总体走势回调；2) 公司通过精益管理、提升人效、技术改进等措施持续提质增效。费用端，24Q3 销售/管理费用率分别为 5.58%/2.42%，同比-0.01/+0.03pcts，行业存量竞争背景下公司凭借自身规模优势及渠道优势，整体费投保持稳定；研发/财务费用率分别为 3.57%/-1.11%，同比+1.05/+0.70pcts。24Q3 实现归母净利率 21.81%，同比+0.13pcts；实现扣非净利率 20.65%，同比-0.14pcts。

► **改革效果持续显现，四五计划目标稳健清晰。**近期公司顺利完成董事会及高管换届，新任领导层于公司任职多年有望实现顺利交接，四五计划期间保持稳健增长。公司作为全国性调味品龙头，已具备较强品牌护城河，产品、渠道、终端建设等全面改革效果持续显现，24 年公司员工持股方案业绩考核目标为归母净利润增速不低于 10.8%（不含股权激励费用），看好后续改革红利进一步释放。

► **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 275.3/306.3/339.0 亿元，同比+12.1/11.3/10.7%，归母净利润分别为 62.5/69.8/77.6 亿元，同比+11.0%/11.7%/11.2%，当前市值对应 PE 分别为 40/36/33X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格大幅波动、需求持续承压、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	24,559	27,531	30,629	33,901
增长率 (%)	-4.1	12.1	11.3	10.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,627	6,248	6,978	7,762
增长率 (%)	-9.2	11.0	11.7	11.2
每股收益 (元)	1.01	1.12	1.25	1.40
PE	45	40	36	33
PB	8.8	8.2	7.5	6.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

45.37 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

- 海天味业 (603288.SH) 2024 年半年报点评：经营增长稳健，发布员工持股计划-2024/08/30
- 海天味业 (603288.SH) 2023 年三季度报点评：收入增速转正，静待全面改革成果-2023/11/01
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	24,559	27,531	30,629	33,901
营业成本	16,029	17,863	19,832	21,943
营业税金及附加	194	220	245	271
销售费用	1,306	1,652	1,776	1,987
管理费用	526	564	582	678
研发费用	715	798	858	1,017
EBIT	5,930	6,570	7,520	8,175
财务费用	-585	-849	-751	-1,081
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	17	34	37	41
营业利润	6,745	7,455	8,311	9,301
营业外收支	-6	-10	5	5
利润总额	6,739	7,445	8,316	9,306
所得税	1,097	1,191	1,330	1,535
净利润	5,642	6,254	6,985	7,770
归属于母公司净利润	5,627	6,248	6,978	7,762
EBITDA	6,856	7,512	8,491	9,166

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,689	24,241	27,504	31,324
应收账款及票据	223	229	255	283
预付款项	19	36	40	44
存货	2,619	2,729	3,030	3,352
其他流动资产	6,224	6,195	6,212	6,231
流动资产合计	30,774	33,431	37,041	41,234
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,609	4,909	5,209	5,309
无形资产	857	857	857	857
非流动资产合计	7,649	7,920	8,220	8,320
资产合计	38,424	41,350	45,262	49,554
短期借款	363	363	363	363
应付账款及票据	1,861	1,985	2,204	2,438
其他流动负债	6,712	7,400	8,172	8,999
流动负债合计	8,936	9,747	10,738	11,799
长期借款	70	70	70	70
其他长期负债	384	358	358	358
非流动负债合计	454	428	428	428
负债合计	9,391	10,175	11,166	12,227
股本	5,561	5,561	5,561	5,561
少数股东权益	502	509	516	523
股东权益合计	29,033	31,175	34,096	37,326
负债和股东权益合计	38,424	41,350	45,262	49,554

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.10	12.10	11.25	10.68
EBIT 增长率	-8.77	10.80	14.44	8.72
净利润增长率	-9.21	11.04	11.69	11.24
盈利能力 (%)				
毛利率	34.74	35.12	35.25	35.27
净利润率	22.91	22.69	22.78	22.90
总资产收益率 ROA	14.64	15.11	15.42	15.66
净资产收益率 ROE	19.72	20.37	20.78	21.09
偿债能力				
流动比率	3.44	3.43	3.45	3.49
速动比率	3.13	3.13	3.14	3.19
现金比率	2.43	2.49	2.56	2.65
资产负债率 (%)	24.44	24.61	24.67	24.68
经营效率				
应收账款周转天数	3.02	2.96	2.85	2.86
存货周转天数	56.27	53.89	52.27	52.35
总资产周转率	0.68	0.69	0.71	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.12	1.25	1.40
每股净资产	5.13	5.51	6.04	6.62
每股经营现金流	1.32	1.43	1.54	1.69
每股股利	0.66	0.73	0.82	0.91
估值分析				
PE	45	40	36	33
PB	8.8	8.2	7.5	6.9
EV/EBITDA	34.16	31.17	27.58	25.54
股息收益率 (%)	1.45	1.61	1.80	2.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,642	6,254	6,985	7,770
折旧和摊销	925	942	971	991
营运资金变动	1,410	700	643	689
经营活动现金流	7,356	7,970	8,573	9,420
资本开支	-1,922	-1,230	-1,247	-1,065
投资	686	0	0	0
投资活动现金流	-820	-1,246	-1,209	-1,024
股权募资	0	0	0	0
债务募资	221	6	0	0
筹资活动现金流	-2,851	-4,172	-4,101	-4,576
现金净流量	3,689	2,552	3,263	3,820

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。	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