

## 公司研究

## 24 年顺利完成激励目标，盈利能力与分红回报持续提升

## ——海天味业（603288.SH）2024 年年报点评

## 买入（维持）

当前价：40.67 元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

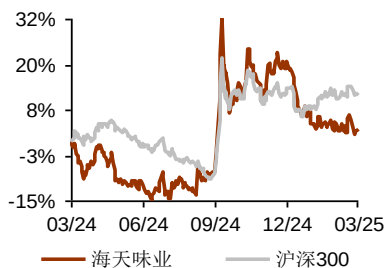
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 55.61       |
| 总市值(亿元):    | 2261.50     |
| 一年最低/最高(元): | 33.08/52.99 |
| 近 3 月换手率:   | 10.16%      |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M   | 3M    | 1Y   |
|----|------|-------|------|
| 相对 | 1.13 | -9.09 | 0.21 |
| 绝对 | 0.52 | -6.63 | 9.40 |

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩稳健增长，改革红利逐步释放——海天味业（603288.SH）2024 年三季报点评（2024-10-30）

Q2 业绩稳健复苏，发布员工持股计划提振信心——海天味业（603288.SH）2024 年中报点评（2024-09-01）

经营逐渐复苏，24Q1 实现开门红——海天味业（603288.SH）2023 年年报及 2024 年一季度报点评（2024-04-29）

## 要点

**事件：**海天味业发布 2024 年年报，24 年实现营收 269.0 亿元，同比+9.5%；归母净利润 63.4 亿元，同比+12.8%。其中，24Q4 实现营收 65.0 亿元，同比+10.0%；归母净利润 15.3 亿元，同比+17.8%。24 年顺利完成员工持股计划激励目标（24 年归母净利润同比增长不低于 10.8%），现金分红率达到 75.24%（23 年现金分红率为 65.06%）。

## 点评：

**各品类收入均实现同比增长，线上收入增速亮眼：**分品类，24 年酱油/调味酱/蚝油/其他产品营收分别同比+8.87%/+9.97%/+8.56%/+16.75%。各品类收入均实现同比增长，主要系公司加强渠道优化，销量增长驱动。量价拆分来看，酱油量价分别同比+11.63%/-2.47%，调味酱量价分别同比+13.47%/-3.09%，蚝油量价分别同比+8.10%/+0.43%。24Q4 酱油/调味酱/蚝油/其他产品营收分别同比+13.6%/+13.2%/+15.4%/+7.1%，各品类营收均实现增长主要系春节备货。

分区域，24 年东部/南部/中部/北部/西部营收分别同比+10.1%/+12.9%/+11.0%/+8.0%/+8.8%，大本营南部区域保持较快增速。分渠道，24 年线上/线下渠道营收分别同比+39.8%/+8.9%，线上营收高增主要系基数较低以及线上的运营水平提升。

公司经销渠道重回扩张趋势，截至 24 年末，公司共有经销商 6707 家，较年初净增 116 家（23 年公司经销商净减少 581 家）。24 年东部/南部的经销商净增数量较多，分别净增 60/65 家。

**成本下降与精益生产推升盈利能力，加大销售与研发投入：**24 年/24Q4 毛利率分别为 37.0%/ 37.7%，分别同比+2.3/+5.3pcts。毛利率提升主要系原材料成本下降，精益生产与科技驱动进行成本节约。分品类，酱油/调味酱/蚝油/其他产品的毛利率分别同比+2.07/+1.95/+4.69/2.62pcts。

24 年/24Q4 期间费用率分别为 9.5%/10.1%，分别同比+1.5/+2.4pcts。其中，销售费用率分别同比+0.7/+1.7pcts，主要系公司人工、广告及推广支出增加，24 年公司销售人员同比增加 403 个至 3054 个。24 年管理费用率/研发费用率分别同比+0.1/+0.2pcts。公司持续增强研发投入，24 年技术人员同比增加 204 个至 1436 个。

综上，主要受益于毛利率提升，24 年/24Q4 公司归母净利率分别为 23.6%/23.5%，分别同比+0.67/+1.56pcts。

**稳步推进全球化战略，看好 25 年发展前景：**24 年是公司四五规划首年，消费环境整体偏弱，公司主动改革，实现营收与归母净利润双增长。24 年，公司稳步推进全球化战略，在越南、印度尼西亚设立全资子公司，用以生产调味食品，并筹划港股上市。展望 25 年，公司有望持续变革，通过科技投入提升生产效率、强化渠道网络密度，推进终端下沉。产品端则持续在功能、口味、规格与包装方面积极推新，扩充产品矩阵。

**盈利预测、估值与评级：**考虑成本红利有望延续以及公司生产效率提升，我们小幅上调公司 2025-2026 年的归母净利润预测分别至 70.39/77.64 亿元（较前次预测上调幅度为 1.8%/1.0%），新增 2027 年归母净利润为 85.40 亿元。折合 25-27 年 EPS 预测分别为 1.27/ 1.40/ 1.54 元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 32x/29x/26x，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧的风险；产品安全风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

| 指标             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 24,559 | 26,901 | 29,610 | 32,393 | 35,279 |
| 营业收入增长率        | -4.10% | 9.53%  | 10.07% | 9.40%  | 8.91%  |
| 净利润（百万元）       | 5,627  | 6,344  | 7,039  | 7,764  | 8,540  |
| 净利润增长率         | -9.21% | 12.75% | 10.96% | 10.30% | 10.00% |
| EPS（元）         | 1.01   | 1.14   | 1.27   | 1.40   | 1.54   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 19.72% | 20.53% | 21.23% | 21.58% | 21.85% |
| P/E            | 40     | 36     | 32     | 29     | 26     |
| P/B            | 7.9    | 7.3    | 6.8    | 6.3    | 5.8    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-03

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 24,559 | 26,901 | 29,610 | 32,393 | 35,279 |
| 营业成本      | 16,029 | 16,948 | 18,558 | 20,199 | 21,889 |
| 折旧和摊销     | 902    | 880    | 851    | 920    | 977    |
| 税金及附加     | 194    | 228    | 252    | 275    | 300    |
| 销售费用      | 1,306  | 1,629  | 1,818  | 1,982  | 2,134  |
| 管理费用      | 526    | 590    | 651    | 696    | 748    |
| 研发费用      | 715    | 840    | 930    | 1,014  | 1,104  |
| 财务费用      | -585   | -509   | -429   | -523   | -533   |
| 投资收益      | 17     | 19     | 20     | 20     | 20     |
| 营业利润      | 6,745  | 7,507  | 8,315  | 9,171  | 10,089 |
| 利润总额      | 6,739  | 7,513  | 8,335  | 9,191  | 10,109 |
| 所得税       | 1,097  | 1,157  | 1,284  | 1,416  | 1,557  |
| 净利润       | 5,642  | 6,356  | 7,051  | 7,776  | 8,552  |
| 少数股东损益    | 16     | 12     | 12     | 12     | 12     |
| 归属母公司净利润  | 5,627  | 6,344  | 7,039  | 7,764  | 8,540  |
| EPS(元)    | 1.01   | 1.14   | 1.27   | 1.40   | 1.54   |

| 现金流量表 (百万元) | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 7,356  | 6,844  | 6,780  | 8,102  | 8,549  |
| 净利润         | 5,627  | 6,344  | 7,039  | 7,764  | 8,540  |
| 折旧摊销        | 902    | 880    | 851    | 920    | 977    |
| 净营运资金增加     | -2,292 | 1,737  | 2,715  | 2,146  | 2,601  |
| 其他          | 3,120  | -2,118 | -3,826 | -2,728 | -3,570 |
| 投资活动产生现金流   | -820   | -3,776 | 279    | -1,085 | -550   |
| 净资本支出       | -1,922 | -1,559 | -500   | -600   | -700   |
| 长期投资变化      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | 1,102  | -2,217 | 779    | -485   | 150    |
| 融资活动现金流     | -2,851 | -4,002 | -4,005 | -4,651 | -5,087 |
| 股本变化        | 927    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债务净变化       | 219    | -107   | 284    | -304   | -244   |
| 无息负债变化      | 1,997  | 173    | 24     | 663    | 311    |
| 净现金流        | 3,689  | -934   | 3,054  | 2,366  | 2,912  |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 34.7% | 37.0% | 37.3% | 37.6% | 38.0% |
| EBITDA 率 | 27.9% | 29.1% | 28.6% | 28.9% | 29.3% |
| EBIT 率   | 24.2% | 25.8% | 25.7% | 26.1% | 26.5% |
| 税前净利润率   | 27.4% | 27.9% | 28.1% | 28.4% | 28.7% |
| 归母净利润率   | 22.9% | 23.6% | 23.8% | 24.0% | 24.2% |
| ROA      | 14.7% | 15.6% | 16.2% | 16.7% | 17.2% |
| ROE (摊薄) | 19.7% | 20.5% | 21.2% | 21.6% | 21.9% |
| 经营性 ROIC | 21.8% | 23.6% | 23.6% | 24.5% | 25.0% |

| 偿债能力      | 2023  | 2024   | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 资产负债率     | 24%   | 23%    | 22%   | 22%    | 20%    |
| 流动比率      | 3.44  | 3.65   | 3.87  | 4.10   | 4.46   |
| 速动比率      | 3.15  | 3.37   | 3.57  | 3.79   | 4.11   |
| 归母权益/有息债务 | 61.45 | 86.44  | 51.72 | 106.77 | 422.18 |
| 有形资产/有息债务 | 79.48 | 110.45 | 65.21 | 132.52 | 513.29 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产         | 38,424 | 40,858 | 43,434 | 46,634 | 49,810 |
| 货币资金        | 21,689 | 22,115 | 25,168 | 27,534 | 30,446 |
| 交易性金融资产     | 5,841  | 7,618  | 7,000  | 7,600  | 7,600  |
| 应收账款        | 223    | 242    | 267    | 292    | 318    |
| 应收票据        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他应收款 (合计)  | 182    | 19     | 20     | 22     | 24     |
| 存货          | 2,619  | 2,525  | 2,765  | 3,010  | 3,261  |
| 其他流动资产      | 201    | 289    | 390    | 495    | 603    |
| 流动资产合计      | 30,774 | 32,842 | 35,649 | 38,994 | 42,297 |
| 其他权益工具      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产        | 4,609  | 5,055  | 4,913  | 4,551  | 4,079  |
| 在建工程        | 1,460  | 1,476  | 981    | 733    | 632    |
| 无形资产        | 857    | 875    | 1,123  | 1,360  | 1,584  |
| 商誉          | 210    | 113    | 113    | 113    | 113    |
| 其他非流动资产     | 10     | 61     | 121    | 121    | 121    |
| 非流动资产合计     | 7,649  | 8,016  | 7,785  | 7,641  | 7,513  |
| 总负债         | 9,391  | 9,456  | 9,764  | 10,123 | 10,190 |
| 短期借款        | 363    | 293    | 570    | 254    | 0      |
| 应付账款        | 1,403  | 1,360  | 1,485  | 1,616  | 1,751  |
| 应付票据        | 458    | 586    | 642    | 699    | 757    |
| 预收账款        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债      | 426    | 439    | 454    | 470    | 486    |
| 流动负债合计      | 8,936  | 8,986  | 9,217  | 9,502  | 9,491  |
| 长期借款        | 70     | 33     | 43     | 53     | 63     |
| 应付债券        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债     | 322    | 378    | 441    | 507    | 575    |
| 非流动负债合计     | 454    | 471    | 546    | 622    | 700    |
| 股东权益        | 29,033 | 31,402 | 33,671 | 36,511 | 39,620 |
| 股本          | 5,561  | 5,561  | 5,561  | 5,561  | 5,561  |
| 公积金         | 2,941  | 2,941  | 2,941  | 2,941  | 2,941  |
| 未分配利润       | 20,279 | 22,962 | 25,219 | 28,048 | 31,145 |
| 归属母公司权益     | 28,531 | 30,895 | 33,152 | 35,981 | 39,078 |
| 少数股东权益      | 502    | 507    | 518    | 530    | 542    |

| 费用率   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 5.32%  | 6.05%  | 6.14%  | 6.12%  | 6.05%  |
| 管理费用率 | 2.14%  | 2.19%  | 2.20%  | 2.15%  | 2.12%  |
| 财务费用率 | -2.38% | -1.89% | -1.45% | -1.61% | -1.51% |
| 研发费用率 | 2.91%  | 3.12%  | 3.14%  | 3.13%  | 3.13%  |
| 所得税率  | 16%    | 15%    | 15%    | 15%    | 15%    |

| 每股指标    | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.66 | 0.86 | 0.89  | 0.98  | 1.08  |
| 每股经营现金流 | 1.32 | 1.23 | 1.22  | 1.46  | 1.54  |
| 每股净资产   | 5.13 | 5.56 | 5.96  | 6.47  | 7.03  |
| 每股销售收入  | 4.42 | 4.84 | 5.32  | 5.83  | 6.34  |

| 估值指标      | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 40   | 36   | 32    | 29    | 26    |
| PB        | 7.9  | 7.3  | 6.8   | 6.3   | 5.8   |
| EV/EBITDA | 32.3 | 28.2 | 26.1  | 23.5  | 21.2  |
| 股息率       | 1.6% | 2.1% | 2.2%  | 2.4%  | 2.6%  |

## 行业及公司评级体系

| 评级                                                              | 说明                                                     |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 买入                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                         |
| 增持                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                      |
| 中性                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                 |
| 减持                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                      |
| 卖出                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                        |
| 无评级                                                             | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |                                                        |

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP