

► **事件:** 公司发布 2024 年年报, 24 年实现营业收入 269.0 亿元, 同比+9.53%; 实现归母净利润 63.4 亿元, 同比+12.8%; 实现扣非净利润 60.7 亿元, 同比+12.5%。单季度看, 24Q4 实现营业收入 65.0 亿元, 同比+10.0%; 实现归母净利润 15.3 亿元, 同比+17.8%; 实现扣非净利润 14.6 亿元, 同比+17.1%。

► **全年收入符合预期, Q4 营收提速。** 24 年收入表现符合预期, Q4 在渠道备货提前下有所提速, 具体来看: **1) 分产品**, 小品类增速亮眼, 老品量增稳定, 价受消费环境影响有所下滑, 24 年酱油实现收入 137.6 亿元, 收入/量/价增速分别为 8.9%/11.6%/-2.5%; 蚝油实现收入 46.2 亿元, 收入/量/价增速分别为 8.6%/8.1%/0.4%; 调味酱实现收入 26.7 亿元, 收入/量/价增速分别为 10.0%/13.5%/-3.1%; 其他产品实现收入 40.9 亿元, 同比+16.8%。 **2) 分渠道**, 24 年线下/线上分别实现收入 238.8/12.4 亿元, 同比+8.9%/39.8%。 **3) 分区域**, 24 年的东部/南部/中部/北部/西部分别实现收入 47.9/50.8/56.1/64.0/32.5 亿元, 同比+10.1%/12.9%/11.0%/8.0%/8.8%。经销商数量方面, 截至 24 年末公司共 6707 家经销商, 较年初净增 116 家 (增加 725 家, 减少 609 家), 其中东部/南部/中部/北部/西部分别 938/894/1447/1954/1474 家, 较年初分别净增 60/65/-6/-7/4 家。

► **成本红利释放推动盈利改善, 全年利润目标顺利达成。** 24 年/24Q4 公司实现毛利率 37.0%/37.7%, 同比+2.3/5.3pcts, 预计主因: 1) 成本端主要原料价格下降, 成本红利释放; 2) 精益管理、提升人效、技术改进等措施下公司持续提质增效。费用方面, 24Q4 销售费用率 6.6%, 同比+1.7pcts, 预计主因 Q4 加大费投抢占市场份额; 管理/研发/财务费用率分别为 2.7%/3.6%/-2.9%, 同比+0.04/+0.03/+0.6pcts。24Q4 实现归母净利率 23.5%, 同比+1.6pcts; 扣非净利率 22.4%, 同比+1.4pcts。

► **四五计划有序推进, 看好龙头份额提升。** 国内消费需求扩容、用户诉求多元化、行业竞争加剧背景下, 公司坚持多品类协同发展策略, 用沉淀多年的技术优势打磨产品, 踏实将每一个细分品类做好, 为消费者打造一站式选择平台, 同时也反哺公司持续拓宽发展赛道。25 年为公司四五计划的攻坚之年, 公司产品、渠道、终端建设等全面改革效果持续显现, 看好龙头份额进一步提升。

► **投资建议:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 296.0/325.5/357.1 亿元, 同比+10.0%/+10.0%/+9.7%; 归母净利润分别为 69.9/76.9/84.5 亿元, 同比+10.2%/10.0%/9.9%, 当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 32/29/27x, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 原材料价格大幅上涨, 行业竞争加剧, 下游需求持续承压, 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26,901	29,602	32,554	35,708
增长率 (%)	9.5	10.0	10.0	9.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,344	6,994	7,692	8,453
增长率 (%)	12.8	10.2	10.0	9.9
每股收益 (元)	1.14	1.26	1.38	1.52
PE	36	32	29	27
PB	7.3	6.8	6.4	5.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 3 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

40.67 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

1.海天味业 (603288.SH) 2024 年三季报点评: 经营延续改善, 龙头行稳致远-2024/10/29

2.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

3.海天味业 (603288.SH) 2023 年三季报点评: 收入增速转正, 静待全面改革成果-2023/11/01

4.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

5.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)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,901	29,602	32,554	35,708
营业成本	16,948	18,511	20,322	22,230
营业税金及附加	228	237	260	286
销售费用	1,629	1,806	1,986	2,214
管理费用	590	616	693	750
研发费用	840	888	977	1,107
EBIT	6,849	7,752	8,511	9,336
财务费用	-509	-539	-607	-681
资产减值损失	-100	0	0	0
投资收益	19	36	40	44
营业利润	7,507	8,330	9,161	10,064
营业外收支	7	5	5	5
利润总额	7,513	8,335	9,166	10,069
所得税	1,157	1,334	1,467	1,611
净利润	6,356	7,001	7,700	8,458
归属于母公司净利润	6,344	6,994	7,692	8,453
EBITDA	7,755	8,670	9,448	10,283

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,115	24,839	27,790	30,354
应收账款及票据	243	247	271	298
预付款项	34	37	41	44
存货	2,525	2,828	3,105	3,396
其他流动资产	7,925	8,087	8,105	8,105
流动资产合计	32,842	36,038	39,311	42,197
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,055	5,355	5,455	5,555
无形资产	875	875	875	875
非流动资产合计	8,016	8,319	8,421	8,521
资产合计	40,858	44,357	47,732	50,718
短期借款	293	293	293	293
应付账款及票据	1,947	2,057	2,258	2,161
其他流动负债	6,746	7,906	8,643	9,055
流动负债合计	8,986	10,257	11,195	11,510
长期借款	33	33	33	33
其他长期负债	438	438	438	438
非流动负债合计	471	471	471	471
负债合计	9,456	10,727	11,665	11,980
股本	5,561	5,561	5,561	5,561
少数股东权益	507	514	521	527
股东权益合计	31,402	33,630	36,067	38,738
负债和股东权益合计	40,858	44,357	47,732	50,718

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.53	10.04	9.97	9.69
EBIT 增长率	15.49	13.18	9.80	9.69
净利润增长率	12.75	10.25	9.98	9.89
盈利能力 (%)				
毛利率	37.00	37.47	37.58	37.75
净利率	23.58	23.63	23.63	23.67
总资产收益率 ROA	15.53	15.77	16.11	16.67
净资产收益率 ROE	20.53	21.12	21.64	22.12
偿债能力				
流动比率	3.65	3.51	3.51	3.67
速动比率	3.34	3.21	3.20	3.34
现金比率	2.46	2.42	2.48	2.64
资产负债率 (%)	23.14	24.18	24.44	23.62
经营效率				
应收账款周转天数	3.11	2.97	2.86	2.87
存货周转天数	54.63	52.05	52.55	52.64
总资产周转率	0.68	0.69	0.71	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.26	1.38	1.52
每股净资产	5.56	5.96	6.39	6.87
每股经营现金流	1.23	1.56	1.66	1.68
每股股利	0.86	0.95	1.04	1.14
估值分析				
PE	36	32	29	27
PB	7.3	6.8	6.4	5.9
EV/EBITDA	26.36	23.58	21.64	19.88
股息收益率 (%)	2.11	2.33	2.56	2.81

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6,356	7,001	7,700	8,458
折旧和摊销	906	918	936	946
营运资金变动	172	799	616	-7
经营活动现金流	6,844	8,688	9,218	9,360
资本开支	-1,559	-1,192	-1,009	-1,017
投资	-2,981	0	0	0
投资活动现金流	-3,776	-1,156	-969	-973
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-109	0	0	0
筹资活动现金流	-4,002	-4,808	-5,297	-5,822
现金净流量	-934	2,724	2,951	2,564

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048