

海天味业（603288.SH）

优于大市

2024 年改革势能释放，2025 年经营周期有望向上

核心观点

公司 2024 年收入同比增长 9.53%。海天味业公布 2024 年业绩，全年实现营业收入 269.01 亿元，同比增长 9.53%；实现归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.75%；实现扣非归母净利润 60.69 亿元，同比增长 12.51%；2024Q4 实现营业收入 65.02 亿元，同比增长 10.03%；实现归母净利润 15.29 亿元，同比增长 17.82%；实现扣非归母净利润 14.55 亿元，同比增长 17.07%。

酱油品类增速恢复，线上渠道实现高增。2024 年酱油/蚝油/调味酱/其他产品（醋、料酒等）分别实现营收 137.6/46.2/26.7/40.9 亿元，同比增长 8.9%/8.6%/9.9%/16.8%，公司酱油、蚝油产品收入增速均逐步实现改善，体现公司对于渠道强大把控能力。分渠道看，线下/线上渠道实现营收 238.9/12.4 亿元，同比+8.9%/+39.8%，线上高增主因公司 24 年电商运营水平提升，线下渠道经销商数量相比 23 年底净增加 116 家至 6707 家。

原材料成本下行，盈利能力改善。2024 年公司毛利率为 37.0%，同比提高 2.3pcts，酱油/蚝油/调味酱/其他产品毛利率同比提升 2.07/4.69/1.95/2.62pcts，主因黄豆等大宗原料成本呈回调趋势。2024 年销售/管理费用率 6.1%/2.2%，同比提升 0.7/0.1pcts，主因广告支出及人员薪酬增加。综合来看，2024 年净利率 23.6%，同比提高 0.7pct，实现盈利能力改善，2024 年股权激励计划业绩考核指标顺利达成。

分红率提升回馈股东，公司经营周期有望向好。公司积极回馈股东，2024 年末预计分红 47.7 亿元，对应分红比例提升至 75%（2023 年约 65%），并提请 2025 年中期分红方案积极回馈股东。我们认为公司经营状态有望继续保持向上，主因：1）渠道调整已有初步效果，经销商数量已经企稳回升，酱油、蚝油产品已恢复至稳健增长通道；2）新管理团队基本稳定，虽然 2024 年销售费用有所增加，但是下半年毛销差依然维持在 31%以上，相比 2023 年有所提升，体现公司运营效率。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：由于公司盈利能力较好的酱油产品恢复稳健增长，我们小幅上调此前盈利预测并引入 2027 年盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 296.8/324.4/351.5 亿元（前 2025-2026 年预测值为 296.4/323.6 亿元），同比增长 10.3%/9.3%/8.4%，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 70.2/76.5/83.2 亿元（前 2025-2026 年预测值为 68.6/74.2 亿元），同比增长 10.6%/9.1%/8.7%，实现 EPS1.26/1.38/1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 32.2/29.6/27.2 倍，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,559	26,901	29,675	32,440	35,152
(+/-%)	-4.1%	9.5%	10.3%	9.3%	8.4%
净利润(百万元)	5627	6344	7017	7652	8318
(+/-%)	-9.2%	12.8%	10.6%	9.1%	8.7%
每股收益(元)	1.01	1.14	1.26	1.38	1.50
EBIT Margin	23.6%	24.8%	25.5%	25.6%	25.7%
净资产收益率(ROE)	19.7%	20.5%	20.8%	20.8%	20.7%
市盈率(PE)	40.2	35.6	32.23	29.55	27.2
EV/EBITDA	35.2	31.2	28.8	26.3	24.2
市净率(PB)	7.93	7.32	6.71	6.15	5.64

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

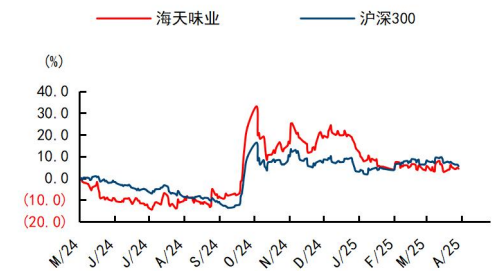
021-60875135

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	40.67 元
总市值/流通市值	226150/0 百万元
52 周最高价/最低价	52.99/33.08 元
近 3 个月日均成交额	401.89 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）-第三季度收入同比增长 9.83%，渠道调整效果逐渐体现》——2024-10-29
《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

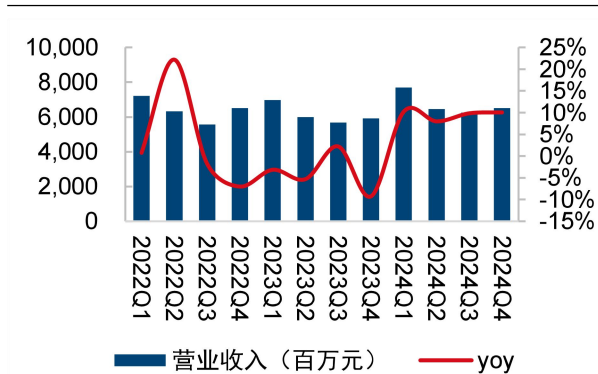
海天味业公布 2024 年业绩，全年实现营业总收入 269.01 亿元，同比增长 9.53%；实现归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.75%；实现扣非归母净利润 60.69 亿元，同比增长 12.51%；2024Q4 实现营业总收入 65.02 亿元，同比增长 10.03%；实现归母净利润 15.29 亿元，同比增长 17.82%；实现扣非归母净利润 14.55 亿元，同比增长 17.07%。

酱油品类增速恢复，经销商数量企稳回升。2024 年酱油/蚝油/调味酱/其他产品（醋、料酒等）分别实现营收 137.6/46.2/26.7/40.9 亿元，同比增长 8.9%/8.6%/9.9%/16.8%，公司酱油、蚝油产品收入增速均逐步实现改善，体现公司对于渠道强大把控能力。分渠道看，线下/线上渠道实现营收 238.9/12.4 亿元，同比 +8.9%/+39.8%，线上高增主因公司 24 年电商运营水平提升，线下渠道经销商数量相比 23 年底净增加 116 家至 6707。

原材料成本下行，盈利能力改善。2024 年公司毛利率为 37.0%，同比提高 2.3pcts，酱油/蚝油/调味酱/其他产品毛利率同比提升 2.07/4.69/1.95/2.62pcts，主因黄豆等大宗原料成本呈回调趋势。2024 年销售/管理费用率 6.1%/2.2%，同比提升 0.7/0.1pcts，主因广告支出及人员薪酬增加。综合来看，2024 年净利率 23.6%，同比提高 0.7pct，实现盈利能力改善，2024 年股权激励计划业绩考核指标顺利达成。

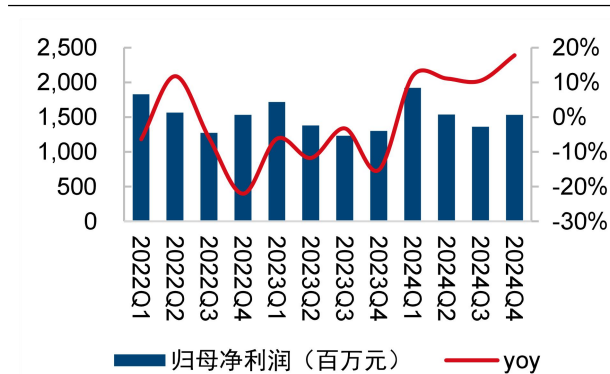
分红率提升回馈股东，公司经营周期有望向好。公司积极回馈股东，2024 年末预计分红 47.7 亿元，对应分红比例提升至 75%（2023 年约 65%），并提请 2025 年中期分红方案积极回馈股东。我们认为公司经营状态有望继续保持向上，主因：1）渠道调整已有初步效果，经销商数量已经企稳回升，酱油、蚝油产品已恢复至稳健增长通道；2）新管理团队基本稳定，虽然 2024 年销售费用有所增加，但是下半年毛销差依然维持在 31%以上，相比 2023 年有所提升，体现公司运营效率。

图1：单季度营业收入（百万元）及增速



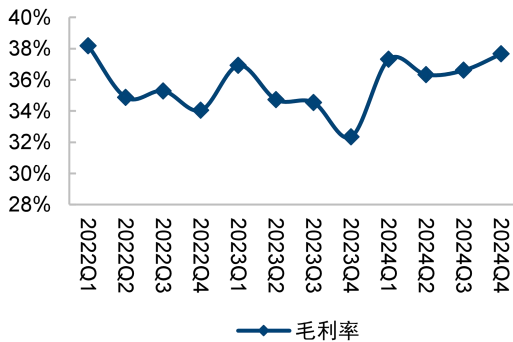
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润（百万元）及增速



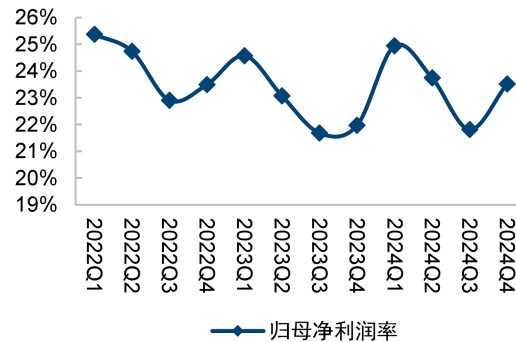
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

由于公司盈利能力较好的酱油产品恢复稳健增长，我们小幅上调此前盈利预测并引入 2027 年盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 296.8/324.4/351.5 亿元(前 2025-2026 年预测值为 296.4/323.6 亿元)，同比增长 10.3%/9.3%/8.4%，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 70.2/76.5/83.2 亿元(前 2025-2026 年预测值为 68.6/74.2 亿元)，同比增长 10.6%/9.1%/8.7%，实现 EPS1.26/1.38/1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 32.2/29.6/27.2 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		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	29636	32362	-	29675	32440	35152	39	78	-
收入同比增速%	10.21%	9.20%	-	10.31%	9.32%	8.36%	0.10%	0.12%	-
毛利率%	36.10%	35.80%	-	37.1%	37.2%	37.3%	1.05%	1.39%	-
销售费用率%	4.93%	4.93%	-	5.55%	5.55%	5.55%	0.62%	0.62%	-
净利率%	23.13%	22.93%	-	23.65%	23.59%	23.66%	0.52%	0.66%	-
归母净利润(百万元)	6855	7420	-	7017	7652	8318	162	232	-
归母净利润同比增速%	9.77%	8.25%	-	10.61%	9.05%	8.70%	0.84%	0.80%	-
EPS(元)	1.23	1.33	-	1.26	1.38	1.50	0.03	0.05	-

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(2025 年 4 月 3 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				24E	25E	24E	25E		
603288.SH	海天味业	35.65	40.67	1.26	1.38	32.23	29.55	2,261	优于大市
603027.SH	千禾味业	23.74	11.43	0.57	0.65	20.16	17.72	117	不适用
603317.SH	天味食品	24.71	14.49	0.66	0.75	21.96	19.45	154	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：千禾味业、天味食品为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21689	22115	24939	28385	32101	营业收入	24559	26901	29675	32440	35152
应收款项	391	261	244	267	289	营业成本	16029	16948	18651	20376	22048
存货净额	2619	2525	2760	2734	2957	营业税金及附加	194	228	251	274	297
其他流动资产	234	323	357	390	423	销售费用	1306	1629	1648	1801	1952
流动资产合计	30774	32842	35917	39393	43388	管理费用	526	590	648	705	761
固定资产	6069	6531	7110	7587	7805	研发费用	715	840	896	980	1062
无形资产及其他	857	875	841	807	773	财务费用	(585)	(509)	(360)	(410)	(468)
投资性房地产	723	611	611	611	611	投资收益	17	19	18	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	209	119	200	180	180
资产总计	38424	40858	44478	48397	52576	其他收入	(572)	(647)	(746)	(830)	(912)
短期借款及交易性金融负债	394	324	324	324	324	营业利润	6745	7507	8310	9062	9848
应付款项	1861	1947	2007	2187	2366	营业外净收支	(6)	7	0	0	2
其他流动负债	6681	6715	7462	8135	8801	利润总额	6739	7513	8310	9062	9851
流动负债合计	8936	8986	9794	10646	11491	所得税费用	1097	1157	1280	1396	1517
长期借款及应付债券	70	33	33	33	33	少数股东损益	16	12	13	14	15
其他长期负债	384	438	438	438	438	归属于母公司净利润	5627	6344	7017	7652	8318
长期负债合计	454	471	471	471	471	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	9391	9456	10265	11117	11962	净利润	5627	6344	7017	7652	8318
少数股东权益	502	507	512	517	524	资产减值准备	(13)	96	34	10	6
股东权益	28531	30895	33702	36763	40090	折旧摊销	902	880	622	728	792
负债和股东权益总计	38424	40858	44478	48397	52576	公允价值变动损失	(209)	(119)	(200)	(180)	(180)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(585)	(509)	(360)	(410)	(468)
每股收益	1.01	1.14	1.26	1.38	1.50	营运资本变动	1700	515	591	832	573
每股红利	0.59	0.66	0.76	0.83	0.90	其它	19	(91)	(29)	(4)	0
每股净资产	5.13	5.56	6.06	6.61	7.21	经营活动现金流	8026	7625	8035	9038	9508
ROIC	24%	27%	31%	36%	40%	资本开支	(1752)	(1526)	(1001)	(1001)	(801)
ROE	20%	21%	21%	21%	21%	其它投资现金流	241	(1777)	0	0	0
毛利率	35%	37%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(1512)	(3302)	(1001)	(1001)	(801)
EBIT Margin	24%	25%	26%	26%	26%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	28%	28%	28%	负债净变化	(23)	(37)	0	0	0
收入增长	-4%	10%	10%	9%	8%	支付股利、利息	(3253)	(3690)	(4210)	(4591)	(4991)
净利润增长率	-9%	13%	11%	9%	9%	其它融资现金流	3501	3556	0	0	0
资产负债率	26%	24%	24%	24%	24%	融资活动现金流	(3048)	(3897)	(4210)	(4591)	(4991)
息率	1.4%	1.6%	1.9%	2.0%	2.2%	现金净变动	3466	425	2824	3446	3717
P/E	40.2	35.6	32.2	29.6	27.2	货币资金的期初余额	18223	21689	22115	24939	28385
P/B	7.9	7.3	6.7	6.2	5.6	货币资金的期末余额	21689	22115	24939	28385	32101
EV/EBITDA	35.2	31.2	28.8	26.3	24.2	企业自由现金流	5697	5509	6626	7584	8205
						权益自由现金流	9671	9455	6931	7931	8600

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