

全品类稳健增长，盈利能力提升

核心观点

公司 Q4 经营环比 Q3 进一步提速，营收同比增长 10.03%，归母净利润同比增长 17.82%。分产品看，酱油、调味酱、蚝油在 Q4 单季分别增长 13.57%/13.17%/15.38%，而其他调味品增速（7.13%）相对放缓。全年成本改善，Q4 毛利率同比提升 5.33pcts，而竞争加剧公司增加市场费用，销售费用率增加 1.72pcts，归母净利率提升 1.56pcts。2024 年度分红率进一步提升至 75%，展现公司对股东稳定回报的重视。

事件

公司公布 2024 年年度报告：

2024 年，公司实现营收 269.01 亿元，同比增长 9.53%；归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.75%；扣非归母净利润 60.69 亿元，同比增长 12.51%。

24Q4 单季，公司实现营收 65.02 亿元，同比增长 10.03%；归母净利润 15.29 亿元，同比增长 17.82%；扣非归母净利润 14.55 亿元，同比增长 17.07%。

简评

全品类发力，四季度业绩提速

2024 年业绩增速同比明显回升，公司经营表现稳健。四季度，得益于春节备货以及同比基数较低，增速环比提升。

分产品看，公司 2024 年酱油/调味酱/蚝油营收分别为 137.58 亿元、26.69 亿元、46.16 亿元，同比增长 8.87%、9.97%、8.56%；其中 24Q4 酱油/调味酱/蚝油营收分别同比增长 13.57%/13.17%/15.38%。全年量价看，酱油/调味酱/蚝油销量增速分别为 11.63%、13.47%、8.10%，吨价增速分别为 -2.47%、-3.09%、+0.43%。与此同时，公司其他调味品业务取得较好增长，2024/24Q4 营收同比增长 16.75%/7.13%，主要得益于公司提升对多元化市场需求的关注度。

分渠道看，公司 2024 年线上/线下收入分别为 238.85 亿元、12.43 亿元，同比增长 8.93%、39.78%；其中 24Q4 线下/线上渠道收入同比增长 11.19%/59.25%，线上渠道经调整后运营能力明显提升，不断拓展新兴渠道，构建更立体的销售网络。

海天味业 (603288. SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 04 月 13 日

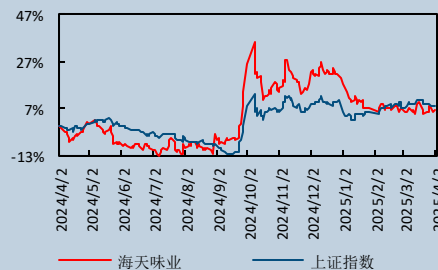
当前股价：40.84 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.66/-1.54	-11.02/-10.98	2.64/-6.22
12 月最高/最低价 (元)		51.80/33.34
总股本 (万股)		556,060.05
流通 A 股 (万股)		556,060.05
总市值 (亿元)		2,270.95
流通市值 (亿元)		2,270.95
近 3 月日均成交量 (万)		973.86
主要股东		
广东海天集团股份有限公司		58.26%

股价表现



分区域看，公司 2024 年东部/南部/中部/北部/西部营收同比增长 10.06%/12.88%/11.01%/8.03%/ 8.82%，而 24Q4 东部/南部/中部/北部/西部营收同比增长 5.40%/ 8.64%/ 20.52%/ 11.99%/ 20.32%。经销商数量方面，截至 24 年底公司共拥有经销商 6707 家，23Q4 净减少 15 家，渠道结构优化调整稳步推进。

成本改善，毛利率和净利率提升

公司 2024 年毛利率 37.00%，同比+2.26pcts，24Q4 毛利率为 37.66%，同比+5.33pcts，主要受益大豆等主要原料价格下降带动酱油毛利率提升。费用方面，公司 24 年销售/管理费率为 6.05%(+0.74pcts)、2.19%(+0.05pcts)，24Q4 销售/管理费率为 6.62%(+1.72pcts)、2.74%(+0.04pcts)，行业竞争加剧，公司加大市场宣传费用以及人工成本。最终公司 24/24Q4 年归母净利率同比分别提升 0.67/1.56pcts 至 23.58%/22.38%。

分红率提升至 75%，内部变革再塑竞争力，公司持续高质量增长可期

2024 年，公司拟现金分红 47.73 亿元，占归母净利润的 75.24%。当前调味品行业竞争日益加剧，而下游市场需求正朝多元化趋势演变，更多元立体的消费者触达渠道开始涌现，针对细分人群、细分场景、细分渠道的需求洞察能力和响应能力成为调味品企业挖掘市场增量的核心竞争力。公司作为行业龙头企业，短期经历经营阵痛后加速内部调整，以消费者需求为起点，产销端同步推进系统性变革。产品方面，围绕用户对质价比及健康便捷的需求，加快一系列新品的推出；渠道端则在强化原有渠道网络基础上，加强在电商、团购、工业等渠道的拓展力度；同时，引入数字化技术进一步提升内部运营效率，不断打磨精益运营能力。

盈利预测：结合财报表现和公司规划，我们预计公司 2025-2027 年实现收入 296.01、326.88、360.49 亿元，实现归母净利润 69.72、77.91、86.98 亿元，对应 PE 为 32.57x、29.15x、26.11x。

风险提示：1) **大豆等原材料价格上涨风险：**调味品行业生产成本中直接材料占比较高，大豆等大宗农产品价格近年来波动较大，对公司盈利造成较大影响，如后续原料价格仍进一步上行，对公司业绩将带来不利影响。2) **食品安全风险：**调味品在生产生活中使用频率较高，使用范围广，直接关系人们的饮食健康，若出现相关食品安全事件，将降低公众对公司产品的信任度，对公司业务经营造成重大不利影响。3) **需求恢复不及预期风险：**当前公司经营仍受制于下游需求的恢复进程，若需求恢复不及预期，短期内公司经营业绩仍将面临一定压力。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,559.31	26,900.98	29,601.11	32,687.62	36,048.74
YoY(%)	-4.10	9.53	10.04	10.43	10.28
净利润(百万元)	5,626.63	6,344.13	6,971.58	7,790.84	8,697.71
YoY(%)	-9.21	12.75	9.89	11.75	11.64
毛利率(%)	34.74	37.00	37.13	37.22	37.32
净利率(%)	22.91	23.58	23.55	23.83	24.13
ROE(%)	19.72	20.53	19.84	19.54	19.25
EPS(摊薄/元)	1.01	1.14	1.25	1.40	1.56
P/E(倍)	40.36	35.80	32.57	29.15	26.11
P/B(倍)	7.96	7.35	6.46	5.69	5.03

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk