

海天味业 (603288.SH)

Q4 实现优质增长，25 年有望趋势延续

公司 Q4 收入/归母净利润分别同比+10.0%/+17.8%，延续优质增长。24 年看公司逆势而上，在需求承压及竞争加剧压力下，实现高质量增长，表现优于同业，份额再提升。25 年公司继续梳理改善渠道，加快新品推广及效率提升，有望继续稳健增长，看好公司凭借平台优势，持续提升份额。我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.28、1.40 元，当前股价对应 25 年 33 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ Q4 收入/归母净利润分别同比+10.0%/+17.8%，延续优质增长。海天味业披露 2024 年报，公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 269.01/63.44/60.69 亿元，同比+9.53%/+12.75%/+12.51%，单 Q4 收入/归母净利润/扣非净利润 65.02/15.29/14.55 亿元，同比+10.03%/+17.81%/+17.07%。Q4 现金回款 107.44 亿元，同比+13.14%，全年现金回款 303.83 亿元，同比+2.84%。2024 年拟派发现金红利 50.87 亿元（含回购），分红比例 80.19%，分红率提升明显。

□ 核心品类量增价稳，毛利率提升促效益平衡。分品类看，2024 年酱油收入 137.58 亿元，同比+8.87%，销量同比增长 11.63%，均价同比下降 2.5%；蚝油收入 46.15 亿元，同比+8.56%，销量增长 8.10%，均价提升 0.4%；调味酱收入 26.69 亿元，同比+9.97%，销量增长 13.47%，均价略有回落；其他品类收入 40.86 亿元，同比+16.75%，其中醋、料酒等细分品类延续较快增长。主要品类均价承压主要系渠道下沉过程中促销力度加大及中低端产品占比提升所致，但受益于原材料成本下降及生产端精益管理，酱油、蚝油等核心品类毛利率同比提升 2.07、4.69 个百分点，实现以价换量策略下的效益平衡。

□ 成本优化驱动毛利率提升，费用投入增加致净利率微增。2024 年公司销售毛利率 37.00%，同比提升 2.26pct，分品类看，酱油毛利率 44.70%，同比+2.07pcts，直接材料成本增幅 4.06%低于收入增速，主要受益于大豆采购成本下降及供应链效率优化；蚝油毛利率 33.69%，同比大幅提升 4.69pcts，主要源于生蚝采购成本下降及工艺改进带来单吨材料成本下降 0.08%；调味酱毛利率 37.44%，同比+1.95pcts，材料成本增速 6.08%低于收入增幅 9.97%；其他产品毛利率 24.50%，同比提升 2.62pcts，材料利用率提升贡献显著。费用端，2024 年销售费用率 6.05%，同比提升 0.74pct，主要系广告支出增加及促销人员薪酬增长，销售费用同比增长 24.73%；管理费用率 2.19%，同比微升 0.05pct，主要受新园区投产人员增加影响。全年实现归母净利率 23.63%，同比提升 0.65pcts，成本端改善有效对冲费用上升压力。单 Q4 看，公司毛利率 37.66%，同比+5.33pcts，成本下降叠加结构升级带动毛利率显著提升，销售费用率 6.62%，同比+1.72pcts，系公司下半年加大激励力度所致，管理费用率 2.74%，同比基本持平，归母净利率 23.52%，受益于毛利率改善，同比提升 1.56pcts。

□ 投资建议：Q4 实现优质增长，25 年有望趋势延续。公司 Q4 收入/归母净利润分别同比+10.0%/+17.8%，延续优质增长。24 年看公司逆势而上，在需求承压及竞争加剧压力下，实现高质量增长，表现优于同业，份额再提升。25 年公司继续梳理改善渠道，加快新品推广及效率提升，有望继续稳健增长，

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：NA

当前股价：42.04 元

基础数据

总股本（百万股）	5561
已上市流通股（百万股）	5561
总市值（十亿元）	233.8
流通市值（十亿元）	233.8
每股净资产（MRQ）	5.6
ROE（TTM）	20.5
资产负债率	23.1%
主要股东	广东海天集团股份有限公司
主要股东持股比例	58.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-11	15
相对表现	9	-7	7



相关报告

- 《海天味业（603288）—公司状态向好，全年目标可期》2024-10-29
- 《海天味业（603288）—Q2 增长超预期，员工持股彰显信心》2024-08-30
- 《海天味业（603288）—内部状态向好，立足长远发展》2024-05-13

任龙

S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

看好公司凭借平台优势,继续提升份额。我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.28、1.40 元,当前股价对应 25 年 33 倍 PE,维持“强烈推荐”评级。

□风险提示:需求下行、成本上涨、行业竞争阶段性加剧等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24559	26901	29287	31476	33660
同比增长	-4.1%	9.5%	8.9%	7.5%	6.9%
营业利润(百万元)	6745	7507	8443	9215	9941
同比增长	-8.3%	11.3%	12.5%	9.2%	7.9%
归母净利润(百万元)	5627	6344	7130	7779	8389
同比增长	-9.2%	12.8%	12.4%	9.1%	7.8%
每股收益(元)	1.01	1.14	1.28	1.40	1.51
PE	41.5	36.8	32.8	30.1	27.9
PB	8.2	7.6	7.0	6.6	6.1

资料来源:公司数据、招商证券

表 1: 海天味业单季度利润

单位: 百万元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2023	2024
一、营业总收入	6981	5985	5685	5909	7694	6462	6243	6502	24559	26901
二、营业总成本	5022	4403	4264	4500	5519	4771	4761	4774	18188	19826
其中: 营业成本	4403	3906	3721	3998	4823	4115	3958	4053	16029	16948
营业税金及附加	58	47	47	41	69	45	50	64	194	228
营业费用	365	333	318	290	423	427	349	430	1306	1629
管理费用	113	118	135	159	124	137	151	178	526	590
研发费用	194	164	143	214	185	195	223	237	715	840
财务费用	-108	-167	-103	-207	-102	-148	-69	-190	-585	-509
资产减值损失	0	0	0	4	0	0	98	2	4	100
三、其他经营收益	93	69	65	146	106	105	113	108	374	431
公允价值变动收益	74	48	47	44	55	44	68	42	213	185
投资收益	4	7	3	3	0	15	-1	52	17	219
其他收益	15	13	15	100	50	46	47	4	144	19
四、营业利润	2052	1651	1487	1555	2280	1796	1595	1836	6745	7507
加: 营业外收入	0	1	1	8	1	14	4	3	10	22
减: 营业外支出	0	3	1	12	13	1	0	0	16	15
五、利润总额	2052	1649	1487	1551	2268	1808	1599	1838	6739	7513
减: 所得税	328	269	252	248	340	271	235	311	1097	1157
六、净利润	1724	1380	1235	1303	1928	1537	1364	1527	5642	6356
减: 少数股东损益	8	-1	3	5	9	3	2	-2	16	12
七、归属母公司净利润	1716	1381	1232	1298	1919	1534	1362	1529	5627	6344
EPS	0.37	0.25	0.22	0.23	0.35	0.28	0.24	0.28	1.01	1.14
主要比率										
毛利率	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%	37.7%	34.7%	37.0%
主营税金率	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%
营业费率	5.2%	5.6%	5.6%	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%	6.6%	5.3%	6.1%
管理费率	1.6%	2.0%	2.4%	2.7%	1.6%	2.1%	2.4%	2.7%	2.1%	2.2%
营业利润率	29.4%	27.6%	26.1%	26.3%	29.6%	27.8%	25.6%	28.2%	27.5%	27.9%
实际税率	16.0%	16.3%	16.9%	16.0%	15.0%	15.0%	14.7%	16.9%	16.3%	15.4%
净利率	24.6%	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%	23.5%	22.9%	23.6%
YoY										
收入增长率	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%	10.0%	-4.1%	9.5%
营业利润增长率	-5.7%	-9.8%	-3.4%	-14.0%	11.1%	8.8%	7.3%	18.0%	-8.3%	11.3%
净利润增长率	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%	17.8%	-9.2%	12.8%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 海天味业历史 PE Band



图 2: 海天味业历史 PB Band



参考报告:

- 1、《海天味业（603288）—公司状态向好，全年目标可期》2024-10-29
- 2、《海天味业（603288）—Q2 增长超预期，员工持股彰显信心》2024-08-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	30774	32842	35113	37821	40715
现金	21689	22115	24137	26597	29238
交易性投资	5841	7618	7618	7618	7618
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	223	242	261	280	299
其它应收款	182	19	20	22	23
存货	2619	2525	2725	2926	3132
其他	221	323	352	378	404
非流动资产	7649	8016	8323	8569	8765
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4609	5055	5461	5796	6073
无形资产商誉	1067	987	889	800	720
其他	1973	1973	1973	1973	1972
资产总计	38424	40858	43436	46390	49480
流动负债	8936	8986	9202	9737	10287
短期借款	363	293	0	0	0
应付账款	1861	1947	2103	2258	2417
预收账款	4527	4335	4684	5029	5384
其他	2185	2410	2415	2450	2486
长期负债	454	471	471	471	471
长期借款	70	33	33	33	33
其他	384	438	438	438	438
负债合计	9391	9456	9673	10208	10757
股本	5561	5561	5561	5561	5561
资本公积金	(107)	(421)	(421)	(421)	(421)
留存收益	23078	25756	28104	30509	33034
少数股东权益	502	507	520	534	550
归属于母公司所有者权益	28531	30895	33244	35648	38173
负债及权益合计	38424	40858	43436	46390	49480

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7356	6844	7321	7882	8405
净利润	5642	6356	7143	7794	8404
折旧摊销	908	885	987	1048	1098
财务费用	(585)	(509)	(672)	(817)	(963)
投资收益	(17)	(19)	(431)	(431)	(431)
营运资金变动	1209	64	292	287	295
其它	215	78	15	16	17
投资活动现金流	(820)	(3776)	(864)	(864)	(864)
资本支出	(1924)	(1576)	(1295)	(1295)	(1295)
其他投资	1104	(2200)	431	431	431
筹资活动现金流	(2851)	(4002)	(4435)	(4558)	(4901)
借款变动	(893)	(581)	(324)	0	0
普通股增加	927	0	0	0	0
资本公积增加	(250)	(314)	0	0	0
股利分配	(3244)	(3670)	(4782)	(5375)	(5864)
其他	610	563	672	817	963
现金净增加额	3685	(935)	2023	2460	2641

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24559	26901	29287	31476	33660
营业成本	16029	16948	18311	19661	21046
营业税金及附加	194	228	248	266	285
营业费用	1306	1629	1743	1830	1921
管理费用	526	590	631	669	709
研发费用	715	840	914	982	1050
财务费用	(585)	(509)	(672)	(817)	(963)
资产减值损失	(4)	(101)	(101)	(101)	(101)
公允价值变动收益	213	219	219	219	219
其他收益	144	185	185	185	185
投资收益	17	27	27	27	27
营业利润	6745	7507	8443	9215	9941
营业外收入	10	22	22	22	22
营业外支出	16	15	15	15	15
利润总额	6739	7513	8449	9222	9948
所得税	1097	1157	1306	1428	1543
少数股东损益	16	12	13	14	16
归属于母公司净利润	5627	6344	7130	7779	8389

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4.1%	9.5%	8.9%	7.5%	6.9%
营业利润	-8.3%	11.3%	12.5%	9.2%	7.9%
归母净利润	-9.2%	12.8%	12.4%	9.1%	7.8%
获利能力					
毛利率	34.7%	37.0%	37.5%	37.5%	37.5%
净利率	22.9%	23.6%	24.3%	24.7%	24.9%
ROE	20.1%	21.0%	21.9%	22.2%	22.4%
ROIC	17.4%	18.5%	19.3%	19.5%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	23.1%	22.3%	22.0%	21.7%
净负债比率	1.2%	0.9%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	3.4	3.7	3.8	3.9	4.0
速动比率	3.2	3.4	3.5	3.6	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	6.4	6.6	7.0	7.0	6.9
应收账款周转率	119.0	116.0	116.0	116.0	116.0
应付账款周转率	10.1	8.9	9.0	9.0	9.0
每股资料(元)					
EPS	1.01	1.14	1.28	1.40	1.51
每股经营净现金	1.32	1.23	1.32	1.42	1.51
每股净资产	5.13	5.56	5.98	6.41	6.86
每股股利	0.66	0.86	0.97	1.05	1.14
估值比率					
PE	41.5	36.8	32.8	30.1	27.9
PB	8.2	7.6	7.0	6.6	6.1
EV/EBITDA	19.8	17.8	15.9	14.8	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。