

海天味业（603288.SH）

成本红利释放，利润超预期增长

事件：公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营业收入 83.15 亿元，同比+8.08%；实现归母净利润 22.02 亿元，同比+14.77%；实现扣非归母净利润 21.47 亿元，同比+15.42%。

调味品增长亮眼，线上占比持续提升。分产品来看，2025Q1 公司酱油/调味酱/耗油/其他收入分别 44.2/9.1/13.6/12.9 亿元，同比+8.2%/+14.0%/+6.1%/+20.8%，占收入比重分别 55.4%/11.4%/17.0%/16.1%，调味酱和其他品类增速表现亮眼。**分渠道来看**，2025Q1 公司线上/线下收入分别 4.2/75.6 亿元，同比+43.2%/+8.9%，占收入比重分别 5.2%/94.8%，线上渠道在低基数下增长显著，占比提升趋势明显。**分地区来看**，2025Q1 公司东/南/中/北/西部收入分别 16.4/15.7/17.6/19.8/10.3 亿元，同比+14.2%/+16.1%/+7.9%/+5.8%/+9.4%，占收入比重分别 20.5%/19.6%/22.1%/24.9%/12.9%，东部和南部增速领先。**经销商数量方面**，2025Q1 底经销商数量为 6668 家，环比 2024 年末减少 39 家。

成本红利持续兑现，利润率表现突出。2025Q1 公司取得毛利率 40.04%，同比+2.73pct，我们判断毛利率的提升主要系原材料成本下降、精益及科技驱动成本控制等综合影响。费用率方面，2025Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别+0.41/+0.28/-0.16/+0.19pct 至 5.91%/1.89%/2.25%/-1.14%，费用率的提升一定程度降低了归母净利率的增幅，2025Q1 年公司取得归母净利率 26.49%，同比+1.55pct。

科技立企，用户中心，自我革新。2025 年作为四五计划的攻坚之年，公司将聚焦调味品主业发展不动摇，全面以用户为中心，时刻敢于自我革新，坚持打造可持续发展的合作生态，坚持“科技立企”赋能产品品质和生产效率提升，打造具有质价比的产品。

盈利预测：餐饮复苏，出海明确，龙头充分受益。短期来看，内需刺激政策落地，餐饮复苏提振，B 端修复有望进一步打开行业空间。中长期来看，酱油、蚝油、调味酱等各调味品子赛道格局分散，集中度有望进一步提升，公司作为行业龙头有望率先受益。此外，2024 年底公司开始筹备港股上市，出海目标明确，海外市场有望为营收贡献新的增量。基于此，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别同比+10.5%/+11.4%/+10.7%至 70.1/78.2/86.5 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：消费力恢复不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,559	26,901	29,546	32,236	34,878
增长率 yoy（%）	-4.1	9.5	9.8	9.1	8.2
归母净利润（百万元）	5,627	6,344	7,013	7,816	8,653
增长率 yoy（%）	-9.2	12.8	10.5	11.4	10.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.01	1.14	1.26	1.41	1.56
净资产收益率（%）	19.7	20.5	21.5	22.6	23.6
P/E（倍）	40.8	36.2	32.7	29.4	26.5
P/B（倍）	8.0	7.4	7.0	6.6	6.2

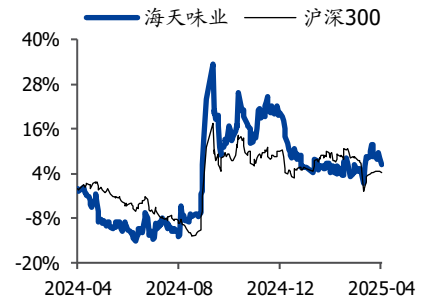
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价（元）	41.26
总市值（百万元）	229,430.38
总股本（百万股）	5,560.60
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	12.43

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

研究助理 黄越

执业证书编号：S0680124060012

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

- 《海天味业（603288.SH）：旺季提速明显，成本红利兑现》 2025-04-03
- 《海天味业（603288.SH）：百年传承，味领四海》 2025-03-21
- 《海天味业（603288.SH）：餐饮动销加速，经营改善有望》 2023-10-31

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30774	32842	35533	38447	41672
现金	21689	22115	24274	26656	29357
应收票据及应收账款	223	243	266	290	314
其他应收款	182	19	20	22	24
预付账款	19	34	37	41	44
存货	2619	2525	2749	2977	3202
其他流动资产	6042	7907	8187	8462	8732
非流动资产	7649	8016	7892	7742	7472
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4609	5055	5081	4987	4771
无形资产	857	875	833	791	750
其他非流动资产	2183	2086	1977	1964	1951
资产总计	38424	40858	43425	46189	49143
流动负债	8936	8986	9783	10597	11393
短期借款	363	293	293	293	293
应付票据及应付账款	1861	1947	2122	2301	2474
其他流动负债	6712	6746	7368	8003	8626
非流动负债	454	471	491	491	491
长期借款	70	33	33	33	33
其他非流动负债	384	438	458	458	458
负债合计	9391	9456	10274	11088	11883
少数股东权益	502	507	520	534	550
股本	5561	5561	5561	5561	5561
资本公积	142	142	142	142	142
留存收益	23078	25761	27498	29433	31576
归属母公司股东权益	28531	30895	32632	34567	36710
负债和股东权益	38424	40858	43425	46189	49143

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7356	6844	8647	9532	10480
净利润	5642	6356	7026	7830	8669
折旧摊销	925	906	1302	1423	1544
财务费用	-597	-509	20	20	20
投资损失	-17	-19	-15	-16	-17
营运资金变动	1413	172	494	503	492
其他经营现金流	-11	-62	-179	-227	-226
投资活动现金流	-820	-3776	-1206	-1251	-1249
资本支出	-1922	-1559	-1267	-1267	-1267
长期投资	686	-2981	0	0	0
其他投资现金流	417	764	61	16	17
筹资活动现金流	-2851	-4002	-5282	-5900	-6530
短期借款	231	-69	0	0	0
长期借款	-23	-37	0	0	0
普通股增加	927	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3985	-3896	-5282	-5900	-6530
现金净增加额	3689	-934	2160	2381	2701

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24559	26901	29546	32236	34878
营业成本	16029	16948	18473	20031	21538
营业税金及附加	194	228	250	273	295
营业费用	1306	1629	1849	1997	2136
管理费用	526	590	737	733	712
研发费用	715	840	931	1015	1099
财务费用	-585	-509	-644	-709	-780
资产减值损失	-4	-100	-4	-4	0
其他收益	144	185	148	161	174
公允价值变动收益	213	219	231	225	220
投资净收益	17	19	15	16	17
资产处置收益	-1	9	3	3	3
营业利润	6745	7507	8342	9297	10293
营业外收入	10	22	22	22	22
营业外支出	16	15	19	19	19
利润总额	6739	7513	8345	9300	10295
所得税	1097	1157	1318	1469	1627
净利润	5642	6356	7026	7830	8669
少数股东损益	16	12	13	14	16
归属母公司净利润	5627	6344	7013	7816	8653
EBITDA	6856	7755	9002	10014	11059
EPS (元/股)	1.01	1.14	1.26	1.41	1.56

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.1	9.5	9.8	9.1	8.2
营业利润(%)	-8.3	11.3	11.1	11.5	10.7
归属母公司净利润(%)	-9.2	12.8	10.5	11.4	10.7
获利能力					
毛利率(%)	34.7	37.0	37.5	37.9	38.2
净利率(%)	22.9	23.6	23.7	24.2	24.8
ROE(%)	19.7	20.5	21.5	22.6	23.6
ROIC(%)	16.8	18.2	19.3	20.4	21.3
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	23.1	23.7	24.0	24.2
净负债比率(%)	-73.0	-69.2	-72.1	-74.8	-77.8
流动比率	3.4	3.7	3.6	3.6	3.7
速动比率	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	119.4	115.6	116.3	116.0	115.6
应付账款周转率	11.9	12.3	13.0	13.0	12.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.14	1.26	1.41	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.23	1.56	1.71	1.88
每股净资产(最新摊薄)	5.13	5.56	5.87	6.22	6.60
估值比率					
P/E	40.8	36.2	32.7	29.4	26.5
P/B	8.0	7.4	7.0	6.6	6.2
EV/EBITDA	27.7	30.1	22.8	20.3	18.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com