

海天味业 (603288.SH)

Q1 顺利开局，龙头优势尽显

公司 25Q1 收入/归母净利润分别同比 8.08%/14.77%，合并 Q1+Q4 看收入同比 +8.9%，全年顺利开局。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，继续提升份额。

- **25Q1 收入/归母净利润同比增长 8.08%/14.77%，全年顺利开局。**公司 25Q1 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 83.15/22.02/21.47 亿元，分别同比 +8.08%/+14.77%/+15.42%，合并 Q1+Q4 看，公司收入同比 +8.9%，稳健增长领先行业。Q1 公司现金回款 62.26 亿元，同比 +8.0%，基本和收入增速一致，期末合同负债 13.77 亿，同比下降 25.9%。
- **主品类稳健增长，平台化优势强化。**分品类看，25Q1 海天酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现收入 44.20/9.13/13.60/12.89 亿元，分别同比 +8.20%/+13.95%/+6.10%/+20.83%，各品类均衡增长。合并 Q1+Q4 看，调味品行业公司普遍承压发展，收入增速放缓，海天仍保持稳健增长，餐饮端平淡的环境下，C 端发力继续梳理渠道，推广新品，提升效率，逆势抢占市场份额，平台型发展优势突出。分区域看，25Q1 公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别同比 +14.17%/+16.13%/+7.90%/+5.76%/+9.44%，经销商数量看，截至 25Q1 公司经销商 6668 个，相比年初减少 39 家，其中东部/南部地区分别净增加 29/23 家，中部/北部/西部分别净减少 21/25/45 家。
- **毛利率持续提升，盈利能力改善。**公司 25Q1 实现毛利率 40.04%，同比提升 2.73pcts，除受益大豆等原材料成本同比下降外，公司收入持续增长规模效应也有体现。Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率 5.91%/1.89%/2.25%/-1.14%，分别同比 +0.41/+0.28/-0.16/+0.19pct，公司 Q1 加大营销投入，销售费用率有所提升。Q1 公司实现归母净利率 26.49%，同比 +1.54pcts。
- **投资建议：Q1 顺利开局，龙头优势尽显，维持“强烈推荐”评级。**公司 25Q1 收入/归母净利润分别同比 8.08%/14.77%，合并 Q1+Q4 看收入同比 +8.9%，全年顺利开局。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，继续提升份额。我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.29、1.41 元，当前股价对应 25 年 32 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**

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

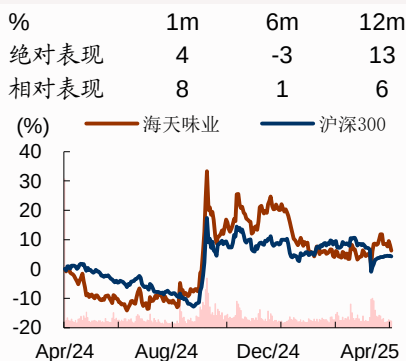
目标估值：

当前股价：41.26 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）	229.4
流通市值（十亿元）	229.4
每股净资产（MRQ）	6.0
ROE（TTM）	20.0
资产负债率	16.1%
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《海天味业（603288）—Q4 实现优质增长，25 年有望趋势延续》2025-04-14
- 2、《海天味业（603288）—公司状态向好，全年目标可期》2024-10-29
- 3、《海天味业（603288）—Q2 增长超预期，员工持股彰显信心》2024-08-30

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

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	29424	31621	33811
同比增长	-4.1%	9.5%	9.4%	7.5%	6.9%
营业利润(百万元)	6745	7507	8500	9276	10005
同比增长	-8.3%	11.3%	13.2%	9.1%	7.9%
归母净利润(百万元)	5627	6344	7178	7830	8443
同比增长	-9.2%	12.8%	13.2%	9.1%	7.8%
每股收益(元)	1.01	1.14	1.29	1.41	1.52
PE	40.8	36.2	32.0	29.3	27.2
PB	8.0	7.4	6.9	6.4	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

海天味业单季度利润

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2023	2024
一、营业总收入	5985	5685	5909	7694	6462	6243	6502	8315	24559	26901
二、营业总成本	4403	4264	4500	5519	4771	4761	4774	5796	18188	19826
其中: 营业成本	3906	3721	3998	4823	4115	3958	4053	4986	16029	16948
营业税金及附加	47	47	41	69	45	50	64	70	194	228
营业费用	333	318	290	423	427	349	430	491	1306	1629
管理费用	118	135	159	124	137	151	178	157	526	590
研发费用	164	143	214	185	195	223	237	187	715	840
财务费用	-167	-103	-207	-102	-148	-69	-190	-95	-585	-509
资产减值损失	0	0	4	0	0	98	2	0	4	100
三、其他经营收益	69	65	146	106	105	113	108	93	374	431
公允价值变动收益	48	47	44	55	44	68	42	49	213	185
投资收益	7	3	3	0	15	-1	52	35	17	219
其他收益	13	15	100	50	46	47	4	9	144	19
四、营业利润	1651	1487	1555	2280	1796	1595	1836	2612	6745	7507
加: 营业外收入	1	1	8	1	14	4	3	3	10	22
减: 营业外支出	3	1	12	13	1	0	0	0	16	15
五、利润总额	1649	1487	1551	2268	1808	1599	1838	2614	6739	7513
减: 所得税	269	252	248	340	271	235	311	407	1097	1157
六、净利润	1380	1235	1303	1928	1537	1364	1527	2207	5642	6356
减: 少数股东损益	-1	3	5	9	3	2	-2	5	16	12
七、归属母公司净利润	1381	1232	1298	1919	1534	1362	1529	2202	5627	6344
EPS	0.25	0.22	0.23	0.35	0.28	0.24	0.28	0.40	1.01	1.14
主要比率										
毛利率	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%	37.7%	40.0%	34.7%	37.0%
主营税金率	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费率	5.6%	5.6%	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%	6.6%	5.9%	5.3%	6.1%
管理费率	2.0%	2.4%	2.7%	1.6%	2.1%	2.4%	2.7%	1.9%	2.1%	2.2%
营业利润率	27.6%	26.1%	26.3%	29.6%	27.8%	25.6%	28.2%	31.4%	27.5%	27.9%
实际税率	16.3%	16.9%	16.0%	15.0%	15.0%	14.7%	16.9%	15.6%	16.3%	15.4%
净利率	23.1%	21.7%	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%	23.5%	26.5%	22.9%	23.6%
YoY										
收入增长率	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%	10.0%	8.1%	-4.1%	9.5%
营业利润增长率	-9.8%	-3.4%	-14.0%	11.1%	8.8%	7.3%	18.0%	14.6%	-8.3%	11.3%
净利润增长率	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%	17.8%	14.8%	-9.2%	12.8%

资料来源: 公司报表

图 1: 海天味业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 海天味业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《海天味业（603288）—Q4 实现优质增长，25 年有望趋势延续》2025-04-14
- 2、《海天味业（603288）—公司状态向好，全年目标可期》2024-10-29
- 3、《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	35191	37915	40826
现金	21689	22115	24201	26677	29334
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	262	281	301
其它应收款	182	19	20	22	23
存货	2619	2525	2736	2938	3144
其他	221	323	353	380	406
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	43514	46484	49591
流动负债	8936	8986	9232	9768	10319
短期借款	363	293	0	0	0
应付账款	1861	1947	2112	2267	2427
预收账款	4527	4335	4703	5049	5404
其他	2185	2410	2417	2452	2488
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	9702	10239	10790
股本	5561	5561	5561	5561	5561
资本公积金	(107)	(421)	(421)	(421)	(421)
留存收益	23078	25756	28152	30572	33112
少数股东权益	502	507	520	534	550
归属于母公司所有者权益	28531	30895	33292	35711	38251
负债及权益合计	38424	40858	43514	46484	49591

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7356	6844	7385	7934	8460
净利润	5642	6356	7192	7845	8458
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	307	287	296
其它	199	66	2	2	1
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)	(4594)	(4940)
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)	(5411)	(5902)
其他	610	563	672	817	963
现金净增加额	3685	(935)	2086	2476	2657

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	29424	31621	33811
营业成本	16029	16948	18386	19739	21128
营业税金及附加	194	228	249	268	286
营业费用	1306	1629	1743	1830	1921
管理费用	526	590	631	669	709
研发费用	715	840	918	987	1055
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	8500	9276	10005
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	8506	9282	10012
所得税	1097	1157	1315	1438	1553
少数股东损益	16	12	13	14	16
归属于母公司净利润	5627	6344	7178	7830	8443

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4.1%	9.5%	9.4%	7.5%	6.9%
营业利润	-8.3%	11.3%	13.2%	9.1%	7.9%
归母净利润	-9.2%	12.8%	13.2%	9.1%	7.8%
获利能力					
毛利率	34.7%	37.0%	37.5%	37.6%	37.5%
净利率	22.9%	23.6%	24.4%	24.8%	25.0%
ROE	20.1%	21.0%	22.0%	22.4%	22.5%
ROIC	17.4%	18.5%	19.5%	19.6%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	23.1%	22.3%	22.0%	21.8%
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	117.0	116.0	116.0
应付账款周转率	10.1	8.9	9.1	9.0	9.0
每股资料(元)					
EPS	1.01	1.14	1.29	1.41	1.52
每股经营净现金	1.32	1.23	1.33	1.43	1.52
每股净资产	5.13	5.56	5.99	6.42	6.88
每股股利	0.66	0.86	0.97	1.06	1.14
估值比率					
PE	40.8	36.2	32.0	29.3	27.2
PB	8.0	7.4	6.9	6.4	6.0
EV/EBITDA	19.8	17.8	15.8	14.7	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。