



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 29 日

基础数据

04 月 28 日收盘价 (元)	41.26
总市值 (亿元)	2,294.30
总股本 (亿股)	55.61

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】海天味业: 24 年顺利收官, 四五扬帆新篇章-2025.04.03

【兴证食饮】海天味业 24H1 财报点评: 调整步入平稳, 员工持股彰显信心-2024.09.01

【兴证食饮】海天味业 23 年报&24Q1 季报点评: 23 年调整改革, 24 年目标稳健-2024.04.28

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 林佳雯

S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

海天味业(603288.SH)

开局顺利, 份额持续回补

投资要点:

事件: 公司公告 25Q1 季报, 25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 83.15/22.02/21.47 亿元, 同比+8.08%/+14.77%/+15.42%, 业绩略超预期。25Q1 基本 EPS 为 0.40 元。

渠道新周期开启, 龙头份额持续回补。25Q1 收入同比+8.08%, 其中调味品收入同比+10.33%, 酱油/调味酱/蚝油/其他调味品收入同比+8.20%/+13.95%/+6.10%/+20.83%, 酱油、调味酱、蚝油收入均呈现稳健增长, 主要系渠道库存理顺后渠道正常备货准备开门红, 其他调味品收入同比+20%以上, 与醋、料酒等品类推广有关。25Q1 收现同比+8.00%, 增速略低于收入增速, 合同负债环比-69.31%, 25Q1 经销商数量共 6668 家, 25Q1 环比 24Q4 末净减 39 家, 经销商质量预计持续提升。25Q1 东部/南部/中部/北部/西部收入同比+14.17%/+16.13%/+7.90%/+5.76%/+9.44%, 我们判断公司在竞争激烈的南部、东部市场份额恢复性提升。

毛利率提升对冲费用投入提升, 盈利同比改善。25Q1 归母净利率 26.49%, 同比+1.54 pct, 扣非归母净利率 25.82%, 同比+1.64pct, 盈利能力提升原因拆分如下: 1) 25Q1 毛利率为 40.04%, 同比+2.73pct, 主要系大豆成本红利、规模效应提升、生产效率提升协同所致; 2) 25Q1 总费率 8.91%, 同比+0.73pct, 销售/管理/研发/财务费率 5.91%/1.89%/2.25%/-1.14%, 同比+0.41pct/+0.28pct/-0.16pct/+0.19pct, 其中销售费率提升, 预计与公司理顺思路后面推广投入加大、品牌及新品投入加大有关; 3) 公允价值变动净收益同比-36.24%, 对利润预计造成一定负向影响, 预计与非经常性损益的减少有关。

盈利预测与投资建议: 基础调味品竞争格局稳定, 公司核心竞争力突出, 并不断延伸品类。虽短期餐饮恢复曲线较为平缓, 碎片化需求迭出, 且性价比需求提振, 公司积极调整团队, 加强定制化需求投入, 内掘效率获评“灯塔工厂”等, 谋求市场份额回补, 2024 年为“四五”规划（第四个五年规划）首年, 效用初显; 中长期看, 消费升级+餐饮壁垒+品类全国化组合拳仍具备竞争力, 看好公司市占率的稳中有升。我们根据公司最新财报, 调整了盈利预测, 预计 2025-2027 年公司收入为 293.70/321.74/353.45 亿元, 同比+9.2%/+9.6%/+9.9%, 考虑股份支付费用的影响, 归母净利润 69.99/78.43/86.96 亿元, 同比+10.3%/+12.1%/+10.9%, 对应 2025 年 4 月 28 日收盘价, 公司 2025-2027 年 PE 为 33/29/26x, 维持“增持”评级。

风险提示: 餐饮需求恢复不及预期; 供给侧产能大幅提升, 居民端竞争持续加剧; 原材料价格进一步上涨。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	26901	29370	32174	35345
同比增长	9.5%	9.2%	9.6%	9.9%
归母净利润 (百万元)	6344	6999	7843	8696
同比增长	12.8%	10.3%	12.1%	10.9%
毛利率	37.0%	37.5%	38.1%	38.5%
ROE	20.5%	21.4%	22.7%	23.7%
每股收益 (元)	1.14	1.26	1.41	1.56
市盈率	36.2	32.8	29.3	26.4

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 25Q1 季报，25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 83.15/22.02/21.47 亿元，同比+8.08%/+14.77%/+15.42%，业绩略超预期。25Q1 基本 EPS 为 0.40 元。

点评

渠道新周期开启，龙头份额持续回补。25Q1 收入同比+8.08%，其中调味品收入同比 +10.33%，酱油/调味酱/蚝油/其他调味品收入同比 +8.20%/+13.95%/+6.10%/+20.83%，酱油、调味酱、蚝油收入均呈现稳健增长，主要系渠道库存理顺后渠道正常备货准备开门红，其他调味品收入同比+20%以上，与醋、料酒等品类推广有关。25Q1 收现同比+8.00%，增速略低于收入增速，合同负债环比-69.31%，25Q1 经销商数量共 6668 家，25Q1 环比 24Q4 末净减 39 家，经销商质量预计持续提升。25Q1 东部/南部/中部/北部/西部收入同比 +14.17%/+16.13%/+7.90%/+5.76%/+9.44%，我们判断公司在竞争激烈的南部、东部市场份额恢复性提升。

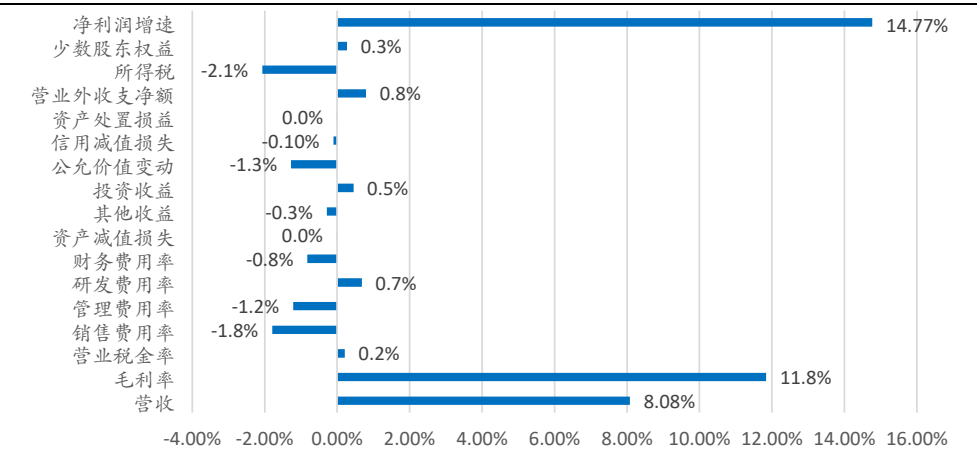
毛利率提升对冲费用投入提升，盈利同比改善。25Q1 归母净利率 26.49%，同比 +1.54 pct，扣非归母净利率 25.82%，同比+1.64pct，盈利能力提升原因拆分如下：1) 25Q1 毛利率为 40.04%，同比+2.73pct，主要系大豆成本红利、规模效应提升、生产效率提升协同所致；2) 25Q1 总费率 8.91%，同比+0.73pct，销售/管理/研发/财务费率 5.91%/1.89%/2.25%/-1.14%，同比 +0.41pct/+0.28pct/-0.16pct/+0.19pct，其中销售费率提升，预计与公司理顺思路后地面推广投入加大、品牌及新品投入加大有关；3) 公允价值变动净收益同比-36.24%，对利润预计造成一定负向影响，预计与非经常性损益的减少有关。

盈利预测与投资建议：基础调味品竞争格局稳定，公司核心竞争力突出，并不断延伸品类。虽短期餐饮恢复曲线较为平缓，碎片化需求迭出，且性价比需求提振，公司积极调整团队，加强定制化需求投入，内掘效率获评“灯塔工厂”等，谋求市场份额回补，2024 年为“四五”规划（第四个五年规划）首年，效用初显；中长期看，消费升级+餐饮壁垒+品类全国化组合拳仍具备竞争力，看好公司市占率的稳中有升。我们根据公司最新财报，调整了盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 293.70/321.74/353.45 亿元，同比+9.2%/+9.6%/+9.9%，考虑股份支付费用的影响，归母净利润 69.99/78.43/86.96 亿元，同比+10.3%/+12.1%/+10.9%，

对应 2025 年 4 月 28 日收盘价，公司 2025-2027 年 PE 为 33/29/26x，维持“增持”评级。

风险提示：餐饮需求恢复不及预期；供给侧产能大幅提升，居民端竞争持续加剧；原材料价格进一步上涨。

图1、25Q1 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	32842	35274	38407	41925
货币资金	22115	23169	24899	26924
交易性金融资产	7618	8543	9558	10670
应收票据及应收账款	243	257	286	314
预付款项	34	31	34	38
存货	2525	2810	3058	3317
其他	308	464	572	662
非流动资产	8016	8101	8001	7626
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5055	5261	5204	4899
在建工程	1476	1377	1275	1180
无形资产	875	992	1087	1177
商誉	113	94	52	9
其他	498	377	383	361
资产总计	40858	43376	46408	49551
流动负债	8986	9747	10840	11805
短期借款	293	340	379	403
应付票据及应付账款	1947	2005	2238	2428
其他	6746	7402	8223	8974
非流动负债	471	475	451	453
长期借款	33	22	1	6
其他	438	453	450	447
负债合计	9456	10223	11291	12258
股本	5561	5561	5561	5561
未分配利润	22962	23651	24422	25277
少数股东权益	507	519	536	553
股东权益合计	31402	33153	35118	37293
负债及权益合计	40858	43376	46408	49551

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	6344	6999	7843	8696
折旧和摊销	906	1351	1590	1824
营运资金的变动	172	265	665	561
经营活动产生现金流量	6844	8691	10128	11108
资本支出	-1559	-1526	-1483	-1442
长期投资	-2981	-925	-1015	-1112
投资活动产生现金流量	-3776	-2396	-2489	-2542
债权融资	-109	29	14	25
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-4002	-5241	-5909	-6541
现金净变动	-934	1055	1729	2025

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26901	29370	32174	35345
营业成本	16948	18347	19927	21733
税金及附加	228	239	263	292
销售费用	1629	1762	1863	2102
管理费用	590	646	701	774
研发费用	840	878	968	1074
财务费用	-509	-642	-673	-724
投资收益	19	12	13	14
公允价值变动收益	219	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-100	-5	-5	-5
营业利润	7507	8325	9337	10329
营业外收支	7	4	2	4
利润总额	7513	8329	9339	10333
所得税	1157	1317	1478	1621
净利润	6356	7012	7860	8713
少数股东损益	12	13	17	17
归属母公司净利润	6344	6999	7843	8696
EPS(元)	1.14	1.26	1.41	1.56

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	9.5%	9.2%	9.6%	9.9%
营业利润增长率	11.3%	10.9%	12.2%	10.6%
归母净利润增长率	12.8%	10.3%	12.1%	10.9%
盈利能力				
毛利率	37.0%	37.5%	38.1%	38.5%
归母净利率	23.6%	23.8%	24.4%	24.6%
ROE	20.5%	21.4%	22.7%	23.7%
偿债能力				
资产负债率	23.1%	23.6%	24.3%	24.7%
流动比率	3.65	3.62	3.54	3.55
速动比率	3.34	3.29	3.21	3.22
营运能力				
资产周转率	67.9%	69.7%	71.7%	73.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.14	1.26	1.41	1.56
每股经营现金	1.23	1.56	1.82	2.00
估值比率(倍)				
PE	36.2	32.8	29.3	26.4
PB	7.4	7.0	6.6	6.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn