



海天味业 (603288.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入稳健增长，凸显经营韧性

业绩简评

8月28日公司发布半年报，25H1实现营收152.30亿元，同比+7.59%；实现归母净利润39.14亿元，同比+13.35%；扣非归母净利润38.17亿元，同比+14.77%。其中，25Q2实现营收69.15亿元，同比+7.00%；实现归母净利润17.12亿元，同比+11.57%；扣非归母净利润16.69亿元，同比+13.93%，业绩略超预期。

经营分析

餐饮需求承压背景下，主业实现双位数增长。1) 下游餐饮承压背景下，公司实现韧性增长，C端拓展多元渠道，B端强化定制化服务，Q2全品类实现增长。其中25Q2酱油/蚝油/调味酱/其他产品收入分别为35.08/11.43/7.13/12.17亿元，同比+10.35%/+9.77%/+9.62%/+12.69%。2) 全国范围内持续铺货，推进渠道下沉，25H1末经销商数量为6681家，较25Q1环比增长13家。3) 分地区来看，除西部区域外其他区域均实现双位数增长。25Q2北部/中部/东部/南部/西部增速分别为+10.82%/+10.52%/+12.81%/+11.31%/+5.96%。

成本下行叠加内部挖潜提效，净利率持续改善。25Q2毛利率/净利率分别为40.21%/24.75%，同比+3.88pct/+1.01pct。毛利率改善主要系包材辅料、大豆成本下行，同时预计产品结构优化亦有帮助。25Q2销售/管理/研发费率分别同比+0.35pct/+0.17pct/+0.23pct，销售费率提升主要系人工支出、广告费增加，25H1广告费用为2.53亿元，同比+21.21%。管理费用提升主要系人员扩张，尤其海外市场团队人员逐步补齐。

短期市场需求承压，看好公司逆势提升份额。作为行业龙头，公司具备较强的品牌、渠道、规模优势，持续验证平台化能力。当前行业具备健康化、功能化、复合化等品类成长机会，公司研发投入持续增加、产品矩阵日渐完备、定制化需求响应速度加快，全年有望维持稳健增长态势，中长期海外市场扩张具备空间。

盈利预测、估值与评级

预计25-27年归母净利润分别为72.4/81.3/89.8亿元，同比增14%/12%/10%，对应PE分别为32x/29x/26x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.08 元

相关报告：

- 《海天味业公司点评：龙头优势凸显，Q1业绩超预期》，2025.4.28
- 《海天味业公司点评：改革切实有效，重回双位数增长》，2025.4.3
- 《海天味业点评：复苏势能延续，业绩稳健兑现》，2024.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,559	26,901	29,685	32,809	36,289
营业收入增长率	-4.10%	9.53%	10.35%	10.53%	10.60%
归母净利润(百万元)	5,627	6,344	7,239	8,131	8,983
归母净利润增长率	-9.21%	12.75%	14.10%	12.32%	10.48%
摊薄每股收益(元)	1.012	1.141	1.237	1.389	1.535
每股经营性现金流净额	1.32	1.23	1.09	1.49	1.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.72%	20.53%	16.60%	17.45%	17.84%
P/E	37.50	40.23	32.40	28.85	26.11
P/B	7.40	8.26	5.38	5.04	4.66

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	25,610	24,559	26,901	29,685	32,809	36,289
增长率		-4.1%	9.5%	10.3%	10.5%	10.6%
主营业务成本	-16,472	-16,029	-16,948	-18,362	-20,226	-22,396
%销售收入	64.3%	65.3%	63.0%	61.9%	61.6%	61.7%
毛利	9,138	8,531	9,953	11,323	12,584	13,893
%销售收入	35.7%	34.7%	37.0%	38.1%	38.4%	38.3%
营业税金及附加	-207	-194	-228	-237	-262	-290
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,378	-1,306	-1,629	-1,781	-1,870	-2,032
%销售收入	5.4%	5.3%	6.1%	6.0%	5.7%	5.6%
管理费用	-442	-526	-590	-609	-656	-726
%销售收入	1.7%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
研发费用	-751	-715	-840	-861	-886	-907
%销售收入	2.9%	2.9%	3.1%	2.9%	2.7%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	6,359	5,790	6,667	7,835	8,909	9,937
%销售收入	24.8%	23.6%	24.8%	26.4%	27.2%	27.4%
财务费用	732	585	509	465	424	373
%销售收入	-2.9%	-2.4%	-1.9%	-1.6%	-1.3%	-1.0%
资产减值损失	-19	-4	-101	0	0	0
公允价值变动收益	121	213	219	0	0	0
投资收益	13	17	19	20	20	20
%税前利润	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	7,352	6,745	7,507	8,515	9,563	10,560
营业利润率	28.7%	27.5%	27.9%	28.7%	29.1%	29.1%
营业外收支	12	-6	7	8	10	15
税前利润	7,364	6,739	7,513	8,523	9,573	10,575
利润率	28.8%	27.4%	27.9%	28.7%	29.2%	29.1%
所得税	-1,161	-1,097	-1,157	-1,279	-1,436	-1,586
所得税率	15.8%	16.3%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	6,203	5,642	6,356	7,245	8,137	8,989
少数股东损益	5	16	12	6	6	6
归属于母公司的净利润	6,198	5,627	6,344	7,239	8,131	8,983
净利率	24.2%	22.9%	23.6%	24.4%	24.8%	24.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,203	5,642	6,356	7,245	8,137	8,989
少数股东损益	5	16	12	6	6	6
非现金支出	856	929	1,007	17	19	20
非经营收益	-825	-629	-690	-239	-36	-61
营运资金变动	-2,404	1,414	174	-621	599	806
经营活动现金净流	3,830	7,357	6,846	6,402	8,718	9,754
资本开支	-1,513	-1,922	-1,559	-1,377	-1,131	-1,107
投资	-3,891	686	-2,981	-1,999	-1,499	-1,500
其他	745	417	764	20	20	20
投资活动现金净流	-4,659	-820	-3,776	-3,356	-2,610	-2,587
股权募资	0	0	0	10,557	0	0
债权募资	-8	221	-109	-389	0	0
其他	-4,009	-3,072	-3,894	-5,098	-5,153	-5,212
筹资活动现金净流	-4,018	-2,851	-4,002	5,070	-5,153	-5,212
现金净流量	-4,849	3,690	-932	8,115	955	1,955

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,223	21,689	22,115	30,231	31,186	33,141
应收款项	199	405	261	293	324	358
存货	2,392	2,619	2,525	2,817	2,937	3,007
其他流动资产	6,160	6,062	7,941	9,886	11,438	12,990
流动资产	26,974	30,774	32,842	43,226	45,884	49,496
%总资产	79.2%	80.1%	80.4%	81.8%	81.0%	80.7%
长期投资	4	4	4	3	2	1
固定资产	5,387	6,069	6,531	7,831	8,831	9,831
%总资产	15.8%	15.8%	16.0%	14.8%	15.6%	16.0%
无形资产	906	1,072	989	1,126	1,261	1,395
非流动资产	7,086	7,649	8,016	9,600	10,731	11,863
%总资产	20.8%	19.9%	19.6%	18.2%	19.0%	19.3%
资产总计	34,059	38,424	40,858	52,826	56,615	61,358
短期借款	152	394	324	20	20	20
应付款项	2,345	2,709	2,809	2,824	3,048	3,371
其他流动负债	4,222	5,833	5,853	5,485	6,061	6,701
长期借款	6,719	8,936	8,986	8,329	9,130	10,092
其他长期负债	94	70	33	33	33	33
负债	7,175	9,391	9,456	8,713	9,514	10,477
普通股股东权益	26,398	28,531	30,895	43,600	46,582	50,357
其中：股本	4,634	5,561	5,561	5,851	5,851	5,851
未分配利润	19,286	20,279	22,962	25,110	28,092	31,867
少数股东权益	487	502	507	513	519	525
负债股东权益合计	34,059	38,424	40,858	52,826	56,615	61,358

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.337	1.012	1.141	1.237	1.389	1.535
每股净资产	5.697	5.131	5.556	7.451	7.960	8.605
每股经营现金净流	0.827	1.323	1.231	1.094	1.490	1.667
每股股利	1.080	1.030	0.860	0.870	0.880	0.890
回报率						
净资产收益率	23.48%	19.72%	20.53%	16.60%	17.45%	17.84%
总资产收益率	18.20%	14.64%	15.53%	13.70%	14.36%	14.64%
投入资本收益率	19.72%	16.42%	17.74%	15.07%	16.05%	16.57%
增长率						
主营业务收入增长率	2.42%	-4.10%	9.53%	10.35%	10.53%	10.60%
EBIT 增长率	-8.18%	-8.96%	15.15%	17.52%	13.71%	11.54%
净利润增长率	-7.09%	-9.21%	12.75%	14.10%	12.32%	10.48%
总资产增长率	2.16%	12.81%	6.34%	29.29%	7.17%	8.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	3.1	3.2	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	51.2	57.0	55.4	56.0	53.0	49.0
应付账款周转天数	32.2	30.8	29.8	28.0	27.0	27.0
固定资产周转天数	60.0	68.5	68.6	74.5	74.0	73.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-89.5%	-93.2%	-93.5%	-90.2%	-89.7%	-89.8%
EBIT 利息保障倍数	-8.7	-9.9	-13.1	-16.9	-21.0	-26.7
资产负债率	21.07%	24.44%	23.14%	16.49%	16.81%	17.08%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	13	64
增持	0	0	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.40	1.35	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究