

海天味业（603288.SH）

上半年收入同比增长 7.59%，龙头具备韧性

优于大市

核心观点

海天味业 2025 年上半年实现营业总收入 152.30 亿元，同比增长 7.59%；实现归母净利润 39.14 亿元，同比增长 13.35%；实现扣非归母净利润 38.17 亿元，同比增长 14.77%；2025 年第二季度实现营业总收入 69.15 亿元，同比增长 7.00%；实现归母净利润 17.12 亿元，同比增长 11.57%；实现扣非归母净利润 16.69 亿元，同比增长 13.93%。

酱油、蚝油环比提速，线下渠道表现稳健。2025 年第二季度酱油/蚝油/调味酱/其他分别实现营收 35.08/11.43/7.13/12.17 亿元，同比增长 10.3%/9.8%/8.6%/12.7%，核心品类酱油、蚝油均相比一季度略有提速。2025 年第二季度线下/线上渠道分别实现营收 61.55/4.25 亿元，同比增长 9.2%/35.0%，线上渠道运营水平提升，赋能线下销售转型升级的同时，渠道延续高增长态势。

盈利水平同比改善趋势延续。由于毛利率较高的酱油占比提高，叠加公司通过自动化、精细运营降本增效，2025 年第二季度毛利率 40.2%，同比/环比增长 3.9/0.2pct，延续毛利率改善趋势，主要受益于原材料成本价格优势以及公司降本措施产生效益。2025 年第二季度销售/管理费用率 7.0%/2.3%，同比增加 0.4/0.2pct，费投因人工支出增多而小幅增长。因此，2025 年第二季度扣非归母净利率 24.1%，同比提升 1.4pct。

发布 2025 员工持股计划，首次中期分红回馈股东。公司 2025 年员工持股计划参加总人数不超过 800 人，董监高占比不超过 15%；来源为回购的 A 股股票，总金额 5.64 亿元，业绩考核目标为 2025 年净利润增长不低于 10.8%（剔除并购重组影响）。另外，公司拟中期分红，拟每 10 股派发现金股利 2.60 元（含税），总金额 15.2 亿元，对应分红率 39%。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议：由于餐饮环境较弱，我们下调收入预测，公司毛利率改善明显，因此小幅上调利润预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 289.2/309.4/328.9 亿元（前预测值为 296.8/324.4/351.5 亿元），同比 7.5%/7.0%/6.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 72.2/78.9/86.2 亿元（前预测值为 71.4/77.9/84.6 亿元），同比 13.8%/9.3%/9.2%；实现 EPS1.23/1.35/1.47 元；当前股价对应 PE 分别为 32.5/29.7/27.2 倍。维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,559	26,901	28,925	30,942	32,891
(+/-%)	-4.1%	9.5%	7.5%	7.0%	6.3%
净利润(百万元)	5627	6344	7219	7888	8615
(+/-%)	-9.2%	12.8%	13.8%	9.3%	9.2%
每股收益(元)	1.01	1.14	1.23	1.35	1.47
EBIT Margin	23.6%	24.8%	27.0%	27.7%	28.5%
净资产收益率(ROE)	19.7%	20.5%	21.4%	21.4%	21.3%
市盈率(PE)	39.6	35.1	32.5	29.7	27.2
EV/EBITDA	34.7	30.8	29.0	26.4	24.1
市净率(PB)	7.81	7.21	6.94	6.35	5.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

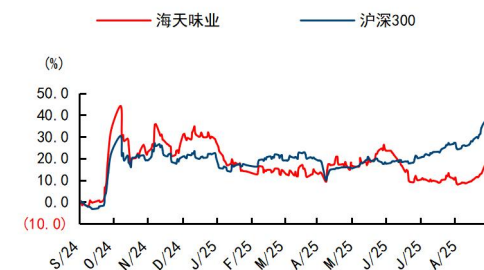
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.08 元
总市值/流通市值	234541/234541 百万元
52 周最高价/最低价	52.99/33.50 元
近 3 个月日均成交额	658.43 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海天味业（603288.SH）-港股上市在即，稳步推进全球化战略》——2025-06-17

《海天味业（603288.SH）-第一季度归母净利润同比增长 15%，龙头优势凸显》——2025-04-30

《海天味业（603288.SH）-2024 年改革势能释放，2025 年经营周期有望向上》——2025-04-06

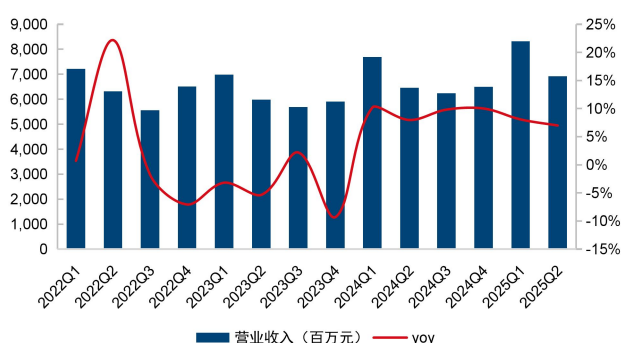
《海天味业（603288.SH）-第三季度收入同比增长 9.83%，渠道调整效果逐渐体现》——2024-10-29

《海天味业（603288.SH）-第二季度收入同比增长 7.98%，员工持股计划助力长远发展》——2024-08-31

海天味业 2025 年上半年实现营业总收入 152.30 亿元，同比增长 7.59%；实现归母净利润 39.14 亿元，同比增长 13.35%；实现扣非归母净利润 38.17 亿元，同比增长 14.77%；2025 年第二季度实现营业总收入 69.15 亿元，同比增长 7.00%；实现归母净利润 17.12 亿元，同比增长 11.57%；实现扣非归母净利润 16.69 亿元，同比增长 13.93%。

酱油、蚝油环比提速，线下渠道表现稳健。2025 年第二季度酱油/蚝油/调味酱/其他分别实现营收 35.08/11.43/7.13/12.17 亿元，同比增长 10.3%/9.8%/8.6%/12.7%，核心品类酱油、蚝油均相比一季度略有提速。2025 年第二季度线下/线上渠道分别实现营收 61.55/4.25 亿元，同比增长 9.2%/35.0%，线上渠道运营水平提升，赋能线下销售转型升级的同时，渠道延续高增长态势。

图1: 2022Q1-2025Q2 公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

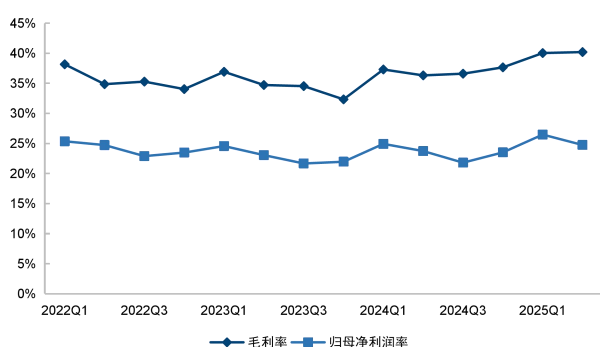
图2: 2022Q1-2025Q2 公司归母净利润（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

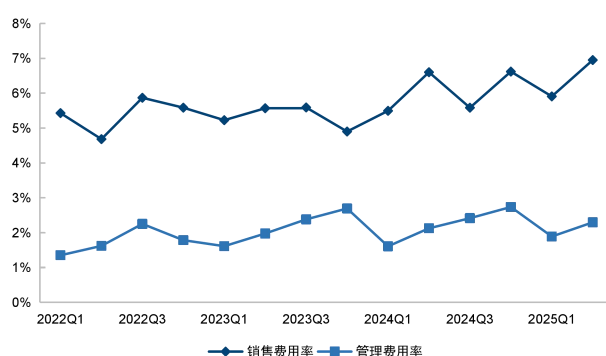
盈利水平同比改善趋势延续。由于毛利率较高的酱油占比提高，叠加公司通过自动化、精细运营降本增效，2025 年第二季度毛利率 40.2%，同比/环比增加 3.9/0.2pct，延续毛利率改善趋势，主要受益于原材料成本价格优势以及公司降本措施产生效益。2025 年第二季度销售/管理费用率 7.0%/2.3%，同比增加 0.4/0.2pct，费投因人工支出增多而小幅增长。因此，2025 年第二季度扣非归母净利率 24.1%，同比提升 1.4pct。

图3: 2022Q1-2025Q2 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2022Q1-2025Q2 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

发布 2025 员工持股计划，首次中期分红回馈股东。公司 2025 年员工持股计划参加总人数不超过 800 人，董监高占比不超过 15%；来源为回购的 A 股股票，总金额 5.64 亿元，业绩考核目标为 2025 年净利润增长不低于 10.8%（剔除并购重组

影响。另外，公司拟中期分红，拟每 10 股派发现金股利 2.60 元（含税），总金额 15.2 亿元，对应分红率 39%。

投资建议：由于餐饮环境较弱，我们下调收入预测，公司毛利率改善明显，因此小幅上调利润预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 289.2/309.4/328.9 亿元（前预测值为 296.8/324.4/351.5 亿元），同比 7.5%/7.0%/6.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 72.2/78.9/86.2 亿元（前预测值为 71.4/77.9/84.6 亿元），同比 13.8%/9.3%/9.2%；实现 EPS1.23/1.35/1.47 元；当前股价对应 PE 分别为 32.5/29.7/27.2 倍。维持优于大市评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29675	32440	35152	28925	30942	32891	-750	-1498	-2261
收入同比增速%	10.31%	9.32%	8.36%	7.52%	6.97%	6.30%	-2.79%	-2.35%	-2.06%
毛利率%	37.6%	37.7%	37.8%	39.4%	39.7%	40.2%	1.78%	2.01%	2.42%
销售费用率%	5.55%	5.55%	5.55%	6.30%	6.00%	5.70%	0.75%	0.45%	0.15%
净利率%	24.06%	24.01%	24.07%	24.96%	25.49%	26.19%	0.90%	1.48%	2.12%
归母净利润（百万元）	7141	7790	8462	7219	7888	8615	78	98	153
归母净利润同比增速%	12.56%	9.09%	8.62%	13.79%	9.26%	9.23%	1.23%	0.17%	0.61%
EPS（元）	1.22	1.33	1.45	1.23	1.35	1.47	0.01	0.02	0.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025 年 8 月 28 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
603288.SH	海天味业	35.39	40.08	1.23	1.35	32.49	29.74	2,345	优于大市
603317.SH	天味食品	22.73	12.12	0.63	0.70	19.38	17.27	129	优于大市
603027.SH	千禾味业	28.44	12.12	0.53	0.59	23.02	20.40	124	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除海天味业外为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21689	22115	24732	27998	31551	营业收入	24559	26901	28925	30942	32891
应收款项	391	261	238	254	270	营业成本	16029	16948	17536	18654	19663
存货净额	2619	2525	2591	2496	2628	营业税金及附加	194	228	245	262	278
其他流动资产	234	323	348	372	395	销售费用	1306	1629	1822	1857	1875
流动资产合计	30774	32842	35526	38738	42463	管理费用	526	590	632	674	714
固定资产	6069	6531	7110	7607	7844	研发费用	715	840	874	935	994
无形资产及其他	857	875	841	807	773	财务费用	(585)	(509)	(358)	(405)	(460)
投资性房地产	723	611	611	611	611	投资收益	17	19	18	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	209	119	200	200	200
资产总计	38424	40858	44088	47762	51690	其他收入	(572)	(647)	(724)	(785)	(844)
短期借款及交易性金融负债	394	324	324	324	324	营业利润	6745	7507	8543	9334	10196
应付款项	1861	1947	1884	1997	2102	营业外净收支	(6)	7	7	7	7
其他流动负债	6681	6715	7113	7514	7884	利润总额	6739	7513	8549	9341	10203
流动负债合计	8936	8986	9322	9836	10311	所得税费用	1097	1157	1317	1439	1571
长期借款及应付债券	70	33	33	33	33	少数股东损益	16	12	13	15	16
其他长期负债	384	438	438	438	438	归属于母公司净利润	5627	6344	7219	7888	8615
长期负债合计	454	471	471	471	471	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	9391	9456	9793	10306	10781	净利润	5627	6344	7219	7888	8615
少数股东权益	502	507	512	518	524	资产减值准备	(13)	96	34	10	6
股东权益	28531	30895	33783	36938	40384	折旧摊销	902	880	622	728	792
负债和股东权益总计	38424	40858	44088	47762	51690	公允价值变动损失	(209)	(119)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	(585)	(509)	(358)	(405)	(460)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1700	515	304	578	310
每股收益	1.01	1.14	1.23	1.35	1.47	其它	19	(91)	(29)	(5)	0
每股红利	0.59	0.66	0.74	0.81	0.88	经营活动现金流	8026	7625	7950	8999	9523
每股净资产	5.13	5.56	5.77	6.31	6.90	资本开支	(1752)	(1526)	(1001)	(1001)	(801)
ROIC	24%	27%	32%	36%	40%	其它投资现金流	241	(1777)	0	0	0
ROE	20%	21%	21%	21%	21%	投资活动现金流	(1512)	(3302)	(1001)	(1001)	(801)
毛利率	35%	37%	39%	40%	40%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	25%	27%	28%	28%	负债净变化	(23)	(37)	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	29%	30%	31%	支付股利、利息	(3253)	(3690)	(4331)	(4733)	(5169)
收入增长	-4%	10%	8%	7%	6%	其它融资现金流	3501	3556	0	0	0
净利润增长率	-9%	13%	14%	9%	9%	融资活动现金流	(3048)	(3897)	(4331)	(4733)	(5169)
资产负债率	26%	24%	23%	23%	22%	现金净变动	3466	425	2617	3266	3553
息率	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	18223	21689	22115	24732	27998
P/E	39.6	35.1	32.5	29.7	27.2	货币资金的期末余额	21689	22115	24732	27998	31551
P/B	7.8	7.2	6.9	6.3	5.8	企业自由现金流	5697	5509	6537	7547	8226
EV/EBITDA	34.7	30.8	29.0	26.4	24.1	权益自由现金流	9671	9455	6840	7890	8615

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032