

公司研究

25H1 营收增长稳健，盈利能力同比提升，加强员工激励与海外拓展

——海天味业（603288.SH）2025 年中报点评

买入（维持）

当前价：40.08 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	58.52
总市值(亿元):	2345.41
一年最低/最高(元):	32.85/51.96
近 3 月换手率:	18.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.40	-24.09	-15.93
绝对	3.11	-8.41	20.26

资料来源：Wind

相关研报

25 年顺利开局，盈利能力持续提升——海天味业（603288.SH）2025 年一季报点评（2025-04-30）

24 年顺利完成激励目标，盈利能力与分红回报持续提升——海天味业（603288.SH）2024 年年报点评（2025-04-04）

业绩稳健增长，改革红利逐步释放——海天味业（603288.SH）2024 年三季报点评（2024-10-30）

要点

事件：海天味业发布 2025 年半年报，25H1 实现营收 152.3 亿元，同比+7.59%；归母净利润 39.1 亿元，同比+13.35%。其中，25Q2 实现营收 69.15 亿元，同比+7.0%；归母净利润 17.12 亿元，同比+11.6%。公司拟进行中期分红，每 10 股派发现金红利 2.60 元（含税），拟派发现金红利 15.19 亿元（含税），现金分红率约为 38.8%。

点评：

各品类营收稳健增长，线上渠道表现亮眼：分品类，25H1 酱油/蚝油/调味酱/其他产品营收分别同比+9.14%/+7.74%/+12.01%/+16.73%。各品类均实现稳健增长，一方面得益于公司围绕消费者的健康化需求、便捷性需求持续进行产品矩阵扩充，且在数字化赋能下，经销网络管理效能较高，终端动销态势良好；另一方面外卖平台补贴升级亦在一定程度上导致调味品需求增加。25H1，公司调味酱和其他产品收入增速较快，显示出公司在核心品类之外的产品矩阵扩张取得较好成效。25Q2，酱油/蚝油/调味酱/其他产品营收分别同比+10.3%/+4.5%/+56.6%/+12.7%。

分区域，25H1 东部/南部/中部/北部/西部营收分别同比+13.59%/+13.76%/+9.06%/+8.01%/+7.86%，大本营南部区域与东部区域保持了较快的增长势头。25Q2，东部/南部/中部/北部/西部营收分别同比+12.8%/+11.3%/+10.5%/+10.8%/+6.0%。

分渠道，25H1 线上/线下渠道营收分别同比+38.97%/+9.07%，线上渠道在低基数下延续高增态势，主要得益于公司加快数字化营销建设，提升了与目标用户的有效触达及联动能力。25Q2，公司线上/线下渠道营收分别同比+35.0%/+9.2%。

截至 25Q2 末，公司共有经销商 6681 家，相比 Q1 末净增加 13 家。25Q2 东部/南部的经销商净增数量较多，分别净增 31/29 家，其余地区经销商数量均净减少。

成本红利释放叠加数字化赋能效率提升，盈利能力显著增强：25H1 公司毛利率达到 40.1%，同比+3.3pcts，毛利率提升主要受益于部分原材料价格回落，以及公司持续通过数智化转型提质增效。25H1 期间费用率为 9.8%，同比+1.0pcts。其中，销售费用率同比+0.4pcts 至 6.4%，主要系公司加大品牌宣传投入，如冠名美食综艺《一饭封神》，以及人工成本同比提升（25H1 广告费/人工成本分别同比+21.2%/+23.3%）。管理费用率同比+0.2pcts 至 2.1%，主要系人工成本同比提升 24.5%。研发费用率同比基本持平至 2.70%，公司持续巩固研发实力。综上，受益于毛利率的提升，25H1 公司归母净利率达 25.7%，同比+1.3pcts。

25Q2，公司毛利率为 40.2%，同比+3.9pcts。期间费用率为 10.8%，同比+1.4pcts，其中销售费用率同比+0.3pcts 至 7.0%，管理费用率同比+0.2pcts 至 2.3%。25Q2 公司归母净利率达到 24.8%，同比+1.0pcts。

成功登陆 H 股，全球化战略稳步推进：公司于 25 年 6 月 19 日在香港联交所主板发行上市，为全球化战略的深入推进提供了有力支持。25H1，公司在美国、印度尼西亚新设全资子公司，加速海外市场布局。展望未来，公司将继续深耕国内市场，通过数字化运营、产品创新和渠道细化满足消费者多元化需求，保持稳健增长。

拟推出员工持股计划，25 年归母净利润考核目标为同比增长不低于 10.8%：公司公告拟推出 A 股员工持股计划，参加对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心管理人员及骨干员工，参与人员合计不超 800 人，其中参与本计划的董事、监事及高级管理人员总持股比例合计不超过 15%。此次员工持股计划对应的公司业绩考核指标为 2025 年归母净利润同比增速不低于 10.8%

（如发生并购重组及资本运作，则需剔除其影响），有望进一步健全公司长期的激励约束机制，释放员工潜力。

盈利预测、估值与评级：我们基本维持公司 2025-2027 年的归母净利润预测分别为 71.33/79.59/86.71 亿元，折合 25-27 年 EPS 预测分别为 1.22/1.36/1.48 元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 33x/29x/27x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险，产品安全风险，渠道拓展不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,559	26,901	29,435	32,050	34,687
营业收入增长率	-4.10%	9.53%	9.42%	8.88%	8.23%
归母净利润（百万元）	5,627	6,344	7,133	7,959	8,671
归母净利润增长率	-9.21%	12.75%	12.43%	11.58%	8.95%
EPS（元）	1.01	1.14	1.22	1.36	1.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.72%	20.53%	16.64%	17.37%	17.73%
P/E	40	35	33	29	27
P/B	7.8	7.2	5.5	5.1	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-28；注：公司 23/24 年总股本为 55.61 亿股，假设 25-27 年总股本为 58.52 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,559	26,901	29,435	32,050	34,687
营业成本	16,029	16,948	18,342	19,850	21,396
折旧和摊销	902	880	865	962	1,041
税金及附加	194	228	250	272	295
销售费用	1,306	1,629	1,807	1,961	2,099
管理费用	526	590	648	689	735
研发费用	715	840	924	1,003	1,086
财务费用	-585	-509	-481	-709	-720
投资收益	17	19	20	20	20
营业利润	6,745	7,507	8,425	9,402	10,243
利润总额	6,739	7,513	8,445	9,422	10,263
所得税	1,097	1,157	1,301	1,451	1,581
净利润	5,642	6,356	7,145	7,970	8,683
少数股东损益	16	12	12	12	12
归属母公司净利润	5,627	6,344	7,133	7,959	8,671
EPS(元)	1.01	1.14	1.22	1.36	1.48

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,356	6,844	6,840	8,156	8,562
净利润	5,627	6,344	7,133	7,959	8,671
折旧摊销	902	880	865	962	1,041
净营运资金增加	-2,397	1,971	2,817	2,261	2,647
其他	3,225	-2,352	-3,974	-3,026	-3,797
投资活动产生现金流	-820	-3,776	-1,557	-825	-590
净资本支出	-1,922	-1,559	-1,340	-940	-740
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,102	-2,217	-217	115	150
融资活动现金流	-2,851	-4,002	5,091	-4,218	-4,788
股本变化	927	0	291	0	0
债务净变化	219	-107	-287	12	10
无息负债变化	1,997	173	-17	636	278
净现金流	3,689	-934	10,374	3,113	3,184

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	34.7%	37.0%	37.7%	38.1%	38.3%
EBITDA 率	27.9%	29.1%	29.0%	29.5%	29.9%
EBIT 率	24.2%	25.8%	26.0%	26.5%	26.9%
税前净利润率	27.4%	27.9%	28.7%	29.4%	29.6%
归母净利润率	22.9%	23.6%	24.2%	24.8%	25.0%
ROA	14.7%	15.6%	13.6%	14.2%	14.6%
ROE (摊薄)	19.7%	20.5%	16.6%	17.4%	17.7%
经营性 ROIC	19.7%	21.3%	21.0%	21.6%	22.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	24%	23%	17%	17%	17%
流动比率	3.44	3.65	5.10	5.16	5.42
速动比率	3.15	3.37	4.78	4.84	5.08
归母权益/有息债务	61.45	86.44	606.64	551.69	528.44
有形资产/有息债务	79.48	110.45	723.91	658.25	626.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	38,424	40,858	52,536	56,153	59,544
货币资金	21,689	22,115	32,489	35,601	38,786
交易性金融资产	5,841	7,618	8,000	8,000	8,000
应收账款	223	242	265	289	312
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	182	19	20	22	24
存货	2,619	2,525	2,733	2,958	3,188
其他流动资产	201	289	384	482	581
流动资产合计	30,774	32,842	43,928	47,392	50,934
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4,609	5,055	5,323	5,326	5,055
在建工程	1,460	1,476	1,431	1,237	1,078
无形资产	857	875	870	865	861
商誉	210	113	113	113	113
其他非流动资产	10	61	117	117	117
非流动资产合计	7,649	8,016	8,608	8,761	8,609
总负债	9,391	9,456	9,152	9,800	10,088
短期借款	363	293	0	0	0
应付账款	1,403	1,360	1,467	1,588	1,712
应付票据	458	586	635	687	740
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	426	439	453	468	483
流动负债合计	8,936	8,986	8,610	9,187	9,402
长期借款	70	33	43	53	63
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	322	378	437	499	561
非流动负债合计	454	471	542	614	686
股东权益	29,033	31,402	43,384	46,353	49,456
股本	5,561	5,561	5,852	5,852	5,852
公积金	2,941	2,941	12,396	12,396	12,396
未分配利润	20,279	22,962	25,186	28,144	31,235
归属母公司权益	28,531	30,895	42,865	45,823	48,914
少数股东权益	502	507	518	530	542

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.32%	6.05%	6.14%	6.12%	6.05%
管理费用率	2.14%	2.19%	2.20%	2.15%	2.12%
财务费用率	-2.38%	-1.89%	-1.63%	-2.21%	-2.07%
研发费用率	2.91%	3.12%	3.14%	3.13%	3.13%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.66	0.86	0.85	0.95	1.04
每股经营现金流	1.32	1.23	1.17	1.39	1.46
每股净资产	5.13	5.56	7.33	7.83	8.36
每股销售收入	4.42	4.84	5.03	5.48	5.93

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	40	35	33	29	27
PB	7.8	7.2	5.5	5.1	4.8
EV/EBITDA	32.2	28.1	26.2	23.5	21.4
股息率	1.6%	2.1%	2.1%	2.4%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP