

逆势稳健增长，国际化战略可期

海天味业(603288)

评级:	买入	股票代码:	603288
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	51.96/32.85
目标价格:		总市值(亿)	2399.78
最新收盘价:	41.44	自由流通市值(亿)	2399.78
		自由流通股数(百万)	5851.82

事件概述

上半年公司实现营业收入 152.3 亿元，同比增加 7.59%；归母净利润 39.14 亿元，同比增加 13.35%。
Q2 公司实现营业收入 69.15 亿元，同比增长 7.0%；归母净利润 17.12 亿元，同比增长 11.57%。
拟每 10 股派 2.6 元，合计派发现金红利 15.19 亿元。

分析判断:

► 业绩稳健增长，龙头成长强者恒强

上半年公司坚持固本强基，继续通过以用户为中心的理念引导各业务优化转型，通过中国香港上市助力深入推进全球化战略，不断提升企业高质量发展水平，收入同比增长 7.6%至 152.3 亿元。

分产品来看，公司酱油/蚝油/调味酱/其他业务收入分别为 79.28/25.02/16.26/25.06 亿元，分别同比增加 9.14%/7.74%/12.01%/16.73%，巩固核心单品竞争力，并不断紧扣市场需求推出新品，在功能、口味、规格、包装等方面不断创新，酱油、蚝油销量多年位居中国市场第一，调味酱、醋、料酒等亦位居市场前列。

分地区来看，公司在东部/南部/中部/北部/西部收入分别为 28.60/30.23/31.82/36.48/18.49 亿元，收入分别同比增加 13.59%/13.76%/9.06%/8.01%/7.86%，各核心区域均实现同比增长。

Q2 公司调味品业务延续产品创新和渠道变革，实现稳健增长，同比提升 7.0%到 69.15 亿元。

► 成本红利带动盈利能力提升

成本端来看，上半年公司毛利率同比提升 3.26pct 至 40.1%，主要系公司大宗原材料的价格总体呈现行业回调走势，缓解成本压力。费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.4%/2.1%/2.7%/-1.4%，分别同比+0.4/+0.2/-0.0/+0.4pct，费用率整体平稳，销售费用率提升主要系人工支出增加。综合来看，公司在复杂多变的环境中实现较好的增长，归母净利润同比提升 13.3%至 39.14 亿元，相应的净利率同比提升 1.3pct 至 25.7%。

► 经营渐入佳境，国际化战略稳步推进

公司作为行业龙头凭借多年沉淀的竞争优势，在行业变革期不断强化竞争实力，提升经营壁垒。我们看好公司渠道端持续强化餐饮和零售端的覆盖和下沉，产品端巩固三大核心品类优势，并加快醋、料酒、调味汁等品类的发展，管理端以科技和创新赋能，实现管理水平的稳步提升。

公司上半年实现中国港股上市，有望以此为契机稳健推进国际化战略，加速海天经验向国际市场复制，以进一步提升服务全球用户的能力，并打开新的发展空间。

投资建议

参考最新财务报告，我们下调公司 25-26 年营收 301.2/324.09 亿元的预测至 292.68/317.56 亿元，新增 27 年 342.97 亿元的预测；下调 25-26 年 EPS 1.23/1.33 元的预测至 1.19/1.31 亿元，新增 27 年 1.45 元的预测；对应 2025 年 8 月 29 日 41.44 元/股收盘价，PE 分别为 35/32/29 倍，维持公司“买入”评级

风险提示

原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,559	26,901	29,268	31,756	34,297
YoY (%)	-4.1%	9.5%	8.8%	8.5%	8.0%
归母净利润 (百万元)	5,627	6,344	6,983	7,645	8,480
YoY (%)	-9.2%	12.8%	10.1%	9.5%	10.9%
毛利率 (%)	34.7%	37.0%	37.5%	37.5%	37.8%
每股收益 (元)	1.01	1.14	1.19	1.31	1.45
ROE	19.7%	20.5%	16.5%	15.3%	14.5%
市盈率	41.03	36.35	34.73	31.72	28.60

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,901	29,268	31,756	34,297	净利润	6,356	6,997	7,661	8,497
YoY (%)	9.5%	8.8%	8.5%	8.0%	折旧和摊销	906	1,134	1,199	1,331
营业成本	16,948	18,293	19,848	21,332	营运资金变动	172	539	466	529
营业税金及附加	228	234	261	278	经营活动现金流	6,844	8,708	9,294	10,325
销售费用	1,629	1,610	1,835	1,934	资本开支	-1,559	-1,449	-1,318	-1,382
管理费用	590	634	692	746	投资	-2,981	0	0	0
财务费用	-509	-435	-670	-829	投资活动现金流	-3,776	-1,399	-1,296	-1,359
研发费用	840	883	975	1,044	股权募资	0	9,148	0	0
资产减值损失	-100	0	0	0	债务募资	-109	77	6	43
投资收益	19	20	22	24	筹资活动现金流	-4,002	4,454	-2	35
营业利润	7,507	8,261	9,056	10,046	现金净流量	-934	11,796	7,996	9,001
营业外收支	7	10	10	10	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	7,513	8,271	9,066	10,056	成长能力 (%)				
所得税	1,157	1,274	1,405	1,559	营业收入增长率	9.5%	8.8%	8.5%	8.0%
净利润	6,356	6,997	7,661	8,497	净利润增长率	12.8%	10.1%	9.5%	10.9%
归属于母公司净利润	6,344	6,983	7,645	8,480	盈利能力 (%)				
YoY (%)	12.8%	10.1%	9.5%	10.9%	毛利率	37.0%	37.5%	37.5%	37.8%
每股收益	1.14	1.19	1.31	1.45	净利率	23.6%	23.9%	24.1%	24.7%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	15.5%	13.1%	12.4%	11.9%
货币资金	22,115	33,910	41,907	50,908	净资产收益率 ROE	20.5%	16.5%	15.3%	14.5%
预付款项	34	30	36	37	偿债能力 (%)				
存货	2,525	2,857	3,029	3,294	流动比率	3.65	4.49	4.99	5.41
其他流动资产	8,168	8,290	8,269	8,327	速动比率	3.34	4.17	4.67	5.09
流动资产合计	32,842	45,087	53,240	62,565	现金比率	2.46	3.37	3.92	4.40
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	23.1%	19.7%	18.1%	17.0%
固定资产	5,055	5,192	5,263	5,202	经营效率 (%)				
无形资产	875	970	1,026	1,101	总资产周转率	0.68	0.62	0.55	0.52
非流动资产合计	8,016	8,246	8,382	8,450	每股指标 (元)				
资产合计	40,858	53,333	61,622	71,015	每股收益	1.14	1.19	1.31	1.45
短期借款	293	374	380	424	每股净资产	5.56	7.23	8.53	9.98
应付账款及票据	1,947	2,113	2,286	2,460	每股经营现金流	1.23	1.49	1.59	1.76
其他流动负债	6,746	7,564	8,014	8,691	每股股利	0.86	0.26	0.00	0.00
流动负债合计	8,986	10,051	10,680	11,575	估值分析				
长期借款	33	33	33	33	PE	36.35	34.73	31.72	28.60
其他长期负债	438	443	443	443	PB	8.26	5.73	4.86	4.15
非流动负债合计	471	477	477	477					
负债合计	9,456	10,528	11,156	12,052					
股本	5,561	5,840	5,840	5,840					
少数股东权益	507	521	536	553					
股东权益合计	31,402	42,805	50,466	58,963					
负债和股东权益合计	40,858	53,333	61,622	71,015					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。