



海天味业 (603288.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

淡季动销放缓，业绩韧性增长

业绩简评

10 月 28 日公司发布三季报，25Q1-Q3 实现营收 216.28 亿元，同比+6.02%；实现归母净利润 53.22 亿元，同比+10.54%；扣非归母净利润 51.55 亿元，同比+11.72%。其中，25Q3 实现营收 63.98 亿元，同比+2.48%；实现归母净利润 14.08 亿元，同比+3.40%；扣非归母净利润 13.39 亿元，同比+3.86%。

经营分析

淡季动销放缓，主销区具备韧性。1) 分产品来看，25Q3 酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现收入 32.28/6.03/11.27/10.85 亿元，同比+4.9%/+3.5%/+2.0%/+6.5%。蚝油增速偏低，预计系餐饮需求承压。2) 分渠道来看，25Q3 线上/线下收入增速分别为 19.9%/3.6%，公司持续优化传统分销网络质量，强化多场景、多渠道销售，线上持续高增，线下维持稳定增长。公司单 Q3 环比 Q2 净增经销商 45 家，主要集中在东部、南部区域。3) 分地区来看，东部/南部/西部/北部/中部单 Q3 收入同比+9.0%/+10.3%/+4.6%/-2.5%/+3.0%，主销区市场维持经营韧性。

成本红利释放，净利率持续改善。25Q3 毛利率 39.6%，同比+3.02pct，主要系内部精益化生产提效，叠加白糖、大豆以及包材成本持续下行。25Q3 公司销售/管理/研发费率分别+1.85pct/+1.02pct/-0.07pct，销售和管理费率增长推测系人工费用及渠道拓展费用增加。此外财务费率-0.93pct，主要系利息收入减少。Q3 资产减值损失 0.69 万元，最终 25Q3 净利率为 22.01%，同比+0.20pct。

行业需求仍承压，看好公司逆势提升份额。公司作为行业龙头，具备较强的品牌、渠道、规模优势，持续验证平台化能力，在需求疲软背景下仍实现稳健扩张。期待后续餐饮需求改善推动收入恢复双位数增长，中长期海外市场亦具备扩张空间。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年公司归母净利分别为 69.9/78.9/87.1 亿元，同比+10%/+13%/+10%，对应 PE 分别为 32x/28x/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

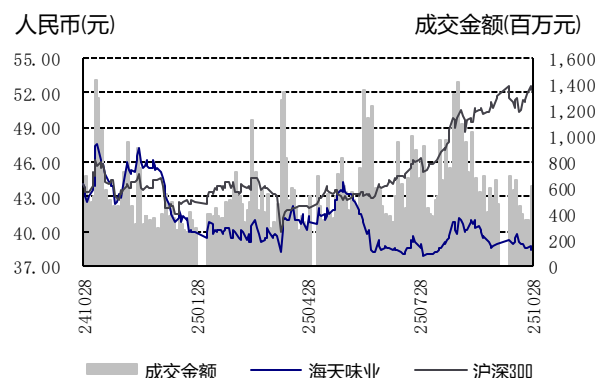
分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：38.40 元

相关报告：

- 《海天味业公司点评：收入稳健增长，凸显经营韧性》，2025.8.29
- 《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



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	29,135	32,203	35,619
营业收入增长率	-4.10%	9.53%	8.30%	10.53%	10.61%
归母净利润(百万元)	5,627	6,344	6,985	7,893	8,710
归母净利润增长率	-9.21%	12.75%	10.09%	13.00%	10.36%
摊薄每股收益(元)	1.012	1.141	1.194	1.349	1.489
每股经营性现金流净额	1.32	1.23	1.03	1.45	1.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.72%	20.53%	16.11%	17.12%	17.56%
P/E	37.50	40.23	32.17	28.47	25.80
P/B	7.40	8.26	5.18	4.88	4.53

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	29,135	32,203	35,619
增长率	-4.1%	9.5%	8.3%	10.5%	10.6%	
主营业务成本	-16,472	-16,029	-16,948	-18,114	-19,957	-22,104
%销售收入	64.3%	65.3%	63.0%	62.2%	62.0%	62.1%
毛利	9,138	8,531	9,953	11,021	12,245	13,515
%销售收入	35.7%	34.7%	37.0%	37.8%	38.0%	37.9%
营业税金及附加	-207	-194	-228	-233	-258	-285
%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	-1,806	-1,836	-1,995
%销售收入	5.4%	5.3%	6.1%	6.2%	5.7%	5.6%
管理费用	-442	-526	-590	-597	-644	-712
%销售收入	1.7%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
研发费用	-751	-715	-840	-845	-869	-890
%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	7,539	8,639	9,632
%销售收入	24.8%	23.6%	24.8%	25.9%	26.8%	27.0%
财务费用	732	585	509	461	414	357
%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	8,216	9,283	10,240
营业利润率	28.7%	27.5%	27.9%	28.2%	28.8%	28.7%
营业外收支	12	-6	7	8	10	15
税前利润	7,364	6,739	7,513	8,224	9,293	10,255
利润率	28.8%	27.4%	27.9%	28.2%	28.9%	28.8%
所得税	-1,161	-1,097	-1,157	-1,234	-1,394	-1,538
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	6,991	7,899	8,716
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	6,985	7,893	8,710
净利率	24.2%	22.9%	23.6%	24.0%	24.5%	24.5%

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	6,991	7,899	8,716
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	-718	585	791
经营活动现金净流	3,830	7,357	6,846	6,051	8,467	9,467
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	7,765	703	1,668

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	29,880	30,584	32,252
应收款项	199	405	261	287	318	351
存货	2,392	2,619	2,525	2,779	2,898	2,967
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	42,832	45,237	48,561
%总资产	79.2%	80.1%	80.4%	81.7%	80.8%	80.4%
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%	14.9%	15.8%	16.3%
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%	18.3%	19.2%	19.6%
资产总计	34,059	38,424	40,858	52,432	55,968	60,423
短期借款	152	394	324	20	20	20
应付款项	2,345	2,709	2,809	2,787	3,007	3,326
其他流动负债	4,222	5,833	5,853	5,381	5,948	6,575
流动负债	6,719	8,936	8,986	8,189	8,975	9,922
长期贷款	94	70	33	33	33	33
其他长期负债	362	384	438	351	352	352
负债	7,175	9,391	9,456	8,573	9,360	10,307
普通股股东权益	26,398	28,531	30,895	43,346	46,089	49,592
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	24,856	27,600	31,102
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	52,432	55,968	60,423

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.337	1.012	1.141	1.194	1.349	1.489
每股净资产	5.697	5.131	5.556	7.407	7.876	8.475
每股经营现金净流	0.827	1.323	1.231	1.034	1.447	1.618
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%	16.11%	17.12%	17.56%
总资产收益率	18.20%	14.64%	15.53%	13.32%	14.10%	14.42%
投入资本收益率	19.72%	16.42%	17.74%	14.58%	15.73%	16.31%
增长率						
主营业务收入增长率	2.42%	-4.10%	9.53%	8.30%	10.53%	10.61%
EBIT 增长率	-8.18%	-8.96%	15.15%	13.08%	14.59%	11.50%
净利润增长率	-7.09%	-9.21%	12.75%	10.09%	13.00%	10.36%
总资产增长率	2.16%	12.81%	6.34%	28.33%	6.74%	7.96%
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	75.9	75.4	74.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-89.5%	-93.2%	-93.5%	-89.9%	-89.4%	-89.4%
EBIT 利息保障倍数	-8.7	-9.9	-13.1	-16.3	-20.9	-27.0
资产负债率	21.07%	24.44%	23.14%	16.35%	16.72%	17.06%

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	32	34	67
增持	0	1	12	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.27	1.26	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-31	买入	37.87	N/A
2	2024-04-29	买入	38.84	N/A
3	2024-08-30	买入	33.99	N/A
4	2024-10-29	买入	45.37	N/A
5	2025-04-03	买入	40.84	N/A
6	2025-04-28	买入	42.00	N/A
7	2025-08-29	买入	40.08	N/A

来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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