

海天味业（603288.SH）

费投加大，业绩稳健

事件：公司发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 实现营业收入 216.28 亿元，同比+6.02%；实现归母净利润 53.22 亿元，同比+10.54%；实现扣非归母净利润 51.55 亿元，同比+11.72%。其中 2025Q3 实现营业收入 63.98 亿元，同比+2.48%；实现归母净利润 14.08 亿元，同比+3.40%；实现扣非归母净利润 13.39 亿元，同比+3.86%。

各品类稳健增长，线上占比持续提升。分产品来看，2025Q3 公司酱油/调味酱/蚝油/其他收入分别 32.3/6.0/11.3/10.9 亿元，同比+5.0%/+3.5%/+2.0%/+6.5%，占收入比重分别 53.4%/10.0%/18.6%/18.0%，增速环比有所放缓，我们判断主要系竞争加剧所致。分渠道来看，2025Q3 公司线上/线下收入分别 4.0/56.4 亿元，同比+19.8%/+3.6%，占收入比重分别 6.7%/93.3%，线上渠道占比持续提升。分地区来看，2025Q3 公司东/南/中/北/西部收入分别 12.8/12.7/13.3/14.0/7.6 亿元，同比+9.0%/+10.4%/+3.0%/-2.5%/+4.6%，占收入比重分别 21.2%/21.1%/21.9%/23.2%/12.6%，东部和南部增速领先，北部略微下滑。经销商数量方面，2025Q3 末经销商数量为 6726 家，环比 2025Q2 末净增加 45 家。

毛利率稳步提升，费用投放加大。2025Q3 公司取得毛利率 39.63%，同比+3.02pct，我们判断毛利率的提升主要系原材料成本下降、精益及科技驱动成本控制等综合影响。费用率方面，2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别+1.85/+1.02/-0.07/-0.93pct 至 7.43%/3.43%/3.50%/-2.04%，2025Q3 公司取得归母净利率 22.01%，同比+0.20pct。

员工持股目标坚定，激励充分士气提升。公司于 9 月推出 2025 年 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，参与人员不超过 800 人，参与的董事、监事及高管总持股比例合计不超过 15%，资金来源于公司提取的 18435 万元激励基金，对应公司业绩考核指标为以 2024 年归母净利润为基数，2026 年归母净利润年复合增长率不低于 11%。

盈利预测：行业空间广阔，员工持股目标坚定。短期来看，公司作为行业龙头，在员工激励机制推出后，潜能有望充分激发；中长期来看，酱油、蚝油、调味酱等各调味品子赛道格局分散，集中度有望进一步提升，龙头有望率先受益。此外，公司成功登陆港股市场，出海目标明确，海外市场有望为营收贡献新的增量。基于此，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别同比+11.6%/+11.0%/+11.2%至 70.8/78.6/87.4 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：消费力恢复不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,559	26,901	28,693	31,059	33,650
增长率 yoy（%）	-4.1	9.5	6.7	8.2	8.3
归母净利润（百万元）	5,627	6,344	7,082	7,864	8,741
增长率 yoy（%）	-9.2	12.8	11.6	11.0	11.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.96	1.08	1.21	1.34	1.49
净资产收益率（%）	19.7	20.5	19.4	18.4	17.6
P/E（倍）	39.9	35.4	31.7	28.6	25.7
P/B（倍）	7.9	7.3	6.2	5.3	4.5

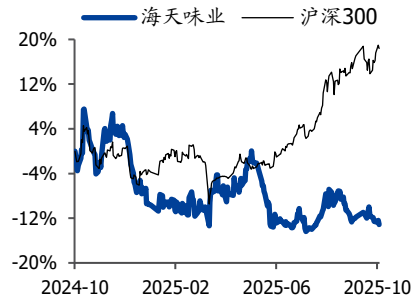
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	调味发酵品 II
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	38.40
总市值（百万元）	224,710.08
总股本（百万股）	5,851.82
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	13.39

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 黄越

执业证书编号：S0680525050002

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

- 1、《海天味业（603288.SH）：业绩稳健增长，员工激励加强》 2025-08-29
- 2、《海天味业（603288.SH）：成本红利释放，利润超预期增长》 2025-04-28
- 3、《海天味业（603288.SH）：旺季提速明显，成本红利兑现》 2025-04-03

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30774	32842	32497	39548	47522
现金	21689	22115	21386	27964	35411
应收票据及应收账款	223	243	258	279	303
其他应收款	182	19	20	21	23
预付账款	19	34	36	38	41
存货	2619	2525	2611	2783	3012
其他流动资产	6042	7907	8187	8462	8732
非流动资产	7649	8016	14437	14287	14017
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4609	5055	5081	4987	4771
无形资产	857	875	833	791	750
其他非流动资产	2183	2086	8522	8510	8496
资产总计	38424	40858	46934	53835	61539
流动负债	8936	8986	9451	10131	10923
短期借款	363	293	293	293	293
应付票据及应付账款	1861	1947	2016	2151	2328
其他流动负债	6712	6746	7142	7686	8302
非流动负债	454	471	480	480	480
长期借款	70	33	33	33	33
其他非流动负债	384	438	447	447	447
负债合计	9391	9456	9931	10611	11403
少数股东权益	502	507	520	534	550
股本	5561	5561	5561	5561	5561
资本公积	142	142	142	142	142
留存收益	23078	25761	31354	37561	44456
归属母公司股东权益	28531	30895	36483	42690	49585
负债和股东权益	38424	40858	46934	53835	61539

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7356	6844	8594	9506	10562
净利润	5642	6356	7095	7878	8757
折旧摊销	925	906	1302	1423	1544
财务费用	-597	-509	20	20	20
投资损失	-17	-19	-14	-16	-17
营运资金变动	1413	172	302	429	485
其他经营现金流	-11	-62	-110	-227	-226
投资活动现金流	-820	-3776	-7805	-1252	-1250
资本支出	-1922	-1559	-1267	-1267	-1267
长期投资	686	-2981	0	0	0
其他投资现金流	417	764	-6537	16	17
筹资活动现金流	-2851	-4002	-1547	-1706	-1894
短期借款	231	-69	0	0	0
长期借款	-23	-37	0	0	0
普通股增加	927	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3985	-3896	-1547	-1706	-1894
现金净增加额	3689	-934	-729	6578	7447

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24559	26901	28693	31059	33650
营业成本	16029	16948	17549	18731	20267
营业税金及附加	194	228	243	263	285
营业费用	1306	1629	1867	2016	2157
管理费用	526	590	737	733	712
研发费用	715	840	904	978	1060
财务费用	-585	-509	-644	-622	-819
资产减值损失	-4	-100	-4	-4	0
其他收益	144	185	143	155	168
公允价值变动收益	213	219	231	225	220
投资净收益	17	19	14	16	17
资产处置收益	-1	9	3	3	3
营业利润	6745	7507	8424	9354	10397
营业外收入	10	22	22	22	22
营业外支出	16	15	19	19	19
利润总额	6739	7513	8427	9357	10400
所得税	1097	1157	1331	1478	1643
净利润	5642	6356	7095	7878	8757
少数股东损益	16	12	13	15	16
归属母公司净利润	5627	6344	7082	7864	8741
EBITDA	6856	7755	9085	10157	11124
EPS (元/股)	0.96	1.08	1.21	1.34	1.49

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.1	9.5	6.7	8.2	8.3
营业利润(%)	-8.3	11.3	12.2	11.0	11.2
归属母公司净利润(%)	-9.2	12.8	11.6	11.0	11.2
获利能力					
毛利率(%)	34.7	37.0	38.8	39.7	39.8
净利率(%)	22.9	23.6	24.7	25.3	26.0
ROE(%)	19.7	20.5	19.4	18.4	17.6
ROIC(%)	16.8	18.2	17.5	16.9	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	23.1	21.2	19.7	18.5
净负债比率(%)	-73.0	-69.2	-56.7	-63.8	-69.8
流动比率	3.4	3.7	3.4	3.9	4.4
速动比率	3.1	3.3	3.1	3.6	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	119.4	115.6	114.7	115.6	115.6
应付账款周转率	11.9	12.3	12.7	12.9	13.0
估值比率					
P/E	39.9	35.4	31.7	28.6	25.7
P/B	7.9	7.3	6.2	5.3	4.5
EV/EBITDA	27.7	30.1	22.4	19.4	17.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com