

海天味业 (603288.SH)

收入增长放缓，盈利持续改善

25Q3 公司收入/归母净利润同比增长 2.48%/3.40%，收入增速有所放缓，略低于预期，主要受需求疲软及公司控制库存防止过高影响，盈利能力持续改善。行业需求平淡下海天 Q3 表现依然坚韧，收入稳健盈利提升，强者恒强。Q4 公司预计保持平稳增长，全年任务完成压力值增加。今年以来公司通过渠道加密弥补餐饮端缺失提升份额，未来布局海外贡献新的增长驱动。当前餐饮需求弱仍是板块核心压制因素，看好公司借助平台化优势，增长领先行业份额提升，建议关注需求改善带动公司业绩进一步加速成长。我们预计 25-26 年公司 eps 分别为 1.20 元、1.34 元，对应 25 年估值 32X，维持“强烈推荐”评级。

□ 25Q3 收入/归母净利润同比增长 2.48%/3.40%，收入增速放缓。公司 25 年 1-9 月实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 216.28/53.22/51.55 亿，同比 +6.02%/10.54%/11.72%。单 Q3 来看，公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 63.98/14.08/13.39 亿，同比 +2.48%/+3.40%/+3.86%，收入增速略低于预期。单 Q3 现金回款 76.06 亿元，同比 +4.78%，期末合同负债 13.60 亿，同比 -19.11%。经营性净现金流 16.43 亿，同比 +1.08%。

□ 酱油增长稳健，调味酱及其他品类增速回落。分产品看，前三季度酱油/蚝油/调味酱/其他分别同比 +7.91%/+5.89%/+9.57%/+13.44%，单 Q3 同比分别 +4.98%/+1.99%/+3.50%/+6.51%，酱油维持稳健增长，调味酱及其他品类增速回落较为明显。分渠道看，前三季度线下/线上分别同比 +7.42%/+32.11%，单 Q3 分别同比 +3.59%/+19.76%。分区域看，前三季度东部/南部/中部/北部/西部地区分别同比 +12.13%/+2.73%/+7.21%/+4.88%/+6.89%，单 Q3 分别同比 +9.00%/+10.36%/+3.02%/-2.47%/+4.58%，其中东部/南部市场依然保持较快增长速度，北部市场承压下滑。Q3 经销商数量恢复增长，相比 Q2 末净增加 19 家至 6726 家。

□ 毛利率持续改善，费用投放增加。公司 Q3 毛利率 39.63%，同比 +3.02pcts，主要受益于成本下降及生产效率提升；销售费用率 7.43%，同比 +1.85pcts，管理费用率 3.43%，同比 +1.01pcts，研发费用率 3.50%，同比 -0.07pct，财务费用率 -2.04%，同比 -0.93pct。受益于毛利率改善，25Q3 归母净利率 22.01%，同比 +0.17pct。

□ Q4 及明年展望：全年任务压力增加，期待需求边际改善。今年前三季度餐饮需求平淡，公司凭借竞争优势稳健增长。C 端产品方向为健康化便捷化，B 端通过经销商拓展定制化需求。利润受益于成本和效率提升持续改善。Q4 看公司预计保持库存在相对健康水平，受春节错期影响预计增速平稳，全年完成任务目标难度较大。明年看期待需求边际改善，带动公司业绩加速增长。此外，公司稳步推进海外业务，打法以满足本地化为主，产品组合、渠道布局都贴合当地需求推进，寻求国际化发展贡献新的增长点。

□ 投资建议：收入增长放缓，盈利持续改善，维持“强烈推荐”评级。25Q3 公司收入/归母净利润同比增长 2.48%/3.40%，收入增速有所放缓，略低于预期，主要受需求疲软及公司控制库存防止过高影响，盈利能力持续改善。行业需求平淡下海天 Q3 表现依然坚韧，收入稳健盈利提升，强者恒强。Q4 公司预计保持平稳增长，全年任务完成压力值增加。今年以来公司通过渠道加

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：38.4 元

基础数据

总股本（百万股）	5852
已上市流通股（百万股）	5561
总市值（十亿元）	224.7
流通市值（十亿元）	213.5
每股净资产（MRQ）	6.8
ROE（TTM）	17.3
资产负债率	15.4%
主要股东 广东海天集团股份有限公司	
主要股东持股比例	55.36%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-6	-11
相对表现	-4	-30	-29

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《海天味业（603288）—稳健增长，强者恒强》2025-08-29
- 2、《海天味业（603288）—Q1 顺利开局，龙头优势尽显》2025-04-29
- 3、《海天味业（603288）—Q4 实现优质增长，25 年有望趋势延续》2025-04-14

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

密弥补餐饮端缺失提升份额，未来布局海外贡献新的增长驱动。当前餐饮需求弱仍是板块核心压制因素，看好公司借助平台化优势，增长领先行业份额提升，建议关注需求改善带动公司业绩进一步加速成长。我们预计 25-26 年公司 eps 分别为 1.20 元、1.34 元，对应 25 年估值 32X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求下行、成本上涨、行业竞争阶段性加剧等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24559	26901	28542	30782	33023
同比增长	-4.1%	9.5%	6.1%	7.8%	7.3%
营业利润(百万元)	6745	7507	8403	9409	10193
同比增长	-8.3%	11.3%	11.9%	12.0%	8.3%
归母净利润(百万元)	5627	6344	7008	7843	8494
同比增长	-9.2%	12.8%	10.5%	11.9%	8.3%
每股收益(元)	1.01	1.14	1.20	1.34	1.45
PE	37.9	33.7	32.1	28.7	26.5
PB	7.5	6.9	6.7	6.2	5.8

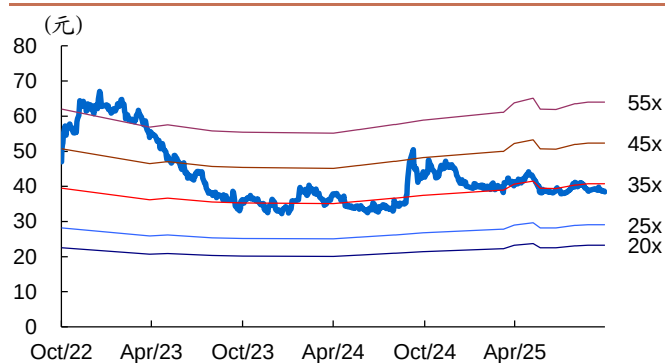
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	5909	7694	6462	6243	6502	8315	6915	6398	24559	26901
二、营业总成本	4500	5519	4771	4761	4774	5796	4944	4706	18188	19826
其中: 营业成本	3998	4823	4115	3958	4053	4986	4134	3862	16029	16948
营业税金及附加	41	69	45	50	64	70	60	57	194	228
营业费用	290	423	427	349	430	491	481	475	1306	1629
管理费用	159	124	137	151	178	157	159	220	526	590
研发费用	214	185	195	223	237	187	224	224	715	840
财务费用	-207	-102	-148	-69	-190	-95	-117	-130	-585	-509
资产减值损失	4	0	0	98	2	0	0	0	4	100
三、其他经营收益	146	106	105	113	108	93	76	83	374	431
公允价值变动收益	44	55	44	68	42	49	30	28	213	185
投资收益	3	0	15	-1	52	35	43	50	17	219
其他收益	100	50	46	47	4	9	3	5	144	19
四、营业利润	1555	2280	1796	1595	1836	2612	2047	1775	6745	7507
加: 营业外收入	8	1	14	4	3	3	1	2	10	22
减: 营业外支出	12	13	1	0	0	0	11	0	16	15
五、利润总额	1551	2268	1808	1599	1838	2614	2037	1776	6739	7513
减: 所得税	248	340	271	235	311	407	323	368	1097	1157
六、净利润	1303	1928	1537	1364	1527	2207	1715	1408	5642	6356
减: 少数股东损益	5	9	3	2	-2	5	3	0	16	12
七、归属母公司净利润	1298	1919	1534	1362	1529	2202	1712	1408	5627	6344
EPS	0.23	0.35	0.28	0.24	0.28	0.40	0.29	0.24	1.01	1.14
主要比率										
毛利率	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%	37.7%	40.0%	40.2%	39.6%	34.7%	37.0%
主营税金率	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
营业费率	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%	6.6%	5.9%	7.0%	7.4%	5.3%	6.1%
管理费用率	2.7%	1.6%	2.1%	2.4%	2.7%	1.9%	2.3%	3.4%	2.1%	2.2%
营业利润率	26.3%	29.6%	27.8%	25.6%	28.2%	31.4%	29.6%	27.7%	27.5%	27.9%
实际税率	16.0%	15.0%	15.0%	14.7%	16.9%	15.6%	15.8%	20.7%	16.3%	15.4%
净利率	22.0%	24.9%	23.7%	21.8%	23.5%	26.5%	24.8%	22.0%	22.9%	23.6%
YoY										
收入增长率	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%	10.0%	8.1%	7.0%	2.5%	-4.1%	9.5%
营业利润增长率	-14.0%	11.1%	8.8%	7.3%	18.0%	14.6%	14.0%	11.3%	-8.3%	11.3%
净利润增长率	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%	17.8%	14.8%	11.6%	3.4%	-9.2%	12.8%

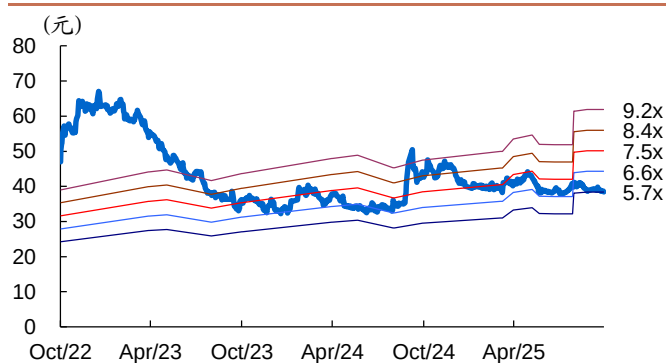
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 海天味业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 海天味业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《海天味业（603288）—稳健增长，强者恒强》2025-08-29
- 2、《海天味业（603288）—Q1 顺利开局，龙头优势尽显》2025-04-29
- 3、《海天味业（603288）—Q4 实现优质增长，25 年有望趋势延续》
2025-04-14

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	30774	32842	34853	37710	40655
现金	21689	22115	24055	26666	29359
交易性投资	5841	7618	7618	7618	7618
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	223	242	254	274	294
其它应收款	182	19	20	21	23
存货	2619	2525	2564	2762	2966
其他	221	323	342	368	395
非流动资产	7649	8016	8323	8569	8765
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4609	5055	5461	5796	6073
无形资产商誉	1067	987	889	800	720
其他	1973	1973	1973	1973	1972
资产总计	38424	40858	43176	46279	49419
流动负债	8936	8986	8773	9301	9844
短期借款	363	293	0	0	0
应付账款	1861	1947	1979	2132	2289
预收账款	4527	4335	4407	4748	5098
其他	2185	2410	2387	2421	2457
长期负债	454	471	471	471	471
长期借款	70	33	33	33	33
其他	384	438	438	438	438
负债合计	9391	9456	9243	9772	10315
股本	5561	5561	5852	5852	5852
资本公积金	(107)	(421)	(421)	(421)	(421)
留存收益	23078	25756	27982	30543	33125
少数股东权益	502	507	519	534	550
归属于母公司所有者权益	28531	30895	33413	35973	38555
负债及权益合计	38424	40858	43176	46279	49419

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7356	6844	7138	8031	8595
净利润	5642	6356	7021	7858	8510
折旧摊销	908	885	987	1048	1098
财务费用	(585)	(509)	(572)	(817)	(963)
投资收益	(17)	(19)	(341)	(341)	(341)
营运资金变动	1209	64	41	281	290
其它	199	66	2	2	1
投资活动现金流	(820)	(3776)	(954)	(954)	(954)
资本支出	(1924)	(1576)	(1295)	(1295)	(1295)
其他投资	1104	(2200)	341	341	341
筹资活动现金流	(2851)	(4002)	(4244)	(4466)	(4949)
借款变动	(893)	(581)	(324)	0	0
普通股增加	927	0	291	0	0
资本公积增加	(250)	(314)	0	0	0
股利分配	(3244)	(3670)	(4782)	(5283)	(5912)
其他	610	563	572	817	963
现金净增加额	3685	(935)	1941	2611	2692

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24559	26901	28542	30782	33023
营业成本	16029	16948	17229	18561	19930
营业税金及附加	194	228	241	260	279
营业费用	1306	1629	1906	2001	2101
管理费用	526	590	735	779	826
研发费用	715	840	891	930	998
财务费用	(585)	(509)	(572)	(817)	(963)
资产减值损失	(4)	(101)	(51)	(1)	(1)
公允价值变动收益	213	219	169	169	169
其他收益	144	185	145	145	145
投资收益	17	27	27	27	27
营业利润	6745	7507	8403	9409	10193
营业外收入	10	22	22	22	22
营业外支出	16	15	15	15	15
利润总额	6739	7513	8409	9415	10199
所得税	1097	1157	1388	1557	1690
少数股东损益	16	12	13	15	16
归属于母公司净利润	5627	6344	7008	7843	8494

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4.1%	9.5%	6.1%	7.8%	7.3%
营业利润	-8.3%	11.3%	11.9%	12.0%	8.3%
归母净利润	-9.2%	12.8%	10.5%	11.9%	8.3%
获利能力					
毛利率	34.7%	37.0%	39.6%	39.7%	39.6%
净利率	22.9%	23.6%	24.6%	25.5%	25.7%
ROE	20.1%	21.0%	21.5%	22.3%	22.5%
ROIC	17.4%	18.5%	19.2%	19.6%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	23.1%	21.4%	21.1%	20.9%
净负债比率	1.2%	0.9%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	3.4	3.7	4.0	4.1	4.1
速动比率	3.2	3.4	3.7	3.8	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	6.4	6.6	6.8	7.0	7.0
应收账款周转率	119.0	116.0	115.0	116.0	116.0
应付账款周转率	10.1	8.9	8.8	9.0	9.0
每股资料(元)					
EPS	1.01	1.14	1.20	1.34	1.45
每股经营净现金	1.32	1.23	1.22	1.37	1.47
每股净资产	5.13	5.56	5.71	6.15	6.59
每股股利	0.66	0.86	0.90	1.01	1.09
估值比率					
PE	37.9	33.7	32.1	28.7	26.5
PB	7.5	6.9	6.7	6.2	5.8
EV/EBITDA	16.8	15.0	13.4	12.2	11.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。