

公司研究

25Q3 营收增速放缓，盈利能力持续提升

——海天味业（603288.SH）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：38.40 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

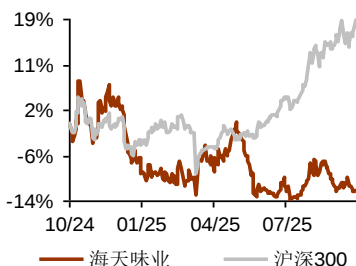
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	58.52
总市值(亿元):	2247.10
一年最低/最高(元):	37.12/48.70
近 3 月换手率:	16.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.79	-13.56	-31.94
绝对	-1.23	-0.55	-12.39

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-08-30）

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）

要点

事件：海天味业发布 2025 年三季报，25 年前三季度实现营收 216.3 亿元，同比+6.02%；归母净利润 53.2 亿元，同比+10.54%。其中，25Q3 实现营收 64.0 亿元，同比+2.48%；归母净利润 14.1 亿元，同比+3.40%。

点评：

各品类营收持续增长，东部与南部区域领跑：分品类，25 年前三季度酱油/蚝油/调味酱/其他产品营收分别同比+7.9%/+5.9%/+9.6%/+13.4%。各品类营收均实现稳健增长，主要系公司持续通过产品创新、信息化建设赋能经销体系以推动 C 端增长。25 年前三季度，公司调味酱和其他产品营收增速超过酱油与蚝油，营收来源逐渐多元化。25Q3，酱油/蚝油/调味酱/其他产品营收分别同比+5.0%/+2.0%/+3.5%/+6.5%，同比增速相较 25Q2 有所放缓（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%），主要系餐饮端需求偏弱，以及行业竞争加剧，C 端承压。

分区域，25 年前三季度东部/南部/中部/北部/西部营收分别同比+12.1%/+12.7%/+7.2%/+4.9%/+6.9%，东部、南部区域保持了较快的增长势头。25Q3，东部/南部/中部/北部/西部营收分别同比+9.0%/+10.4%/+3.0%/-2.5%/+4.6%。

分渠道，25 年前三季度线上/线下渠道营收分别同比+32.1%/+7.4%，线上营收持续高增主要系基数较低，以及公司线上运营能力增强。25Q3，公司线上/线下渠道营收分别同比+19.8%/+3.6%。

截至 25Q3 末，公司共有经销商 6726 家，相比 Q2 末净增加 45 家。25Q3 东部/南部的经销商净增数量较多，分别净增 18/27 家，西部地区经销商数量净减少 8 家。

成本红利延续，盈利能力持续提升：25 年前三季度，公司毛利率达到 40.0%，同比+3.2pcts，毛利率提升主要受益于成本红利持续。25 年前三季度，公司期间费用率为 10.5%，同比+1.2pcts。其中，销售费用率同比+0.8pcts 至 6.7%，主要系公司加大广告投放力度。管理费用率同比+0.5pcts 至 2.5%，主要系人工成本提升。研发费用率同比基本持平为 2.9%。综上，受益于毛利率的显著提升，对冲期间费用率的上涨，25 年前三季度公司的归母净利率达 24.6%，同比+1.0pcts。

25Q3，公司毛利率为 39.6%，同比+3.0pcts。期间费用率为 12.3%，同比+1.9pcts，其中销售费用率同比+1.8pcts 至 7.4%，管理费用率同比+1.0pcts 至 3.4%。25Q3 公司归母净利率达到 22.0%，同比+0.2pcts。

持续产品创新，深耕渠道建设，稳步推进全球化战略：产品端，公司持续围绕消费者需求，整合供应链资源，完善大健康、便捷化以及高品质的产品矩阵。例如，公司已建立生蚝养殖牧场与现代化生蚝加工基地，从源头把控蚝油品质；9 月推出新品“松茸素蚝油”触达素食消费客群。渠道端，公司持续深耕线上、餐饮等渠道，拓宽营收来源。例如，公司 9 月发布“中国味合火人”计划，将产品与更多的餐厅与厨师相链接，逐渐打开餐饮渠道。此外，公司稳步推进全球化战略，有望逐步打造第二增长曲线。

盈利预测、估值与评级：考虑行业竞争激烈，餐饮端需求偏弱，我们小幅下调公司 2025-2027 年的归母净利润预测分别为 69.56/78.02/85.62 亿元（较前次预测分别下调 2.5%、2.0%、1.3%），折合 25-27 年 EPS 预测分别为 1.19/1.33/1.46 元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 32x/29x/26x，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	29,331	31,839	34,430
营业收入增长率	-4.10%	9.53%	9.03%	8.55%	8.14%
归母净利润（百万元）	5,627	6,344	6,956	7,802	8,562
归母净利润增长率	-9.21%	12.75%	9.64%	12.17%	9.73%
EPS（元）	1.01	1.14	1.19	1.33	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.72%	20.53%	16.29%	17.11%	17.58%
P/E	38	34	32	29	26
P/B	7.5	6.9	5.3	4.9	4.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-28；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	29,331	31,839	34,430
营业成本	16,029	16,948	18,261	19,707	21,224
折旧和摊销	902	880	877	995	1,090
税金及附加	194	228	249	271	293
销售费用	1,306	1,629	1,921	2,022	2,100
管理费用	526	590	651	688	733
研发费用	715	840	921	997	1,078
财务费用	-585	-509	-409	-645	-667
投资收益	17	19	20	20	20
营业利润	6,745	7,507	8,216	9,217	10,114
利润总额	6,739	7,513	8,236	9,237	10,134
所得税	1,097	1,157	1,269	1,423	1,561
净利润	5,642	6,356	6,968	7,814	8,573
少数股东损益	16	12	12	12	12
归属母公司净利润	5,627	6,344	6,956	7,802	8,562
EPS(元)	1.01	1.14	1.19	1.33	1.46

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,356	6,844	6,750	8,100	8,555
净利润	5,627	6,344	6,956	7,802	8,562
折旧摊销	902	880	877	995	1,090
净营运资金增加	-2,397	1,971	2,715	2,156	2,602
其他	3,225	-2,352	-3,799	-2,854	-3,699
投资活动产生现金流	-820	-3,776	-1,555	-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	-215	115	150
融资活动现金流	-2,851	-4,002	5,017	-4,161	-4,732
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	-34	621	271
净现金流	3,689	-934	10,212	3,114	3,233

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	34.7%	37.0%	37.7%	38.1%	38.4%
EBITDA 率	27.9%	29.1%	28.7%	29.4%	30.0%
EBIT 率	24.2%	25.8%	25.7%	26.3%	26.8%
税前净利润率	27.4%	27.9%	28.1%	29.0%	29.4%
归母净利润率	22.9%	23.6%	23.7%	24.5%	24.9%
ROA	14.7%	15.6%	13.3%	14.0%	14.5%
ROE (摊薄)	19.7%	20.5%	16.3%	17.1%	17.6%
经营性 ROIC	19.7%	21.3%	20.7%	21.5%	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	5.09	5.15	5.42
速动比率	3.15	3.37	4.77	4.83	5.08
归母权益/有息债务	61.45	86.44	604.14	549.17	526.19
有形资产/有息债务	79.48	110.45	721.16	655.35	623.59

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	52,342	55,912	59,297
货币资金	21,689	22,115	32,326	35,440	38,673
交易性金融资产	5,841	7,618	8,000	8,000	8,000
应收账款	223	242	264	287	310
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	2,721	2,936	3,162
其他流动资产	201	289	380	474	571
流动资产合计	30,774	32,842	43,749	47,199	50,784
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	5,571	5,720	5,541
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	115	115	115
非流动资产合计	7,649	8,016	8,593	8,713	8,513
总负债	9,391	9,456	9,135	9,769	10,050
短期借款	363	293	0	0	0
应付账款	1,403	1,360	1,461	1,577	1,698
应付票据	458	586	632	682	734
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	426	439	453	467	482
流动负债合计	8,936	8,986	8,596	9,161	9,370
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	435	494	555
非流动负债合计	454	471	540	609	679
股东权益	29,033	31,402	43,207	46,143	49,247
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	25,009	27,934	31,026
归属母公司权益	28,531	30,895	42,688	45,613	48,705
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%	6.55%	6.35%	6.10%
管理费用率	2.14%	2.19%	2.22%	2.16%	2.13%
财务费用率	-2.38%	-1.89%	-1.39%	-2.03%	-1.94%
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	0.83	0.93	1.03
每股经营现金流	1.32	1.23	1.15	1.38	1.46
每股净资产	5.13	5.56	7.29	7.79	8.32
每股销售收入	4.42	4.84	5.01	5.44	5.88

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	38	34	32	29	26
PB	7.5	6.9	5.3	4.9	4.6
EV/EBITDA	30.8	26.9	25.4	22.7	20.5
股息率	1.7%	2.2%	2.2%	2.4%	2.7%

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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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