

Q3 行业动销放缓，海天稳健 增长韧性足

核心观点

公司 Q3 业绩受餐饮市场疲软影响，环比降速，得益于成本与生产过程优化带动毛利率提升 3.02pcts，公司盈利能力持续提升。分产品，酱油、酱、蚝油、其他产品在 Q3 分别增长 4.98%、3.50%、1.99%、6.51%，行业需求低迷期海天龙头韧性仍较强。25Q3 公司加大费用投入提升市场动销，费用率有所提升。展望全年，海天产品与市场策略清晰，改革势能持续释放，持续加码新渠道，海天有望顺利完成全年目标。

事件

公司公布 2025 年三季度报：

前三季度，公司实现营收 216.28 亿元，同比增长 6.02%；归母净利润 53.22 亿元，同比增长 10.54%；扣非归母净利润 51.55 亿元，同比增长 11.72%。

Q3 单季，公司实现营收 63.98 亿元，同比增长 2.48%；归母净利润 14.08 亿元，同比增长 3.4%；扣非归母净利润 13.39 亿元，同比增长 3.86%。

简评

25Q3 市场需求低迷，海天彰显龙头韧性

三季度，公司调味品类销售收入 60.43 亿元，同比增长 4.53%，增速环比有所放缓，主要系餐饮市场自 6 月以来表现持续较弱，社零餐饮收入增速明显下降，海天业绩降速但仍强于行业。

分产品来看，三季度酱油、蚝油、调味酱、其他品类分别是实现收入 32.28 亿元（+4.98%）、11.27 亿元（+1.99%）、6.03 亿元（+3.50%）、10.85 亿元（+6.51%）。Q3 公司各品类增速均受到一定影响，其中蚝油、调味酱餐饮渠道占比相对较高，增速降幅比酱油较大。

分区域来看，三季度，东部、南部、中部、北部、西部五个大区分别实现营收 12.81 亿元（+9.00%）、12.72 亿元（+10.36%）、13.26 亿元（+3.02%）、14.03 亿元（-2.47%）、7.61 亿元（+4.58%），公司东部、南部等核心区域持续深挖渠道和拓展品类，新零售渠道发展较快，公司强化品牌根基提升市场份额，市场优势进一步增强。

分渠道来看，线下、线上收入分别为 56.40 亿元（+3.59%）、4.03 亿元（+19.76%）。

海天味业 (603288. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 10 月 30 日

当前股价：38.71 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.23/-4.64	-1.55/-12.77	-12.68/-33.81
12 月最高/最低价（元）		48.79/38.09
总股本（万股）		585,182.49
流通 A 股（万股）		556,060.05
总市值（亿元）		2,239.19
流通市值（亿元）		2,152.51
近 3 月日均成交量（万）		1648.18
主要股东		
广东海天集团股份有限公司		55.47%

股价表现



原料成本低位与制造效率优化，毛利率提升带动盈利能力提升，25Q3 营销费用有所增加

2025Q1-3 公司毛利率 39.97%，同比+3.19pcts，归母净利率 24.61%，同比+1.00pcts；25Q3 毛利率 39.63%，同比+3.02pcts，归母净利率 22.01%，同比+0.2pcts。

毛利率方面，一方面公司主要原材料成本处于相对低位，另一方面公司持续优化生产流程，提升科技水平与智能指导，生产效能提升。

费用方面，公司 2025Q1-3 销售费用率为 6.69%，同比+0.82pcts，管理费用率为 2.48%，同比+0.46pcts；2025Q3 销售费用率为 7.43%，同比+1.85pcts，管理费用率为 3.43%，同比+1.02pcts。销售费用率提升预计系三季度公司应对市场需求疲软增加投入稳定市场基本盘，管理费用率提升预计系港股上市相关费用等。

现金流方面，2025Q1-3 经营性净现金流为 31.48 亿元，同比+14.38%。25Q3 经营性净现金流为 14.08 亿元，同比+3.4%，整体表现平稳。

内部变革再塑竞争力，公司持续高质量增长可期

当前调味品行业竞争日益加剧，而下游市场需求正朝多元化趋势演变，更多元立体的消费者触达渠道开始涌现，针对细分人群、细分场景、细分渠道的需求洞察能力和响应能力成为调味品企业挖掘市场增量的核心竞争力。公司作为行业龙头企业，短期经历经营阵痛后加速内部调整，以消费者需求为起点，产销端同步推进系统性变革。产品方面，围绕用户对质价比及健康便捷的需求，加快一系列新品的推出；渠道端则在强化原有渠道网络基础上，加强在电商、团购、工业等渠道的拓展力度；同时，引入数字化技术进一步提升内部运营效率，不断打磨精益运营能力。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年实现收入 288.23、317.68、350.75 亿元，实现归母净利润 70.59、81.40、91.20 亿元，对应 PE 为 31.83x、27.61x、24.64x。

风险提示：1) **大豆等原材料价格上涨风险：**调味品行业生产成本中直接材料占比较高，大豆等大宗农产品价格近年来波动较大，对公司盈利造成较大影响，如后续原料价格仍进一步上行，对公司业绩将带来不利影响。2) **食品安全风险：**调味品在生产生活中使用频率较高，使用范围广，直接关系人们的饮食健康，若出现相关食品安全事件，将降低公众对公司产品的信任度，对公司业务经营造成重大不利影响。3) **需求恢复不及预期风险：**当前公司经营仍受制于下游需求的恢复进程，若需求恢复不及预期，短期内公司经营业绩仍将面临一定压力。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,559.31	26,900.98	28,822.84	31,768.00	35,075.24
YoY(%)	-4.10	9.53	7.14	10.22	10.41
净利润(百万元)	5,626.63	6,344.13	7,059.20	8,139.51	9,119.50
YoY(%)	-9.21	12.75	11.27	15.30	12.04
毛利率(%)	34.74	37.00	39.90	40.44	40.60
销售净利率(%)	22.91	23.58	24.49	25.62	26.00
ROE(%)	19.72	20.53	16.84	18.53	19.75
EPS(摊薄/元)	0.96	1.08	1.21	1.39	1.56
P/E(倍)	39.94	35.42	31.83	27.61	24.64
P/B(倍)	7.88	7.27	5.36	5.12	4.87

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk