



海天味业：利润增长快于收入，成本控制与国际化推进

投资评级： 持有

报告日期： 2025-11-25

行业	食品加工
收盘价 (港币)	32.26
总市值 (亿港元)	2360
流通市值 (亿港元)	94
总股本 (百万股)	5852
PE (2025E)	24.3
PE (TTM)	25.2

近52周股价走势



作者

华通证券国际
研究部
宏观组
SFC: AAK004
Email: research@waton.com

主要观点：

● 财务表现

2025年前三季度，公司实现营业收入21,628百万元 (+6.0%)，归母净利润5,322百万元 (+10.5%)，利润增速明显快于收入，毛利率升至约40%，盈利能力持续改善。经营活动现金流净额3,148百万元 (+14.4%)，现金含金量良好；期末总资产47,348百万元，资产负债率降至约15%，资本结构稳健，为后续产能投入和业务扩张提供了充足的财务弹性。

● 业务发展

基础产品业务：仍是核心现金牛，但在餐饮偏弱与竞争加剧下，增速较上年明显放缓。

其他品类与创新业务：体量虽小于基础品类，但成长性突出，是结构升级与对冲主业放缓的关键增量。

海外市场与国际化业务：上半年海外收入占比不足5%，处于起步期；港股募资约9,152百万元中约20%投向东南亚、欧洲等海外产能与渠道，印尼及欧洲基地规划推进中，短期推高费用、摊薄利润，中长期有望打开第二增长曲线。

● 盈利预测

预计2025年营业收入增长8.0%，营业利润增长7.81%。2025-2027年PE对应为24.66、22.36、21.45倍。

● 风险提示

国内市场乏力风险：高度依赖内需，如居民消费与餐饮持续疲弱、渠道去库存不畅，主业增速或长期承压，结构升级拉动有限。

原材料与汇率波动风险：大豆、糖及包装等原料价格若大幅上行，叠加汇率波动而难以及时提价传导，将侵蚀毛利率。

海外投入回报不确定风险：在东南亚、欧洲等前期投入重，如需求、渠道、本土化推进不及预期，盈利贡献或显著滞后并摊薄ROE。

海外扩张落地风险：海外扩张涉及建厂、团队、合规与口味适配，若项目推进慢或成本超预期，短期将体现为高投入、低贡献。

● 主要财务指标

百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,901	29,053	31,087	32,952
(+/-)%	10.41	8.00	7.00	6.00
营业利润	6,562	7,075	7,554	8,006
(+/-)%	13.49	7.81	6.77	5.98
净利润	6,575	6,471	6,895	7,295
(+/-)%	17.06	-1.58	6.55	5.81
PE	25.01	24.66	22.36	21.45

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	32,842	35,469	37,952	40,230
现金及等价物	11,907	12,500	13,200	13,900
应收账款	585	631	675	716
存货	2,525	2,727	2,918	3,093
其他流动资产	17,825	19,610	21,158	22,521
非流动资产	8,016	8,658	9,264	9,818
固定资产净值	5,685	6,140	6,570	6,965
商誉及无形资产	1,029	1,111	1,189	1,261
其他非流动资产	451	486	504	593
总资产	40,858	44,127	47,216	50,048
流动负债	8,986	9,706	10,385	11,008
应付账款及票据	1,947	2,102	2,249	2,384
其他流动负债	6,625	7,155	7,136	8,624
非流动负债	471	508	544	577
总负债	9,456	10,214	10,929	11,585
股东权益	31,402	33,913	36,287	38,464
负债及权益总计	40,858	44,127	47,216	50,048

现金流量表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
净利润	6,575	6,471	6,895	7,295
折旧与摊销	906	900	950	1,000
营运资本变动	51	-200	-250	-300
经营现金流净额	7,532	7,171	7,595	7,995
投资活动现金流				
减: 资本支出	-1,575.70	-1,685.00	-1,803.00	-1,911.00
投资净变动	-5,212.05	-5,000.00	-5,500.00	-6,000.00
投资现金流净额	-6,787.75	-6,685.00	-7,303.00	-7,911.00
筹资活动现金流				
减: 股利支付	-3,660	-3,883	-4,137	-4,377
减: 债务偿还	-1,842	-100	-100	-100
筹资现金流净额	-5,502	-3,983	-4,237	-4,477
现金净增加额	-4,758	-3,497	-3,945	-4,393
期初现金余额	12,841	11,907	12,500	13,200
期末现金余额	11,907	12,500	13,200	13,900

利润表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,901	29,053	31,087	32,952
营业成本	-17,176	-18,550	-19,865	-21,058
营业开支	-3,163	-3,428	-3,668	-3,888
营业利润	6,562	7,075	7,554	8,006
加: 利息收入	361	400	430	460
减: 利息支出	-24	-25	-27	-29
非经营损益	975	300	300	300
税前利润	7,874	7,750	8,257	8,737
减: 所得税	-1,299	-1,279	-1,362	-1,442
净利润	6,575	6,471	6,895	7,295
归母净利润	6,575	6,471	6,895	7,295
EPS (元/股)	1.18	1.16	1.24	1.31

主要财务比率

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	26,901	29,053	31,087	32,952
营业利润	6,562	7,075	7,554	8,006
净利润	6,575	6,471	6,895	7,295
盈利能力				
营业利润率	24.39%	24.35%	24.30%	24.29%
净利润率	24.44%	22.27%	22.18%	22.14%
回报率分析				
总资产	40,858	44,127	47,216	50,048
总资产收益率	16.09%	14.66%	14.60%	14.58%
净资产	31,402	33,913	36,287	38,464
净资产收益率	20.94%	19.08%	19.00%	18.97%
估值分析				
市盈率	25.01	24.66	22.36	21.45
市净率	5.24	4.71	4.25	4.07

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

2025 年前三季度, 公司实现营业收入 21,628 百万元(同比 +6.0%), 其中第三季度收入 6,398 百万元(同比 +2.5%)。公司业务结构仍以酱油、蚝油、调味酱为核心, 新品类持续放量, 线上渠道保持近 20% 的高增长。前三季度毛利率提升至约 40% (同比+3.2pct), 主要源于原材料采购成本下降及生产端规模效应。归母净利润达到 5,322 百万元(同比+10.5%), 利润增速显著快于收入。经营现金流净额 3,148 百万元(同比+14.4%), 现金含金量较高; 资产负债率降至 15%, 资本结构稳健。整体上, 公司主业稳健扩张, 新品与线上拉动增长, 盈利能力持续改善。

财务报表分析:

主业稳健扩张, 线上发力, 盈利能力持续提升

2025 年前三季度, 公司营业收入约 21,628 百万元, 同比提升 6.0%; 三季度单季收入约 6,398 百万元, 同比增长 2.5%, 在调味品行业需求恢复偏温和背景下, 仍实现稳健扩张。营业成本约 12,983 百万元, 对应综合毛利约 8,645 百万元, 毛利率约 40.0%, 较上年同期约 36.8%, 明显上行, 反映产品结构升级及成本端压力缓和共同作用。销售、管理及研发费用分别约 1,448 百万元、536 百万元、635 百万元, 费用总额随收入增长但占比基本可控。财务费用约为 -342 百万元, 主要源于充裕货币资金带来的利息收入, 对利润形成正向贡献。归母净利润约为 5,322 百万元, 同比增长 10.5%, 利润总额约 6,427 百万元, 同比增加 13.3%, 净利率与营业利润率均较去年有所改善, 体现出收入稳步增长基础上的盈利质量提升。

期末公司总资产约 47,348 百万元, 较上年末增长 15.9%; 其中流动资产约 32,659 百万元, 基本与年初持平, 货币资金仍维持在约 22,476 百万元的高位, 交易性金融资产约 7,876 百万元, 显示公司资金运用以安全性与流动性为主。存货从年初约 2,525 百万元降至约 1,753 百万元, 反映渠道库存及原材料管理更趋精细, 有助于降低资金占用。非流动资产约 14,689 百万元, 较年初大幅增加, 主要来自固定资产约 5,180 百万元、在建工程约 1,575 百万元以及其他非流动资产约 6,613 百万元的增长, 体现公司对产能布局及长期项目的持续投入。负债端合计约 7,284 百万元, 较年初明显下降, 资产负债率从约 23.1% 降至约 15.4%, 其中合同负债由约 4,335 百万元降至约 1,360 百万元, 部分预收款随着业务交付结转为收入。归母权益约 39,553 百万元, 同比大幅提升 28.0%, 反映盈利留存与股本、资本公积的增加, 共同巩固了资产质量和抗风险能力。

2025 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额约 3,148 百万元, 同比提升 14.4%, 高于收入与利润增速, 主要得益于销售回款良好及税费、日常支出的有序安排; 销售商品、提供劳务收到的现金约 21,614 百万元, 与营业收入规模基本匹配, 经营现金含金量较高。投资活动现金流净额约 -10,335 百万元, 较上年同期流出规模明显扩大, 主要系公司加大金融资产配置及固定资产、在建工程等长期项目投入, 短期压制自由现金流, 但有望为中长期增长蓄力。筹资活动现金流净额约 4,388 百万元, 上年同期为净流出, 变化主要来自吸收投资现金约 9,578 百万元以及分配股利、偿付利息约 6,229 百万元等, 说明公司一方面通过权益融资增强资本实力, 另一方面保持稳定股东回报。期末现金及现金等价物余额约 9,137 百万元, 尽管较年初有所下降, 但在收入和投资规模下仍处于较为宽裕水平, 为公司后续业务拓展和资本开支提供了良好流动性保障。

核心业务板块:

1. 基础产品业务: 核心资金来源, 增速有所放缓

公司业务结构仍以酱油、蚝油、调味酱为核心, 其中 Q3 酱油收入约 3,230 百万元 (+5%)、调味酱 600 百万元 (+3.5%)、蚝油 1,130 百万元 (+2%), 基础调味品仍整体保持正增长。酱油作为绝对支柱, 前三季度实现收入 111.56 亿元, 同比增长 7.91%, 占总营收 51.6%。但三季度单季酱油增速明显低于上半年约 9.2% 的节奏, 也弱于过去若干年 10.7% 的均值, 在餐饮需求偏弱和竞争加剧下, 核心品类增速进入“换挡期”。前三季度公司毛利率达 39.97%、销售净利率 24.64%, 均明显提升, 其中酱油等基础调味品受益于成本端优化, 原材料价格周期性回落及规模采购形成的议价优势, 是盈利改善的主驱动。在需求端, 餐饮场景承压拖累酱油出货, 但东部和南部主销区仍分别实现约 9.0% 和 10.4% 的收入增速, 线下渠道 Q3 整体仍同比 +3.6%, 体现出基础调味品在区域与渠道上的韧性。

2. 其他品类与创新业务：重要补充体量

在基础调味品之外，海天持续加码食醋、料酒及复合调味料等“特色品类”，以构建更完整的调味品矩阵。上半年涵盖食醋、料酒在内的其他调味品收入达25.06亿元，同比增长16.73%，明显快于酱油9.14%和蚝油7.74%的增速，是拉动整体收入的重要补充力量。公司在保持酱油、蚝油、调味酱基本盘稳健增长的同时，明确提出要“加快醋、料酒、复调等品类发展”，通过丰富使用场景和口味形态提升整体客单价与渗透率。海天近年来重点推进“零添加、减盐、有机、无麸质”等营养健康系列，上半年相关产品收入同比增长33.6%，远超传统品类增速。健康系列带动的酱油和蚝油子品类增速分别约8.9%和8.6%，说明在健康消费趋势下，中高端和功能型调味品已成为公司结构升级的重要抓手。特色品类与创新业务当前体量仍明显小于基础调味品，但凭借更高的增速和更契合消费升级的产品定位，有望在对冲基础品类增速下行的同时，逐步培育出新的增长曲线。

3. 海外市场与国际化业务：起步阶段，暂未形成规模性贡献

就当前阶段而言，海天的国际化业务仍处于起步阶段，上半年海外收入占比不到5%，公司整体利润依然高度依托国内市场。2025年6月，公司募资总额折合人民币约为9,152百万元，其中约20%用于海外市场开拓和供应链升级，被视为后续出海节奏加快的重要信号。管理层在业绩说明会上表示，未来会围绕东南亚和欧洲两大板块推进布局，一方面通过当地团队和经销体系深挖本地渠道，另一方面按区域口味对酱油、蚝油及复合调味料做配方和包装调整。公司已启动印尼生产基地建设，并规划在2028年前后落地欧洲生产基地，同时研究在泰国、越南等地建设工厂，通过“就近生产+就地采购”方式缩短交付周期、降低关税和运输成本。结合供应链规划，海天提出将海外原材料本地采购比例逐步提升至约50%，并推动数千家供应商接入数字化平台，以提升跨区域协同效率。三季度公司销售费用率和管理费用率同步抬升，其中一部分正是源于海外团队搭建与品牌推广，短期内会拖累利润表现，但本质上属于为中长期国际化“预支成本”。海外业务至少还需要两三年的培育时间，2025年的增量贡献有限，但若产能、渠道与产品本地化逐步成型，有望与健康新品、复合调味料一起，成为支撑海天下一个阶段增长的关键板块。

市场分析：

国内调味品行业正处在深度调整期，多数企业营收、利润双降，酱油及复合调味料线下销售承压，人均酱油年消费量已从2015年的7.28kg下滑到2023年不足5kg，行业从增量转向存量竞争格局。在此背景下，海天三季度仍实现营业收入约6,398百万元、归母净利润约1,408百万元，前三季度收入约21,628百万元、归母净利润约5,322百万元，营收、净利和扣非净利均创历史同期新高，体现出明显的逆势增长能力。公司线下渠道收入约19,360百万元，占比超九成，经销商数量已达6,726家；线上保持30%以上高增长，叠加餐饮端产品占比超过60%、家庭渗透率在80%以上，使其在需求疲弱期仍能稳住基本盘并提升市占率。弗若斯特沙利文数据显示，按销量计海天已连续28年蝉联中国最大调味品企业，在当前行业负增长环境下，“一超多强”的龙头格局愈发稳固。

全球酱油及中式调味品市场总体处于稳健扩张期。预计2025年全球酱油市场规模约591.3亿美元，到2030年有望增至744.5亿美元，2025-2030年复合增速约4.79%，其中亚洲仍是最大市场，欧美受亚洲餐饮渗透和家庭烹饪趋势带动保持较快增长。在竞争格局上，报告将海天与Kikkoman、李锦记共同列为全球酱油行业的主要头部企业，三者合计收入占全球酱油市场“中高位数”份额，说明海天在全球范围内已跻身核心玩家行列。

研发投入：

2025年前三季度，公司研发费用约635,17百万元，较上年同期的约602.74百万元有所提升，研发投入保持刚性增长。以同期营业收入约21,627.90百万元计算，研发费用率约2.9%，与上一年度水平基本持平，体现出公司在扩大规模的同时，持续以稳定比例投入研发，以巩固产品和工艺优势。研发方向上，公司围绕减盐、健康化、中高端化等消费趋势，对酱油、蚝油、调味酱等基础品类做配方升级，并在复合调味料、预调味酱汁等新品上加大试验和迭代力度，以提升单户价值和产品附加

值。同时，研发团队与生产、信息化团队联动，通过工艺优化、自动化设备适配和质量追溯系统建设，帮助公司在维持稳定品质的前提下降本增效，为中长期盈利能力和新品储备提供支撑。

未来展望：

公司增长仍将围绕“基础调味品稳盘+结构升级”展开：在酱油、蚝油、调味酱等基本盘维持中个位数增长的同时，通过减盐/有机等健康系列及复合调味料、醋、料酒等新品抬升整体增速和毛利率。成本端依托原材料价格回落、智能制造和精益管理，盈利能力仍有改善空间；渠道上线下深耕餐饮与商超终端，线上电商与内容平台承担新品孵化和品牌年轻化。海外方面，公司加快东南亚、欧洲的产能与渠道布局，中长期有望贡献增量，但短期仍需关注本土化推进及投入回报的不确定性。

风险分析：

国内市场乏力风险：公司当前营收和利润高度依赖中国本土市场，如果居民消费意愿偏弱、餐饮业景气回升不及预期，或者渠道库存消化放缓，终端动销可能承压。叠加同业竞争和价格敏感度上升，国内市场需求一旦长期处于低位，公司基础调味品主业增速可能持续放缓，新品和结构升级对整体的拉动效果也会弱于预期。

原材料与汇率波动风险：大豆、糖、包装材料等上游原料价格若出现阶段性大幅上行，或人民币汇率波动加剧，而公司又难以及时通过提价转嫁成本，将对毛利率带来压力。

海外投入回报不确定风险：公司正加大在东南亚、欧洲等海外市场的产能建设、品牌推广和团队搭建，前期资金投入和管理资源占用都较高。若当地需求培育进度、渠道渗透速度或产品本地化效果不及预期，海外业务的放量和盈利贡献可能明显滞后于投入节奏，导致投资回收期拉长、整体 ROE 被摊薄，甚至挤占国内主业资源。

海外扩张落地风险：国际化布局涉及产能建设、团队搭建、本地口味适配及合规监管等多重环节，若项目推进慢于规划或回报周期拉长，短期内可能表现为投入增加而盈利贡献有限。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。