



海天味业 (603288.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入稳健兑现，效率提升贡献业绩弹性

业绩简评

3月26日公司发布年报,25年实现营收288.73亿元,同比+7.32%;实现归母净利润70.38亿元,同比+10.95%;扣非归母净利润68.45亿元,同比+12.81%。25Q4实现营收72.43亿元,同比+11.41%;实现归母净利润17.21亿元,同比+12.52%;扣非净利润16.94亿元,同比+16.47%,扣非超预期。

经营分析

Q4收入端提速，全品类稳健增长。1)分品类来看,25年酱油/调味酱/蚝油/其他产品分别实现收入149.34/29.17/48.68/46.80亿元,同比+8.55%/+9.29%/+5.48%/+14.55%。(其中Q4分别同比+10.5%/8.3%/4.3%/18.4%)。2)分量价来看,量增仍为核心贡献因素,系B端、新零售等渠道定制化需求增加、大包装产品占比提升,25年酱油/蚝油/调味酱吨价分别-0.19%/+1.67%/+0.39%。3)分区域来看,南部/北部/西部/东部/中部25年收入同比+12.46%/+5.78%/+5.22%/+13.63%/+7.96%,截至25年末公司经销商6702家,报告期净减少5家。

成本下行&生产提效，毛利率再上新台阶。1)25年/25Q4公司毛利率为40.22%/40.95%，同比+3.25/3.42pct。主要系原料大豆、包材等价格下降，及公司加快向数字AI新质生产力的转型，提升供应链协同效应，其中制造成本全年下降9.98%，且核心品类存货量大幅下降。2)费用端，竞争加剧背景下公司加大市场投放、及加快人才梯队建设执行股权激励计划，25年销售/管理/研发费率分别同比+0.64/+0.27/+0.02pct。3)最终25年/25Q4净利率分别为24.38%/23.76%，同比分别+0.80pct/+0.23pct，其中所得税率24/25年分别为15.4%/18.0%。4)公司承诺25-27年稳定分红率80%+，且25年叠加特别分红，分红率达到112.95%，创历史新高。

多品类并驾齐驱，BC同步发展。当前行业需求更加细分多元，看好公司借助现有渠道优势完善终端品类矩阵，提升市占率。当前餐饮端正处于复苏阶段，公司有望凭借定制化、性价比切入大客户供应链体系，实现较为稳健的增长。

盈利预测、估值与评级

预计26-28年公司归母净利润分别为79/87/94亿元,同比+12.3%/10.0%/8.2%，对应PE分别为27x/25x/23x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；原材料涨价风险；海外拓展不及预期等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：36.95元

相关报告：

- 《海天味业公司点评：淡季动销放缓，业绩韧性增长》，2025.10.28
- 《海天味业公司点评：收入稳健增长，凸显经营韧性》，2025.8.29
- 《海天味业公司点评：龙头优势凸显，Q1业绩超预期》，2025.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,901	28,873	30,991	33,310	35,574
营业收入增长率	9.53%	7.33%	7.34%	7.48%	6.80%
归母净利润(百万元)	6,344	7,038	7,901	8,694	9,409
归母净利润增长率	12.75%	10.94%	12.25%	10.04%	8.23%
摊薄每股收益(元)	1.141	1.203	1.350	1.486	1.608
每股经营性现金流净额	1.23	1.30	1.37	1.74	1.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.53%	17.03%	18.46%	19.55%	20.29%
P/E	40.23	30.78	27.37	24.87	22.98
P/B	8.26	5.24	5.05	4.86	4.66

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	24,559	26,901	28,873	30,991	33,310	35,574
增长率		9.5%	7.3%	7.3%	7.5%	6.8%
主营业务成本	-16,029	-16,948	-17,260	-18,062	-19,112	-20,201
%销售收入	65.3%	63.0%	59.8%	58.3%	57.4%	56.8%
毛利	8,531	9,953	11,614	12,929	14,198	15,373
%销售收入	34.7%	37.0%	40.2%	41.7%	42.6%	43.2%
营业税金及附加	-194	-228	-248	-248	-266	-285
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,306	-1,629	-1,933	-2,107	-2,265	-2,383
%销售收入	5.3%	6.1%	6.7%	6.8%	6.8%	6.7%
管理费用	-526	-590	-700	-775	-799	-836
%销售收入	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用	-715	-840	-915	-992	-1,033	-1,103
%销售收入	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	5,790	6,667	7,818	8,807	9,835	10,766
%销售收入	23.6%	24.8%	27.1%	28.4%	29.5%	30.3%
财务费用	585	509	456	479	392	322
%销售收入	-2.4%	-1.9%	-1.6%	-1.5%	-1.2%	-0.9%
资产减值损失	-4	-101	-4	0	0	0
公允价值变动收益	213	219	217	0	0	0
投资收益	17	19	18	20	20	20
%税前利润	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	6,745	7,507	8,664	9,463	10,407	11,258
营业利润率	27.5%	27.9%	30.0%	30.5%	31.2%	31.6%
营业外收支	-6	7	-69	-50	-50	-50
税前利润	6,739	7,513	8,595	9,413	10,357	11,208
利润率	27.4%	27.9%	29.8%	30.4%	31.1%	31.5%
所得税	-1,097	-1,157	-1,550	-1,506	-1,657	-1,793
所得税率	16.3%	15.4%	18.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	5,642	6,356	7,045	7,907	8,700	9,415
少数股东损益	16	12	7	6	6	6
归属于母公司的净利润	5,627	6,344	7,038	7,901	8,694	9,409
净利率	22.9%	23.6%	24.4%	25.5%	26.1%	26.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	5,642	6,356	7,045	7,907	8,700	9,415
少数股东损益	16	12	7	6	6	6
非现金支出	929	1,007	841	841	902	947
非经营收益	-629	-690	-697	-250	24	34
营运资金变动	1,414	174	396	-477	578	563
经营活动现金净流	7,357	6,846	7,585	8,021	10,203	10,959
资本开支	-1,922	-1,559	-1,276	5,016	-792	-802
投资	686	-2,981	-13,233	-2,001	-2,001	-2,001
其他	417	764	779	20	20	20
投资活动现金净流	-820	-3,776	-13,730	3,035	-2,773	-2,783
股权募资	0	0	9,578	0	0	0
债权募资	221	-109	-181	-253	0	0
其他	-3,072	-3,894	-5,733	-6,442	-7,026	-7,494
筹资活动现金净流	-2,851	-4,002	3,663	-6,695	-7,026	-7,494
现金净流量	3,690	-932	-2,531	4,361	404	682

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	21,689	22,115	24,604	28,966	29,370	30,053
应收款项	405	261	341	306	310	331
存货	2,619	2,525	2,408	2,474	2,566	2,657
其他流动资产	6,062	7,941	10,632	12,546	14,551	16,556
流动资产	30,774	32,842	37,984	44,291	46,798	49,597
%总资产	80.1%	80.4%	72.8%	83.8%	84.7%	85.8%
长期投资	4	4	3	4	5	6
固定资产	6,069	6,531	6,873	6,852	6,671	6,445
%总资产	15.8%	16.0%	13.2%	13.0%	12.1%	11.1%
无形资产	1,072	989	983	1,020	1,057	1,092
非流动资产	7,649	8,016	14,200	8,582	8,433	8,239
%总资产	19.9%	19.6%	27.2%	16.2%	15.3%	14.2%
资产总计	38,424	40,858	52,184	52,873	55,231	57,836
短期借款	394	324	219	77	77	77
应付款项	2,709	2,809	3,655	3,315	3,560	3,817
其他流动负债	5,833	5,853	5,979	5,789	6,223	6,646
流动负债	8,936	8,986	9,853	9,181	9,860	10,541
长期贷款	70	33	0	0	0	0
其他长期负债	384	438	491	384	384	385
负债	9,391	9,456	10,344	9,564	10,244	10,925
普通股股东权益	28,531	30,895	41,330	42,793	44,464	46,383
其中：股本	5,561	5,561	5,852	5,852	5,852	5,852
未分配利润	20,279	22,962	23,553	25,016	26,688	28,606
少数股东权益	502	507	510	516	522	528
负债股东权益合计	38,424	40,858	52,184	52,873	55,231	57,836

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.012	1.141	1.203	1.350	1.486	1.608
每股净资产	5.131	5.556	7.063	7.313	7.598	7.926
每股经营现金净流	1.323	1.231	1.296	1.371	1.744	1.873
每股股利	1.080	1.030	0.860	1.100	1.200	1.280
回报率						
净资产收益率	19.72%	20.53%	17.03%	18.46%	19.55%	20.29%
总资产收益率	14.64%	15.53%	13.49%	14.94%	15.74%	16.27%
投入资本收益率	16.42%	17.74%	15.23%	17.04%	18.32%	19.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.10%	9.53%	7.33%	7.34%	7.48%	6.80%
EBIT 增长率	-8.96%	15.15%	17.26%	12.66%	11.67%	9.47%
净利润增长率	-9.21%	12.75%	10.94%	12.25%	10.04%	8.23%
总资产增长率	12.81%	6.34%	27.72%	1.32%	4.46%	4.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	3.2	3.4	3.2	3.0	3.0
存货周转天数	57.0	55.4	52.2	50.0	49.0	48.0
应付账款周转天数	30.8	29.8	30.3	31.0	32.0	33.0
固定资产周转天数	68.5	68.6	66.0	57.7	47.4	37.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-93.2%	-93.5%	-82.4%	-94.7%	-96.5%	-98.2%
EBIT 利息保障倍数	-9.9	-13.1	-17.1	-18.4	-25.1	-33.4
资产负债率	24.44%	23.14%	19.82%	18.09%	18.55%	18.89%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	18	22	59
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.10	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究