

食品饮料 | 调味发酵品 II
非金融 | 首次覆盖报告

2026 年 05 月 22 日

海天味业 (603288. SH)

投资评级：买入（首次）

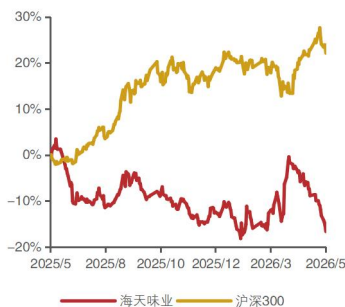
——调味品行业强者恒强，平台型龙头稳健扩张

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
周翔
SAC: S1350525070003
zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 05 月 21 日
收盘价 (元)	35.34
一年内最高/最低 (元)	45.75/34.83
总市值 (百万元)	206,803.49
流通市值 (百万元)	206,803.49
总股本 (百万股)	5,851.82
资产负债率 (%)	12.09
每股净资产 (元/股)	7.18

资料来源：聚源数据

投资要点：

经营复盘，公司系中国调味品行业的领军品牌。公司是我国历史悠久的调味品龙头企业，致力于提供优质产品以满足 BC 端客户的调味需求；在我国庞大且相对分散的调味品市场，公司收入规模领先，产品矩阵高度完整，全国市场覆盖度广，品牌影响力更是家喻户晓。截至 2025 年末，公司实现营收/归母净利润约 289/70 亿元，2014–2025 年复合增速分别为 10%/12%。

全球调味品市场空间广阔，国内市场呈结构性增长。根据弗若斯特沙利文，截至 2024 年全球调味品总市场规模达 2.14 万亿元，2019–2024 年 CAGR 为 3.2%；其中，中国是全球调味品市场中第三大的国家/地区，市场规模达 4981 亿元，2019–2024 年 CAGR 约 4.1%。分品类看，国内以酱油为代表的基础调味品市场占比较高，2019–2024 年需求 CAGR 放缓至 2.9%，而复合调味品景气度相对更高，复合市场增速达高个位数。

行业集中度提升空间大，龙头有望强者恒强。国内调味品行业整体呈现品类多元，市场相对分散的特征；以酱油品类为例，2024 年国内行业 CR5 约 25.1%，其中海天市占率达 13.2%，显著领先于其他竞争对手，但对比日本等成熟市场（行业 CR5 达 44.1%），市场集中度仍有较大提升空间。海天在调味品行业综合竞争力强，包括 B 端渠道壁垒高、经销商粘性强，C 端品牌影响力广，显著领先的规模优势以及横跨多品类的市场领先地位等。

国内多元增长提份额，海外打开空间；公司高盈利、高分红有望延续。针对国内市场，公司积极拥抱健康化、便捷化、场景化、定制化等趋势，同时加快拓展复调赛道，未来有望稳步提升市场份额；自港股上市以来，公司加快海外市场布局，打开未来成长空间。另外，公司有望凭借强产业定价权与对规模效率的极致挖潜，保持较高利润率；同时，公司逐步加大分红率，价值逻辑有望进一步凸显。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年公司归母净利润分别为 78.5/86.9/95.1 亿元，同比增速分别为 +11.5%/+10.7%/+9.5%，当前股价对应的 PE 分别为 26/24/22 倍。我们选取的可比公司中炬高新、千禾味业、天味食品 26 年平均 PE 值 23 倍，鉴于公司经营稳健，保持较高利润率水平同时逐步提升分红率，价值逻辑有望不断凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	26,901	28,873	31,363	33,869	36,415
同比增长率 (%)	9.53%	7.33%	8.62%	7.99%	7.52%
归母净利润（百万元）	6,344	7,038	7,849	8,686	9,508
同比增长率 (%)	12.75%	10.94%	11.52%	10.67%	9.46%
每股收益（元/股）	1.08	1.20	1.34	1.48	1.62
ROE (%)	20.53%	17.03%	17.70%	18.21%	18.51%
市盈率 (P/E)	32.60	29.38	26.35	23.81	21.75

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 313.6/338.7/364.1 亿元，分别同比 +8.6%/+8.0%/+7.5%。利润端，伴随公司规模效应与内部经营效率提升，我们预计公司费用率有望持续优化，净利润率或稳步提升，预计 2026–2028 年公司归母净利润分别为 78.5/86.9/95.1 亿元，同比增速分别为 +11.5%/+10.7%/+9.5%；考虑到公司经营稳健，保持较高利润率水平同时逐步提升分红率，价值逻辑有望不断凸显，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

公司国内市场份额有望稳步提升，同时加速布局国际市场；分品类看，预计 2026–2028 年酱油营收分别为 161.3/172.6/183.0 亿元，同比增速分别为 8%/7%/6%，同时期蚝油营收分别为 51.4/53.7/56.1 亿元，同比增速分别为 5.5%/4.5%/4.5%，同时期调味酱营收分别为 31.7/34.2/36.8 亿元，同比增速分别为 8.5%/8%/7.5%，同时期特色调味品及其他营收分别为 53.8/61.9/71.2 亿元，同比增速分别为 15%/15%/15%。

投资逻辑要点

调味品刚需特征较强、市场容量大，近年稳健扩张下呈现结构性机会；公司积极拥抱行业健康化、便捷化、场景化、定制化等趋势，同时加快拓展复调赛道，未来有望稳步提升国内市场份额，同时加速布局国际市场；另外，公司盈利能力较强，且凭借强产业定价权与对规模效率的极致挖潜，未来较高的利润率有望延续。同时，公司逐步加大分红率，价值逻辑有望进一步凸显。

核心风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

内容目录

1. 海天经营复盘：调味品行业的领军品牌	5
2. 调味品行业：市场容量大，行业龙头强者恒强	8
2.1. 全球调味品市场空间广阔，国内调味品呈结构性增长	8
2.1.1. 国内酱油消费稳定，品类升级驱动扩张	9
2.1.2. 蚝油、基础调味酱、食醋、料酒行业稳健扩容	10
2.2. 行业加速整合，龙头市场份额持续提升	11
3. 品类、渠道、区域齐发力，高盈利、高分红有望延续	13
3.1. 国内多元增长提份额，布局海外打开空间	13
3.2. 高盈利有望延续，高分红实现价值逻辑切换	15
4. 盈利预测与评级	16
4.1. 盈利预测拆分	16
4.2. 相对估值	16
5. 风险提示	18



图表目录

图表 1：公司业务复盘，营收规模变化	5
图表 2：品类视角，公司收入结构变化	6
图表 3：渠道视角，公司经销商数量/单商收入变化	6
图表 4：公司核心调味品品类结构图（截至 2024 年底）	7
图表 5：我国调味品市场规模稳健扩容	8
图表 6：2024 年我国调味品年人均消费明显低于美国和日本	8
图表 7：2024 年我国基础调味品行业细分品类结构（收入计）	9
图表 8：2024 年我国调味品行业渠道结构占比（收入计，单位为 10 亿元）	9
图表 9：我国酱油市场稳健扩容	10
图表 10：2012–2020 年中国酱油零售均价增速高于 CPI 增速（%）	10
图表 11：我国酱油消费结构变化趋势，其中 2020 年呈哑铃形态，未来消费结构有望持续升级	10
图表 12：2019–2024 年中国基础调味酱市场规模变化（收入计）	11
图表 13：2019–2024 年中国蚝油市场规模变化（收入计）	11
图表 14：国内调味品行业整体分散，2024 年国内调味品行业头部企业市占率/%（按收入计）	12
图表 15：我国酱油行业集中度明显低于海外同业（按收入计）	12
图表 16：公司营收增长逻辑图	14
图表 17：龟甲万 2010–2023 财年营收及 2023 财年营收结构	15
图表 18：2019–2025 年公司销售净利率与资产周转率	16
图表 19：调味品行业 2010 年以来龙头平均提价梳理	16
图表 20：可比公司估值表	17

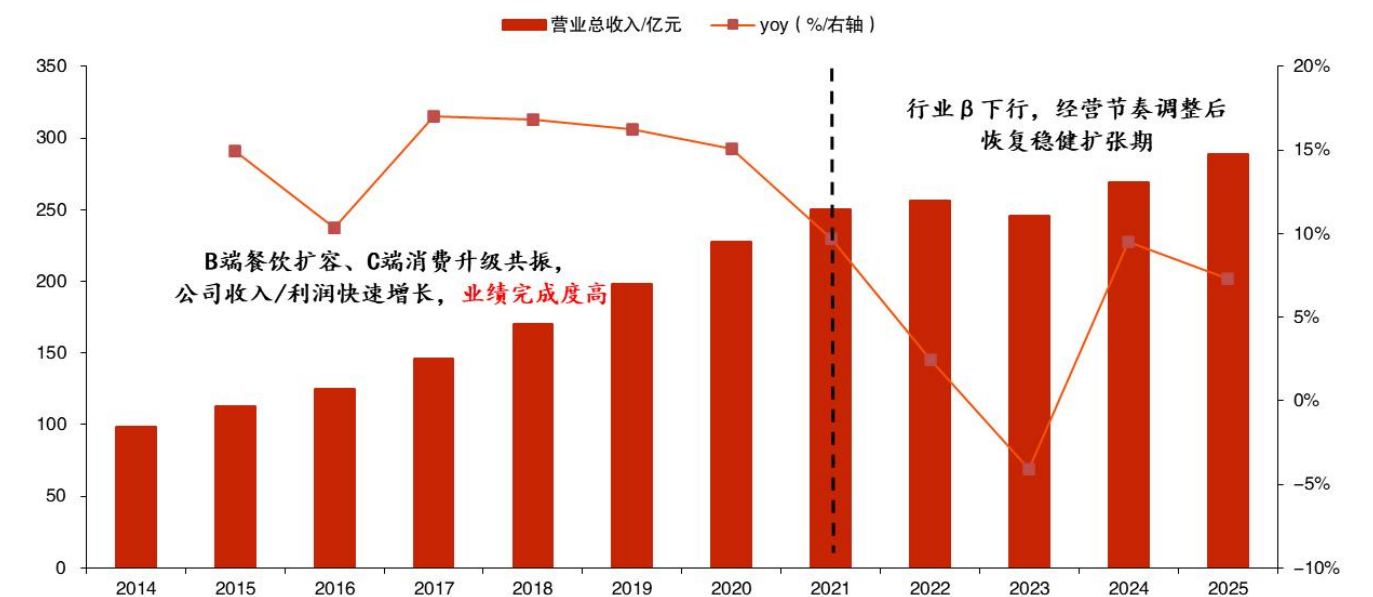
1. 海天经营复盘：调味品行业的领军品牌

海天味业是历史悠久的中国调味品龙头企业，致力于提供优质产品以满足 BC 端客户的调味需求；在我国庞大且相对分散的调味品市场，公司收入规模优势明显，产品矩阵高度完整，全国市场覆盖度广，品牌影响力更是家喻户晓。截至 2025 年末，公司实现营收/归母净利润约 289/70 亿元，2014–2025 年复合增速分别为 10%/12%。

2014–2021 年上市后收入高增期：受益于 B 端餐饮需求高景气度以及家庭调味品消费升级，公司自 2014 年上市以来收入/归母净利润保持快增，2014–2021 年 CAGR 分别为 14%/18%；除 2016 年受外部环境影响外，2014–2020 年期间公司每一年基本都超预期完成年初制定的收入和利润目标，整体展现出较高的业绩稳健性。直至 2021 年，在消费需求疲软、社区团购恶性竞争以及原材料价格上涨等影响下，公司面临业绩增长放缓压力，例如 2021 年 H1 收入端同比增速降至 6%。

2022 年–至今，经营周期调整结束后，进入稳健扩张的新阶段：2022 年受外部环境、经营成本高企以及添加剂舆情等冲击，公司 2022 年 H2 首次出现收入同比下滑现象，并延续至 2023 全年，2022 年归母净利润出现自上市以来的首次下降；调整期间，公司用产品品质正面回应舆情，同时开始内部调整，包括梳理产品（例如拥抱 0 添加系列、有机系列、薄盐系列等健康类产品）、渠道结构（例如，强化多场景开发、多渠道销售）等，最终稳住了市场与品牌形象。2024 年以来，公司完成董事会换届（程雪女士接任董事长），同时以全新的经营势能回归成长道路；2025 年，公司在餐饮消费承压的背景下保持稳健增长，并完成港股上市，开启海外扩张新篇章。

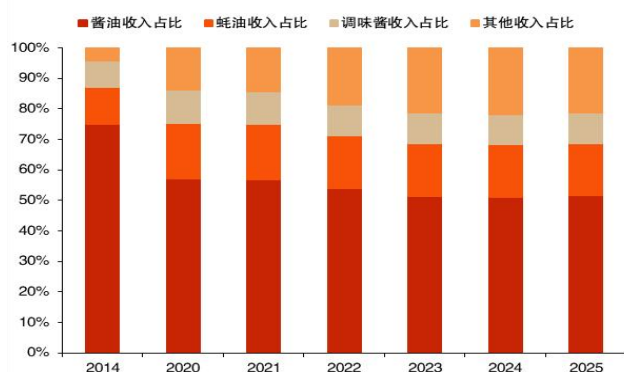
图表 1：公司业务复盘，营收规模变化



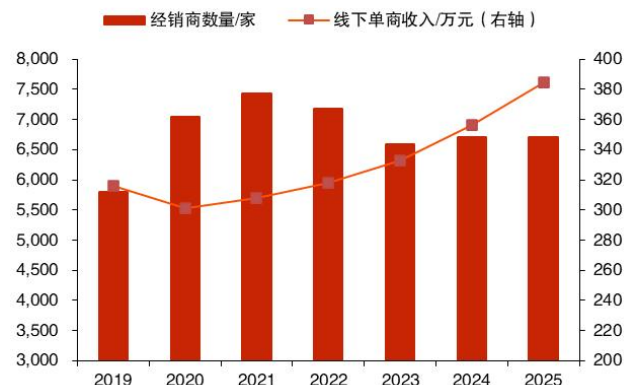
资料来源：ifind，华源证券研究所

品类端：海天拥有全面的品类布局，具体包括酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒、鸡精鸡粉等特色调味品，其中前三者为核心品类，2025 年收入占比分别为 51.7%/16.9%/10.1%，例如 2014–2021 年期间蚝油品类销售收入稳步快增，营收占比不断提升，而 2022–2025 年其他（含特色调味品）收入保持双位数快增，成为近年公司收入主要增长引擎。截至 2024 年，公司 sku 总数达 1450 余个，家庭渗透率达 80% 以上，同时公司在多品类上取得市场领先地位，即公司拥有 7 个年收入超 10 亿元销售收入的大单品，31 个年收入超亿元的大单品，以 2024 年收入计，亿级以上的产品系列合计占产品销售收入的 76.6%。

渠道端：公司营收以经销渠道为主，2022–2024 年该渠道收入占比基本保持在 95% 以上；公司全国市场/渠道布局广而深，至今已实现几乎 100% 地级市全面覆盖以及近 90% 的县级市覆盖，截至 2024 年，公司拥有 6707 家经销商伙伴，单商年收入达 356 万元，其中合作时长超过五年的经销商数量超 3000 家，于 2024 年收入贡献占比超 65%，其中年销售规模超 1000 万元的经销商贡献了 40% 以上的收入；截至 2025 年，公司销售终端覆盖量约 300 万个。

图表 2：品类视角，公司收入结构变化


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：渠道视角，公司经销商数量/单商收入变化


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司核心调味品品类结构图（截至 2024 年底）

产品品类	产品图片	SKU数量	代表大单品	零售定价
酱油系列		287	金标生抽、草菇老抽等 (10亿元级别大单品)	5.5-18元/500ml或500克
蚝油系列		80	上等蚝油系列 (连续十余年销售额超过10亿元)	4.8-15元/500克
调味酱系列		154	黄豆酱系列 (连续十余年销售额超过10亿元)	7.6-30.8元/500克
特色调味品及其他		956	食醋、料酒、凉拌汁等品类	4.3-19元/500ml或500克

资料来源：公司招股书，市值观察公众号，华源证券研究所

海天股权结构清晰，管理团队能力卓越。截至 2026 年 3 月，公司总股本扩充至 58.5 亿股；其中，庞康、程雪与另外四名自然人股东为一致行动人，2025 年末六人合计持海天集团股份 71.8%，并直接及通过海天集团间接合计持有公司 52.58%的股份，为公司的实际控制人。同时，公司拥有简单务实、开放共享的企业文化与管理团队，企业整体经营能力卓越。另外，公司 2024 年 9 月推出员工持股计划，并计划分五期实施，即在 2024-2028 年的五年内，每年滚动设立独立存续的各期员工持股计划，以激励公司高管层与核心骨干；其中，2026 年 A 股员工持股计划（草案）主要考核公司归母净利润增长，即 2025-2027 年归母净利润复合增速目标为 11.5%（该等指标计算须剔除如下事项的影响：在考核年度公司发生的并购重组及资本运作（如有的影响））。

2. 调味品行业：市场容量大，行业龙头强者恒强

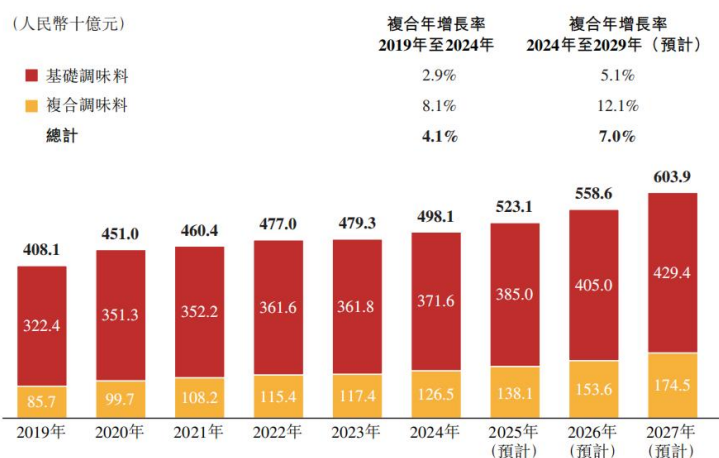
调味品作为必选消费里的代表，刚需特征明显，具备较强的抗周期性；同时较低的消费频次使得消费者对提价相对不敏感，故行业需求韧性较高。另一方面，调味品行业 B 端渠道占比较高，该渠道易守难攻以及 C 端龙头较强的品牌力共同形成了海天的核心竞争力。

2.1. 全球调味品市场空间广阔，国内调味品呈结构性增长

截至 2024 年，根据弗若斯特沙利文，全球调味品总市场规模达 2.14 万亿元，2019–2024 年 CAGR 为 3.2%；其中，中国是全球调味品市场中第三大的国家/地区，但相较于美国与日本，我国每年调味品人均消费金额仅 354 元，约为日本的 1/3、美国的 1/5，未来随着我国经济水平提升，行业或仍具备价增空间。另外，根据弗若斯特沙利文，预计 2024–2029 年期间拉美市场和东南亚市场在全球主要市场中增速最快。

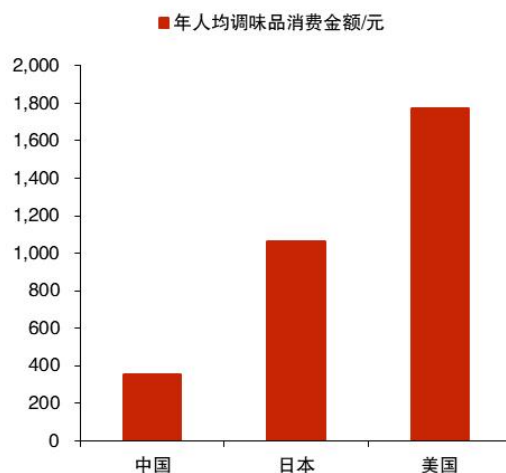
我国调味品刚需特征较强、市场容量大，近年稳健扩张。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年我国调味品市场规模达 4981 亿元，2019–2024 年 CAGR 约 4.1%，整体呈稳健扩张态势。分品类看，以酱油为代表的基础调味品市场占比较高，但 2019–2024 年市场规模复合增速放缓至 2.9%，而复合调味品景气度相对更高，2019–2024 年复合市场增速达高个位数。分渠道看，我国调味行业主要包括 B 端（餐饮、食品加工业等）和家庭个人客户，其中 B 端消费量大且稳定，截至 2024 年需求占比达 62.3%，但受餐饮需求复苏缓慢等影响，市场增速放缓，而 C 端得益于品类结构升级，市场增长更快，2019–2024 年市场规模 CAGR 达 6.3%。

图表 5：我国调味品市场规模稳健扩容



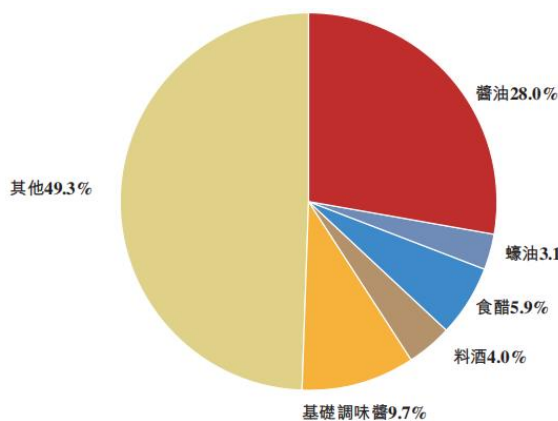
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 6：2024 年我国调味品年人均消费明显低于美国和日本



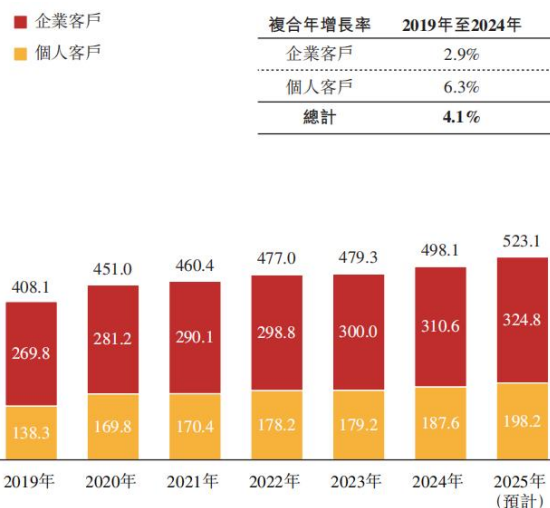
资料来源：公司招股书，华源证券研究所

图表 7：2024 年我国基础调味品行业细分品类结构（收入计）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 8：2024 年我国调味品行业渠道结构占比（收入计，单位为 10 亿元）



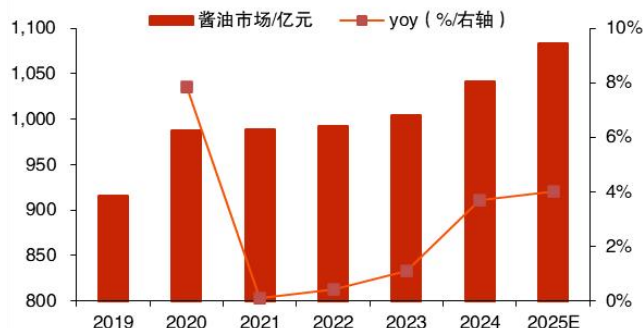
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

2.1.1. 国内酱油消费稳定，品类升级驱动扩张

酱油是我国调味品市场规模最大的细分品类，品类创新、结构升级等驱动行业增长。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年我国酱油市场规模达 1041 亿元，但受限于品类高渗透率、行业结构升级放缓，2019–2024 年 CAGR 仅 2.6%；分量价看，欧睿国际显示 2016–2021 年我国酱油业销量、吨价 CAGR 分别为 3.27%/3.86%，期间行业均价在品类升级与原料价格波动催生的提价周期双重作用下持续向上，且平均价格端增长中枢高于 CPI 增速。

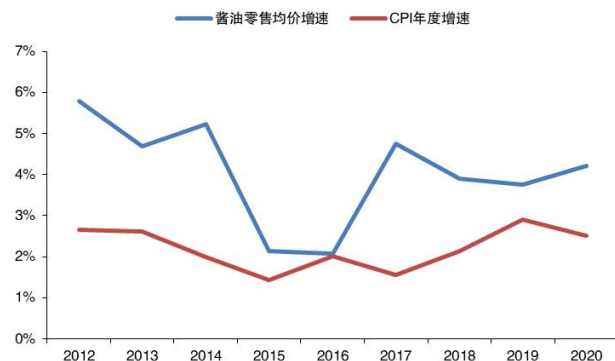
以邻为鉴，在健康需求崛起、龙头品类创新的引领以及历次消费税的提振下，日本酱油业呈现“低频高质、价增量减”等趋势，其中低盐、丸大豆、有机、鲜榨酱油等产品凭借高感知价值展现出阶段性品类β红利。相似地，我们认为国内 C 端酱油市场已进入价值提升驱动规模增长阶段，品类结构升级或成为行业增长主要驱动力，如有机、减盐、零添加等健康型产品，还有满足客户便捷化、复合化需求的产品；另外，我国三线及以下城市通过零售渠道的年人均调味品消费支出不到一线城市的一半，未来下沉市场有望具备较大的升级空间。

图表 9：我国酱油市场稳健扩容



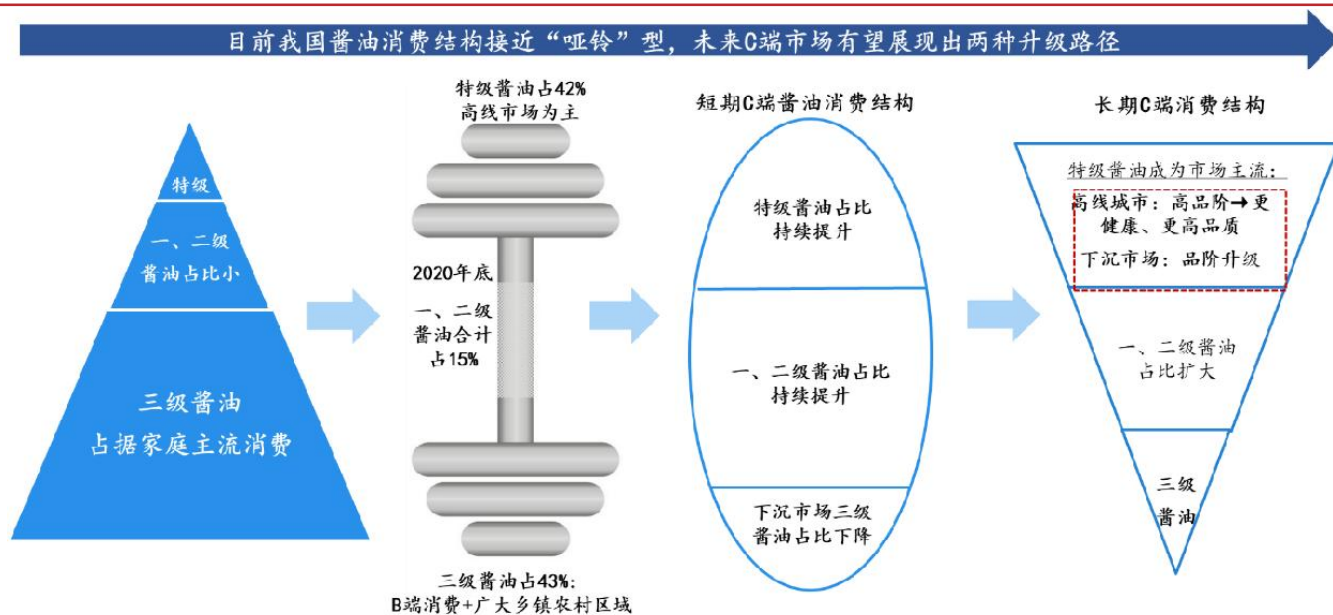
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 10：2012-2020 年中国酱油零售均价增速高于 CPI 增速 (%)



资料来源：wind、《中国酱油行业发展趋势报告》，华源证券研究所

图表 11：我国酱油消费结构变化趋势，其中 2020 年呈哑铃形态，未来消费结构有望持续升级



资料来源：中国调味品协会，《中国酱油行业发展趋势报告》，华源证券研究所自制

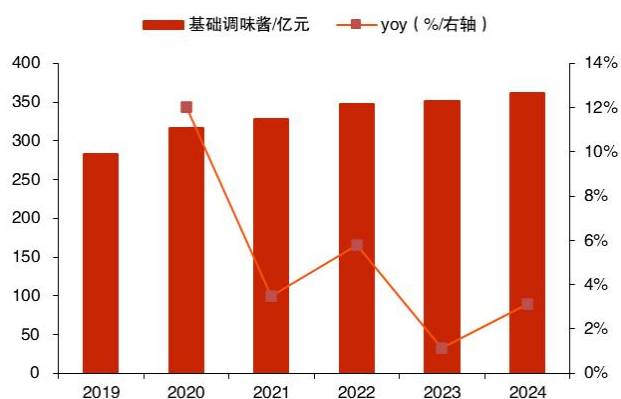
注：本图涉及对酱油消费结构未来趋势的预测，仅供参考

2.1.2. 蚝油、基础调味酱、食醋、料酒行业稳健扩容

除酱油外，基础调味酱、食醋、料酒以及蚝油亦为我国基础调味品重要细分品类；根据弗若斯特沙利文，按收入计截至2024年上述细分品类市场规模分别达362/221/147/115亿元，2019-2024年CAGR分别为5.1%/0.1%/4.4%/5.8%。

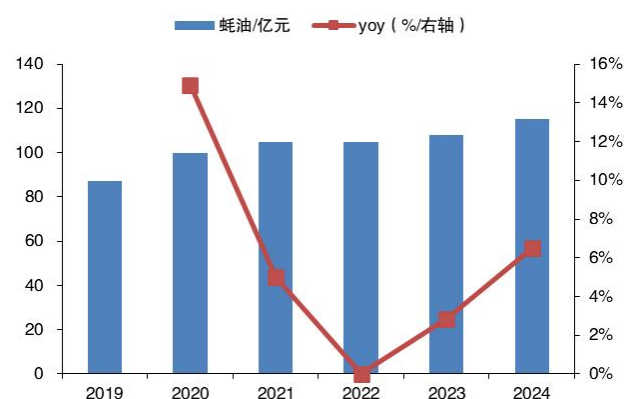
- **基础调味酱：**指以一种材料为主原料、搭配其他辅料加工制成的调味品，主要包括豆酱、面酱等；行业发展相对成熟，区域化特征明显。但调味酱行业仍存在发展较为成熟、规模较大的细分种类，如辣酱、黄豆酱以及西式沙拉酱等。近年来，由于需求场景多元以及消费渠道碎片化，调味酱品类 SKU 越发细分化，如海底捞的燕麦青椒酱、仲景的上海葱油系列等新兴品类开始崛起。
- **蚝油：**该品类兴起于我国广东省，且伴随全国人口流动、餐饮菜系融合发展而被全国各地消费者接受，并逐步走向海外。近年来，饮食习惯加速渗透驱动国内蚝油市场规模稳健扩张，尤其相对其他基础调味品实现了较快的增速，未来在基础调味品中的市场占比有望持续提升。另外，根据弗若斯特沙利文数据，截至 2024 年，全球蚝油市场规模达 191 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 6.1%，反映海外市场景气度更高。
- **食醋：**行业已进入发展成熟期，需求相对平稳，但地域化特征明显。相较海外同业，我国食醋产品在功能性开发和产品多样化方面仍具备较大提升空间，如食醋消费近年开始从调味醋向饮料醋、功能醋、保健醋等方向延伸，故预计我国食醋市场未来将以微增态势平稳扩容。另一方面，我国食醋业面临格局分散，区域特征显著等问题，例如我国四大名醋包括山西老陈醋、镇江香醋、保宁醋、永春老醋，分别辐射华北、华东、西南以及华南区域。
- **料酒：**相较食醋等基础调味品，料酒功能更多样，具体包括去腥、增鲜、调味等；其次，料酒具备适用菜品广泛（几乎涵盖所有鱼、肉、禽类等荤菜烹饪），区域差异化小等特征，更容易市场参与者集中资源发展；近年主要伴随去腥调味需求增长而扩容。

图表 12：2019-2024 年中国基础调味酱市场规模变化（收入计）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 13：2019-2024 年中国蚝油市场规模变化（收入计）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

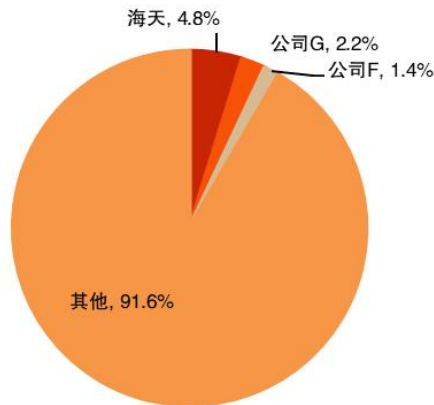
2.2. 行业加速整合，龙头市场份额持续提升

调味品行业集中度提升空间大，海天通过多品类、平台化发展实现份额持续提升，同时细分品类的龙头公司正加速并购整合。

根据弗若斯特沙利文，以 2024 年调味品收入计，海天在全球调味品行业排第五，市场份额约 1.1%。从公司主业酱油品类看，公司在全球酱油市场中排第一，2024 年市占率达 6.2%，而紧随其后的龟甲万酱油株式会社，酱油业务覆盖全球，同年市占率约 4.5%，均大幅领先行业第三名。而在全球蚝油行业，由于中国市场占 60%，公司在国内市占率达 40%+，遥遥领先，在全球蚝油市场份额也达到 24.1%。另外，聚焦国内调味品市场，由于我国幅员辽阔、地域口味差异大、菜系繁杂，消费者对调味品偏好各不相同，因此，调味品行业整体呈现品类多元，市场相对分散的特征；其中，海天已连续 28 年在国内调味品市场保持销量第一的领导地位，以 2024 年收入计，公司市占率达 4.8%，显著领先于其他竞争对手。

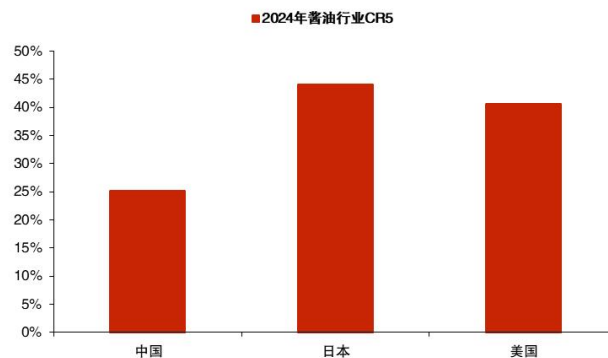
聚焦细分品类：根据弗若斯特沙利文，1）收入口径下 2024 年国内酱油行业 CR3/CR5 分别约 19.7%/25.1%，其中公司市占率达 13.2%，显著领先于行业内其他竞争对手；但对比日本等成熟市场（行业 CR5 达 44.1%），国内酱油行业集中度仍有较大提升空间；2）国内蚝油市场呈寡头垄断特征，收入口径下 2024 年行业 CR2 达 51.1%，其中公司作为行业龙头市占率达 40.2%，遥遥领先；3）国内基础调味酱市场高度分散，其中以收入口径计 2024 年基础调味酱 CR3 约 10.3%，公司市场排名第一，市场份额约 4.6%，行业内差距不大。4）其他基础调味品方面，以 2024 年收入口径计，公司在国内料酒、食醋市场排名第一/第二；5）复合调味品领域，公司仍在持续布局中。

图表 14：国内调味品行业整体分散，2024 年国内调味品行业头部企业市占率/%（按收入计）



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

图表 15：我国酱油行业集中度明显低于海外同业（按收入计）



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

公司在调味品行业综合竞争力强：B 端渠道壁垒高、经销商粘性强，C 端品牌影响力广，显著领先的规模优势以及横跨多品类的市场领先地位。极致供应链管理下，公司具备行业领先的成本、效率与质量优势。

首先，对比国内其他调味品企业，海天渠道覆盖面广、全国化布局完善以及具备“易守难攻”的 B 端渠道壁垒。具体而言，公司全国化市场布局充分，截至 2025 年底，并通过 6702 家经销商覆盖 300 多万个网点；我们认为，B 端方面，餐饮客户对调味品的选择主要受厨师

和采购人员的影响；其中，厨师注重餐食口味和出餐品质的稳定一致，而且厨师烹饪方式的重复性和延续性、以及消费者的味觉记忆使其对某一种固定调味品的使用需求十分稳定，容易形成消费习惯；而采购人员注重成本节约，在与品牌方达成长期合作之后通常会以优惠的价格购入该产品并持续相当长时间，再加上经销商的客情影响，渠道的稳定性相当高（截至2024年，与公司合作超五年的经销商数量超3000家，收入贡献超65%）。

作为国内调味品龙头，公司产品矩阵完善度较高（截至2024年，公司拥有1450余个sku），产品体系的优势体现在横跨多品类的市场领先地位，具体包括7个超10亿元年销售收入的大单品，31个年收入超亿元的大单品。另外，公司拥有行业领先的规模优势，全国四大生产基地合计年产能超500万吨，其中高明工厂被评为全球首家酱油“灯塔工厂”。

3. 品类、渠道、区域齐发力，高盈利、高分红有望延续

3.1. 国内多元增长提份额，布局海外打开空间

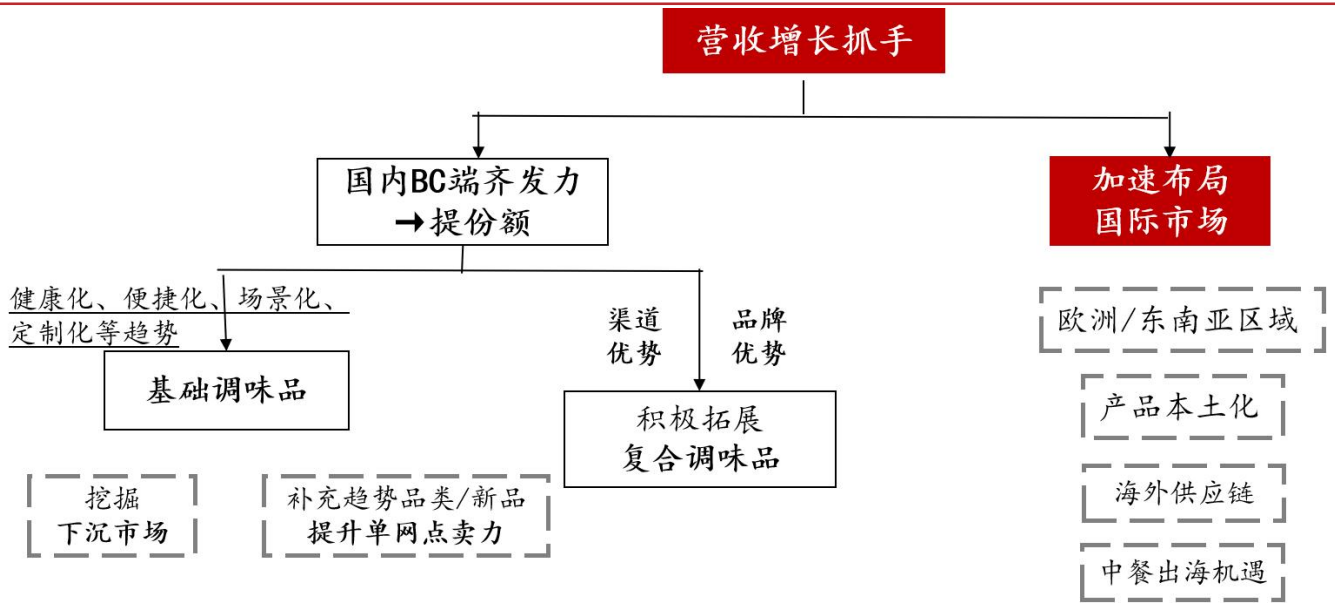
针对国内市场，公司积极拥抱健康化、便捷化、场景化、定制化等趋势，同时加快拓展复调赛道，未来有望稳步提升市场份额。

1）公司在国内终端网点覆盖量达300万个，已覆盖全国80%+的家庭，未来有望下沉挖潜市场，同时通过补充趋势类新品提升单网点卖力，并有望将被验证的新产品培育为新的增长极，从而形成“夯实基本盘→孵化新增长→壮大新支柱”的良性循环。具体而言，公司将酱油等主品类的成功经验逐步复制到其他细分品类或新产品中，如凉拌汁等酱油制品、复合调味品。

2）把握B端渠道变化机会，包括餐饮连锁化、食品加工定制化以及客户需求精细化/专业化需求，具体而言，公司积极开发专业渠道的经销商，如团餐类客户等，同时研发端从以基础研究为主转换至重视终端应用场景研发，生产端通过智能化生产线配置实现柔性生产，公司最高可在一条生产线生产超20种规格或130个sku的不同产品，最快7天就能完成定制化交付。

3）家庭端，公司持续拥抱健康化、便捷化等消费趋势，例如，公司推出的营养健康类产品（如薄盐、有机等）2024/2025年收入增速分别达33.6%/48.3%，围绕消费者便捷化需求自研的“挤挤瓶”蚝油，截至2024年底累计销售4.6亿瓶。此外，公司持续通过贯通“公司—经销商—终端—消费者”的全链路码体系等来赋能渠道运营。

图表 16：公司营收增长逻辑图

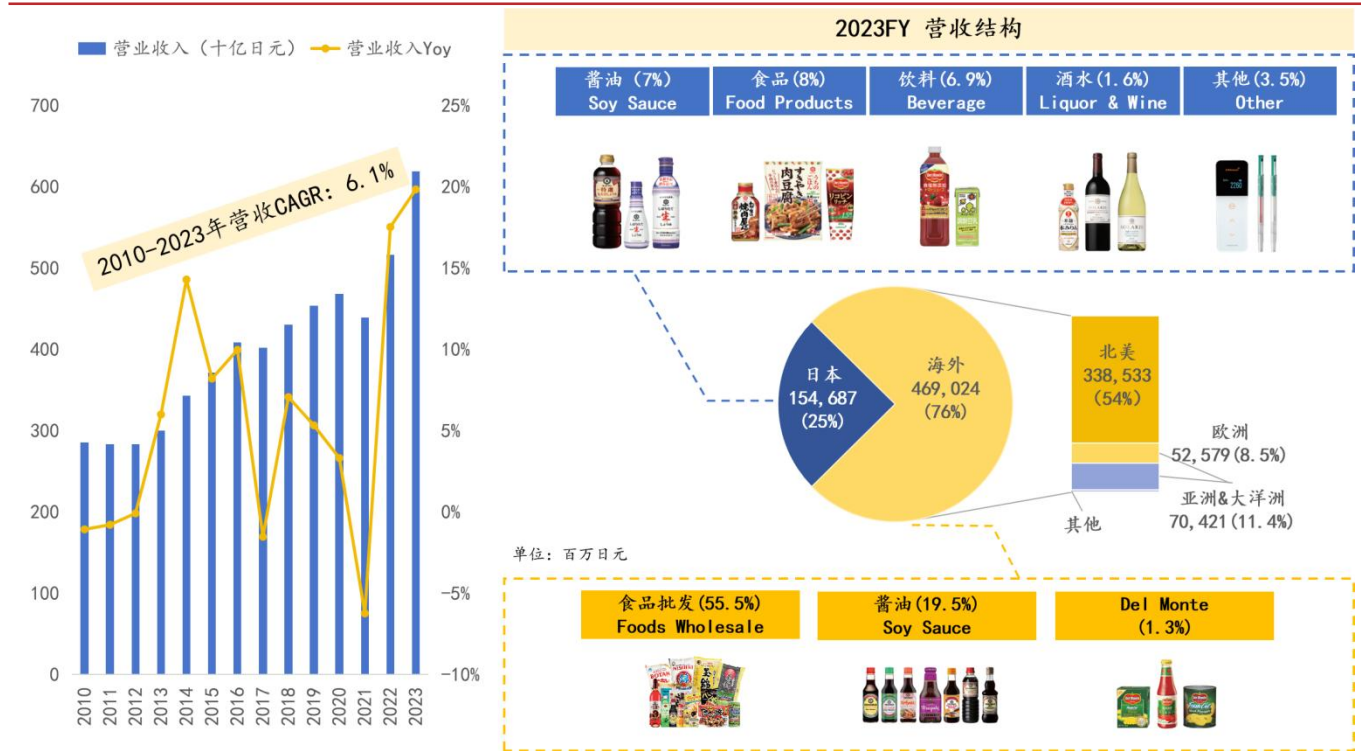


资料来源：华源证券研究所自制

以邻为鉴，日本调味品龙头龟甲万于 1970 年代日本酱油市场需求见顶期，积极出海、布局国际市场；具体而言：1）1973 年，龟甲万在美国威斯康辛州成立第一家海外酱油生产基地，十年后以 40% 市占率成为美国酱油龙头品牌，1998 年在美国成立第二家酱油工厂；2）1970 年代，龟甲万在德国设立了 6 家日本铁板烧连锁牛排屋，潜移默化地影响欧洲消费者对日本调味品的接受度与消费者习惯，其中以德国杜塞尔道夫为据点的销售子公司则是龟甲万在欧洲的行销主力，1997 年在荷兰成立欧洲第一家酱油工厂；3）1984 年、1990 年龟甲万分别在新加坡和中国台湾设立酱油工厂，2020 年在南美圣保罗设立制造、销售公司，正式进入巴西市场。截至 2023 财年，龟甲万海外营收占 76%，且利润率高于本土，其中北美营收占总营收比重 54.7%，其次为亚洲与大洋洲（11.4%）、欧洲（8.5%），日本本土营收占比约 25%。

海天自港股上市以来加快海外市场布局，有望打开未来成长空间。公司计划在东南亚以及欧洲等地区拓展海外市场，其中根据弗若斯特沙利文，欧洲是全球调味品第二大区域市场，2024 年市场规模达 5194 亿元，而东南亚预计将在未来全球主要市场中增速最快，2024-2029 年市场规模 CAGR 达 9.1%。具体而言，公司计划将优势产品与当地饮食偏好相结合，例如以酱油为基底来制作照烧汁、烧烤汁、白灼汁等复调品类；另外，公司 2025 年实现港股上市，进一步加速国际化战略（如设立印尼、荷兰、美国等子公司）同时扩大了品牌海外影响力，同年落地海外生产基地，积极跟随中餐出海。而伴随海外渠道、供应链体系搭建逐步成熟，国际市场收入或将逐步起量，并有望带动营收稳健增长。

图表 17：龟甲万 2010-2023 财年营收及 2023 财年营收结构



资料来源：龟甲万官网，龟甲万公司公告，华源证券研究所

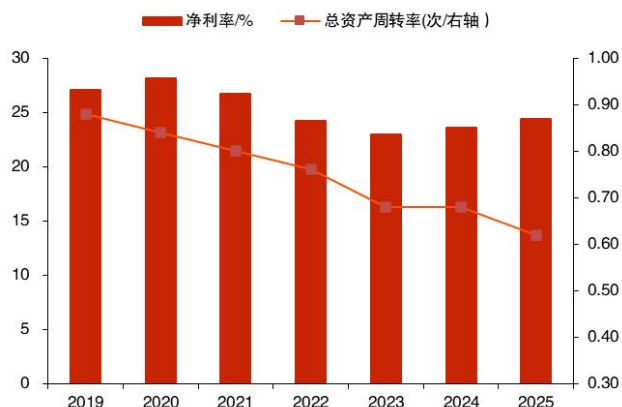
注：左图中横轴年份数据均采取财年；北美、欧洲、亚洲&大洋洲的比例为占总营收的比例；饼图中，内部抵消收入占比-1%

3.2. 高盈利有望延续，高分红实现价值逻辑切换

公司盈利能力较强，且凭借强产业定价权与对规模效率的极致挖潜，未来较高的利润率有望延续。同时，公司逐步加大分红率，价值逻辑有望进一步凸显。

2019-2025 年期间，公司 ROE 从高点 35.15%持续下滑至 19.49%，主要系资产效率与权益乘数下滑影响。其中，同时期公司销售净利率保持在 22%以上，展现较强的盈利能力（2022-2024 年，公司净利润率位于全球调味品前十大企业之首），且自 2023 年触底以来持续修复（或主要受益于供应链优化等）；我们认为公司较高的利润率背后或靠强产业议价力与内部高效率，即公司在过去几轮原材料价格周期运用提价策略，最终顺利传导实现量、价、盈利齐升。另一方面，2019-2025 年公司总资产周转率从 2019 年 0.88 次持续下滑至 2025 年 0.62 次，而 2023-2025 年公司库存周转天数持续下滑至 51.45 天（接近 2019 年的 50.1 天）。对此，公司逐步加大分红力度、回馈股东，截至 2024 年，公司近十年累计分红超 290 亿元，平均年化分红率近 60%，2025 年还实施了特别分红，全年分红率高达 112.95%，创历史新高；同时，公司计划 2026-2027 年每年分红率不低于 80%。

图表 18：2019–2025 年公司销售净利率与资产周转率



资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

图表 19：调味品行业 2010 年以来龙头平均提价梳理

提价时间	品牌方提价详细情况	
	海天味业	美味鲜（中炬高新）
2010–2011	2010年底，对部分产品提价4%–5%	部分产品提价
2012–2013	公司对60%的产品提价4%–5%	部分产品提价6%
2014	公司上调约60%产品的价格，平均幅度4%–5%	部分产品提价
2016–2017	2016年对多数产品提价4%–5% 2017年对90%产品提价6%	对美味鲜和厨邦提价6%
2021	酱油等品类提价幅度3–7%	超70%产品，平均提价幅度3%–10%

资料来源：研讯社公众号，各公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 313.6/338.7/364.1 亿元，分别同比 +8.6%/+8.0%/+7.5%；其中分品类看，预计 2026–2028 年酱油营收分别为 161.3/172.6/183.0 亿元，同比增速分别为 8%/7%/6%，同时期蚝油营收分别为 51.4/53.7/56.1 亿元，同比增速分别为 5.5%/4.5%/4.5%，同时期调味酱营收分别为 31.7/34.2/36.8 亿元，同比增速分别为 8.5%/8%/7.5%，同时期特色调味品及其他营收分别为 53.8/61.9/71.2 亿元，同比增速分别为 15%/15%/15%。

利润端，伴随公司规模效应与内部经营效率提升，我们预计公司费用率有望持续优化，净利润率或稳步提升，预计 2026–2028 年公司归母净利润分别为 78.5/86.9/95.1 亿元，同比增速分别为 +11.5%/+10.7%/+9.5%。

4.2. 相对估值

我们选取调味品行业其他龙头中炬高新、千禾味业、天味食品作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值约为 23 倍。公司经营稳健，国内多元扩张，市场份额有望稳步提升，同时加速布局国际市场；另外，公司保持较高的利润率水平同时逐步提升分红率，价值逻辑有望不断凸显，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 20：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026-5-21	26E	27E	28E	26E	27E	28E
600872.SH	中炬高新	19.82	0.90	1.03	1.16	22	19	17
603027.SH	千禾味业	7.97	0.37	0.42	0.47	22	19	17
603317.SH	天味食品	15.76	0.66	0.75	0.83	24	21	19
平均						23	20	18

资料来源：ifind，华源证券研究所

注：EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期

5. 风险提示

食品安全风险：若上市公司出现较大的食品安全问题，则将对收入和品牌形象带来较大的冲击。

行业竞争加剧风险：随着越来越多的市场参与者进入，行业竞争加剧或导致销售、盈利不及预期的风险。

原材料价格波动风险：若上游原材料价格涨价且无法传导至终端消费，或会影响公司整体利润率水平。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,604	27,856	32,367	37,146
应收票据及账款	296	296	320	344
预付账款	128	68	73	79
其他应收款	45	101	109	117
存货	2,408	2,835	3,066	3,301
其他流动资产	10,504	10,448	10,475	10,503
流动资产总计	37,984	41,604	46,410	51,489
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,335	5,162	5,042	4,999
在建工程	1,649	1,300	850	367
无形资产	866	852	852	852
长期待摊费用	5	4	2	1
其他非流动资产	6,346	6,361	6,361	6,360
非流动资产合计	14,200	13,678	13,107	12,579
资产总计	52,184	55,282	59,517	64,068
短期借款	141	0	0	0
应付票据及账款	2,773	2,457	2,657	2,861
其他流动负债	6,940	7,481	8,180	8,867
流动负债合计	9,853	9,938	10,837	11,727
长期借款	61	43	26	17
其他非流动负债	430	430	430	430
非流动负债合计	491	474	457	447
负债合计	10,344	10,412	11,294	12,174
股本	5,852	5,852	5,852	5,852
资本公积	9,398	9,398	9,398	9,398
留存收益	26,079	29,102	32,447	36,108
归属母公司权益	41,330	44,352	47,697	51,358
少数股东权益	510	518	527	536
股东权益合计	41,840	44,870	48,224	51,894
负债和股东权益合计	52,184	55,282	59,517	64,068

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	7,045	7,528	8,352	9,153
折旧与摊销	837	853	902	959
财务费用	-456	-388	-450	-521
投资损失	-18	-18	-18	-18
营运资金变动	396	-142	603	590
其他经营现金流	-58	158	158	158
经营性现金净流量	7,746	7,991	9,547	10,322
投资性现金净流量	-13,730	-143	-128	-207
筹资性现金净流量	3,663	-4,596	-4,908	-5,336
现金流量净额	-2,370	3,252	4,511	4,779

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,873	31,363	33,869	36,415
营业成本	17,260	18,823	20,355	21,912
税金及附加	248	261	282	303
销售费用	1,933	1,976	1,998	2,039
管理费用	700	753	745	728
研发费用	915	972	1,050	1,129
财务费用	-456	-388	-450	-521
资产减值损失	-3	-4	-4	-4
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	18	18	18	18
公允价值变动损益	217	230	245	270
资产处置收益	0	3	3	3
其他收益	159	163	163	163
营业利润	8,664	9,376	10,313	11,273
营业外收入	7	13	13	13
营业外支出	76	36	36	36
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	8,595	9,353	10,290	11,250
所得税	1,550	1,497	1,595	1,733
净利润	7,045	7,857	8,695	9,518
少数股东损益	7	8	9	9
归属母公司股东净利润	7,038	7,849	8,686	9,508
EPS(元)	1.20	1.34	1.48	1.62

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	7.33%	8.62%	7.99%	7.52%
营业利润增长率	15.42%	8.21%	9.99%	9.31%
归母净利润增长率	10.94%	11.52%	10.67%	9.46%
经营现金流增长率	13.19%	3.17%	19.47%	8.12%
盈利能力				
毛利率	40.22%	39.98%	39.90%	39.83%
净利率	24.40%	25.05%	25.67%	26.14%
ROE	17.03%	17.70%	18.21%	18.51%
ROA	13.49%	14.20%	14.59%	14.84%
估值倍数				
P/E	29.38	26.35	23.81	21.75
P/S	7.16	6.59	6.11	5.68
P/B	5.00	4.66	4.34	4.03
股息率	1.50%	2.33%	2.58%	2.83%
EV/EBITDA	21	18	16	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。