下载日志已记录，仅供内部参考

公司评级	增持（维持）
报告日期	2026 年 06 月 30 日

基础数据

06 月 26 日收盘价（元）	32.98
总市值（亿元）	1,929.93
总股本（亿股）	58.52

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】海天味业：龙头归稳，强者恒强-2026.04.28

【兴证食饮】海天味业：海天味业更新报告：蓄狼性而精进，争份额以乘时-2026.04.12

【兴证食饮】海天味业：龙头重回上升通道，关注海外进展-2026.03.27

分析师：沈昊
S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯
S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

海天味业(603288.SH)

市占率提升专题：痛定之后的铁幕与獠牙

投资要点：

我们于 2026 年 4 月 12 日外发报告《蓄狼性而精进，争份额以乘时》时看到了一场静默的蜕变：高管换届、持股计划重燃战意、渠道褪去往昔佛系，换之以狼群般的进攻姿态。海天正式告别守成，迈入份额加速收割的新周期。本篇报告是海天专题系列开篇，回答四个核心命题：海天为何加速份额收割？市占率天花板在哪？路径如何拆解？体系如何保障？——将市场对调味品龙头的盈利追踪，提升至对远期体系竞争力的展望。对于市场有分歧的远期盈利中枢的追问，留待后续系列展开。

行业格局变化的必要条件，天时地利人和缺一不可：中国调味品行业的集中度一直处于较低水平，除了菜系繁多、餐饮分散下沉外，龙头公司未发展到周期中后期，未取得绝对优势亦是核心因素之一。在此背景下完成行业格局的重大变化，集中度大幅提升，天时地利人和缺一不可：

一、**天时：餐饮工业化的浪潮将是较大催化。**对调味品行业来说，餐饮工业化带来的除了较高的效率，还有更统一的口味标准、更高的品控要求以及更好更稳定的成本控制。这无疑会加速标准化龙头企业对大量下沉市场、作坊式工厂的份额收割。大时代背景下，中国调味品行业的集中度必将伴随着餐饮工业化的浪潮较大幅度提升。

二、**地利：规模优势下的海天，体系化竞争的优势不断放大。**每一轮行业集中度提升，都需要有基本功扎实的龙头企业去主动承接份额转换，而目前调味品行业的现状：C 端分化、市场下沉、需求分散，这需要的是市场营销、新品研发、生产、销售、供应链管理等体系化的协同，海天作为最具备规模优势的龙一企业，将在这场体系化的竞争中占据较大优势。

三、**人和：躬身自省下的激励与团队年轻化，唤醒沉睡的雄狮。**我们认为锐意进取的管理层和较高的人效一直是海天的核心竞争力之一，虽也经历过相对佛系的周期，但经历过调整期后的公司，目前已具备了进取的管理层、更年轻的管理团队、以及全新的激励，有望磨合出更高的人效，唤醒沉睡的雄狮，

- **躬身自省，海天进入份额加速提升期。**
  - **两年蓄力，王者归来。**2022 年受特殊事件影响，公司短期经营受到冲击，历经两年阵痛方恢复元气，21Q3 公司收入 56.62 亿元，直到 23Q3 才恢复至相当水平（56.85 亿元）。2023 年作为"三五"规划最后一年以调整收尾。但此次冲击也成为海天摒弃路径依赖、向内求索的转折点，两年阵痛虽带来了短期的波动，但也让公司重新夯实了基础，烈火炼真金，如今王者强势归来。
  - **团队更迭与激励机制焕新。**2024 年底高管团队换届，新任业务管理层大部分为 80 后、2000 年前后进入公司的内部培养人员，组织架构焕发新活力。同时公司推出新一轮员工持股计划（2024-2028 年），以 2025-2027 年归母净利润 CAGR 不低于 11.5%为考核目标（2026 年员工持股），狼性激励机制成型。海天以"四五"规划开局之年为起点，以更年轻的团队，更扎实的基础，更完备的运营体系和更进取的心态，正式步入份额加速收割期。
- **餐饮连锁化率是驱动调味品集中度提升的核心变量，中国正处于加速拐点期。**
  - **中国调味品格局较为分散。**欧睿口径，2025 年中国调味品 CR3 为 16%、CR10 为 27%，对比日本 17%/37%、美国 24%/45%，差距显著。相较日本，中国 CR10 仍有 10pct 提升空间；相较美国，有 18pct 提升空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **连锁化与集中度存在明确的因果传导。**美日历史经验表明，餐饮连锁化率每提升 10 个 pct，调味品 CR5 平均提升 5 个 pct（弹性系数 e=0.50）。美国连锁化率从 1960 年约 6%攀升至 2025 年 61%，同期 McCormick 市占率从 37%升至 50%、亨氏番茄酱从 50%升至 60%。日本则经历"三阶段"复杂演进，但 2000 年后连锁化与集中度再度同步上行。
- **中国正处于加速拐点。**2024 年中国人均 GNI 约 13,660 美元，餐饮连锁化率约 23%，可对标日本 1980 年代中后期（人均 11000-20000 美元阶段），二者合计说明餐饮连锁化率即将到达加速拐点。预计未来的 20-40 年餐饮连锁化率将从当前 23%提升至 40-45%，对应日本 1990 年代至今连锁化率提升约 20pct 的历史经验，为中国龙头份额收割打开长期窗口。

- **价值思维自上而下测算海天调味品市占率远期可达 11.3%。**
  - **宏观传导链条路径显示（自上而下）：**人均 GNI 增长→餐饮连锁化率提升→CR5 集中→龙头占比提升的完整传导机制下，人均 GNI→连锁化率提升，使用传导系数 K 拟合预测，连锁化率提升→CR5 提升，使用弹性系数 e=0.50（以美国稳态为参考基准，保守下调中国），连锁化率→龙头占比提升，使用龙头弹性 0.64 测算，不考虑公司自身的营运操作，宏观背景驱动下，海天远期市占率可达 11.3%，较当前 4.8%（沙利文全渠道口径）提升 2.4 倍。
  - **微观分渠道对标路径（自下而上）：**以美国、日本分渠道龙头为对标基准，考虑中国品类分散、口味多样化的综合调整系数，按中国渠道结构（餐饮:居民:食品加工=4.9:3.4:1.7）加权，中性情景市占率达 12.1%，保守/乐观为 11.1%/12.9%。两条路径交叉验证市占率收敛于 11-12%区间，相互验证。
- **不可能三角构筑竞争力空间，团队协作竞争达成竞争力最大化。**
  - **达成路径上，餐饮定制化与食品加工渠道为核心增量来源。**定制化需求的市场规模预算已突破 800 亿元，发展空间较为广阔；流通渠道借势行业出清趋势巩固存量份额；零售端则以消费者需求优先，全价格带布局切割竞对份额。
  - **路径保障层面，“不可能三角”构筑底层商业逻辑。**海天以"用户满意−净利率提升−加大投入"的不可能三角构筑底层商业逻辑，叠加全球首家调味品"灯塔工厂"及 AI 五大智能系统的科技领先，形成从战略蓝图到执行落地的完整闭环。
- **盈利预测与投资建议：**我们根据公司最新情况，略微调整了盈利预测，预计 2026-2028 年公司收入为 312.43/338.27/365.66 亿元，同比+8.2%/+8.3%/+8.1%，归母净利润 78.24/87.55/97.51 亿元，同比+11.2%/+11.9%/+11.4%，对应 2026 年 6 月 26 日收盘价，公司 2026-2028 年 PE 为 25/22/20x，当前估值处于历史 PE-Band 下沿，安全边际较足；2025 年公司现金分红比例达 112.95%，创历史新高，且承诺 2025-2027 年分红比例不低于 80%，股东回报重视度提升，维持“增持”评级。

- 风险提示：宏观经济波动影响消费，食品安全风险，原材料成本持续上涨。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	28873	31243	33827	36566
同比增长	7.3%	8.2%	8.3%	8.1%
归母净利润（百万元）	7038	7824	8755	9751
同比增长	11.0%	11.2%	11.9%	11.4%
毛利率	40.2%	41.2%	42.3%	43.7%
ROE	17.0%	19.2%	20.6%	21.9%
每股收益（元）	1.20	1.34	1.50	1.67
市盈率	27.4	24.7	22.0	19.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、反躬自省，海天进入份额加速提升期 5
（一） 连锁化率未进入加速阶段，调味品竞争格局分散 5
（二） 两年蓄力，王者归来，份额加速收割 9
（三） 长期思维看海天调味品市占率预计可达 11.3% 10
二、 定制攻增，存量蓄势 13
（一） 餐饮定制化及食品加工渠道为核心增量来源 13
（二） 定制化的增量贡献预计可达 200 亿元以上 14
（三） 流通渠道借势巩固并提升既有份额 16
（四） 零售端以消费者需求优先 16
三、 路径保障：不可能三角构筑的竞争力最大化 17
（一） 底层商业逻辑：卷王解“不可能三角” 17
（二） 体系化协作竞争，科技加持生产端，供应链效率最大化 19
四、 盈利预测与投资建议 21
五、风险提示 22

图目录

图 1、 我国调味品行业集中度显著低于日本、美国 5
图 2、 从量角度计算，我国调味品行业餐饮渠道占比高于美国、日本 5
图 3、 从销售额角度计算，我国连锁化率较日本、美国均有较大差距 6
图 4、 复调、酱油均占调味品行业比重为 33%、19% 6
图 5、 我国调味品细分赛道多，头部企业整合难度大 6
图 6、 随着餐饮连锁化的进程，美国调味品头部公司集中度提升 7
图 7、 从酱油看，日本酱油集中度的加速分为三个阶段，连锁化率为底层驱动 7
图 8、 对比人均 GNI，我国餐饮连锁化发展处于日本 1980-1990s，处于美国 1970-1980s 8
图 9、 从量角度计算，我国餐饮连锁化进程 2022-2023 年起开始加速 9
图 10、 21Q3 收入的绝对值直到 23Q3 才恢复至相当水平 9
图 11、 2024 年中、美、日调味品渠道结构对比 12
图 12、 疫情期间海天餐饮渠道收入占比一度下降至 30% 14
图 13、 从调味品占餐饮收入比重来看，呈现下降趋势，体现竞争进入存量时代 14
图 14、 2025 年定制化调味品的需求预计突破 800 亿元 14
图 15、 定制化占比的提升与餐饮连锁化率趋势一致 14
图 16、 按照行业定制化渗透率提升速率、3x 行业速率、5x 行业速率测算海天定制化的渗透率，中性假设下预计 2060 年增量规模突破 200 亿元 15
图 17、 单个经销商匹配的销售人员数量 2022 年开始呈现上升趋势 16
图 18、 从调味品存续企业数量及新进企业数量趋势体现出行业处于显著的出清阶段 16
图 19、 海天零售端份额 2023 年起开始回补 17
图 20、 海天份额的回补部分来自竞对份额的切割 17
图 21、 海天“不可能三角形”构筑的底层商业逻辑 18

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22、 通过用户满意、净利率提升、加大投入（收割份额）构筑公司的核心竞争力，通过三个要素点彼此的良性循环延长三个边长，扩大三角形面积，即提升核心竞争力 18
图 23、 通过白象案例看海天解不可能三角形 19
图 24、 海天研发费用率基本维持在 3%左右 20
图 25、 海天信息化通路打通 20
图 26、 2025 年海天分红比例超过 100% 22
图 27、 海天当前 PE 估值已处在 PE-Band 下沿 22

表目录

表 1、 中国预计处于日本 1980s-1990s 连锁化进程加快时期 8
表 2、 2014-2018 年公司推出股权激励计划，2024-2028 年推出新一轮员工持股计划 10
表 3、 宏观因素驱动下海天市占率提升的传导环节关键指标 11
表 4、 根据均值，人均 GNI 到连锁化率的传导系数选择 0.19 11
表 5、 以 2030 年（短期）为例验证全链条，6.4%>4.8%，链条正向传导有效 12
表 6、 调味品各渠道根据品类、口味、渠道集中度设置的综合调整系数说明 13
表 7、 分情景测算海天远期市占率 13
表 8、 预计 2060 年定制化在餐饮及食品加工渠道的渗透率提升 2.03x 15
表 9、 海天三个核心品类的生产吨成本细项 YOY 19
表 10、 AI 核心技术矩阵：五大智能系统 20
表 11、 海天收入分产品预测 21
表 12、 剔除账上净现金，2026 年 PE 估值为 20x，安全垫较高 22

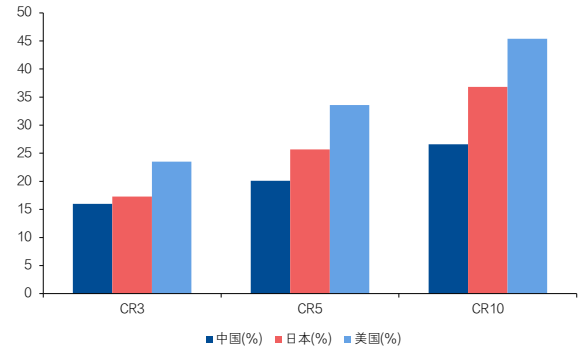
下载日志已记录，仅供内部参考

一、反躬自省，海天进入份额加速提升期

（一）连锁化率未进入加速阶段，调味品竞争格局分散

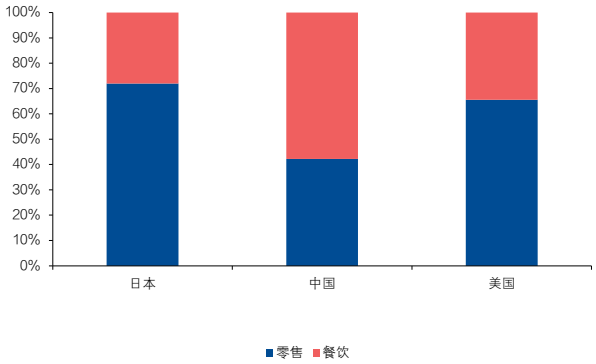
对比日美，当前我国调味品餐饮渠道占比高、竞争格局分散。以欧睿口径数据参考，销售额角度计算，2025 年中国、日本、美国调味品行业 CR3 分别为 16%、17%、24%，CR10 分别为 27%、37%、45%，虽我国头部企业集中度与日本较为类似，但考虑渠道结构，从量角度计算我国餐饮渠道占比 58%，显著高于日本、美国，实际中国 CR3 预计更为分散，且对比 CR10，我国较日本、美国还有 10pct、18pct 的提升空间，集中度仍有较大提升空间。（虽欧睿数据以零售端为主，餐饮侧口径统计有所缺失，但数据仍具有一定说明性。）

图1、我国调味品行业集中度显著低于日本、美国



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、从量角度计算，我国调味品行业餐饮渠道占比高于美国、日本



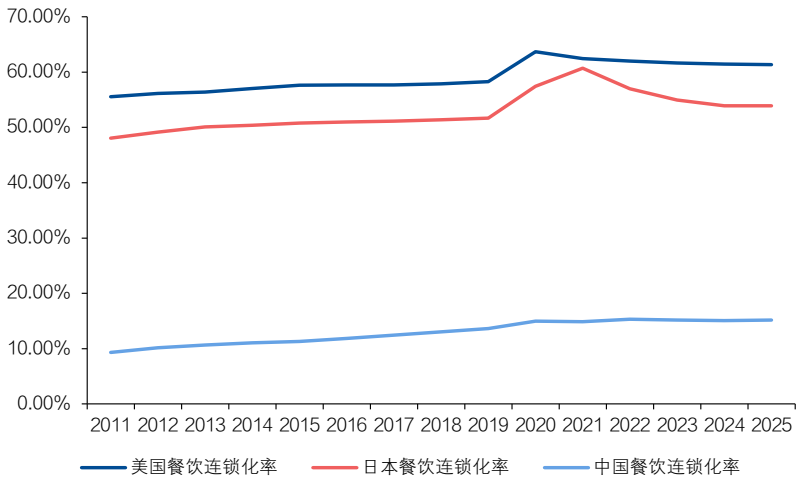
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

竞争格局较为分散的核心原因是餐饮连锁化进程较慢。对比日美，我们分析我国竞争格局较为分散的主要原因有二，餐饮连锁化程度不高及多样化的口味需求导致的细分子赛道较多。

- **中国餐饮连锁化进程较慢，相应供应商的集中度就低。**欧睿口径对比来看，从销售额角度计算，2025 年中国、日本、美国的餐饮连锁化率分别为 15%、54%、61%，中国、日本、美国调味品行业 CR10 分别为 27%、37%、45%，连锁化率低、集中度低。

下载日志已记录，仅供内部参考

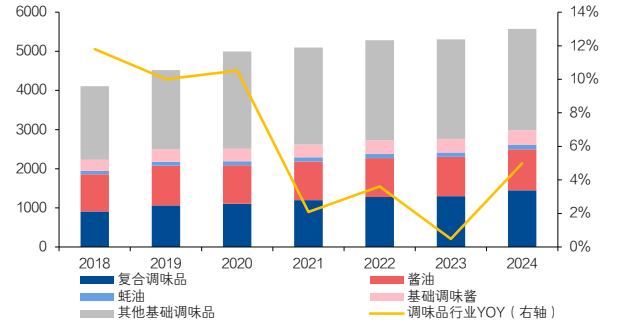
图3、从销售额角度计算，我国连锁化率较日本、美国均有较大差距



*注：欧睿统计的餐饮业态不包含机构餐饮、熟食便利店、街头摊位/移动餐车、纯外卖店、居酒屋/酒吧等，因此与本地统计存在差异，但为了可比使用，部分测算使用欧睿数据
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

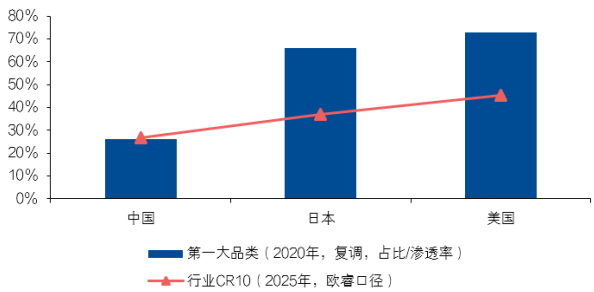
- **中国调味品大行业、小品类，集中度大幅提升需有行业性驱动契机。**区别于日本、美国整体调味品口味较为统一，我国人口口味多样化程度高，口味丰富度高，2024 年占调味品比重最大的为复合调味品，占比为 33%，其次是酱油 19%，对比 2020 年日本复合调味料的 66%（包含酱油衍生品）、美国的 73%，占比较低，且我国调味品行业还有较多南北差异明显的子赛道，如食醋、料酒、部分基础调味酱等，相应单一或零星企业整合难度较大。

图4、复调、酱油均占调味品行业比重为 33%、19%



数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海天港股招股说明书，wind，前瞻经济学人，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、我国调味品细分赛道多，头部企业整合难度大



*注：2020 年三个国家的第一大品类均为复调，日本的复调含酱油衍生品
数据来源：EAC International Consulting，欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

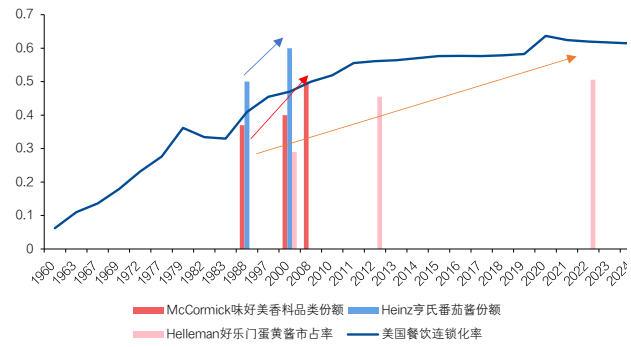
餐饮连锁化率是驱动调味品行业集中度提升的核心变量。复盘美、日两国历史走势，这一传导关系在多数阶段成立，但具体路径存在差异。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **美国呈现典型的"同步上升"格局。**连锁化率从 1960 年的 6%稳步攀升至 2025 年的 61%，同期头部调味品品牌市占率水涨船高——McCormick 从 1990 年前后的 37%升至 2005 年前后的 50%，卡夫亨氏番茄酱从 50%升至 60%，Hellman 蛋黄酱从 29%升至 51%。连锁化与集中度两条曲线基本平行上移。

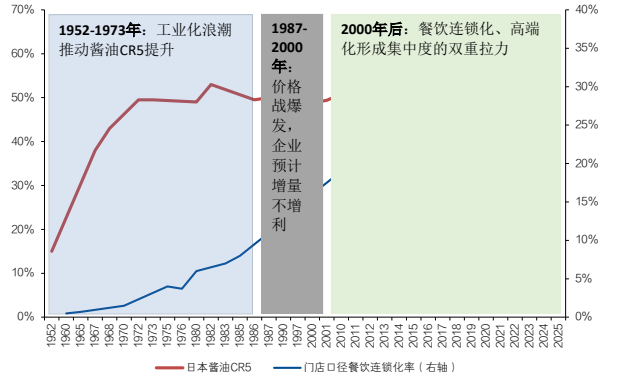
- **日本则经历"三阶段"的复杂演进。**1952–1973 年，工业化浪潮推动酱油 CR5 持续提升；1987–2000 年，行业爆发激烈价格战，中小企业退出后的份额并未被头部尽收，集中度与连锁化率出现阶段性背离；2000 年后竞争趋缓，高端化与连锁化形成双重拉力，两条曲线再度同步上行。

图6、随着餐饮连锁化的进程，美国调味品头部公司集中度提升



*注：欧睿的餐饮连锁化率为从销售额角度测算，2012 年 Hellman 蛋黄酱统计口径为统计联合利华品牌
数据来源：Food Market Commentary，绿茶集团招股书，美国食品农业组织，美国人口普查局，欧睿，USDA，McCormick 年报，THETAKEOUT，FUNDINGUNIVERSE，Heinz 公司发展史，Food&Water Watch，Market Growth Reports，Strategy《Hellmann's: 100 years of keeping it real》，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、从酱油看，日本酱油集中度的加速分为三个阶段，连锁化率为底层驱动



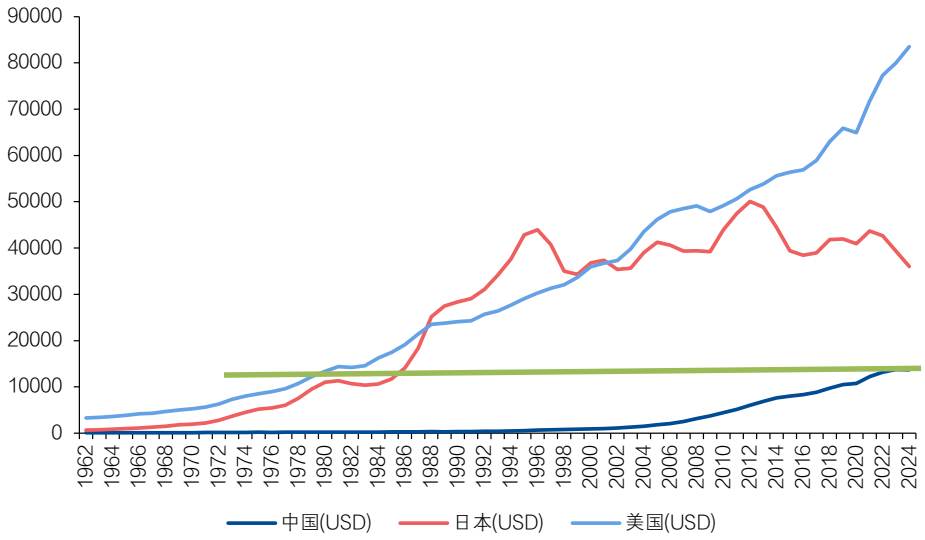
*注：1997-2000 年的酱油行业进入价格战，虽有中小厂出清，但份额预计维持平稳，2022-2024 年连锁化率的扰动预计与疫情影响退去有关
数据来源：新浪新闻，temanukigoha，skylark 官网，日本餐饮服务协会，日本特许经营协会，日本卫生劳动省，欧睿，日本酱油协会，早稻田大学 Biz Note，soyinfocenter，日本食糧新聞行业报道，ginken，兴业证券经济与金融研究院整理

餐饮的连锁化率发展与经济发展正相关，中国将进入连锁化率快速突破期。中美日三国数据均显示，人均 GNI 越高，连锁化率越高，而人均 GNI 突破 $14000 是“加速拐点”（美国的单段线性拟合出 RSS 最小的断点）。2024 年的中国（人均 GNI 约$13660，连锁化率 23%），接近日本 1980s-1990s 时期的餐饮连锁化率发展水平，人均 GNI 在$11000-$20000，连锁化率 6-10%（若剔除便利店、CVS 等门店类型，预计连锁化率基本相同）。欧睿数据显示，从销售额角度计算，2025 年中国、日本、美国的连锁化率当前约 15%、54%、61%，相应调味品 CR3 为 8%（沙利文口径）、17%、24%，二者基本对应，即中国连锁化率约为日本的一半不到，相应 CR3 也是日本的一半不到。中国的连锁化率仍处于加速阶段，预计未来 2030-2035 年将从 2025 年

下载日志已记录，仅供内部参考

的 25%提升至 40-45%，日本 1990s 至今连锁化率提升约 20pct 以上，提升幅度基本对应。

图8、对比人均 GNI，我国餐饮连锁化发展处于日本 1980-1990s，处于美国 1970-1980s



*注：绿色直线为对标衡量线，即当前的中国对应的美国、日本值大约是多少
数据来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、中国预计处于日本 1980s-1990s 连锁化进程加快时期

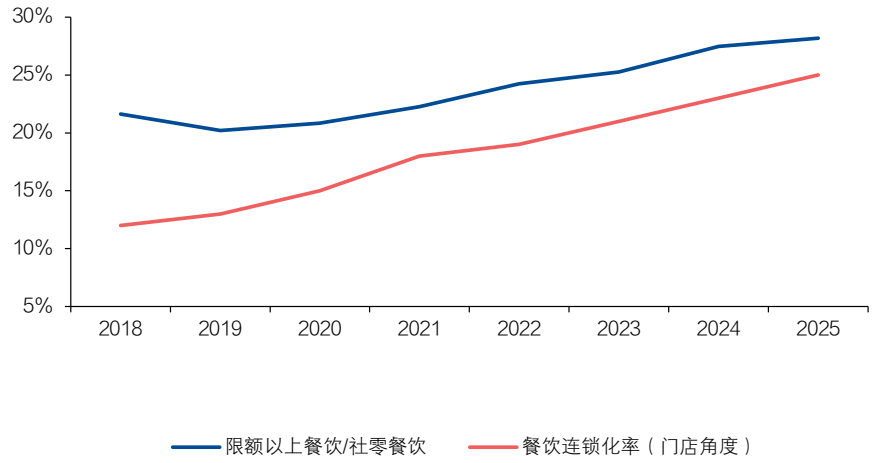
指标	中国(2024年)	日本对应时期	说明
人均 GNI（USD）	$13,660	1980 年代中期($12K-$28K)	对标日本 1985-1990 年
恩格尔系数	29.80%	1980 年代初(27-29%)	对标日本 1980 年
城市化率	67%	1970-1980 年代(72-76%)	对标日本 1970 年
连锁化率	23%	1980-1990 年前后(6-10%)	因日本统计口径含便利店、百货熟食等，若剔除预计与中国差不多，甚至略低

数据来源：国家统计局，日本国家统计局，wind，搜狐新闻，美团，格隆汇，新华网，中国连锁经营协会，致同，经济观察网，新浪新闻，skylark 官网，temanukigohan，日本餐饮服务协会，日本特许经营协会，日本卫生劳动省，兴业证券经济与金融研究院整理

餐饮连锁化进程加快，龙头加速份额收割。2023 年起我国餐饮连锁化进程加快，叠加前述表达的我国处于日本 1980s-1990s 餐饮连锁化进程加快时期，相应头部企业出现了份额整合的机会，龙头海天味业 2024 年开始的调整再出发，正是公司加速份额收割的信号。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9、从量角度计算，我国餐饮连锁化进程 2022-2023 年起开始加速

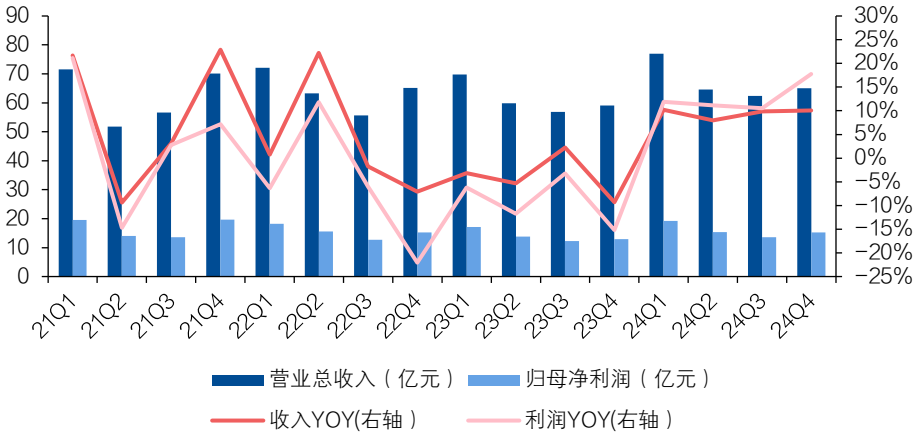


数据来源：国家统计局，wind，美团，新华网，中国连锁经营协会，致同，经济观察网，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）两年蓄力，王者归来，份额加速收割

龙头三五规划推进受阻，团队痛定蓄力。2022 年受特殊事件影响，公司 22Q3 收入出现同比下滑，并持续至 23Q4，21Q3 的绝对收入体量为 56.62 亿元，公司直到 23Q3 单季度的收入才回到大致水平(56.85 亿元),公司花费了两年时间弥补。2023 年作为公司三五规划的最后一年，最终以收入下滑调整收尾。此次事件敲响了公司沉寂已久的警钟，也成为海天摒弃路径依赖、向内求索的转折点，两年阵痛虽带来了短期的波动，但也让公司重新夯实了基础，烈火炼真金，如今王者强势归来。

图10、21Q3 收入的绝对值直到 23Q3 才恢复至相当水平



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

团队更迭焕发新士气，员工持股推铸新狼性。2024 年底公司高管团队换届，新任业务管理层均为公司内部培养，基本都在 2000 年前后进入公司，年龄方面均为

下载日志已记录，仅供内部参考

80 后，除内部培养换届过渡顺利外，整体年龄较为年轻，2024 年至今公司整体灵活程度提升，且针对四五规划，公司推出新一轮员工持股计划，目标设置为归母净利润增长，更能检验考核公司内部效率的不断改善迭代，若目标达成，则相关人员可以无偿获取激励股票划转，在高管团队士气提振方面添砖加瓦。

表2、2014-2018 年公司推出股权激励计划，2024-2028 年推出新一轮员工持股计划

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
收入 YOY	16.8%	15.0%	14.0%	13.0%	16.0%	16.0%	15.1%	16.0%	12.0%	10.0%	12.0%	-	-	
扣非归母净利润 YOY	24.0%	21.0%	18.0%	17.0%	19.0%	20.0%								
净利润 YOY						20.0%	18.1%	18.1%	12.0%	10.0%	10.7%	11.0%	11.5%	11.5%
实际达成情况														
收入 YOY	16.8%	15.0%	10.3%	17.1%	16.8%	16.2%	15.1%	9.7%	2.4%	-4.1%	9.5%	7.3%		
扣非归母净利润 YOY	29.9%	21.5%	13.5%	22.2%	21.9%	23.3%								
净利润 YOY						22.6%	19.6%	4.2%	-7.1%	-9.2%	12.8%	11.0%		

*注：标黄数据为未达成；2019-2023 年就未配套激励，仅将次年目标写入年报；2026 年目标为，以 2024 年为基础，归母净利润 CAGR 不低于 11.0%，2027 年目标为，以 2025 年为基础，归母净利润 CAGR 不低于 11.5%，此处归母净利润为剔除并购重组及资本运作后的归母净利润

数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）长期思维看海天调味品市占率预计可达 11.3%

我们用价值思维，自上而下结合宏观、微观颗粒度，通过两种路径测算海天远期的市占率情况，两条路径交叉验证后，海天在调味品行远期的市占率预计可达到 11-12%。（主要数据参考市场为调味品行业较为发达且发展阶段进入稳态的日本、美国）

1.3.1 路径一：宏观传导链条，海天市占率预计可到 11.3%

海天市占率的提升不是孤立事件，而是嵌入在中国餐饮连锁化率提升的大背景下，由一条清晰的传导链条驱动：人均 GNI 增长→连锁化率提升→CR5 提升→龙头占比提升→海天份额提升。为了数据可比性，我们选择人均 GNI、城镇化率、餐饮连锁化率、调味品 CR5/CR3 几个指标进行数据拟合测算，得到结论：

- 人均 GNI、城镇化率可推动餐饮连锁化率进程。人均 GNI 从支付能力上直接推动餐饮连锁化率提升，而城镇化率则侧面推动人口流动和密度提升，相应商业地产发展叠加供应链效率提升，为连锁餐饮的扩张创造了条件。
- 连锁化率从当前 23%提升至远期 44%的过程中，将通过"连锁化率↑→CR5↑→龙头占比↑→海天份额↑"的传导机制，暂不考虑公司自身的发展及营运操作，海天在保持现有竞争力及宏观发展背景的推动下，市占率可从 4.8%（海天港股招股书披露，弗若斯特沙利文统计的全渠道口径）提升至 11.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表3、宏观因素驱动下海天市占率提升的传导环节关键指标

传导环节	当前值（2024）	远期值（2060年）	变化幅度	驱动参数
连锁化率	23.0%	43.7%	+20.7pct	K=0.19
调味品 CR5	20.0%	30.4%	+10.4pct	e=0.50
龙头占 CR5 比	24.0%	37.2%	+13.2pct	龙头弹性=0.636
海天份额	4.8%	11.3%	+6.5pct	链条传导

*注：驱动参数的具体假设测算见下方参数 1-参数 3 的正文行文

数据来源：国家统计局，美团，新华网，中国连锁经营协会，致同，经济观察网，弗若斯特沙利文，海天港股招股书，欧睿，IMF，华经情报网，兴业证券经济与金融研究院整理

参数 1：K=0.19（GNI→连锁化率传导系数）。K 值的推导基于“同 GNI 对标”方法：参考日本和美国在不同 GNI 水平下的连锁化率历史数据，确定中国各阶段的目标连锁化率路径，再反推传导系数。7 个阶段反推 K 值均值 0.195，统一取 **K=0.19**（略低于均值，保守但合理）。

表4、根据均值，人均 GNI 到连锁化率的传导系数选择 0.19

目标人均 GNI（USD）	弹性系数	对标连锁化率（美国）	中国目标路径	反推 K 值
$17,300	0.85	美国 36.2%	28.2%	0.169
$20,000	0.80	美国 41%	32.0%	0.177
$25,000	0.65	美国 47%	36.7%	0.185
$50,000	0.30	美国 58%	45.2%	0.204

*注：1.根据目标人均 GNI 的值，选取对应美国、日本的年份及相应的餐饮连锁化率；2.因为日本发展的过程中人均 GNI 及餐饮连锁化率的关联度出现过起伏，而美国的线性更为统一，因此中国的目标连锁化率对标对象选择为美国；3.考虑到中国菜系的多样性，相应餐饮的连锁化率程度预计会低于美国，因此选用美国对应年份的餐饮连锁化率*0.78 作为中国的目标路径；4.因数据可获取性的问题，中国起始年份选择 2024 年，即人均 GNI 为 13660USD、餐饮连锁化率为 23%；5.反推 K 值的计算过程为（目标餐饮连锁化率-2024 年餐饮连锁化率）/[(目标人均 GNI-2024 年人均 GNI)*弹性系数；6.随着人均 GNI 的提升，相应餐饮连锁化率的提升速度会边际变慢，随着连锁化率的提升，集中度的提升也会边际放缓，以此为逻辑依据，2010 年-2024 年弹性系数根据最小二乘法计算为 0.89，在此基础上考虑日本的情况，以逐年递减测算；6.最终的 K 值选定为平均值，为 0.19。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理



参数 2：e=0.50（连锁化率→CR5 弹性系数）。e 值的推导基于中日美三国历史弹性数据，经计算，中国当前弹性 1.33（爆发期不可持续）、日本正弹性均值 0.84（含特殊期，即连锁化率提升、集中度变化不大的价格战时期）、美国成熟期稳态弹性 0.74。取美国稳态弹性 0.74 作为长期基准，考虑中国调味品 CR5 含海天/中炬/千禾/李锦记/太太乐 5 家竞争（美国仅 3 家），保守下调 35%：0.74×0.65=0.48，取整为 e=0.50，连锁化率每提升 10pct→CR5 提升 5pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

参数 3：龙头弹性=0.636（连锁化率→龙头占比弹性）。由两个锚点确定：**锚点 1（2024 年中国数据）**：连锁化率 23%→龙头占比 24%（=海天 4.8%÷CR5 20%，2024 年实际数据）；**锚点 2（远期目标）**：连锁化率 45%（根据人均 GNI→连锁化率测算得到的远期相近值）→龙头占比 38%（参考 2019 年日本龟甲万占酱油 CR5 超过 50%，考虑中国竞争更激烈保守下调至 38%）。弹性系数=(38%-24%)÷(45%-23%)=0.636。

表5、以 2030 年（短期）为例验证全链条，6.4%>4.8%，链条正向传导有效

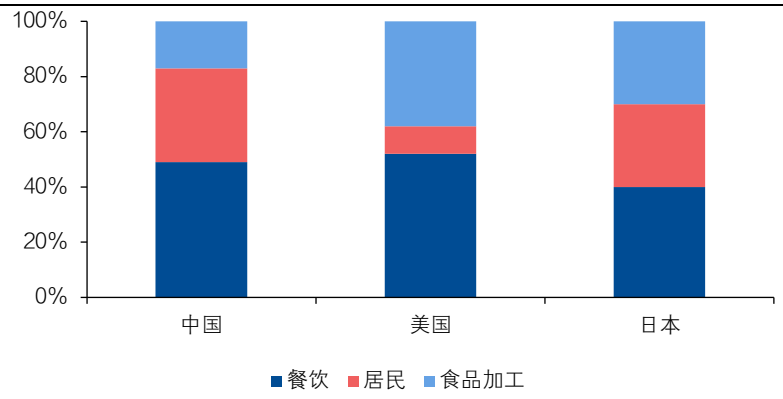
步骤	计算	结果
人均 GNI（USD）	$13,660→$17,300	增量$3,640
连锁化率	23%+(3,640/10,000)×0.85×0.19	28.9%
连锁化率 Δ	28.9%-23%	5.9pct
CR5	20%+5.9pct×0.50	23.0%
龙头占比	24%+5.9pct×0.636	27.8%
海天份额	23.0%×27.8%	6.4%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.2 路径二：微观达成的增量份额获取在餐饮和食品加工渠道

我国调味品渠道结构餐饮：居民：食品加工为 4.9:3.4:1.7，餐饮为核心渠道，美国为 5.2:1:3.8，食品加工渠道贡献程度超过居民零售，日本则为 4:3:3，食品加工也是重要渠道，因此我们预计除餐饮连锁化进程推动外，食品加工渠道也为后续较大的一个增量市场。

图11、2024 年中、美、日调味品渠道结构对比



数据来源：微信公众号调料家，艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

龙头分渠道对比参照：1）居民零售、食品加工以美国零售龙头卡夫亨氏 17%的市占率、美国食品加工龙头味好美 15.8%的市占率对标测算；2)餐饮渠道则以日本酱油龙头龟甲万的市占率测算；3）对标市占率以已知的特定渠道龙头品牌的份

下载日志已记录，仅供内部参考

额计算，不是准确的该渠道该品牌的份额；4）考虑中国调味品品类分散、口味多样化使用综合调整系数，随着餐饮连锁化率提升，供应向头部集中，食品加工随着品牌超市的全国化也将呈现向头部的集中趋势，居民端则靠挤压竞对获取份额，测算得海天零售渠道市占率可达至少 12%、餐饮渠道为 9%，食品加工为 13%，根据 2024 年中国调味品的渠道结构，分保守、中性、乐观情景假设，海天调味品市占率可达 11-13%。

表6、调味品各渠道根据品类、口味、渠道集中度设置的综合调整系数说明

渠道	对标基准(%)	品类分散系数	口味多样系数	渠道集中度系数	综合调整系数	系数说明
居民零售	17	0.90	0.85	0.95	0.73	品类分散系数 0.9：中国调味品品类多于美国（酱油/醋/料酒/蚝油/复调等）；口味多样系数 0.85：地域口味差异大（川湘辣 vs 粤闽鲜）；渠道集中度 0.95：零售渠道较美国分散（商超/流通/电商），但也在向集中发展，如量贩、头部会员制超市、头部电商平台等，但仍难以单一品牌主导
餐饮渠道	20	0.90	0.60	0.80	0.43	品类分散系数 0.9：餐饮定制化需求标准化程度较高；口味多样系数 0.90：连锁化推动口味标准化，但地方菜系仍有差异；渠道集中度 0.8：连锁餐饮集中采购，龙头议价能力最强，但连锁餐饮丰富度高于美国
食品加工	15.8	0.95	0.90	0.95	0.81	品类分散系数 0.95：食品加工用调味品品类相对集中（酱油/酱料/复合调味）；口味多样系数 0.9：预包装食品口味需兼顾全国，但仍有区域偏好；渠道集中度 0.95：品牌超市全国化推动供应商集中，但切换成本低于餐饮

*1.居民零售、食品加工以美国零售龙头卡夫亨氏 17%的市占率、美国食品加工龙头味好美 15.8%的市占率对标测算，餐饮渠道则以日本酱油龙头龟甲万的市占率测算；2.对标市占率以特定渠道龙头品牌的份额计算，不是准确的该渠道的品牌份额；3.龟甲万日本酱油市占率稳定 33-38%，酱油的餐饮渠道占比超过 46%，预计其酱油餐饮的市占率在 20-30%，零售+食品工业相应更高，此处保守使用 20%进行对标；4.综合调整系数=品类分散系数*口味多样性系数*渠道集中度系数

数据来源：yahoo finance，Market Reports World，21 经济网，36 氪，Fact.MR，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、分情景测算海天远期市占率

测算情景	居民零售(%)	权重	餐饮渠道(%)	权重	食品加工(%)	权重	加权市占率(%)
保守情景	13	0.34	8.5	0.49	15	0.17	11.1
中性情景	14	0.34	9	0.49	17.5	0.17	12.1
乐观情景	15	0.34	9	0.49	20	0.17	12.9

*注：权重为 2024 年中国调味品的渠道结构占比数据

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、定制攻增，存量蓄势

（一）餐饮定制化及食品加工渠道为核心增量来源

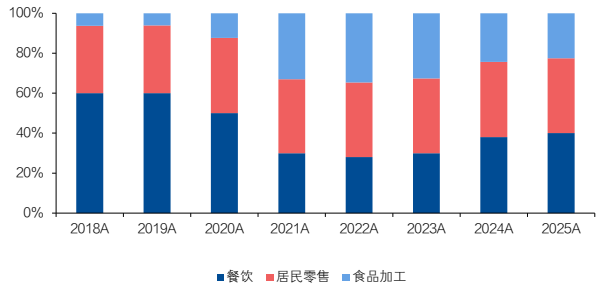
核心结论：预计餐饮流通渠道（含定制化）和食品加工渠道是海天调味品市占率从 4.8%提升到 11.3%过程中贡献最大增量的两个渠道。

调味品餐饮竞争进入存量时代，大 B 定制化需求提升。从海天历史的渠道占比来看，餐饮流通渠道为核心渠道，但由于疫情的影响扰动，除居民渠道存在短期占比提升外，餐饮竞争加剧背景下，调味品相关竞争预计进入存量时代，定制化需

下载日志已记录，仅供内部参考

求提升，同时会员制商超渠道崛起，大 B 定制化（划归食品加工）需求比重也随之提升。

图12、疫情期间海天餐饮渠道收入占比一度下降至 30%



*注：用沙利文披露的个人客户占调味品消费比重来测算海天居民侧占比，实际根据公司经营情况存在波动
数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，海天港股招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

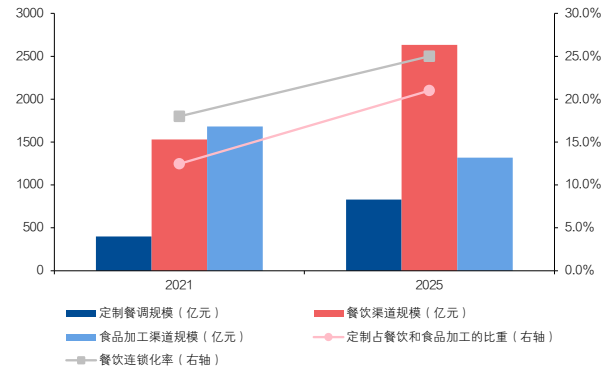
图13、从调味品占餐饮收入比重来看，呈现下降趋势，体现竞争进入存量时代



数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，海天港股招股说明书，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

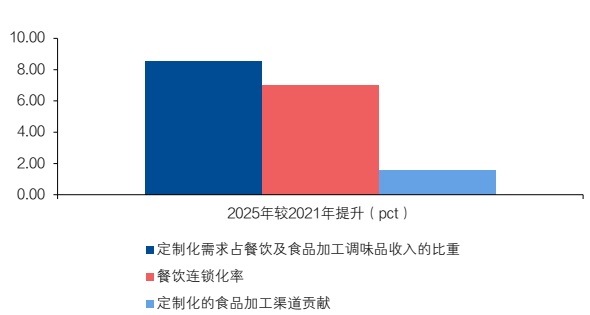
定制化需求的主要驱动来自餐饮及食品加工渠道。根据中国调味品协会的估算，2021 年我国定制调味品的需求规模已经突破 400 亿元，且每年仍以 20%以上的速度发展，我们按照 CAGR20%测算 2025 年规模为 829 亿元，由于定制化需求基本来自餐饮及食品加工，测算定制化需求占调味品餐饮和食品加工渠道比重由 2021 年的 12.5%提升至 21.0%（提升 8.5pct），与餐饮连锁化率趋势一致（2025 年较 2021 年提升 7.0pct），余下 1.5pct 预计来自食品加工企业需求的增长，主要系大 B 商超的定制化。

图14、2025 年定制化调味品的需求预计突破 800 亿元



数据来源：搜狐新闻，中国调味品协会，国家统计局，公司公告，国家统计局，美团，新华网，中国连锁经营协会，致同，经济观察网，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、定制化占比的提升与餐饮连锁化率趋势一致



数据来源：搜狐新闻，中国调味品协会，国家统计局，公司公告，国家统计局，美团，新华网，中国连锁经营协会，致同，经济观察网，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）定制化的增量贡献预计可达 200 亿元以上

下载日志已记录，仅供内部参考

降低准入门槛，谋求合作客户的窄 SKU、宽品类，该渠道有望贡献 200 亿元以上增量规模。海天在加速市占率提升阶段，针对定制化渠道，初期先通过降低准入门槛，全面出击吃小生意，如原先定制化产品经销商的准入门槛不低于 1000 万元，但当前经销商反馈 100-200 万元的小规模定制公司也愿意接洽；针对大 B 客户，公司先让渡自身利润切入合作，梳理不同客户不同订单的共性问题先做流程优化，针对单一客户再积极通过一个品类拓展到多个品类，从而形成单一客户上的规模效应提升。

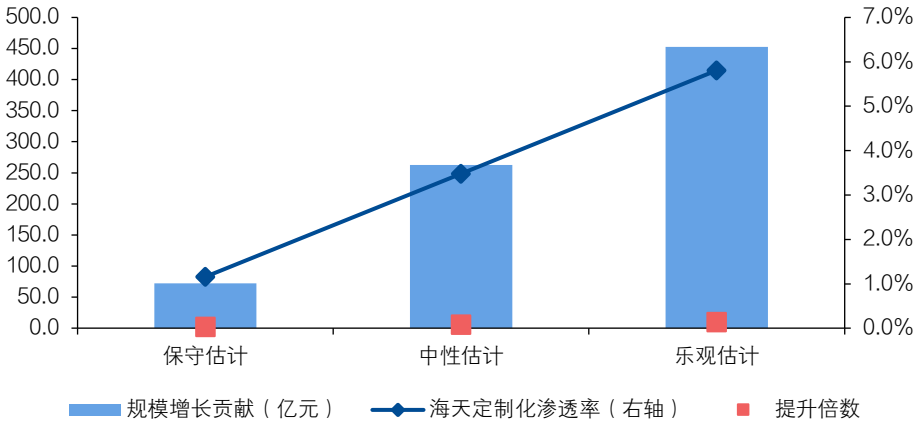
我们结合 2060 年的餐饮连锁化率目标预测，调味品行业 CAGR 为 2%（平缓期），参考日本 4:3:3 的渠道结构，仅考虑餐饮连锁化提升带来的定制化渗透率提升，食品加工渗透率贡献则与 2025 年持平，中性假设下测算海天，定制化的规模增量预计可达 263 亿元，乐观假设下为 453 亿元。

表8、预计 2060 年定制化在餐饮及食品加工渠道的渗透率提升 2.03x

	2025	2060E	增长率/增幅/倍数
海天定制化渗透率	0.57%	1.20%	2.03x
调味品渠道规模	5851	11701	2.0%（CAGR）
餐饮渠道规模	2633	4680	1.7%（CAGR）
定制渠道规模	1318	3510	2.8%（CAGR）
定制占餐饮和食品加工的比重	21.0%	42.6%	2.0pct
餐饮连锁化率	25.0%	43.70%	18.7pct
食品加工渠道贡献(pct）	2.9	2.9	0.0pct

数据来源：wind，公司公告，搜狐新闻，中国调味品协会，国家统计局，公司公告，国家统计局，美团，新华网，中国连锁经营协会，致同，经济观察网，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、按照行业定制化渗透率提升速率、3x 行业速率、5x 行业速率测算海天定制化的渗透率，中性假设下预计 2060 年增量规模突破 200 亿元



注：海天定制化数据包含产品贴牌；与远期餐饮连锁化率的计算达成一致，此处远期为 2060 年

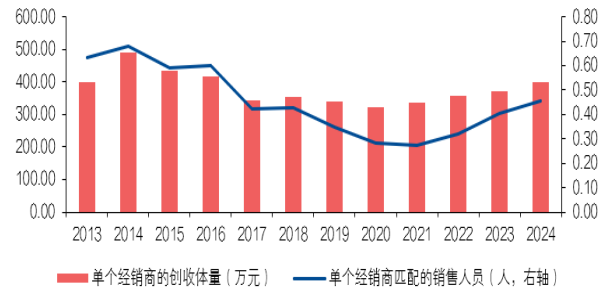
下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：wind，公司公告，搜狐新闻，中国调味品协会，国家统计局，公司公告，国家统计局，美团，新华网，中国连锁经营协会，致同，经济观察网，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）流通渠道借势巩固并提升既有份额

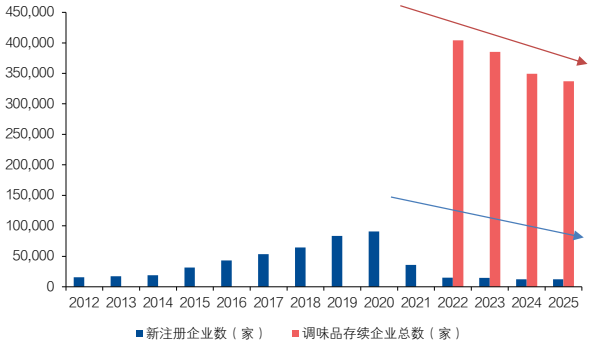
抓住行业出清趋势，加大人员服务配置提升经销商竞争力。从调味品行业的存续企业总数来看，2022 年到 2025 年呈现逐年下降趋势，且新进入企业数从 2021 年到 2025 年基本维持环比下降，二者结合可以说明行业新进入者比高点大幅减少，且存在明显出清趋势。海天单个经销商匹配销售人员数量明显与存续企业数呈现反向，即公司在抓住行业出清趋势的同时加大经销商的人员配置服务，提升经销商黏性、优化经销商竞争力。

图17、单个经销商匹配的销售人员数量 2022 年开始呈现上升趋势



数据来源：wind，公司公告，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、从调味品存续企业数量及新进企业数量趋势体现出行业处于显著的出清阶段



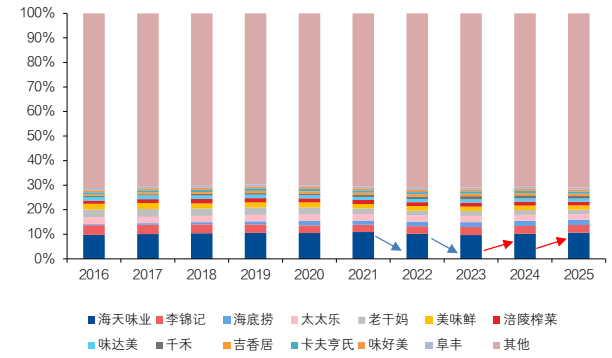
数据来源：中国调味品协会，企查查，调料家，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）零售端以消费者需求优先

由于 2022 年的特殊事件叠加影响，海天率先于 2023 年开启库存清理，新渠道周期开启，而 2024-2025 年中炬由于换帅进入团队调整磨合期，千禾也面临了标识事件的风波。海天在竞对调整期快速捕获竞对份额，2024、2025 年实现份额的提升与回补，抢占份额方式主要以消费者需求为导向，全价格带产品推出，捕捉碎片化的需求及时跟进产品，如拌面酱、凉拌汁、辣豆瓣酱等，不因为需求尚小而不做。以酱油为例来看，2025 年酱油的高端及以上市场规模为 303 亿元，当前海天的酱油在高端及以上市场市占率偏低，不到 5%，国家要求零添加标签退出后，海天将聚焦健康产品体系化布局，包括薄盐系列、有机系列、无麸质等特殊功能产品，关键是满足消费者真实需求。

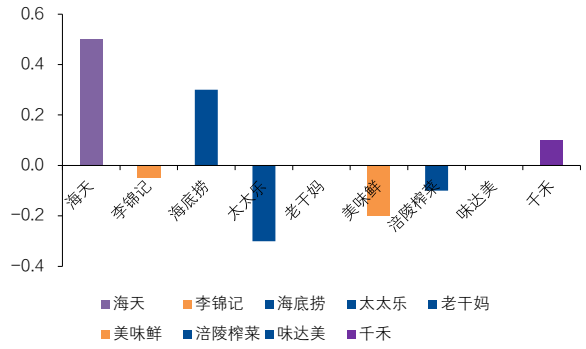
下载日志已记录，仅供内部参考

图19、海天零售端份额 2023 年起开始回补



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、海天份额的回补部分来自竞对份额的切割



*注：图为 2025 年市占率较 2022 年的变化 PCT
数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

三、路径保障：不可能三角构筑的竞争力最大化

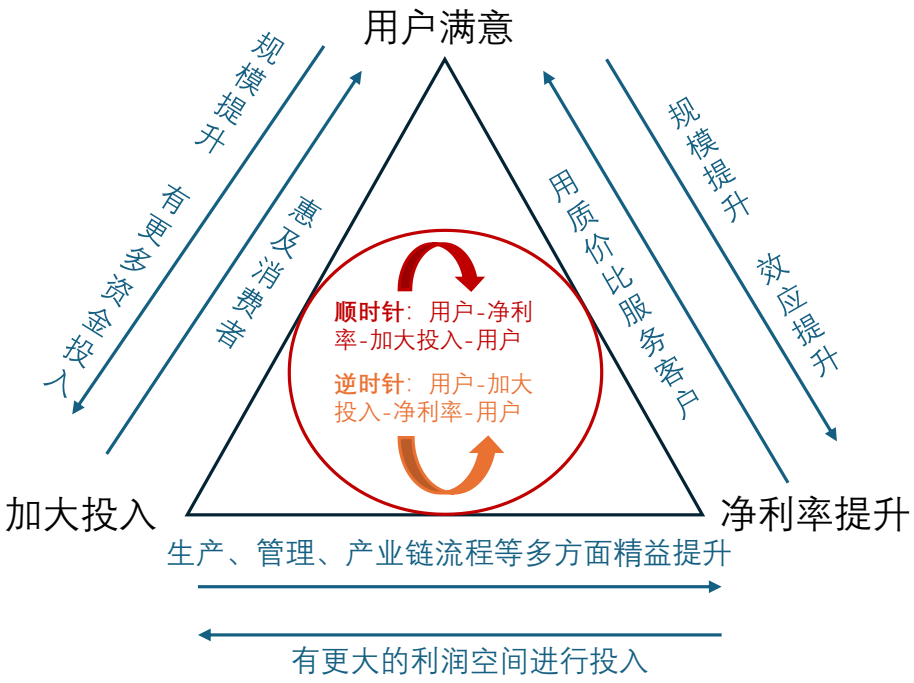
（一）底层商业逻辑：卷王解“不可能三角”

通过前文“二、定制玫增、存量蓄势”模块的测算表明，海天味业的远期空间广阔，达成路径清晰。但路径的正确性不等于结果的可实现性——方向对了，脚下的路同样重要。可将战略路径视为行车路线，企业体系与商业模式则是铺设这条路的材质：碎石路让车辆颠簸耗损，沥青路方能行稳致远。未来市场份额的增长，不仅需要一张精确的地图，更需要以坚实的体系为路基、以成熟的模式为路面。先把路修好，车辆才能在既定航线上全速前进。

商业的底层逻辑是“不可能三角形”。由“用户满意至上”、“净利率稳定提升”、“加大投入”三个点构成三角形，通过不断延长三角形三边，扩大三角形面积，内切圆（内部最大面积的圆形）即为核心竞争力。顺时针看，用户-净利率-加大投入-用户，用户满意带来规模提升，规模效应带来净利率提升，净利提升带来更多的投入空间，研发、一体化等服务投入加大后，用户满意度进一步提升；逆时针看，用户-加大投入-净利率-用户，用户满意带来规模提升，规模提升后有更多资金用来加大精益化投入，生产、供应、管理等多层面精益后，净利率提升，企业则有了更大的利润空间让渡给用户（提供更有质价比的产品），用户满意度提升。

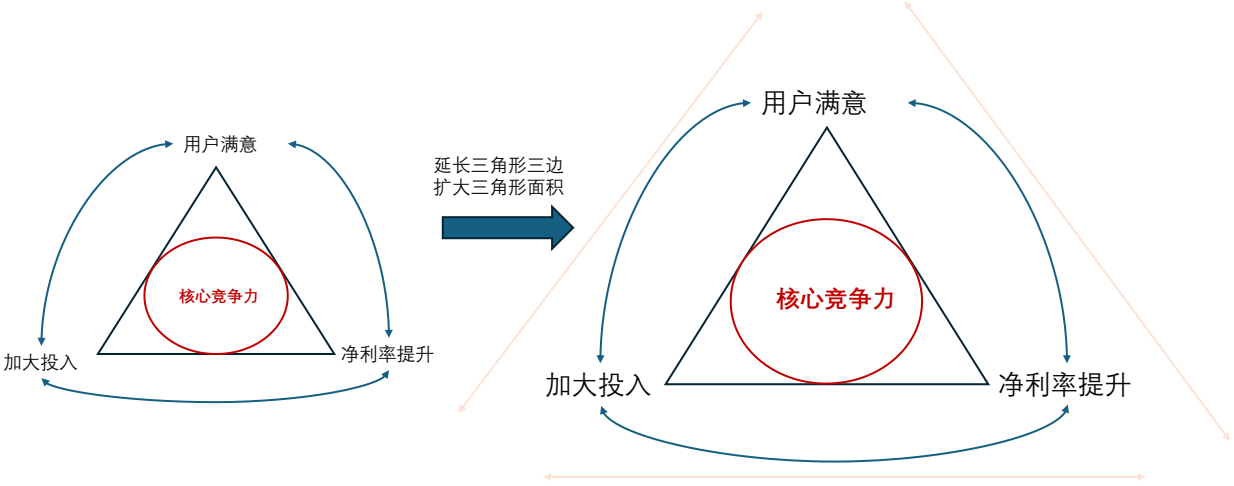
下载日志已记录，仅供内部参考

图21、海天“不可能三角形”构筑的底层商业逻辑



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、通过用户满意、净利率提升、加大投入（收割份额）构筑公司的核心竞争力，通过三个要素点彼此的良性循环延长三个边长，扩大三角形面积，即提升核心竞争力

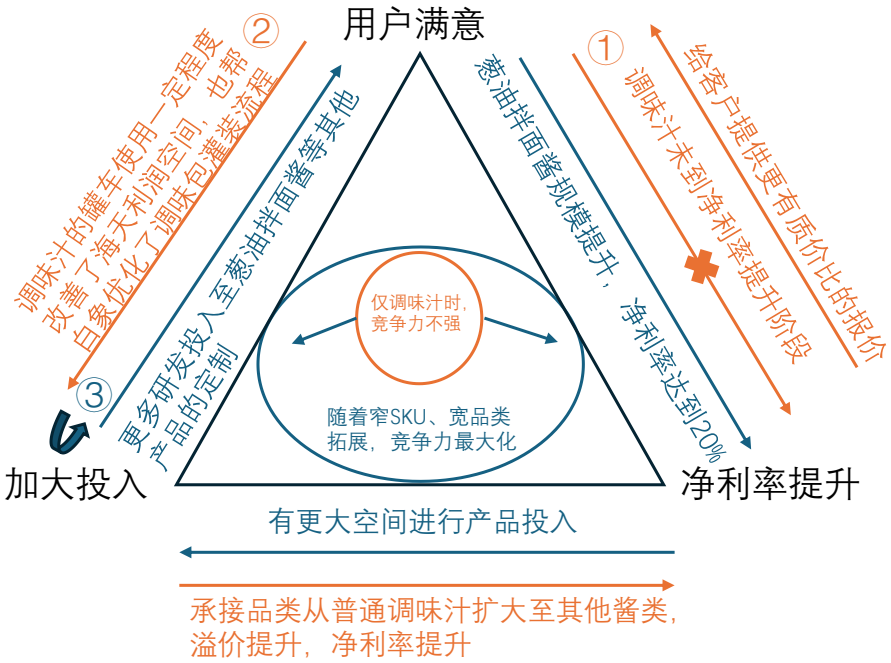


数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

海天在实操中都怎么解不可能三角形，并画出竞争力最大化的内切圆？举例来看，公司在白象调味汁罐车解决方案的提供下，暂时无法走通路径①达到净利率的改善，于是公司切换逆时针方向路径②，通过调味汁解决方案的获利加大研发投入至葱油拌面酱，即先走路径③延长边长，延伸服务至其他酱类，完成顺/逆时针的三角形循环，同时将竞争力圆形面积通过拓品延伸至最大化内切圆，形成既有能力内针对白象的最大竞争力。大企业的逻辑是不可能永远不赚钱，但可以适当给一个过渡期换取客户信任。

下载日志已记录，仅供内部参考

图23、通过白象案例看海天解不可能三角形



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）体系化协作竞争，科技加持生产端，供应链效率最大化

采购、生产的规模效应明显。从海天三大品类的吨均成本细项 YOY 来看，除采购端的优化带来的吨均成本下降、灯塔工厂生产效率优化带来的吨均制造费用下降外，AI 应用的使用（如 AI 大数据发酵模型的使用，预计发酵环节可做到 0 人监察，同时根据不同豆种改善发酵效率）使得 2025 年酱油、调味酱的直接人工吨成本也出现了同比下降，这对于一个接近 300 亿元收入体量的公司来说，是非常难能可贵的现象。

表9、海天三个核心品类的生产吨成本细项 YOY

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
酱油直接材料吨成本	-9.7%	-1.8%	-3.2%	1.8%	-1.4%	0.0%	-1.5%	10.9%	8.2%	-5.8%	-6.8%	-9.0%
酱油直接人工吨成本	-0.3%	-0.9%	-6.2%	-6.2%	9.9%	-7.9%	3.2%	0.3%	22.9%	2.7%	4.3%	-7.5%
酱油制造费用吨成本	-2.4%	-0.1%	-5.5%	0.4%	-0.7%	-11.5%	-2.9%	4.3%	14.3%	7.2%	-6.4%	-25.3%
蚝油直接材料吨成本	-9.9%	0.2%	77.7%	19.6%	22.0%	29.5%	-68.8%	0.6%	6.2%	5.7%	-7.6%	-3.9%
蚝油直接人工吨成本	-6.7%	-4.0%	81.4%	11.8%	37.6%	15.7%	-65.4%	-1.1%	38.3%	-4.0%	12.4%	0.0%
蚝油制造费用吨成本	18.2%	17.2%	1.3%	29.4%	24.6%	10.6%	12.5%	14.5%	23.4%	10.6%	10.6%	0.4%

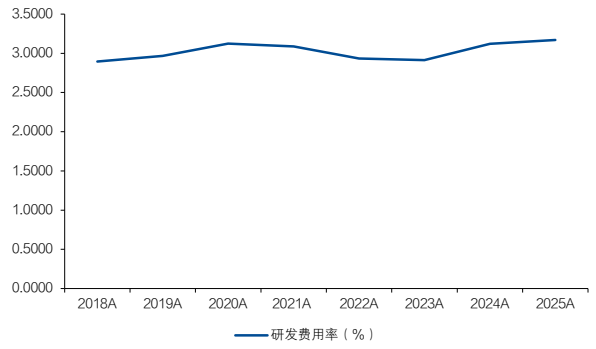
下载日志已记录，仅供内部参考

调味酱直接材料吨成本	-12.3%	-1.4%	59.4%	12.0%	-3.4%	11.0%	-50.8%	11.3%	7.8%	-3.4%	-6.5%	-13.0%
调味酱直接人工吨成本	-13.3%	0.5%	60.8%	2.1%	15.7%	5.5%	-46.2%	1.7%	25.9%	-2.8%	2.0%	-10.4%
调味酱制造费用吨成本	-18.1%	-2.2%	64.1%	7.0%	4.4%	2.1%	-50.4%	5.7%	19.9%	3.6%	-9.7%	-26.6%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

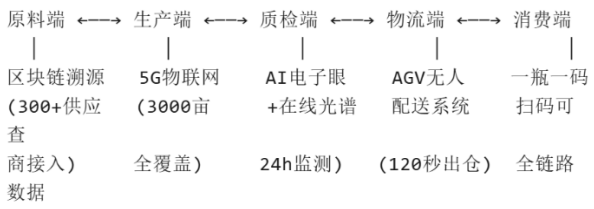
全链路形成数字化闭环。海天研发费用率维持在 3%左右，且 2022 年起有逐年加大投入的趋势，相应 2025 年初海天获评“灯塔工厂”，供应链的科技水平领先同业。海天以"灯塔工厂"为制高点、以 AI 五大智能系统为骨架、以全链路数字化为神经网络、以 2030 年酿造大数据为灵魂的"智慧酿造"生态体系——这是当前中国调味品行业从"经验驱动"向"数据驱动"转型的标杆。

图24、海天研发费用率基本维持在 3%左右



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、海天信息化通路打通



数据来源：wind，公司公告，新华丝路网，证券时报网，澎湃新闻，南方号佛山市市场监管，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、AI 核心技术矩阵：五大智能系统

AI 系统	功能描述	技术参数/效果
AI 豆脸识别	黄豆 360°视觉检测，精准识别形态、理化及安全指标	每年检测 2.5 万亿颗黄豆，203 道检测，杂质精准剔除
AI 电子鼻	复刻老师傅嗅闻经验，智能嗅觉感官分析	采集超 100 种香气成分，构建"酱油香气库"，已复刻至蚝油、黄豆酱等品类
AI 电子眼	产品外观同步检测与瑕疵剔除	每秒运算 3000 帧画面，100%同步检测，自动剔除瑕疵品
AI 精准灌装	高速灌装精准控量	每小时产出 5.2 万瓶，解决灌嘴异常识别与损耗问题
AI 大数据发酵模型	实时感知天气、原料、设备状态，自动计算调控方案	将 319 道工序拆解为 498 个数据模型，标准化程度达 99.97%，全环节人工较少
AI 冷冻机组智控	能耗动态寻优与自动闭环控制	电单耗下降超 20%

数据来源：南方+公众号，央视新闻微信公众号，佛山市人民政府，窄门供应链公众号，微信公众号宝安区智能制造行业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

大厂供应除品质稳定外，快速的流程响应同样具备优势。海天作为龙头企业，3 天打样 15 天出货的快速流程响应背后，是内部体系化的作战体系及数字化链路的

下载日志已记录，仅供内部参考

全打通，通过优势产业链条的梳理再创造达到效益最大化（酱油、蚝油变性淀粉产业链等），团队化、体系化的作战才能带来最大竞争力的内切圆。

四、盈利预测与投资建议

假设餐饮行业维持弱β恢复（0-5%），中国 CPI 进入温和通胀通道（>0%），经济维持较为平稳的发展（0-5%），海天国内业务在餐饮侧渗透缓慢提升、居民端产品多样化培育持续推进的过程中，叠加针对竞对侧的份额切割，及海外市场的持续开拓，预计海天未来 3 年可保持中高个位数的收入增长（5-10%）；利润侧，除供应链效率提升逻辑的持续贡献，如果 CPI 及消费者意愿恢复较为良性，即便在成本上涨的大背景下，行业性的提价逻辑也并未被证伪，则利润仍可以略快于收入的增速呈现。

表11、海天收入分产品预测

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
酱油	14,933.72	16,134.84	17,444.10	18,842.00
YOY	8.55%	8.04%	8.11%	8.01%
销量（万吨）	279.01	299.94	323.93	349.20
YOY	8.76%	7.5%	8.0%	7.8%
均价（元/吨）	5,352.37	5,379.40	5,385.10	5,395.77
YOY	-0.19%	0.51%	0.11%	0.20%
酱类	2,917.01	3,181.92	3,468.70	3,644.49
YOY	9.29%	9.08%	9.01%	5.07%
销量（万吨）	35.03	38.18	41.54	45.07
YOY	8.88%	9.0%	8.8%	8.5%
均价（元/吨）	8,327.04	8,333.26	8,349.56	8,085.45
YOY	0.4%	0.1%	0.2%	-3.2%
蚝油	4,868.20	5,135.95	5,418.43	5,716.45
YOY	5.48%	5.50%	5.50%	5.50%
销量（万吨）	96.58	101.40	106.98	112.97
YOY	3.75%	5.0%	5.5%	5.6%
均价（元/吨）	5,040.83	5,064.83	5,064.83	5,060.03
YOY	1.7%	0.5%	0.0%	-0.1%
其他调味品	4,680.38	5,242.02	5,871.06	6,575.59
YOY	14.55%	12.00%	12.00%	12.00%
占比	16.21%	16.78%	17.36%	17.98%

*注：标红为预测值

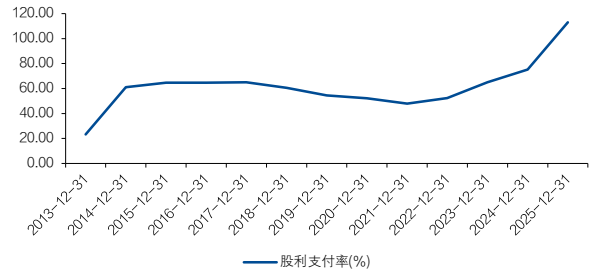
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

- **投资建议**：基础调味品竞争格局稳定，公司核心竞争力突出，并不断延伸品类。虽短期餐饮恢复曲线较为平缓，碎片化需求迭出，且性价比需求提振，但公司也在积极调整团队，加强定制化需求投入，内掘效率获评“灯塔工厂”等，谋求市场份额回补，2024 年为“四五”规划（第四个五年规划）首年，效用初显；中长期看，餐饮定制化发力+海外扩张+拳头产品品质升级组合拳仍具备竞争力，且出海具备想象空间，看好公司市占率的加速提升。我们根据公司最新情况，略微调整了盈利预测，预计 2026-2028 年公司收入为

下载日志已记录，仅供内部参考

312.43/338.27/365.66 亿元，同比+8.2%/+8.3%/+8.1%，归母净利润78.24/87.55/97.51 亿元，同比+11.2%/+11.9%/+11.4%，对应 2026 年 6 月 26 日收盘价，公司 2026-2028 年 PE 为 25/22/20x，当前估值处于历史 PE-Band 下沿，安全边际较足；2025 年公司现金分红比例达 112.95%，创历史新高，且承诺 2025-2027 年分红比例不低于 80%，股东回报重视度提升，维持“增持”评级。海天账面现金较多，账面现金一般不应给予估值溢价，我们用市值扣除账上净现金计算估值，则海天 2026 年 PE 为 20x。

图26、2025 年海天分红比例超过 100%



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、海天当前 PE 估值已处在 PE-Band 下沿



*收盘价使用日期为 2026 年 6 月 26 日
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表12、剔除账上净现金，2026 年 PE 估值为 20x，安全垫较高

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	34709.1	34018.9	36682.6	39830.9
流动负债	218.5	149.0	139.0	129.0
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
账上净现金	34491	33870	36544	39702
市值-账上净现金	165525	166146	163472	160314
对应 PE 估值(x)	23	20	18	16
对应 H 股 PE 估值(x)	17	15	13	11

*估值使用收盘价日期为 2026 年 6 月 26 日
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

五、风险提示

1、**宏观经济波动影响消费。**经济波动影响大众消费力，导致餐饮恢复持续低于预期进展，居民侧消费的对比支出更加慎重，增长韧性不及预期。

2、**食品安全风险。**调味产品生产、运输过程中可能存在食品外漏、损坏、污染等风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、**原材料成本持续上涨。**调味品材料大豆、盐、糖、包材等价格波动会影响生产成本，若原材料价格大幅上涨，结构升级与产品提价可能无法有效覆盖成本上涨或拖累收益不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**37984**	**37673**	**40604**	**44057**
货币资金	24604	22117	22758	23881
交易性金融资产	10105	11901	13925	15950
应收票据及应收账款	296	301	329	357
预付款项	128	84	99	109
存货	2408	2691	2820	2970
其他	444	578	673	790
非流动资产	**14200**	**14416**	**14005**	**13325**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5223	5215	4953	4393
在建工程	1649	1520	1402	1311
无形资产	866	890	897	903
商誉	113	80	48	21
其他	6349	6710	6705	6697
资产总计	**52184**	**52089**	**54609**	**57381**
流动负债	**9853**	**10333**	**11068**	**11854**
短期借款	141	80	70	60
应付票据及应付账款	2773	2533	2766	2958
其他	6940	7720	8233	8836
非流动负债	**491**	**503**	**521**	**541**
长期借款	0	0	0	0
其他	491	503	521	541
负债合计	**10344**	**10836**	**11589**	**12395**
股本	5852	5852	5852	5852
未分配利润	23553	21777	22217	22706
少数股东权益	510	525	538	553
股东权益合计	**41840**	**41253**	**43020**	**44987**
负债及权益合计	**52184**	**52089**	**54609**	**57381**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	7038	7824	8755	9751
折旧和摊销	837	1451	1671	1949
营运资金的变动	557	168	476	488
经营活动产生现金流量	**7746**	**9486**	**10902**	**12184**
资本支出	-1276	-1300	-1252	-1255
长期投资	-13233	-1796	-2023	-2025
投资活动产生现金流量	**-13730**	**-3490**	**-3266**	**-3269**
债权融资	-181	-54	8	10
股权融资	9578	0	0	0
融资活动产生现金流量	**3663**	**-8270**	**-6996**	**-7792**
现金净变动	-2370	-2486	640	1123

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**28873**	**31243**	**33827**	**36566**
营业成本	17260	18364	19523	20599
税金及附加	248	260	286	309
销售费用	1933	2062	2182	2407
管理费用	700	750	787	872
研发费用	915	1000	1073	1163
财务费用	-456	-388	-322	-326
投资收益	18	12	13	14
公允价值变动收益	217	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	0	0
资产减值损失	-3	-2	-4	-4
营业利润	**8664**	**9396**	**10517**	**11769**
营业外收支	-69	-1	5	10
利润总额	**8595**	**9395**	**10522**	**11779**
所得税	1550	1557	1754	2013
净利润	7045	7838	8768	9766
少数股东损益	7	15	14	14
归属母公司净利润	**7038**	**7824**	**8755**	**9751**
EPS(元)	**1.20**	**1.34**	**1.50**	**1.67**

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	7.3%	8.2%	8.3%	8.1%
营业利润增长率	15.4%	8.4%	11.9%	11.9%
归母净利润增长率	11.0%	11.2%	11.9%	11.4%
盈利能力				
毛利率	40.2%	41.2%	42.3%	43.7%
归母净利率	24.4%	25.0%	25.9%	26.7%
ROE	17.0%	19.2%	20.6%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	19.8%	20.8%	21.2%	21.6%
流动比率	3.85	3.65	3.67	3.72
速动比率	3.56	3.33	3.35	3.40
营运能力				
资产周转率	62.1%	59.9%	63.4%	65.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.20	1.34	1.50	1.67
每股经营现金	1.32	1.62	1.86	2.08
估值比率(倍)				
PE	27.4	24.7	22.0	19.8
PB	4.7	4.7	4.5	4.3

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn