长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



公司研究丨深度报告丨海天味业（603288.SH）

海天味业深度报告：乘风破浪，架海擎天

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

站上 A+H 双平台新起点，国际化未来可期，股东回报持续增强。调味品行业空间大、品类多，除了酱油之外，有诸多细分品类还未形成全国性的龙头企业，以海天为代表的龙头公司在继续巩固优势品类的同时，也跨界杀入行业格局存在变数的细分赛道，有望实现从酱油、蚝油龙头向平台型调味品品牌公司的转型。2023 年以来，海天味业明显加快中国香港及海外市场布局，海外经营模式由产品出口逐步向投资、研发、生产、贸易和销售协同发展。

分析师及联系人



董思远

SAC：S0490517070016

SFC：BQK487



徐爽

SAC：S0490520030001

| 证券研究报告 |

2026-09-08

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

海天味业（603288.SH）

海天味业深度报告：乘风破浪，架海擎天

行业龙头公司，穿越历史周期，A+H 双资本平台开启发展新阶段

海天味业是目前我国调味品行业规模最大的公司，收入、利润持续稳健增长。公司所生产、销售的产品涵盖酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳等多个大类，并形成数百个产品细分类。2025 年公司实现营业收入 288.73 亿元，同比增长 7.32%；实现归母净利润 70.38 亿元，同比增长 10.95%，收入和利润均创历史新高。

管理层集体控股，治理结构稳定，员工激励持续增强。包括前董事长庞康在内的 6 名公司在任或历任管理层所组成的一致行动人持有的海天集团是上市公司控股股东。2025 年公司完成 H 股上市，所得款项净额约 100.10 亿港元，A+H 双资本平台进一步拓宽公司国际融资渠道。2026 年，A 股员工持股计划经公司 2025 年年度股东会审议通过，覆盖核心管理人员及骨干员工，核心骨干与公司利益绑定持续增强。

调味品行业：全球化空间广阔，国内量稳质升，龙头份额提升可期

全球调味品行业仍是兼具规模纵深与增长韧性的必选刚需赛道。2024 年全球调味品市场规模约合 2.14 万亿元人民币，且 2024~2029 年预计以 6.2%的复合增速持续扩张，尤其是新兴市场（中国约 7%、东南亚约 9.1%）则受益于人均消费量增加、餐饮渠道扩张及复合调味品渗透率提升带来的量价齐驱。全球调味品市场集中度仍低，为龙头企业出海和整合提供空间。

国内市场虽进入量稳阶段，但人均消费、复合调味品渗透率和健康化需求仍有提升空间。酱油行业“一超多强”格局稳定，海天作为国内调味品赛道龙头，有望凭借品牌、渠道、品质和规模优势，持续受益于国内份额集中与海外市场扩张，龙头份额提升可期。

根深叶茂：海天的盈利优势与成长空间

规模效应与渠道效率共筑高盈利壁垒。海天作为调味品的行业龙头，规模化的供应链布局（采购、制造）可以使平均生产成本降到低于大部分同行；同时在渠道网络的布局中，公司的分销范围和渠道下沉深度均领先于大部分同行，有着更高的经营效率。

从本土酱油制造龙头，到国际化、平台型调味品巨头。调味品行业空间大、品类多，除了酱油之外，有诸多细分品类还未形成全国性的龙头企业，以海天为代表的龙头公司在继续巩固优势品类的同时，也跨界杀入行业格局存在变数的细分赛道，有望实现从酱油、蚝油龙头向平台型调味品品牌公司的转型。2023 年以来，海天味业明显加快中国香港及海外市场布局，海外经营模式由产品出口逐步向投资、研发、生产、贸易和销售协同发展。

盈利预测与估值分析

站上 A+H 双平台新起点，国际化未来可期，股东回报持续增强。在 2025 年度公司正式踏上 A+H 双平台的新起点，国际化战略向前迈出一大步。同时公司已公告承诺 2025~2027 年度：现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 80%（不含特别分红），股东回报显著增强。预计公司 2026/2027 年归母净利润分别为 75.49/85.90 亿元，对应 PE 估值分别为 27/23 倍，当估值水平处于历史较低分位数，维持“买入”评级。

风险提示

1、 需求恢复较慢风险；2、行业竞争进一步加剧风险；

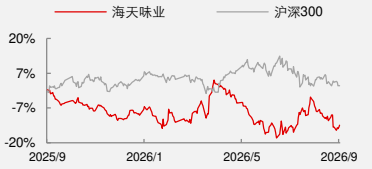
3、 消费者消费习惯发生改变风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	34.40
总股本(万股)	585,105
流通A股/B股(万股)	555,982/0
每股净资产(元)	6.68
近12月最高/最低价(元)	42.45/31.60

注：股价为 2026 年 9 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海天味业 2026 年半年报点评：国际化进程加速，汇兑拖累当期盈利，主业盈利能力改善》2026-09-04
- 《海天味业 2026 年一季报点评：收入呈现结构性加速，内生盈利能力持续改善》2026-05-17
- 《海天味业 2025 年年报点评： Q4 收入利润提速，股东回报显著增强》2026-03-31

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

海天味业：乘风破浪，架海擎天 6
行业龙头公司，穿越周期，多维度成长 6
从“老字号”古酱园到全球化食品企业 7
管理层集体控股，治理结构良性 9
调味品行业：全球化空间广阔，国内量稳质升，龙头份额提升可期 12
调味品的全球集中度低，龙头或迎出海机遇 12
基于日本对比，老龄化或开启量稳质升阶段 13
根深叶茂：海天的盈利优势与成长空间 18
盈利优势：规模效应与渠道效率共筑高盈利壁垒 18
可以复用的效率优化能力 19
开展海外市场，加速走向国际化 24
盈利预测与估值分析 28
风险提示 29

图表目录

图 1：海天味业营业总收入（亿元）及其增速（%） 6
图 2：海天味业归母净利润（亿元）及其增速（%） 6
图 3：海天味业的品类分布（%，2025 年度） 7
图 4：海天味业的渠道分布（%，2025 年度） 7
图 5：海天味业的区域分布（%，2025 年度） 7
图 6：海天味业发展大事纪 8
图 7：海天味业 2018-2025 年三大品类销售量（万吨）及增速情况（%） 9
图 8：全自动密闭洁净车间 9
图 9：海天立体仓库 9
图 10：海天味业股权结构（上方截至 2026 年 7 月 3 日，下方截至 2025 年 12 月 31 日） 10
图 11：全球调味品行业收入规模（亿元）及增速（%） 12
图 12：全球主要调味品市场以收入计的市场规模预计增速（%） 12
图 13：我国调味料行业规模（亿元）及复调产品渗透率（%） 12
图 14：2024 年度全球范围主要食饮品类的零售端的集中度（%） 13
图 15：日本酱油人均消费量（L） 14
图 16：日本城市化率（%） 14
图 17：1960-2024 日本 GDP 增速（%） 14
图 18：中国和日本在不同时期的餐饮业增速（%） 14
图 19：日本酱油产品的 CPI（以 2015 年为 100） 15
图 20：日本酱油产品迭代路径 15
图 21：中国存在家庭小型化趋势（%） 15
图 22：劳动参与率：女性：15-64 岁（%） 15

图 23：酱油行业格局（%，2016~2025 年） 16
图 24：酱油行业竞争格局（%，2025） 16
图 25：海天味业酱油的成本结构（元/吨） 18
图 26：调味品公司 2025 年度人均产量（吨/人） 18
图 27：公司主要品类的毛利率（%） 19
图 28：分品类的吨价、吨成本（元/吨）及 2023 至 2025 年 CAGR 19
图 29：海天净利率（%）、毛销差（%） 20
图 30：各公司 2025 年毛利率（%）、毛销差（%） 20
图 31：主要酱油企业经销商数量（家）和销售人员数量（人）对比 20
图 32：海天和中炬开发数量（个）和开发率（%）对比 20
图 33：调味品企业合同负债/营业总收入比例（%，2025 年度） 21
图 34：调味品企业净经营周期（天，2025 年度） 21
图 35：海天非酱油收入占比（%）和归母净利率（%） 21
图 36：海天蚝油吨毛利率（%）和调味酱吨毛利率（%） 21
图 37：海天味业以酱油为圆心向多个赛道拓展新业务及收入结构（截至 2025 年 12 月 31 日） 22
图 38：公司主要品类的收入占比（%） 22
图 39：公司主要品类的增速水平（%） 22
图 40：点趣产品关东煮调味汁 23
图 41：点趣产品宣传图 23
图 42：2025 年调味品公司销售收入（亿元）与经销商（家）分布情况 23
图 43：海天味业收入地区分布（%，2025 年度） 24
图 44：中炬高新收入地区分布（%，2025 年度） 24
图 45：千禾味业收入地区分布（%，2025 年度） 24
图 46：加加食品收入地区分布（%，2025 年度） 24
图 47：印度尼西亚调味品市场规模（亿元）及其增速（%） 26
图 48：越南调味品市场规模（亿元）及其增速（%） 26
图 49：印度尼西亚调味品行业竞争格局（2025 年度） 26
图 50：越南调味品行业竞争格局（2025 年度） 26
图 51：海天味业 PE-band 28

表 1：公司制度改革历史沿革 11
表 2：全球前五大调味品龙头公司的市占率及其增长情况 13
表 3：中日调味品发展阶段对比 16
表 4：近年调味品领域的关键政策发展节点 17
表 5：主要调味品企业财务指标对比（2025 年度） 19
表 6：中国香港以及海外子公司 25
表 7：海天味业在永旺印度尼西亚零售渠道的产品及售价情况（截至 2026 年 7 月数据） 25
表 8：印尼调味品市场分品类销售额及其增速 27
表 9：越南调味品市场分品类销售额及其增速 27
表 10：公司营业收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元） 29

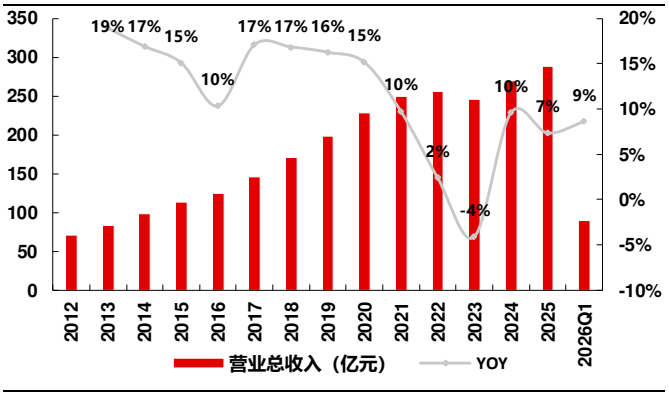
海天味业：乘风破浪，架海擎天

行业龙头公司，穿越周期，多维度成长

海天味业是目前我国调味品行业规模最大的公司，收入、利润持续稳健增长。公司所生产、销售的产品涵盖酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳等多个大类，并形成数百个产品细分类。2025 年公司实现营业收入 288.73 亿元，同比增长 7.32%；实现归母净利润 70.38 亿元，同比增长 10.95%，收入和利润均创历史新高。以 2023 年为基数计算，2023–2025 年公司营业收入 CAGR 约为 8.43%，归母净利润 CAGR 约为 11.84%，说明公司在经历阶段性压力后重新进入修复增长通道。2026 年一季度，公司实现营业收入 90.29 亿元，同比增长 8.57%；实现归母净利润 24.44 亿元，同比增长 10.97%，延续修复趋势。

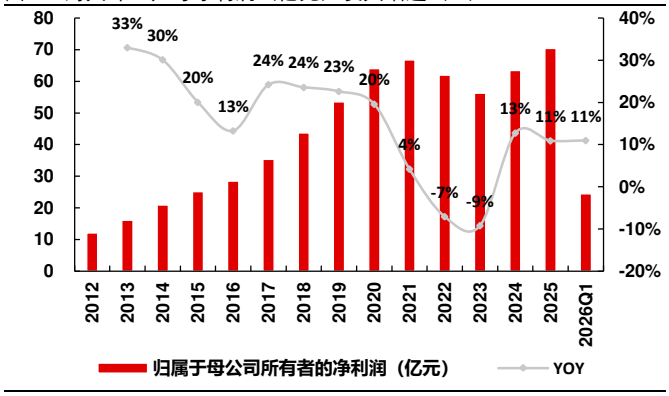
公司收入和利润的恢复，主要系其在核心品类研发、渠道网络覆盖、品牌建设、供应链效率以及海外市场拓展等方面具备领先优势，体现出调味品龙头较强的抗冲击能力和恢复能力。

图 1：海天味业营业总收入（亿元）及其增速（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 2：海天味业归母净利润（亿元）及其增速（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

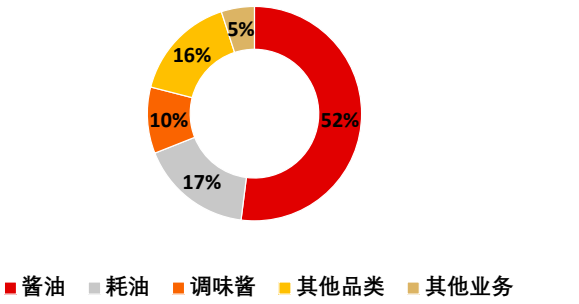
公司经营透视：以酱油为核心，产品矩阵持续拓宽，渠道与区域布局更加多元。2025 年，海天味业品类、渠道、区域分布如下：

品类分布：公司主要产品仍以酱油为核心，产品包括酱油（占比约 52%），蚝油（占比约 17%），调味酱（占比约 10%），其他品类（占比约 16%），其他业务（占比约 5%）；

渠道分布：公司销售仍以线下渠道为主（占比约 89%），线上渠道为辅（占比约 6%），其他业务（占比约 5%）；

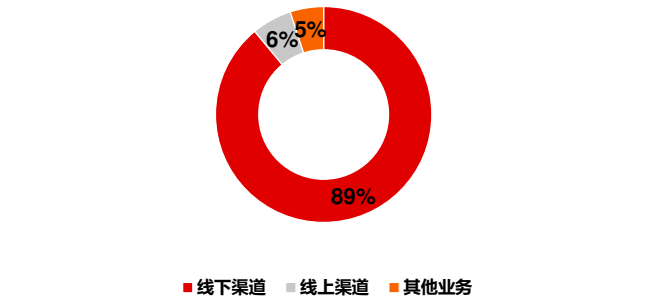
区域分布：公司的销售收入覆盖全国各大区域市场，北部区域（占比约 23%），中部区域（占比约 21%），南部区域（占比约 20%），东部区域（占比约 19%），西部区域（占比约 12%），其他业务（占比约 5%）。整体来看，公司国内区域分布较为均衡，同时伴随 H 股上市和海外子公司布局推进，海外市场有望成为未来的新增量来源。

图 3：海天味业的品类分布（%，2025 年度）



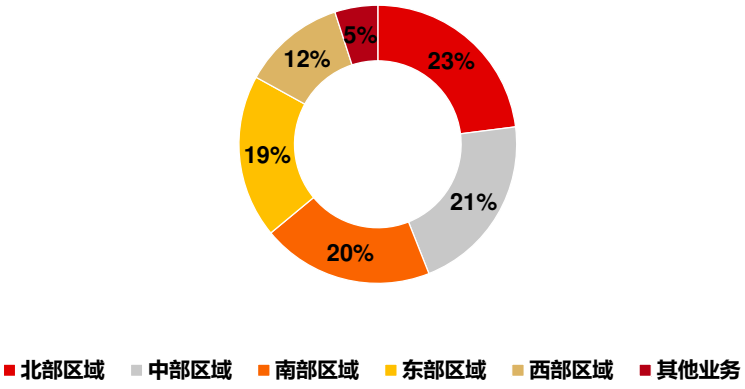
资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 4：海天味业的渠道分布（%，2025 年度）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 5：海天味业的区域分布（%，2025 年度）



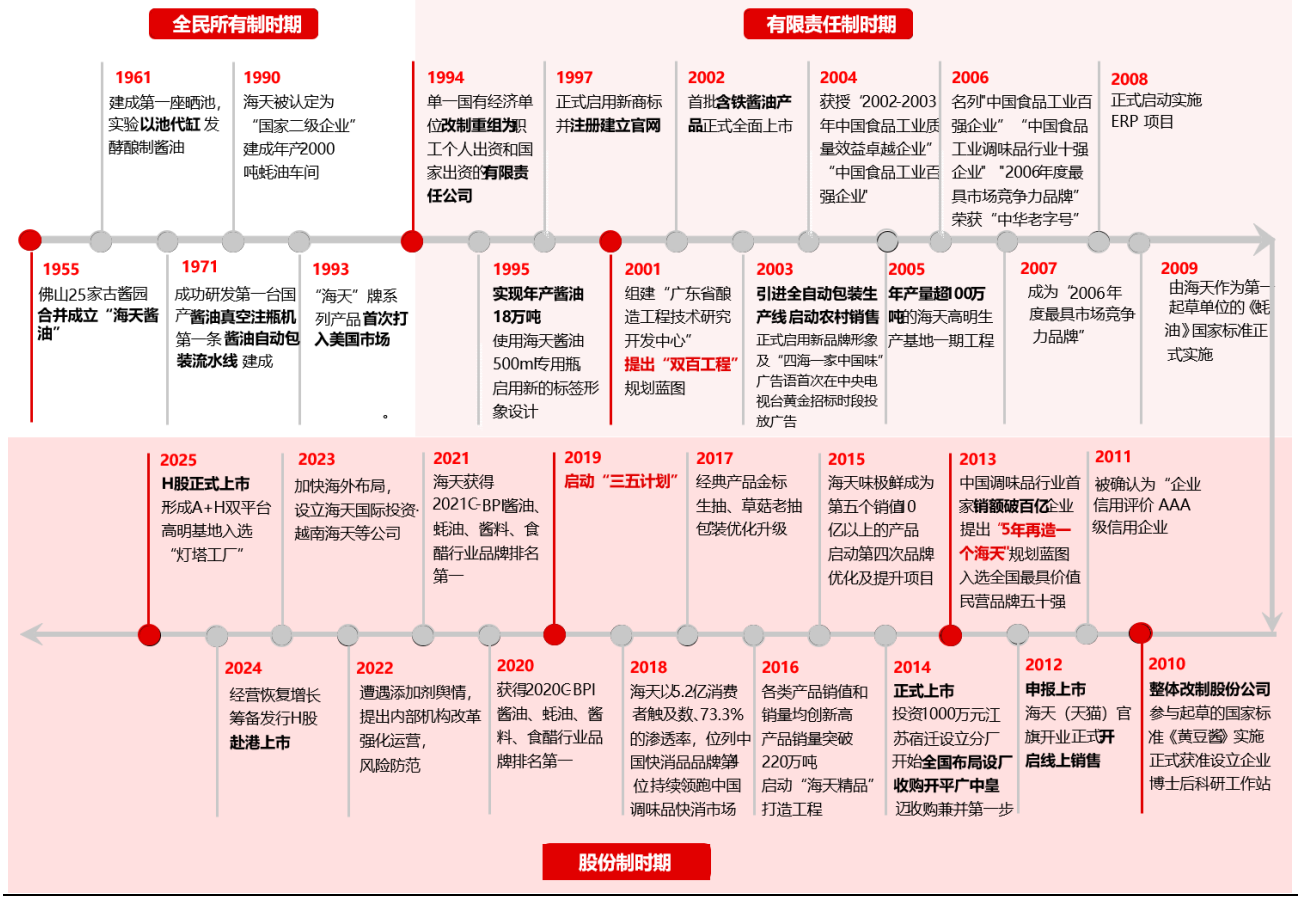
资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

从“老字号”古酱园到全球化食品企业

历史渊源深厚的“老字号”酱园。海天味业起源于“佛山古酱园”，自清代中叶，佛山酱园便凭借得天独厚的地理气候优势获得较大发展，酱园经营的味型多元，咸、甜、酸、辣一应俱全，产品除了在本市及四乡销售外，还远销西江（肇庆、云浮、广州）、北江（韶关、清远）一带；至新中国建国前后，不少酱园的产品还直接外销港澳。

应时而动，成就现代化的调味品龙头企业。历经数百载的历史风云，佛山酱园把握住时代机遇，先是 1950 年代公私合营时期整合本地 25 家实力卓著的古酱园，组建“海天酱油厂”，随后持续扩大生产规模；1990 年代实现所有制转变，向产权明晰、权责分明、政企分离、科学管理的现代化企业迈进；2000 年后，海天积极投建百万吨级现代化产能，适时拓展销售范围，2013 年突破百亿销售大关，并于 2014 年正式登陆 A 股市场。2023 年以来，公司加快海外布局，设立海天国际投资、越南海天等公司；2025 年，公司 H 股在香港联交所上市，形成 A+H 双资本平台，同时高明基地入选“灯塔工厂”，进一步体现其从传统调味品龙头向多品类、多渠道、全球化现代食品企业升级的路径。

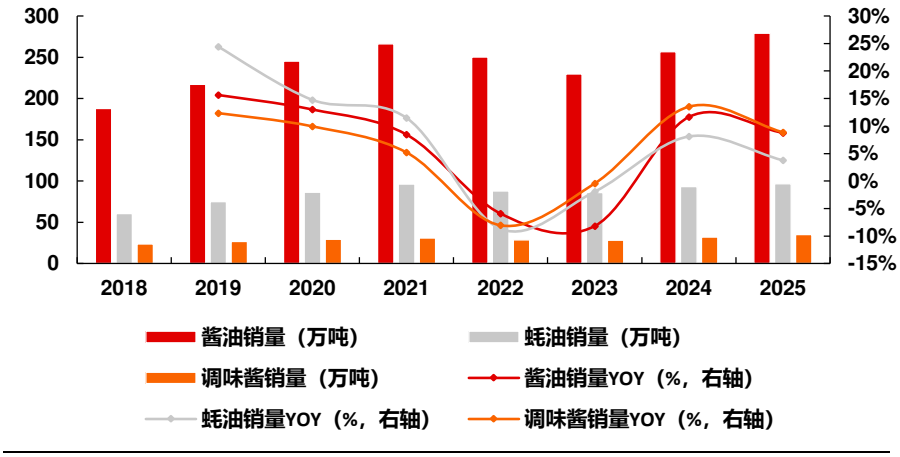
图 6：海天味业发展大事纪



资料来源：公司官网，公司公告，招股说明书，长江证券研究所

直面多重冲击，核心品类彰显龙头韧性。2022 年，受全球政治经济环境不确定性加剧、经营成本高企及舆情冲击等多重因素叠加影响，公司经营阶段性承压，归母净利润出现上市以来首次下降。面对外部压力，公司通过推进内部机构改革与专业升级，强化运营管理、风险防范和品牌沟通能力，并持续推动数智化改造、产品创新和产供销协同。随着经营调整逐步见效，2025 年酱油、蚝油和调味酱销量分别同比增长 8.75%、3.76%和 8.86%，其中酱油销量升至 279.01 万吨。核心品类在连续承压后重新恢复增长，体现了海天在品牌、渠道、供应链和规模制造等方面较强的抗冲击能力与经营韧性。

图 7：海天味业 2018-2025 年三大品类销售量（万吨）及增速情况（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

全球首家酱油酿造行业“灯塔工厂”。2025 年 1 月 14 日，海天味业高明工厂入选世界经济论坛“灯塔工厂”名单，成为全球首家获此认证的酱油酿造企业。该项认证体现了公司在智能制造、数字化运营和生产管理方面的领先水平，也填补了中国传统酿造行业在全球工业 4.0 标杆体系中的空白。依托系统性的数字化转型，海天持续提升生产效率和经营质量，利润规模较 2011 年增长约 4 倍，生产效率提升超过 2 倍，为传统制造业的智能化升级和高质量发展提供了示范。

图 8：全自动密闭洁净车间



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 9：海天立体仓库

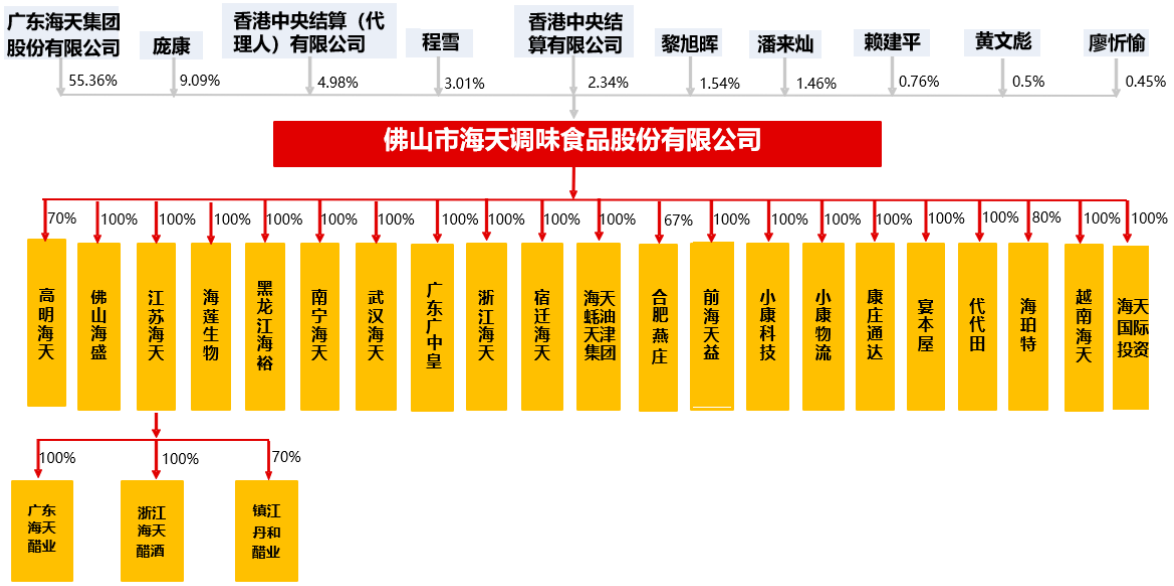


资料来源：公司官网，长江证券研究所

管理层集体控股，治理结构良性

管理层集体控股，治理结构稳定。截至 2026 年 7 月 3 日，包括前董事长庞康在内的 6 名公司在任或历任管理层所组成的一致行动人持有的海天集团是上市公司控股股东，持有上市公司 55.36%的股权，此外前董事长庞康及现任高管中程雪、黄文彪分别直接持有的公司股份占总股本的 9.09%、3.01%、0.50%，股权结构稳固，核心管理团队亦充分持股。

图 10：海天味业股权结构（上方截至 2026 年 7 月 3 日，下方截至 2025 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

公司的历史传承悠久，治理结构现已走向现代化。清代中叶以来，佛山作为我国优质酱油的产地而闻名，彼时的海天古酱园更是其中的杰出代表。在 20 世纪上半叶的发展基础上，1955 年 25 家佛山古酱园合并重组，实现公私合营，建立了海天酱油厂。1994 年底，海天把原来单一的国有经济重组为职工个人出资与国家共同出资的佛山市海天调味食品公司，海天这一品牌正式被复用；2000 年国资进一步退出，将 30%的国有资产通过香港裕鹏实业转让予佛山发展集团有限公司，同时持有公司 70%股权的职工组成职工持股的有限责任公司，即广东海天集团股份有限公司。至 2014 年，公司成功上市 A 股，由海天集团控股。

核心员工持股，与公司的利益绑定紧密。2008 年 10 月，海天集团回购股权后，股东人数降至 58 名，均为公司时任管理层或核心技术人员；2010 年公司改制为股份有限公司，2014 年上市前仍保留 58 名职工股东直接、间接持有佛山海天 100%股权，占上市前总股本的 35%；上市当年，公司推出股权激励，授予 93 名核心员工 658 万股限制性股票，约占授予时总股本的 0.44%，授予对象包括何廷伟、付小湘、张星等公司核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员(不包含董事和高级管理人员)，骨干员工持股进一步增加，与公司利益绑定增强。

2025 年公司完成 H 股全球发售，所得款项净额约 100.10 亿港元，A+H 双资本平台进一步拓宽公司国际融资渠道。2026 年，A 股员工持股计划经公司 2025 年年度股东会审议通过，覆盖核心管理人员及骨干员工，参与人员合计不超 800 人，其中参与本计划的董事及高级管理人员总持股比例合计不超过 15%，现任为代文、桂军强、柳志青、夏振东、李军、柯莹 6 人，核心骨干与公司利益绑定持续增强。

表 1：公司制度改革历史沿革

时间	体制	事件
清代中叶	私营古酱园	佛山作为酱油主要产地文明全国，彼时的海天古酱园就是这一时期的典型代表
1955 年	公私合营	25 家古酱园合并重组，公私合营，建立海天酱油厂
1994 年	混合所有制	国有经济重组，职工个人出资收购部分股权
2000 年 4 月		30%的国有资产通过香港裕鹏实业转让予佛山发展集团有限公司，国有资金完全退出
2010 年 11 月	股份有限公司	海天有限以 2010 年 10 月 31 日的净资产为基准，整体变更为股份有限公司“海天股份”
2014 年 2 月	上市公司	公司以每股人民币 51.25 元公开发行 3750 万股 A 股新股，注册资本增至 7.49 亿元
2025 年 6 月	A+H 上市公司	公司以每股 36.30 港元发行 2.79 亿股 H 股，形成 A+H 双资本平台
2026 年 5 月	员工持股计划	公司 2026 年 A 股员工持股计划获股东会审议通过，覆盖核心管理人员及骨干员工

资料来源：经理人网，公司官网，招股说明书，长江证券研究所

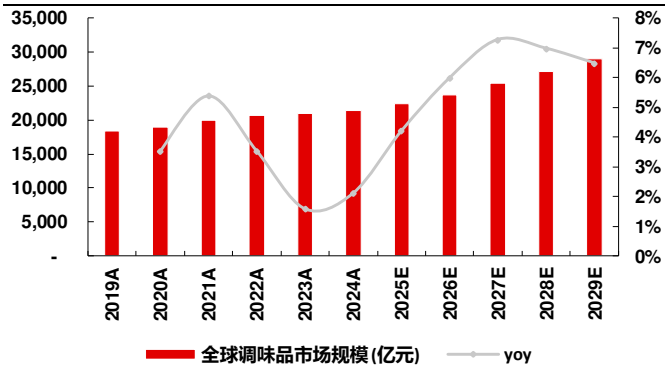
调味品行业：全球化空间广阔，国内量稳质升，龙头份额提升可期

调味品的全球集中度低，龙头或迎出海机遇

纵览全球，调味品行业仍是兼具规模纵深与增长韧性的必选刚需赛道。据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球调味品市场规模约合 2.14 万亿元人民币，且 2024~2029 年预计以 6.2%的复合增速持续扩张，尤其是新兴市场（中国约 7%、东南亚约 9.1%）则受益于人均消费量增加、餐饮渠道扩张及复合调味品渗透率提升带来的量价齐驱。

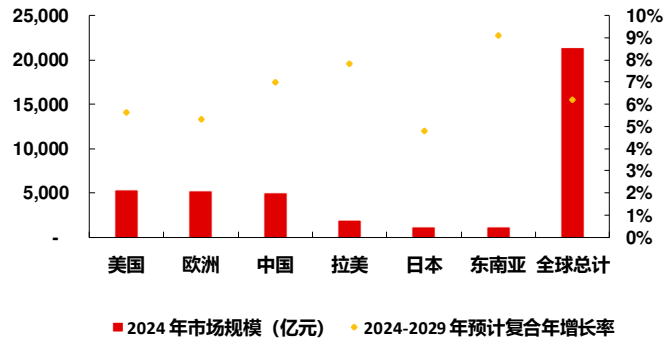
2024 年，中国人均调味品年消费支出仅约 354 元，仅约为美国的 1/5、日本的 1/3，叠加复合调味品占比（约 25%）也低于成熟市场，行业的结构性增量空间依然充裕。

图 11：全球调味品行业收入规模（亿元）及增速（%）



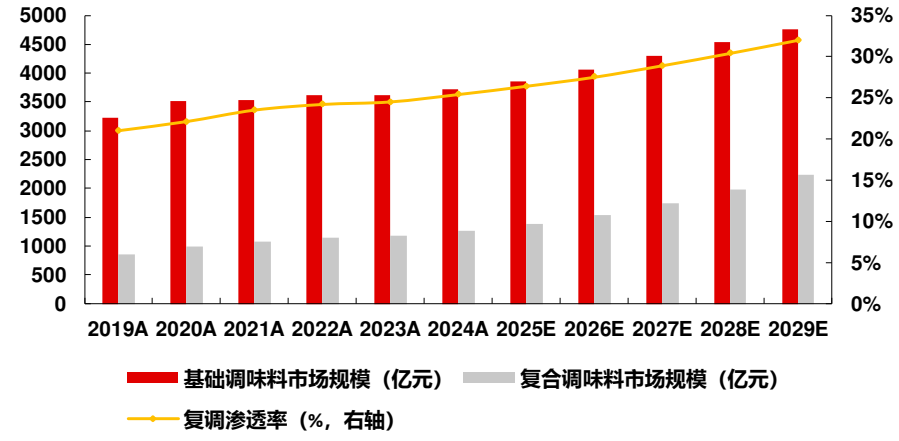
资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 12：全球主要调味品市场以收入计的市场规模预计增速（%）



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 13：我国调味料行业规模（亿元）及复调产品渗透率（%）



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

全球调味品的竞争格局仍分散，龙头企业的份额整合仍有空间。根据弗若斯特沙利文口径，2024 年，全球前五大调味品企业合计市占率仅约 12.1%（CR3 约 8.8%），中国市场同样集中度不高，CR3 仅约 8.4%（其中，海天占 4.8%）。口味的区域差异、品类的高度细分，是全球集中度长期偏低的结构性原因。近 2 年，餐饮端需求呈现复苏偏弱的

状态，龙头的规模效应与渠道先发优势在这一时期更加凸显。中国调味品龙头的份额天花板仍远未触及，且出海拓圈也存在较大发展空间。

表 2：全球前五大调味品龙头公司的市占率及其增长情况

公司简称	主要经营的调味品品类	总部所在国	2024 年市场份额	2013 年至 2024 年收入复合年增长率
联合利华	汤料、菜谱调味料、鸡精	英国	3.3%	2.5%
卡夫亨氏	番茄酱、蛋黄酱、色拉酱	美国	3.0%	4.6%
雀巢	鸡精、鸡汁调味料、菜谱调味料	瑞士	2.5%	0.0%
味好美	色拉酱、香辛料、菜谱调味料	美国	2.2%	4.5%
海天味业	酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒及其他	中国	1.1%	10.0%

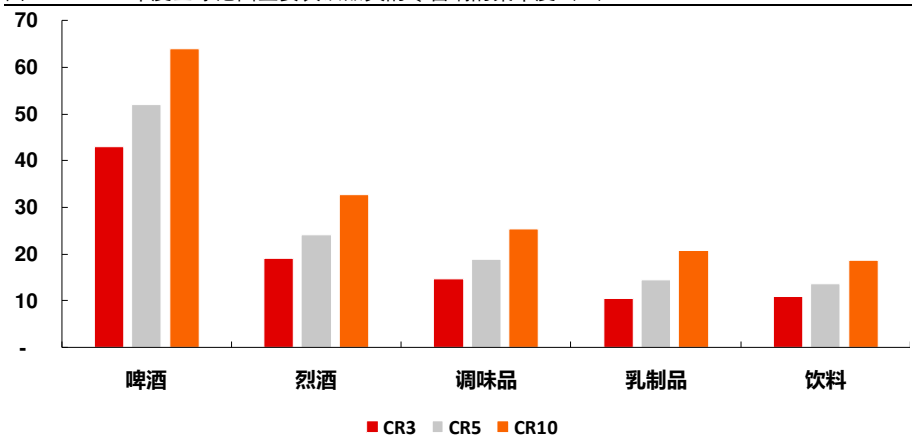
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

相较于其他的食饮赛道，全球范围内进行集中度横向对比，调味品的集中度处于中位。品牌心智强、品类化鲜明的酒类集中度相对较高（尤其同质化较强的啤酒），而制造壁垒相对不高、或存在核心原材料本地化特点的乳制品、水饮等在全球集中度相对较低。

对比来看，中式的基础调味品具备发酵类产品的差异化特点（品牌黏性强）而原料禀赋相对不高，其全球化集中的阻碍并不在供给端，而更多是口味的多元化（不同地域的风味偏好，以及特色香辛料等应用）；常见复合调味品（西式酱料）产品相对同质化，中式复合（一菜一料）对创新研发的要求更高，更易实现产品差异，但产品迭代速度更快。

以中国国内的视角看国际化，中式基础品类作为基本盘在海外华人市场中或有品牌的先发优势，复合酱料或需要构建更本地化的研发投入和营销匹配。

图 14：2024 年度全球范围主要食饮品类的零售端的集中度（%）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

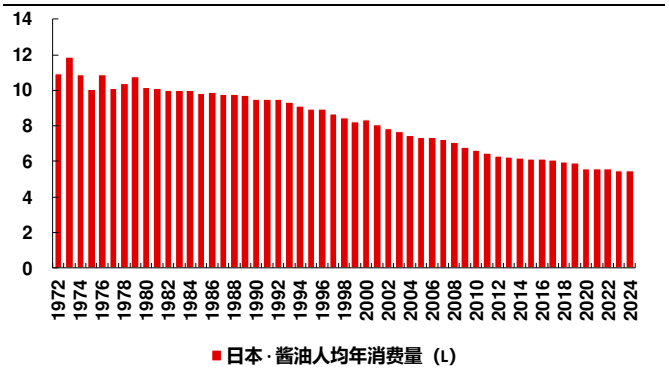
基于日本对比，老龄化或开启量稳质升阶段

日本从 1973 年开始人均酱油消费量就逐步减少，主要受到日本社会老龄化加速、人均 GDP 增速中枢下移，城镇化进程以及餐饮业增长放缓四大因素的影响。

1）从 1973 年开始，日本老龄化加速，老年人的饮食摄入减少，注重健康而追求清淡，导致酱油用量减少。2）自 1975 年开始，城镇化率陷入 25 年的提升停滞，城镇居民消费能力更强，且消费场景更多元（餐饮外食等）。3）1970~1990 年间人均 GDP 增速整体放缓。

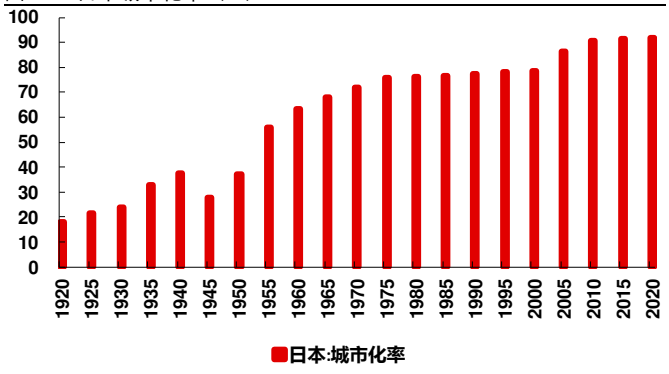
上述因素共振，导致日本的人均酱油使用量在后期下滑。但与此同时，人口老龄化等社会因素导致居民对健康的关注度提升，酱油产品通过向着更健康、天然有机的产品定位迭代，从而实现了价格（酱油类 CPI）的持续提升。

图 15：日本酱油人均消费量（L）



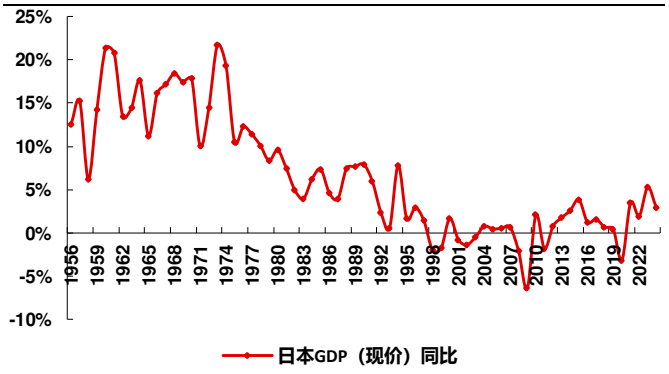
资料来源：日本国家统计局，长江证券研究所

图 16：日本城市化率（%）



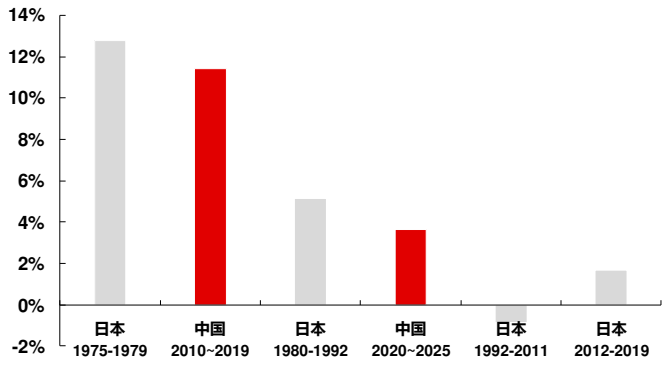
资料来源：日本国家统计局，长江证券研究所

图 17：1960-2024 日本 GDP 增速（%）



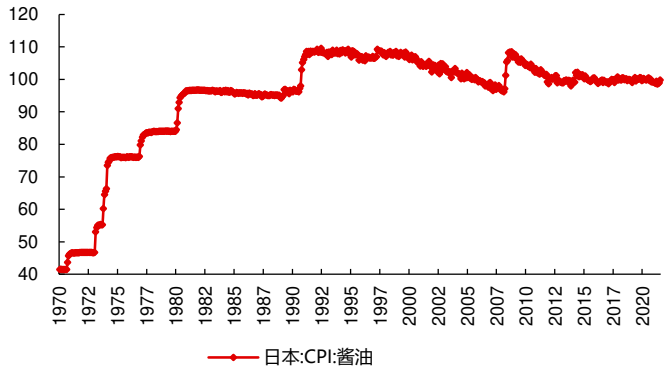
资料来源：日本内阁厅，长江证券研究所

图 18：中国和日本在不同时期的餐饮业增速（%）



资料来源：日本外食产业市场规模统计，长江证券研究所

图 19：日本酱油产品的 CPI（以 2015 年为 100）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 20：日本酱油产品迭代路径



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

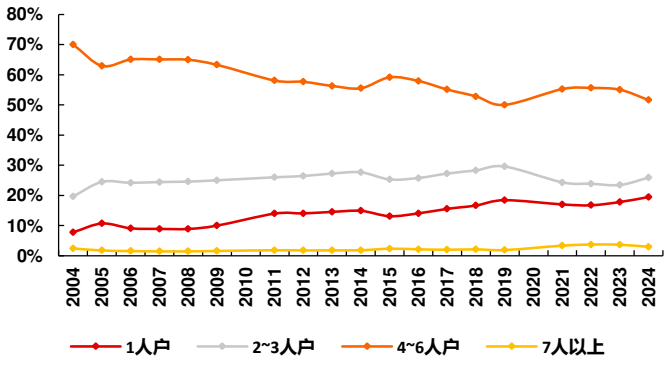
对照国内 2022 年数据，从调味品下游需求看——餐饮、加工和家庭零售，纵使整体需求维持平稳，但结构性需求（例如：加工端、居家的健康类产品）仍有潜在提升空间。

餐饮（约占行业销售额 50%，量价平稳）——随着我国城镇化率稳步提高，家庭单位小型化与女性劳动参与率较高，将驱动外食化率提高。伴随连锁餐饮业进军下沉市场的策略，酱油等调味品需求在低线市场仍有品牌化增长空间。

加工（约占行业销售额 20%，需求增加）——作为餐饮和家庭购买的前置环节，在餐饮需求尚未达峰的背景下。我国或可参照日本 1990s 期间餐饮中食化率的提升，即外购便当、零售店餐饮、休闲零食等应用场景的扩大。

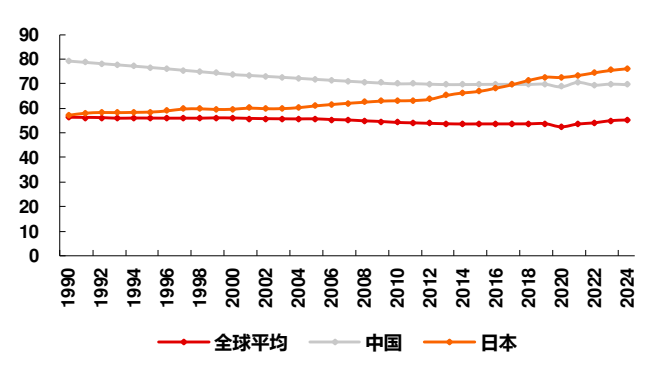
家庭零售（约占行业销售额 30%，量稳质升）——虽然部分场景或转向中食（加工）、外食（餐饮），但居家做饭仍然是追求健康、家人互动的必不可少的生活方式，功能更边界（细分复调）、健康化（干净配料）等定位的调味品，有望驱动更高附加值，支撑家庭零售端增长。

图 21：中国存在家庭小型化趋势（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：劳动参与率：女性：15-64 岁（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们认为 2024-2030 年的国内酱油市场与 1980-1990 年的日本酱油市场或相似，5~10 年维度，人均消费量仍或有 10%提升空间。

酱油价格方面，我国 500ml 酱油零售价格约合 7-8 元。家庭端产品升级迭代的驱动下，中长期看结构优化驱动高附加值产品增加。参照 1980-1990 日本各项经济环境下，酱油

CPI 仍有约 1%的 CAGR，我国酱油产品的价增有望匹配 CPI 的涨价能力（2024~2025 年相对承压后续重回价增通道）。

表 3：中日调味品发展阶段对比

指标维度	2024-2030 年的中国	1980-1990 年的日本
老龄化	2024 年中国 65 岁及以上人口占比为 15.6%。根据《银发经济蓝皮书（2024）》，在 2030 年前后，这一比例将超过 20%	1980 年 65 岁及以上人口占比 9.07%，1990 年这一比例为 12.16%
城镇化	2024 年，中国城镇化率为 67%。国务院发布的五年行动计划提出，常住人口城镇化率到 2029 提升至接近 70%	1980 年城镇化率 76.27%，1990 年这一比例为 77.34%
人均 GDP 增速	依据 IMF2025 年 10 月 WEO 给出的实际 GDP 增速路径，据联合国 2024 版预测中国人口大致以年均−0.2%～−0.4%的速率减少，可以估计未来 5 年国内的人均 GDP 增速在 3.6%-4.6%	日本 GDP 增速区间在 2%~6.2%
餐饮业增速	根据 MordorIntelligence，中国餐饮业 2025-2030CAGR 为 5.45%	约 5.8%

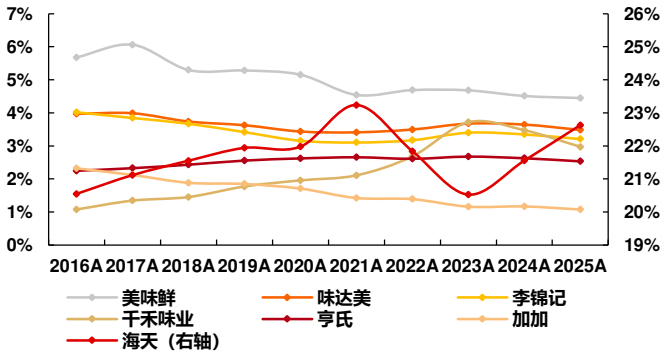
资料来源：国家统计局，日本农林水产省，头豹，毕马威，长江证券研究所

酱油赛道一超多强，竞争格局稳定

酱油行业“一超多强”的竞争格局基本稳定，竞争环境持续较为良性，龙头企业挟先发优势，有望在中长期享受到份额提升的红利。

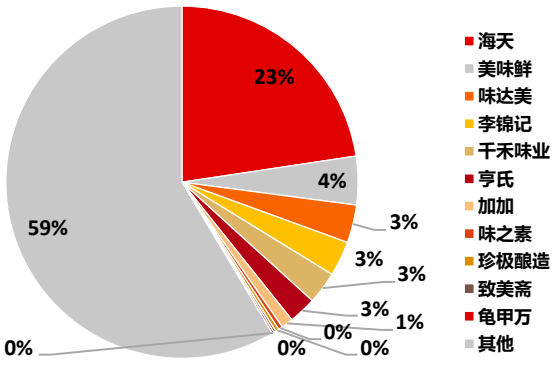
酱油行业竞争环境持续较为良性，集中度提升空间较大。2025 年，海天味业市场份额约 23%，显著高于美味鲜的约 4%以及味达美、李锦记、千禾等品牌的 1%~3%；其他中小品牌合计占比约 59%，行业仍具有较大的集中度提升空间。海天市场份额长期保持在 20%以上，仅在 2022~2023 年短暂回落后，于 2024~2025 年连续恢复，体现其作为行业龙头的抗压能力。多品牌竞争推动行业份额持续向头部集中，海天凭借长期领先的市场地位，在行业集中度提升过程中进一步扩大份额优势。

图 23：酱油行业格局（%，2016~2025 年）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 24：酱油行业竞争格局（%，2025）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

新国标强化对食品的管控，长期利好品质优良、生产规范的头部品牌。2019~2025 年，调味品行业政策由健康消费引导逐步延伸至食品添加剂、产品标签和酱油质量标准等环节。2019 年，《健康中国行动（2019—2030 年）》将减盐纳入合理膳食行动，推动低盐、减盐调味品需求增长；2024 年，GB2760-2024《食品安全国家标准食品添加剂使用标

准》进一步更新食品添加剂的使用范围、限量和使用原则。

2025 年，GB7718—2025《预包装食品标签通则》、GB28050-2025《预包装食品营养标签通则》及数字标签相关规定陆续发布，进一步统一食品名称、配料表、营养成分和数字标签的标示要求。同年，GB/T18186-2025《酱油质量通则》发布，海天味业为该标准起草单位之一。长期看更严格的行业标准也将利好品质优良、生产规范的头部品牌进一步扩大市场份额。

表 4：近年调味品领域的关键政策发展节点

时间	法规	具体规定
2011	GB7718-2011《预包装食品标签通则》	统一强制标示项目、配料表和名称真实属性等基础规则
2015	《食品安全法》（2015 修订）	强化对标签违法的处罚与责任，确立“全程控制、社会共治”
2017	《国民营养计划（2017—2030 年）》	系统推进“三减”（减盐/减油/减糖），引导公众读懂营养标签；对酱油、食醋等调味品的配方与标识提出健康导向
2019	《健康中国行动（2019—2030 年）》	在国家层面落实“三减”，倡导通过标签与科普促进理性选择
2024	GB2760-2024 食品添加剂使用标准	更新添加剂可用范围/限量与原则，明确“能不能加、加到哪类、加多少”
2025	2025 年第 2 号公告（含：GB7718-2025《标签通则》、GB28050-2025《营养标签通则》等）	集中发布新一揽子标签/营养标准，完善定量标示、致敏原标识、数字标签等要求
	GB7718-2025《预包装食品标签通则》	预包装食品不得再使用“不添加/零添加/不使用”等用语对配料进行特别强调；对“无/不含”的适用条件作出限制
	国家市场监管总局令第 100 号《食品标识监督管理办法》	统一标签执法规则：名称真实、可读性与线上展示等
	GB/T18186-2025《酱油质量通则》	现代化酱油品类通则（替代 2000 版），与新标签/营养规则协同，细化分类与理化要求

资料来源：中国政府网、中国食品工业协会，食品伙伴网，长江证券研究所

全球调味品市场集中度仍低，为龙头企业出海和整合提供空间；国内市场虽进入量稳阶段，但人均消费、复合调味品渗透率和健康化需求仍有提升空间。酱油行业“一超多强”格局稳定，海天作为国内调味品赛道龙头，有望凭借品牌、渠道、品质和规模优势，持续受益于国内份额集中与海外市场扩张，龙头份额提升可期。

根深叶茂：海天的盈利优势与成长空间

盈利优势：规模效应与渠道效率共筑高盈利壁垒

海天作为调味品的行业龙头，规模化的供应链布局（采购、制造）可以使平均生产成本降到低于大部分同行；同时在渠道网络的布局中，公司的分销范围和渠道下沉深度均领先于大部分同行，有着更高的经营效率。

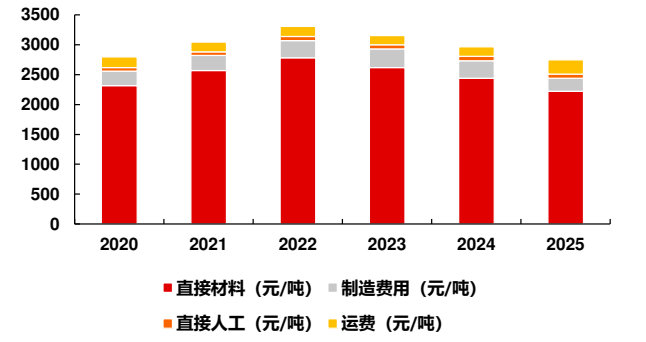
规模化产能供应链，降低平均制造成本

海天味业的产能规模行业领先，并从酱油向其他多品类延伸。海天持续保持产能的更新迭代，多次增加投建、升级多个、多地区的产能项目，涉及酱油、蚝油、酱类食醋等调味品类。

较强的采购议价能力，叠加制造端的高效率，带来更低的平均生产成本。在采购环节，因上游原材料使用量大且多为同质化产品，因而海天的规模化采购拥有较强的议价能力。叠加公司规模化的产能布局较早，效率不断优化，公司的吨均制造成本相对较低，且稳中有降。

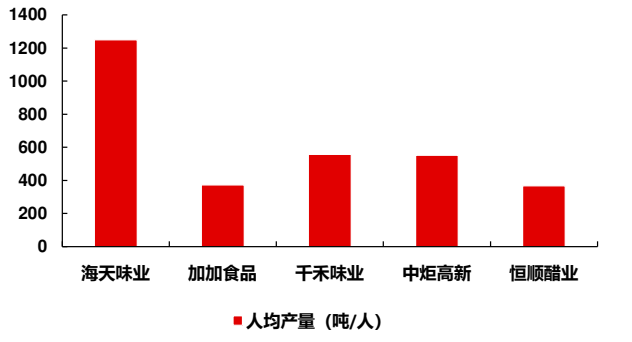
纵向拉长时间看，海天每吨酱油的人工成本+制造费用占生产成本（不考虑运输费）的比例由 2022 年的 11.5%小幅下降至 2025 年的 11.4%，2025 年剔除运费后的单位生产成本降至 2,507 元/吨，较 2022 年下降 20.2%，生产效率持续优化。横向比较同行看，海天的人均（生产人员）产量领先同业，2025 年度海天人均产量达 1249 吨，超出其他调味品公司约 2~3 倍规模。

图 25：海天味业酱油的成本结构（元/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

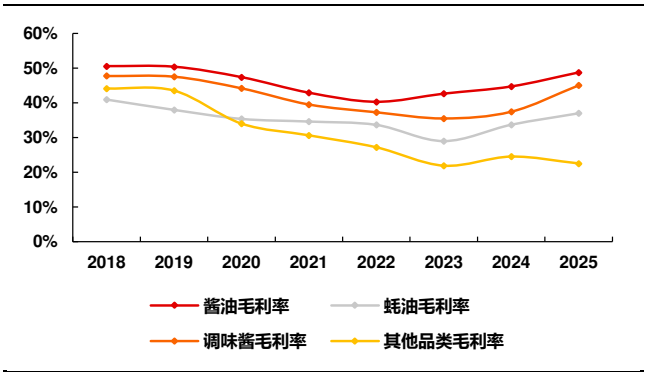
图 26：调味品公司 2025 年度人均产量（吨/人）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

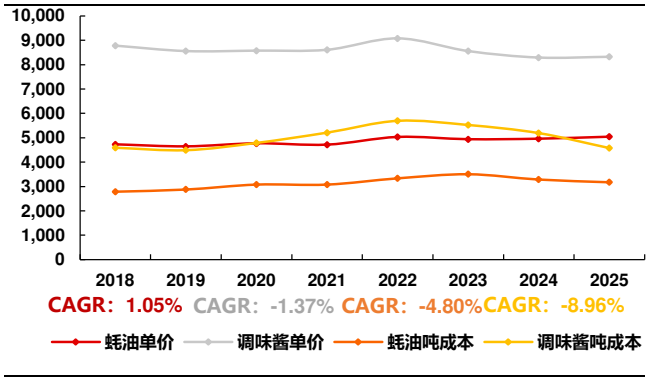
非酱油品类在刚起步时毛利率低于酱油，但长期有望逐步提升。从四大品类毛利率来看，2025 年度酱油>调味酱>蚝油与其他品类。尽管非酱油品类的毛利率仍低于酱油，但主要原因在于其业务规模相对较小，规模效应尚未充分释放。近年来，蚝油及调味酱产品的单位售价增幅持续高于单位成本增幅，盈利能力已呈现逐步改善趋势，随着海天在这些细分市场份额的提升，规模效应体现，非酱油品类的毛利率也有望逐步提升。

图 27：公司主要品类的毛利率（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 28：分品类的吨价、吨成本（元/吨）及 2023 至 2025 年 CAGR



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

可以复用的效率优化能力

对调味品赛道的运营经验、效率优化的能力可以复用至非酱油品类，海天的高盈利能力长期有望维持。海天的经营效率从多个维度领先于同行，无论是费用率还是人均产出，均较同行大幅领先，这主要系规模化的生产和分销，带来的固定费用的摊薄，而具体到单个人员，海天的薪酬等激励措施相对更完善，因而有着同行业中相对更稳定的人员梯队，生产运营持续高效运转。

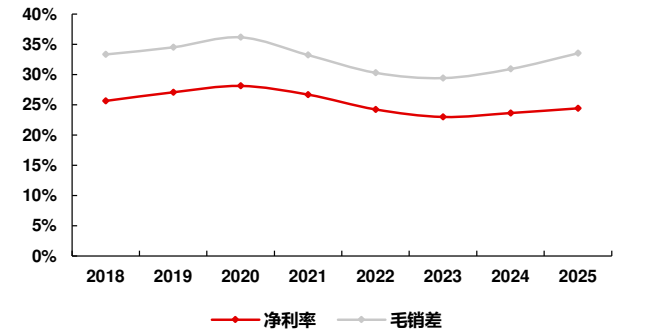
表 5：主要调味品企业财务指标对比（2025 年度）

指标	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	天味食品
销售毛利率	40.22%	39.17%	37.83%	32.39%	40.67%
净利率	24.40%	12.82%	13.51%	6.22%	17.48%
销售费用率	6.70%	12.76%	17.25%	16.50%	14.22%
管理费用率	2.42%	7.99%	2.67%	4.30%	4.87%
财务费用率	-1.58%	0.24%	-1.18%	0.00%	-0.02%
销售端人均营收（万元/人）	969	374	200	712	387
生产端人均营收（万元/人）	887	380	289	237	210
整体人均营收（万元/人）	315	112	99	122	105
营业收入（亿元）	288.73	42	25.72	22.87	34.49
销售人员数量（人）	2,979	1,122	1,285	321	891
生产人员数量（人）	3,254	1,104	890	964	1,642
总员工（人）	9,160	3,746	2,600	1,875	3,289
产销研人均薪酬（万元）	26	23	14	22	19

资料来源：公司公告，长江证券研究所

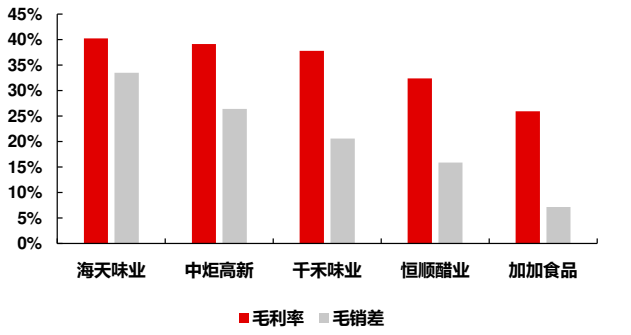
优势品类较强的议价（以及提价）能力支撑海天毛利率稳居高位，毛销差领先同行。海天较强的定价权主要系：主品类酱油的竞争格局一超多强，海天长期深耕，较大的规模体量使得其在上下游的议价方面均处于强势地位；海天味业的净利率、毛利率稳居高位，综合考虑营销投入后，毛销差远远领先于同行。

图 29：海天净利率（%）、毛销差（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

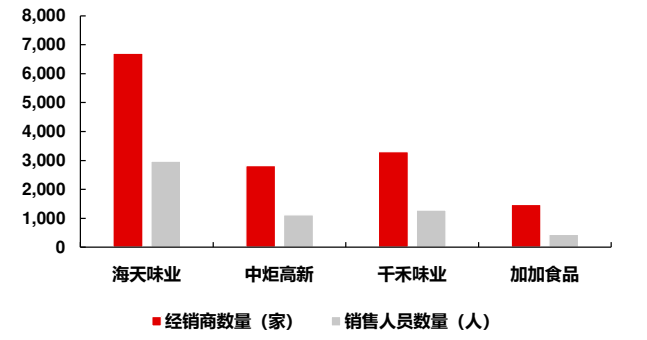
图 30：各公司 2025 年毛利率（%）、毛销差（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

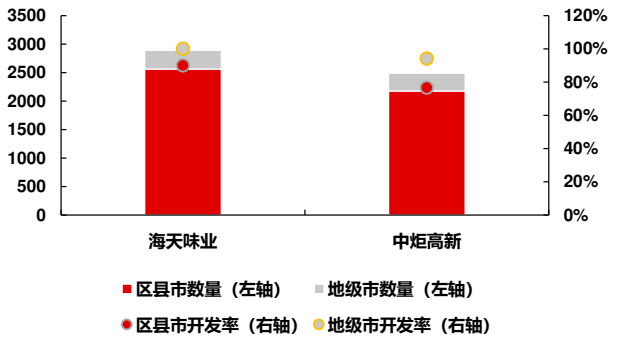
海天的渠道下沉进度行业领先。从渠道运作模式来看，海天渠道运作精细化程度高，经销商数量以及销售人员数量均领先于其他酱油企业。2025 年，企业营销人员达 2979 人。从渠道深度上看，海天地级市及以上、区县市覆盖率分别达 100%、90%，作为行业第二的中炬高新地级市及以上、区县市覆盖率 94%、77%，距离海天仍有差距。

图 31：主要酱油企业经销商数量（家）和销售人员数量（人）对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

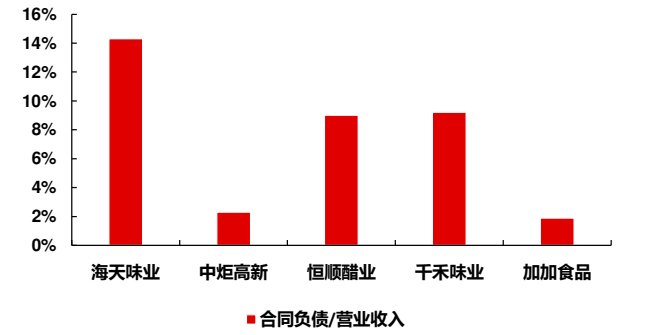
图 32：海天和中炬开发数量（个）和开发率（%）对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

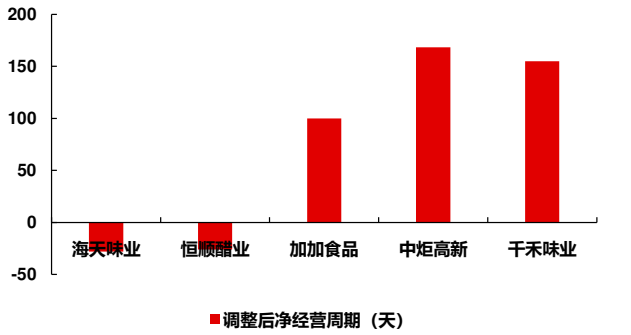
规模化的渠道网络布局，带来卓越的经营效率。2025 年末公司合同负债（主要为预收经销商货款）超 40 亿元，占当年度营业总收入的比重超 14%，对下游资金的占用能力较强。此外，以综合生产存货、应收、预收等指标的净经营周期，公司在 2025 年度的该指标仅为-28 天（主要系经营类的预收款较多，而应收科目和存货项较少），经营效率卓越，优于大部分同业。

图 33：调味品企业合同负债/营业总收入比例（%，2025 年度）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

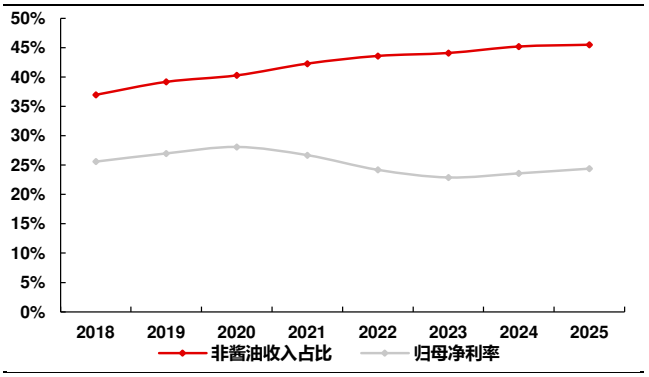
图 34：调味品企业净经营周期（天，2025 年度）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

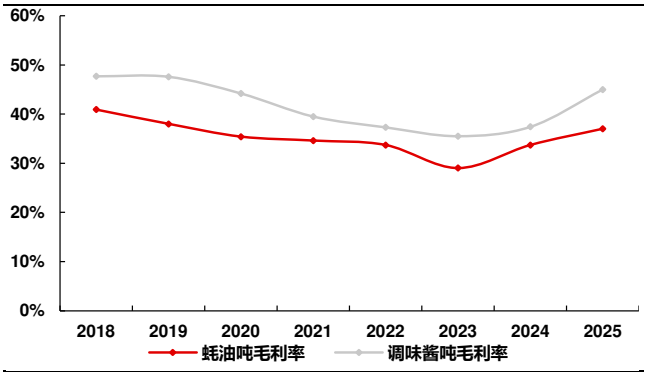
海天效率优化能力具有复用性。海天非酱油收入占比由 2018 年的约 37%提升至 2025 年的约 46%，在产品结构持续向蚝油、调味酱等品类延伸的同时，公司归母净利率仍维持在高位，且 2023 至 2025 年间蚝油吨毛利率与调味酱吨毛利率上升，非酱油品类盈利能力明显修复。公司在酱油品类中积累的效率优化能力已在蚝油、调味酱等品类体现，有望支撑多品类扩张下盈利能力的长期稳定。

图 35：海天非酱油收入占比（%）和归母净利率（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：海天蚝油吨毛利率（%）和调味酱吨毛利率（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

成长空间：品类延伸与海外拓展打开长期成长天花板

海天味业从酱油制造龙头，迈向平台型调味品公司。调味品行业空间大、品类多，除了酱油之外，有诸多细分品类还未形成全国性的龙头企业，以海天为代表的龙头公司在继续巩固优势品类的同时，也跨界杀入行业格局存在变数的细分赛道，有望实现从酱油，蚝油龙头向平台型调味品品牌公司的转型。

品类延展：以酱油为圆心的多品类布局

面对优势品类品质升级、新兴赛道扩容增长的机会，海天作为行业龙头，从酱油龙头向全品类平台不断前行。

渠道网络覆盖面广，新品叠加的难度较低。海天的渠道网络覆盖，无论是在家庭零售端还是餐饮流通端均较为全面，相比竞品覆盖了更多的消费人群，品类叠加的难度较低。

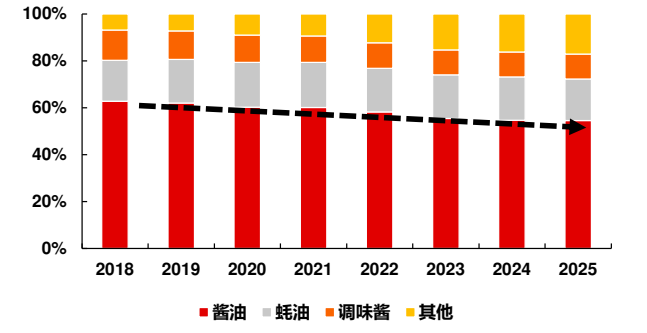
海天也已通过蚝油、黄豆酱的发展证明了公司品类延伸的能力。2018~2025 年，海天酱油收入占比从约 63%持续下降至约 55%，其他品类的增速水平多高于酱油、蚝油，产品叠加延伸的逻辑持续兑现。

图 37：海天味业以酱油为圆心向多个赛道拓展新业务及收入结构（截至 2025 年 12 月 31 日）



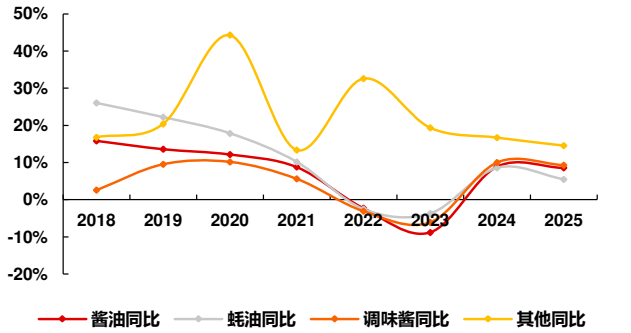
资料来源：公司官网，京东旗舰店，公司公告，长江证券研究所

图 38：公司主要品类的收入占比（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 39：公司主要品类的增速水平（%）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

创新品牌点趣（DAYCHOO）彰显海天年轻化、健康化新品类布局。点趣面向年轻消费群体，强调“健康、便捷、调味”。关东煮三联包、欧芹大蒜等产品与海天传统酱油、蚝油等基础调味品形成互补，推动由基础调味向复合调味、便捷调味等新品类延伸。

图 40：点趣产品关东煮调味汁



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 41：点趣产品宣传图

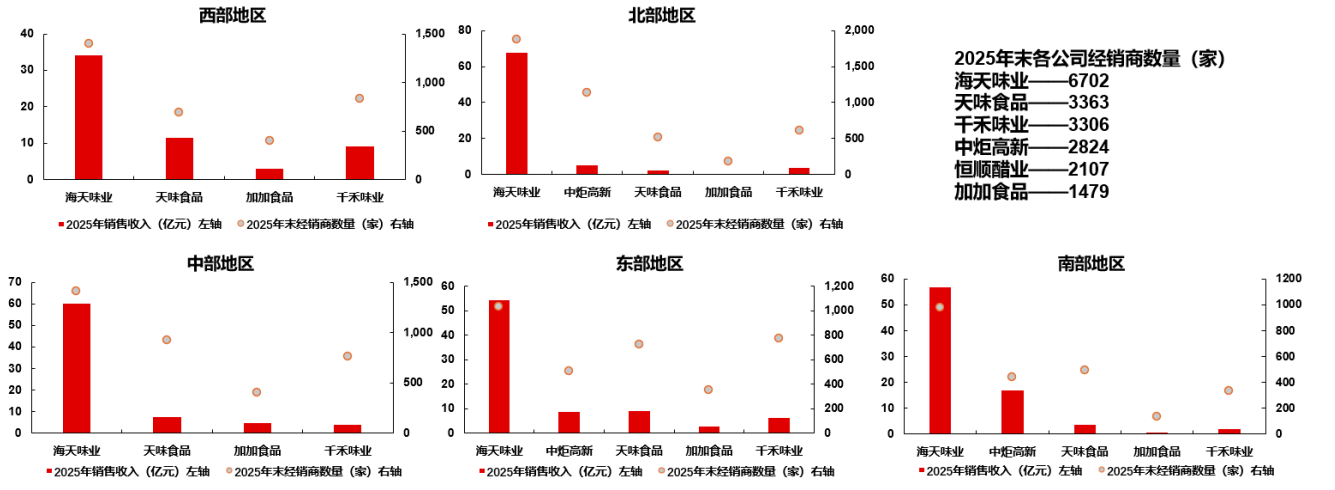


资料来源：公司官网，长江证券研究所

渠道网络布局完善，支撑新品类触达

持续深耕全国市场，渠道覆盖深度、广度领先同业。海天是行业中较少实现全国化渠道网络深度布局的公司。2025 年公司的经销商数量高达 6702 个，达到其他调味品公司的 1.9 倍以上，公司在全国主要区域的渠道网络密度领先，无论是区域的经销商数量还是地区营收均处于领先地位。渠道网络精耕及全国性品牌力的构建，也让海天在新产品推广、渗透新客户时具备较强的协同效应。

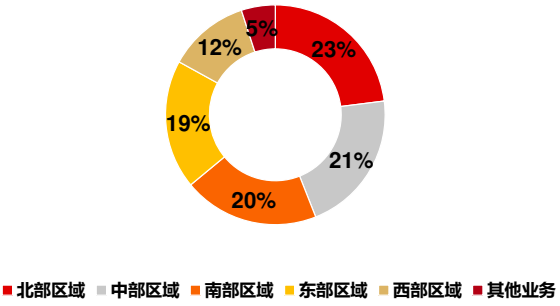
图 42：2025 年调味品公司销售收入（亿元）与经销商（家）分布情况



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所（注：加加食品北部地区数据为 2025 年原公司公告的东北与华北数据合并。）

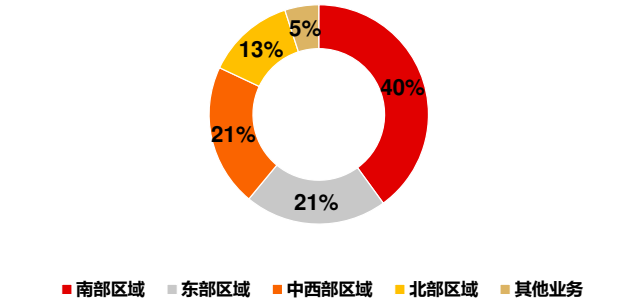
海天的全国化布局均衡。在覆盖广度和深度均领先于竞争对手的同时，海天收入分布相对均衡，不依赖于单一市场输血。对比其他调味品公司，中炬高新优势区域主要是在南部和东部，千禾味业一半左右的收入集中在西部和东部，加加食品主要是集中在华中和华东。

图 43：海天味业收入地区分布（%，2025 年度）



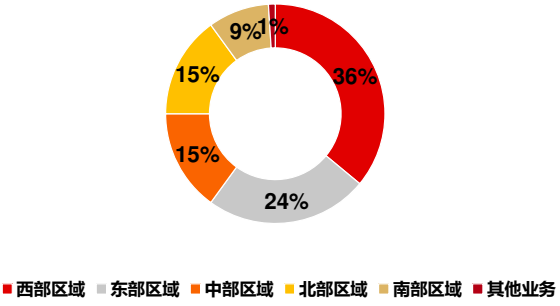
资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 44：中炬高新收入地区分布（%，2025 年度）



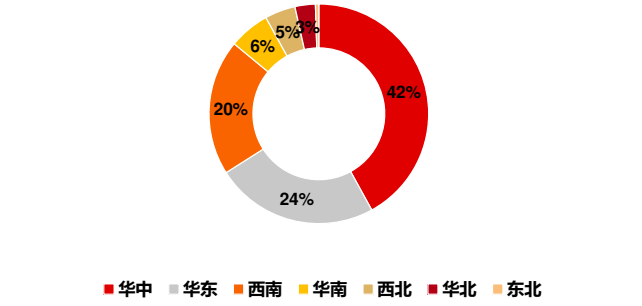
资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 45：千禾味业收入地区分布（%，2025 年度）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

图 46：加加食品收入地区分布（%，2025 年度）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

开展海外市场，加速走向国际化

加速海外织网，构建全球化经营体系。2023 年以来，海天味业明显加快中国香港及海外市场布局，海外经营模式由产品出口逐步向投资、研发、生产、贸易和销售协同发展。2023 年，公司在中国香港设立注册资本 150 万美元的海天国际投资有限公司和注册资本 100 万美元的天麒国际创新有限公司，分别承担海外投资管理和食品研发职能；同年在越南设立注册资本 850 万美元的 Công Ty Tnhh Haday ViệtNam，开展食品及饮料批发业务，初步搭建海外投资、研发和销售平台。2024 年，公司进一步在中国香港设立海天国际贸易有限公司，并在越南设立调味食品生产公司、在印度尼西亚设立食品生产和销售公司，海外布局由前端销售向本地生产和供应链环节延伸。2025 年，公司继续完善全球市场网络，在中国香港设立美洲投资管理平台 Haday Food(AM) Holding Limited。公司三年来在香港以及海外的布局为后续品牌国际化和海外收入增长奠定基础。

表 6：中国香港以及海外子公司

时间	海外公司	地区	注册资本	主要作用
2023 年	海天国际投资有限公司	中国香港	150 万美元	投资与资产管理
2023 年	天麒国际创新有限公司	中国香港	100 万美元	食品研发
2023 年	Công Ty Tnhh Haday Việt Nam	越南	850 万美元	食品、饮料批发
2024 年	海天国际贸易有限公司	中国香港	100 万美元	贸易、投资
2024 年	Công Ty Tnhh Thực phẩm Haday Việt Nam	越南	700 万美元	生产调味食品
2024 年	PT HADAY FOOD INDONESIA	印度尼西亚	200 亿印尼盾	食品生产和销售
2025 年	Haday Food (AM) Holding Limited	中国香港	10 万港元	投资与资产管理
2025 年	Haday US Inc.	美国	250 万美元	食品销售
2025 年	PT HADAY GROUP INDONESIA	印度尼西亚	200 亿印尼盾	食品销售
2025 年	Haday Mexico Food, S.A. de C.V.	墨西哥	5 万墨西哥比索	食品销售
2025 年	Haday Netherlands B.V.	荷兰	10 万欧元	食品销售及欧洲市场节点

资料来源：公司官网，招股说明书，长江证券研究所

印度尼西亚是海天海外本地化经营进展较为明确的市场之一。公司在当地设立经营主体，并围绕穆斯林消费市场推进 HALAL 认证及产品适配；金标生抽、草菇老抽、味极鲜酱油等多个 SKU 已进入永旺印度尼西亚零售体系，实现以当地货币定价、在线销售及本地配送。

表 7：海天味业在永旺印度尼西亚零售渠道的产品及售价情况（截至 2026 年 7 月数据）

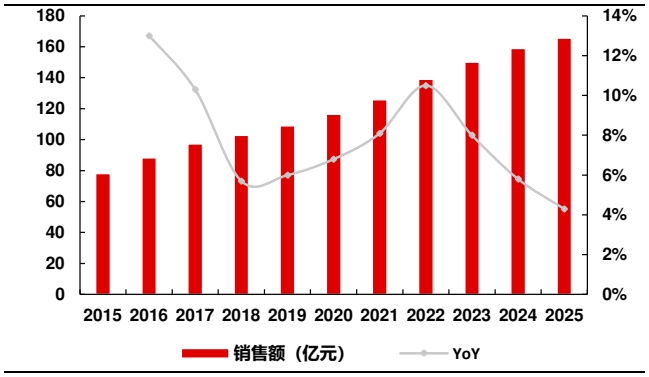
渠道	产品照片	产品名称	价格
永旺印度尼西亚		海天特级酱油 750 毫升	20.4 元
		海天香芝麻油 150 毫升	16.3 元
		海天草菇老抽 500 毫升	13.8 元
		海天金标生抽 500 毫升	12.7 元

资料来源：永旺印度尼西亚旗下 RAISA 官方线上商超，长江证券研究所

印尼，越南市场规模持续扩张，为海天提供海外增量空间。2015~2025 年，印尼调味品行业销，售额由 77.94 亿元增长至 165.57 亿元，越南市场由 61.03 亿元增长至 106.27 亿元，两者市场规模持续扩张，显示出较强的消费需求和品类扩容潜力，海天

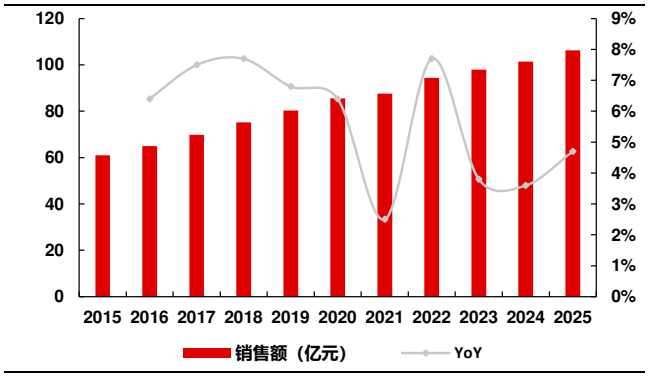
即使以较低份额切入，也有望获得新的收入增长来源，为海天海外业务提供了进一步拓展空间。

图 47：印度尼西亚调味品市场规模（亿元）及其增速（%）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 48：越南调味品市场规模（亿元）及其增速（%）

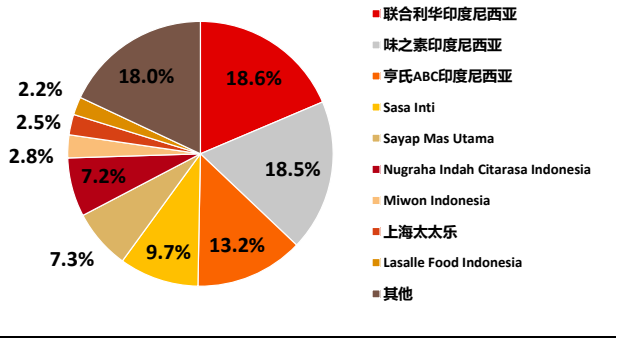


资料来源：欧睿，长江证券研究所

印尼市场呈现“多强并立”的特点，有利于海天在细分赛道上获取份额。截至 2025 年底，联合利华、味之素、亨氏 ABC 分别占 18.6%、18.5%、13.2%，单一企业市占率均未超过 20%，说明市场虽已有成熟企业，但尚未被单一品牌高度垄断，有利于海天通过酱油、蚝油、复合调味品等优势品类上获得增长机会。

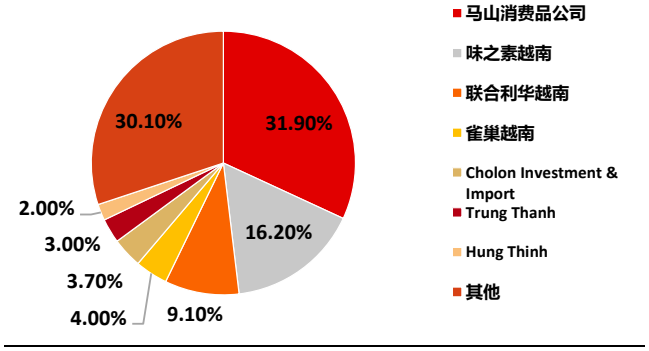
越南市场呈现“一超少强”的特点，海天在细分赛道上仍有较大切入空间。截至 2025 年底，马山消费品公司市占率达到 31.9%，而味之素越南、联合利华越南分别只占 16.2%、9.1%，说明市场仍存在细分品类上的发展空间，海天有望抓住机会，用自身独特优势，在酱油、蚝油及中式复合调味品赛道上寻找突破口。

图 49：印度尼西亚调味品行业竞争格局（2025 年度）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 50：越南调味品行业竞争格局（2025 年度）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

印尼、越南主流调味品类与海天优势产品匹配度较高。2025 年，印尼酱料、烹饪配料及调味品销售额分别达 97.77 亿元、54.62 亿元，越南市场分别达 70.03 亿元、34.70 亿元，均为当地调味品市场的主流品类。印尼、越南复合调味酱 2020~2025 年 CAGR 分别达 10.2%、9.7%，增速较好。海天的酱油、蚝油、调味酱及复合调味品对应上述主流需求，海天海外拓展具备现实落地基础。

表 8：印尼调味品市场分品类销售额及其增速

品类	2025 年销售额（亿元）	当年同比增速	2020~2025 CAGR
烹饪配料及调味品	54.62	6.9%	7.8%
高汤/汤料	29.51	6.8%	8.0%
肉汁块、粉末及调味膏	-	-	-
味精	24.29	6.8%	7.6%
香草及香辛料	0.7	13.4%	12.1%
番茄膏及番茄泥	0.12	3.2%	7.0%
酱料	97.77	2.4%	6.8%
复合调味酱	10.73	8.1%	10.2%
烹饪及佐餐酱料	87.03	1.7%	6.4%
蘸酱	-	-	-
酵母类涂抹酱	-	-	-
腌制品	-	-	-
其他酱料及调味品	13.19	8.0%	9.2%

资料来源：欧睿，长江证券研究所

表 9：越南调味品市场分品类销售额及其增速

品类	2025 年销售额（亿元）	当年同比增速	2020~2025 CAGR
烹饪配料及调味品	34.7	4.8%	5.1%
高汤/汤料	23.12	6.3%	7.1%
肉汁块、粉末及调味膏	-	-	-
味精	10.73	1.5%	1.3%
香草及香辛料	0.84	6.6%	8.6%
番茄膏及番茄泥	-	-	-
酱料	70.03	4.7%	4.1%
复合调味酱	4.18	7.3%	9.7%
烹饪及佐餐酱料	65.84	4.5%	3.8%
蘸酱	-	-	-
酵母类涂抹酱	-	-	-
腌制品	1.54	5.4%	6.2%
其他酱料及调味品	-	-	-

资料来源：欧睿，长江证券研究所

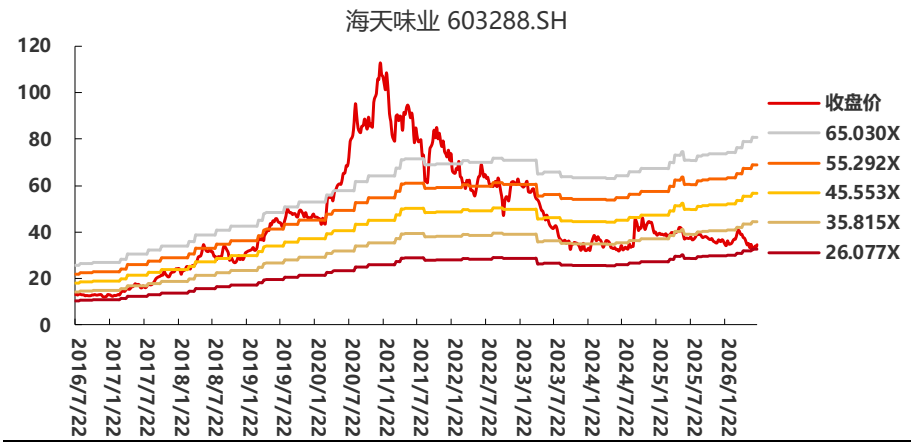
东南亚、印尼、越南市场在较快增长的同时，印尼、越南现有市场格局中也有很多外资，说明当地市场对外来调味品牌具备一定接受度。海天只需把握酱油、蚝油及复合调味品等优势产品机会，依托自身生产与渠道的管理经验形成规模效率，有望在海外市场中逐步获取份额，进一步打开公司成长空间。

盈利预测与估值分析

海天味业站上 A+H 双平台新起点，国际化未来可期，股东回报持续增强。在 2025 年度公司正式踏上 A+H 双平台的新起点，国际化战略向前迈出一大步。且参照公司此前公告承诺的 2025~2027 年度：现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 80%（且不含特别分红），2025 年公司实施中期分红每 10 股 2.6 元，发布股东回报特别分红每 10 股 3 元，叠加 2025 年年度分红，共计派发现金分红约 79.50 亿元，年内现金分红比率达 112.95%，股东回报显著增强。

预计公司 2026/2027 年归母净利润分别为 75.49/85.90 亿元，对应 PE 估值分别为 27/23 倍，当估值水平处于历史较低分位数，维持“买入”评级。

图 51：海天味业 PE-band



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、**需求恢复较慢风险。**过去几年行业的发展轨迹及居民的消费习惯有所改变，随着经济的逐步修复，未来国内需求恢复预计呈现震荡向上特征，但仍然存在恢复较慢的风险，若未来行业及政策发生较大变化，将极大考验公司经营的可持续性和抗风险能力。

2、**行业竞争进一步加剧风险。**随着需求逐步修复，短期可能会导致整体行业竞争进一步加剧，费用投放进一步放大，对企业潜在盈利产生一定影响。

3、**消费者消费习惯发生改变风险。**消费品公司的产品设计、渠道模式、营销手段通常迎合消费者的消费习惯，当前弱复苏背景下消费者的消费习惯或发生改变，对公司策略灵活变动的能力提出挑战。

4、**盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 75.49/85.90/93.59 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若行业竞争加剧、需求相对疲弱，预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 73.61/80.04/84.19 亿元。

表 10：公司营业收入和归母净利润的敏感性分析（单位：百万元）

	基准情形				悲观情形			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,873.38	30,903.40	33,593.79	36,454.13	28,873.38	30,788.05	32,423.83	33,874.53
YOY	7.33%	7.03%	8.71%	8.51%	7.33%	6.63%	5.31%	4.47%
毛利率	40.22%	39.84%	39.96%	40.04%	40.22%	39.69%	40.19%	40.79%
归母净利润	7038.47	7548.50	8589.97	9358.53	7038.47	7361.49	8003.91	8418.93
YOY	10.94%	7.25%	13.80%	8.95%	10.94%	4.59%	8.73%	5.19%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**28873**	**30903**	**33594**	**36454**
营业成本	17260	18590	20169	21857
毛利	**11614**	**12313**	**13424**	**14597**
%营业收入	40%	40%	40%	40%
营业税金及附加	248	244	265	288
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1933	1982	2116	2257
%营业收入	7%	6%	6%	6%
管理费用	700	680	730	784
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	915	958	1008	1094
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-456	-62	-504	-547
%营业收入	-2%	0%	-2%	-2%
加：资产减值损失	-3	-3	-3	-3
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	217	217	217	217
投资收益	18	18	18	18
营业利润	**8664**	**8901**	**10200**	**11113**
%营业收入	30%	29%	30%	30%
营业外收支	-69	62	0	0
利润总额	**8595**	**8963**	**10200**	**11113**
%营业收入	30%	29%	30%	30%
所得税费用	1550	1407	1601	1745
净利润	7045	7556	8599	9368
归属于母公司所有者的净利润	**7038**	**7549**	**8590**	**9359**
少数股东损益	7	8	9	9
EPS（元）	**1.23**	**1.29**	**1.47**	**1.60**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**7746**	**8200**	**10479**	**11237**
取得投资收益收回现金	221	18	18	18
长期股权投资	0	0	0	0
资本性支出	-1276	-1737	-1767	-1774
其他	-12675	0	0	0
投资活动现金流净额	**-13730**	**-1719**	**-1749**	**-1755**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	9578	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-186	145	153	146
筹资成本	-6313	-6871	-8077	-9081
其他	584	0	0	0
筹资活动现金流净额	**3663**	**-6727**	**-7924**	**-8935**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-2320**	**-245**	**806**	**547**

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	24604	24309	25115	25661
交易性金融资产	10105	10323	10540	10758
应收账款	296	245	267	286
存货	2408	2896	3158	3408
预付账款	128	24	26	28
其他流动资产	444	538	560	565
流动资产合计	**37984**	**38335**	**39665**	**40706**
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	2	2
固定资产合计	5223	5114	4877	4516
无形资产	866	1068	1260	1455
商誉	113	173	223	278
递延所得税资产	318	318	318	318
其他非流动资产	7677	7967	8264	8562
资产总计	**52184**	**52978**	**54609**	**55837**
短期贷款	141	286	439	584
应付款项	1506	1601	1752	1895
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	712	728	789	858
应交税费	696	458	489	541
其他流动负债	6799	6936	7646	8173
流动负债合计	**9853**	**10009**	**11114**	**12052**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	27	27	27	27
其他非流动负债	464	464	464	464
负债合计	**10344**	**10500**	**11605**	**12542**
归属于母公司所有者权益	41330	41961	42477	42759
少数股东权益	510	518	526	536
股东权益	**41840**	**42478**	**43004**	**43295**
负债及股东权益	**52184**	**52978**	**54609**	**55837**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.23	1.29	1.47	1.60
每股经营现金流	1.32	1.40	1.79	1.92
市盈率	30.10	26.66	23.43	21.51
市净率	5.24	4.80	4.74	4.71
EV/EBITDA	21.42	17.29	15.84	14.51
总资产收益率	13.5%	14.2%	15.7%	16.8%
净资产收益率	17.0%	18.0%	20.2%	21.9%
净利率	24.4%	24.4%	25.6%	25.7%
资产负债率	19.8%	19.8%	21.3%	22.5%
总资产周转率	0.62	0.59	0.62	0.66

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	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
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%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%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。