

买入（维持）

夯实根基，借势而上

海天味业（603288）深度报告

2025年2月27日

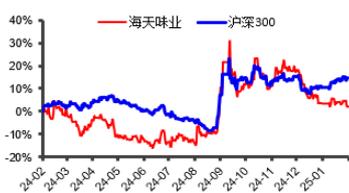
## 投资要点：

分析师：黄冬祎  
SAC 执业证书编号：  
S0340523020001  
电话：0769-22119410  
邮箱：  
huangdongyi@dgzq.com.cn

## 主要数据 2025年2月26日

收盘价(元)	40.44
总市值(亿元)	2,248.71
总股本(亿股)	55.61
流通股本(亿股)	55.61
ROE(TTM)	20.81%
12月最高价(元)	52.99
12月最低价(元)	33.08

## 股价走势



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 相关报告

- **公司是我国调味品龙头企业。**公司于2014年2月在上交所上市，总部位于广东省佛山市，主要从事调味品的生产与销售。经过几十年的发展，公司已拥有丰富的产品矩阵，涵盖酱油、蚝油、调味酱等多个品种，形成了辐射全国的营销网络，成为在国内具有影响力和知名度的调味品企业。根据中国品牌力指数2024C-BPI的榜单，海天获得酱油、蚝油、酱料、食醋行业品牌第一。其中，公司的酱油产品已连续14年获得行业第一品牌，品牌具有一定的竞争力。
- **我国调味品市场规模稳步增长，BC端推动行业发展。**调味品行业具有典型的“小产品、大市场”的特点，近几年我国调味品行业市场规模稳步扩张。B端：近期政策定调积极，考虑到调味品在餐饮端占比较高。在发放消费券、促消费等政策催化下，餐饮有望修复，进而带动餐饮端调味品需求增加。C端：一方面，我国人口结构变化与消费场景外延带动调味品开拓小型化产品，品类日益多样化。另一方面，零添加、少盐等产品有望成为行业未来发展趋势之一，进而带动产品结构优化升级。
- **公司夯实内功，稳中求进。**市场方面，公司积极开拓市场，持续精耕渠道，形成多元化业务布局，并在餐饮端具有比较优势；分品类看，公司在传统核心产品上，积极研发新品，优化产品布局，以提高市场竞争力；原材料方面，公司作为调味品龙头，提价策略可为后续应对成本上涨留下空间。此外，公司对外加强品牌建设与市场推广，对内实行员工持股激发经营活力，市场影响力有望进一步增强。
- **投资策略：维持公司“买入”评级。**公司作为我国调味品行业龙头，积极夯实内功，优化产品与渠道结构，已取得一定成效，管理层近期换届有望开启新征程。短期来看，近期国家政策对消费定调积极，后续促消费范围与力度有望加大，叠加部分地区推出消费券，餐饮消费场景有望稳步恢复，进而对公司餐饮端产品需求起到一定提振。中长期来看，随着居民健康意识提升，零添加、少盐等产品有望成为调味品行业未来发展趋势之一。在这过程中，公司积极拓展市场、优化产品结构，并专注产品研发，开发新品类，市场竞争力有望进一步提升。预计公司2024/2025年每股收益分别为1.13元和1.25元，对应PE估值分别为36倍和32倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，新品推广不及预期，渠道开展不及预期，终端需求恢复不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动风险等。

本报告风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 公司系我国调味品龙头	4
1.1 公司系调味品龙头，品牌影响力强	4
1.2 管理层利益与公司深度绑定，换届开启新征程	4
1.3 酱油贡献主要业绩，产品矩阵日益丰富	5
1.4 公司积极内部改革，2024Q3 业绩韧性增长	7
2. 我国调味品市场规模稳步增长，量价仍有提升空间	8
2.1 我国调味品行业市场规模稳步增长，龙头企业市场份额有较大提升空间	8
2.2 我国调味品渠道结构	10
2.3 B 端：政策定调积极，餐饮回暖带动调味品需求增加	11
2.4 C 端：产品结构升级，多样化满足消费者需求	13
3. 夯实内功，稳中求进	15
3.1 开发新品类，满足市场多元化需求	15
3.2 积极开拓市场，提升竞争力	16
3.3 深耕餐饮渠道，增加消费粘性	17
3.4 加强品牌建设与市场推广	17
3.5 提价策略可为后续应对成本上涨留下空间	18
3.6 实行员工持股计划，为经营发展注入动力	21
4. 财务指标对比分析	21
4.1 盈利指标对比	21
4.2 营运能力对比分析	23
5. 投资建议	23
6. 风险提示	24

## 插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 1 月 13 日）	4
图 3：2019-2024 年前三季度公司主营业务营收结构（%）	7
图 4：2019-2024 年前三季度公司营业总收入与增速（亿元，%）	7
图 5：2019-2024 年前三季度公司归母净利润与增速（亿元，%）	7
图 6：2014-2023 年我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）	8
图 7：2023 年我国基础调味料以收入计的市场份额（按产品类别划分）（单位：%）	9
图 8：我国酱油行业市场规模（十亿元）	9
图 9：2023 年中美日调味品市场 CR5（%）	9
图 10：2024 年我国调味品渠道结构（%）	10
图 11：不同就餐方式调味品人均摄入量（g/公斤食物）	10
图 12：2019-2024 年 12 月单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）	11
图 13：2019-2024 年 12 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）	11
图 14：2016-2024 年我国人口老龄化率（%）	13
图 15：2016-2023 年我国“一人户”家庭数占比（%）	13
图 16：2023 年我国消费者对健康型调味品需求	13
图 17：零添加、轻盐、有机等调味品	14
图 18：公司酱油产品矩阵	15
图 19：公司健康趋势产品展示	16

图 20: 2019-2024 年前三季度公司按区域营收占比 (%)	16
图 21: 2024 年前三季度公司按区域营收占比 (%)	16
图 22: 公司邀请央视主持人开展科普直播	18
图 23: 公司产品原材料构成 (%)	18
图 24: 全国黄豆市场价 (元/吨)	19
图 25: 全国豆粕市场价 (元/吨)	19
图 26: 白砂糖现货价 (元/吨)	19
图 27: 玻璃现货价 (元/平方米)	19
图 28: 2019-2024 年前三季度公司毛利率 (%)	21
图 29: 2019-2024 年前三季度公司净利率 (%)	21
图 30: 2019-2024 年前三季度公司期间费用率 (%)	22
图 31: 2024 年前三季度可比公司毛利率与净利率对比 (%)	22
图 32: 2024 年前三季度可比公司费用率对比 (%)	22
图 33: 2024 年前三季度可比公司应收账款周转天数 (天)	23
图 34: 2024 年前三季度可比公司存货周转天数 (天)	23

## 表格目录

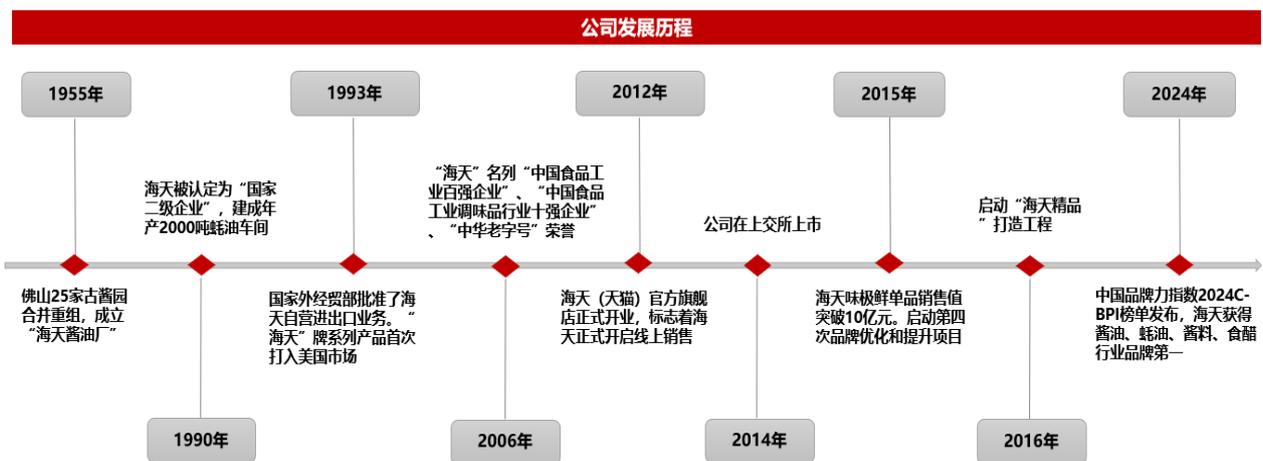
表 1: 公司重要管理层简介	5
表 2: 公司主要产品矩阵	6
表 3: 2024 年 9 月以来重要政策梳理	11
表 4: 海天味业与中炬高新提价时间	20
表 5: 海天味业员工持股计划	21
表 6: 公司盈利预测简表 (截至 2025 年 2 月 26 日)	24

## 1. 公司系我国调味品龙头

### 1.1 公司系调味品龙头，品牌影响力强

公司系我国调味品龙头，品牌影响力强。公司于2014年2月在上交所上市，总部位于广东省佛山市，主要从事调味品的生产与销售。经过多年发展，公司已拥有丰富的产品矩阵，涵盖酱油、蚝油、调味酱等多个品种，形成了辐射全国的营销网络，成为在国内具有影响力和知名度的调味品企业。根据中国品牌力指数2024C-BPI的榜单，海天获得酱油、蚝油、酱料、食醋行业品牌第一。其中，公司的酱油产品已连续14年获得行业第一品牌。此外，公司荣登2024中国品牌价值评价“中华老字号”榜首，品牌影响力进一步增强。

图 1：公司发展历程

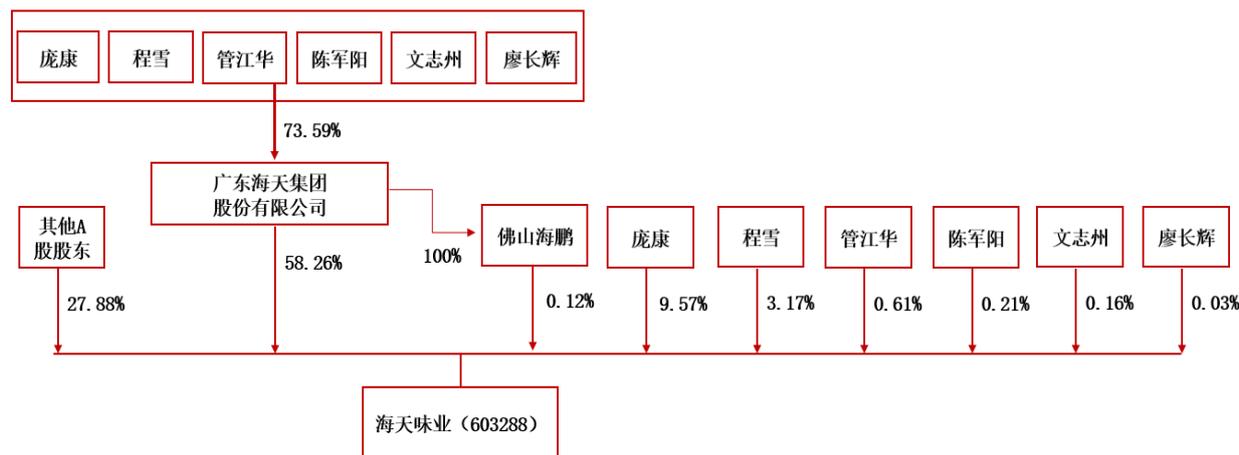


数据来源：海天味业官网，中国品牌力指数研究成果发布平台，东莞证券研究所

### 1.2 管理层利益与公司深度绑定，换届开启新征程

管理层利益与公司深度绑定，换届开启新征程。根据公司提交的港股招股说明书申请版本（第一次呈交），截至2025年1月13日，广东海天集团股份有限公司直接与间接（透过佛山海鹏）持有公司58.38%的股份，是公司的第一大股东。而广东海天则由一致行动人拥有约73.59%的权益，一致行动人亦直接持有公司已发行股本总额合计约13.75%权益（其中庞康、程雪、管江华、陈军阳、文志州、廖长辉分别持有约9.57%、3.17%、0.61%、0.21%、0.16%及0.03%权益）。连同广东海天在公司拥有的权益，一致行动人合计持有公司已发行股本总额约72.12%的权益，与公司深度绑定。2024年9月，公司管理层换届，程雪担任公司董事长。根据任职经历，程雪于1992年加入海天，曾任企业策划总监、副总裁、常务副总裁、董事、副董事长等职务，具有较为丰富的经验。此外，其他新任管理层多数在公司任职时间较长，为公司稳健运营提供了坚实保障。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 1 月 13 日）



数据来源：海天味业港股招股说明书申请版本（第一次呈交）（全文档案），东莞证券研究所

表 1：公司重要管理层简介

姓名	职务	任职时间	简介
程雪	董事长	2024/9/19	1992 年加入海天，曾任企业策划总监、副总裁、常务副总裁、董事等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司董事长。
管江华	总裁	2024/9/19	1998 年加入海天，曾任营业部经理、营运总监、营销副总经理、营运总经理、助理总裁等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司董事、总裁。
夏振东	副总裁	2024/9/19	2006 年加入佛山市海天调味食品股份有限公司，入职至今历任营销区域经理、营销大区总监、片区营销公司总经理、营销事业委员会轮值主任等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司副总裁。
柳志青	副总裁	2024/9/19	2008 年加入海天，入职至今历任仓储部经理、物流中心副总经理、采购中心总监、敏捷中心总监、客制化事业部总经理、总裁处轮值主任等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司副总裁。
桂军强	副总裁	2022/12/9	2007 年加入海天，曾任佛山市海天调味食品股份有限公司蚝油厂经理、工艺部经理、质检部经理、江苏海天总经理、高明园区总经理等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司副总裁。
李军	财务负责人	2022/12/9	2008 年加入海天，曾任财务部主任、财务信息化经理、财务中心副总监、监事等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司财务负责人。
柯莹	董事会秘书	2024/9/19	2008 年加入佛山市海天调味食品股份有限公司，入职至今历任办公室主任、人才发展中心副总监、公共关系中心副总监、营销人力中心总监、法律中心总监等职务，现任佛山市海天调味食品股份有限公司董事会秘书。

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

### 1.3 酱油贡献主要业绩，产品矩阵日益丰富

公司主打酱油、蚝油、调味酱等品类，产品矩阵日益丰富。分品类看，公司拥有涵盖酱

油、蚝油、调味酱、醋、料酒、各类复合调味料以及粮油米面、发酵饮料等丰富品类的产品线，可以满足不同消费者的多样化需求。其中，酱油、蚝油、调味酱、醋、料酒是公司的核心产品。经过多年发展，公司已拥有 1300 多产品 SKU，成功培育了 7 个 10 亿级大单系列、25 个亿级以上产品系列，为消费者提供丰富的产品服务选择。

表 2：公司主要产品矩阵

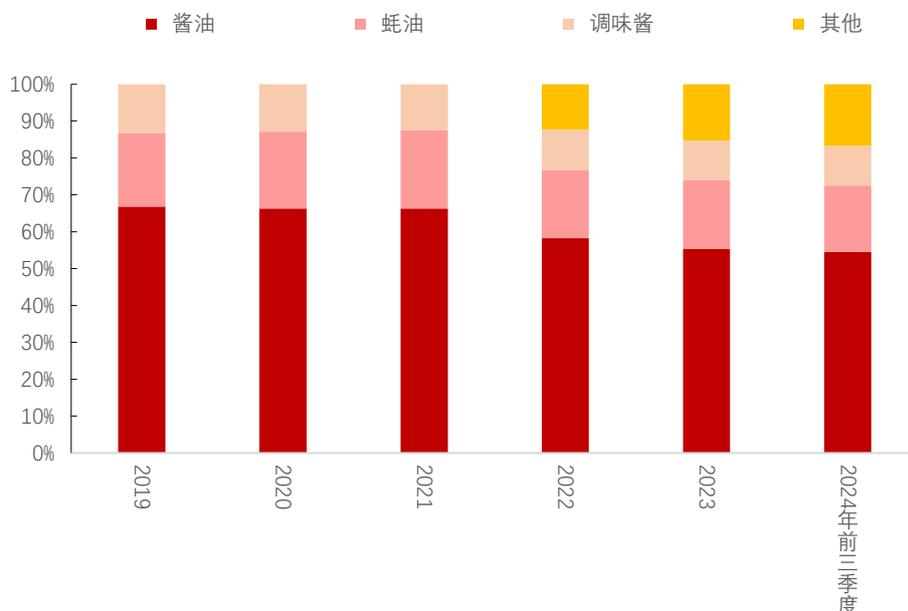
品类	产品展示	概况
海天酱油		海天酱油市场占有率连续多年位居全国第一。公司坚持将传统工艺与现代科学技术相结合，目前海天酱油系列产品已覆盖满足大众日常需求的经典系列、特惠系列、味极鲜系列；满足中高端需求的老字号系列、有机系列、零添加系列；满足特定人群需求的减盐系列、无麸质系列等。
海天蚝油		海天蚝油市场占有率连续多年位居全国第一。海天对蚝油品类做全链研究，涉足生蚝品种开采→蚝汁煮制→蚝油工艺全链条。
海天调味酱		海天调味酱既有黄豆酱、辣椒酱等通用基础酱料，也有柱侯酱、海鲜酱、拌饭酱等适用不同烹饪方式的特色酱料，以及紫苏豆豉酱、桂林风味辣椒酱等满足不同地域口味的酱料，产品线不断丰富。
海天醋		海天开发出白米醋、黑米醋、苹果醋以及具有地方特色的陈醋和香醋等，并在零添加醋、有机醋等细分赛道上积极布局，形成“传统醋+特色醋”的多元产品结构。
海天料酒		海天料酒方面，形成了包括基础系列、高端系列、零添加系列、有机系列等丰富的产品线。

资料来源：海天味业 2024 年半年度报告，东莞证券研究所

**酱油系公司的主要收入来源，产品结构持续优化。**酱油是公司第一大核心品类，贡献主要的收入来源。2024 年前三季度，公司酱油实现营收 103.38 亿元，营收占主营业务收入的比例超过 50%。经过多年的经营发展，公司的酱油系列产品已覆盖满足大众日常需求的经典系列、特惠系列、味极鲜系列，满足中高端需求的老字号系列、有机系列、零添加系列，满足特定人群需求的减盐系列、无麸质系列等，市场竞争力有所提高。此外，

蚝油是公司的第二大品类，2024 年前三季度营收占主营业务收入的比例为 18.07%。从产品结构看，近几年公司不断优化产品结构，积极开发新品类，酱油、蚝油和调味酱三大传统品类的营收占主营业务收入的比例有所下降，而料酒、醋等其他产品占比提升，从 2022 年的 12.32%增加到 2024 年前三季度的 16.69%。

图 3：2019-2024 年前三季度公司主营业务营收结构（%）



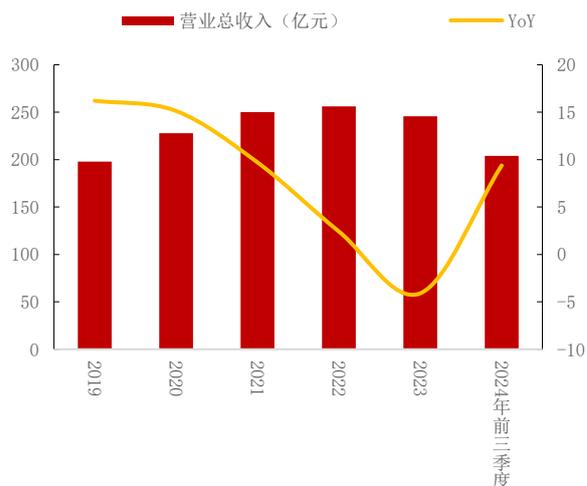
数据来源：同花顺，东莞证券研究

#### 1.4 公司积极内部改革，2024Q3 业绩韧性增长

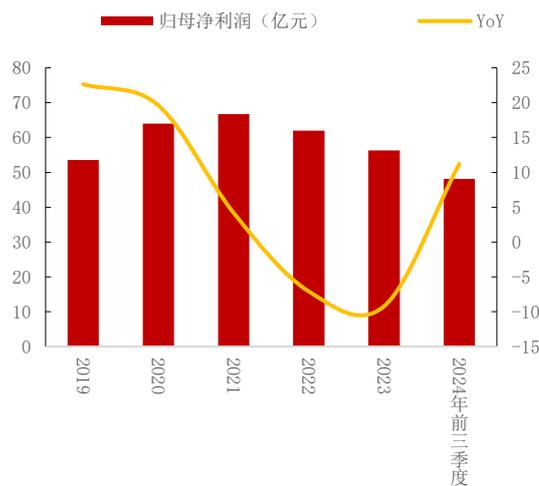
**公司积极内部改革，2024Q3 业绩韧性增长。**疫后需求弱复苏，公司业绩亦呈现一定波动，2023 年公司营业总收入与归母净利润增速同比均下滑。在需求弱复苏的背景下，公司积极对产品、渠道、终端建设等方面进行改革，并取得一定成效，带动业绩实现韧性增长。2024 年前三季度，公司实现营业总收入 203.99 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利润 48.15 亿元，同比增长 11.23%。单季度看，2024Q3，公司营业总收入与归母净利润分别为 62.43 亿元/13.62 亿元，同比分别增长 9.83%/10.50%。

图 4：2019-2024 年前三季度公司营业总收入与增速（亿元，%）

图 5：2019-2024 年前三季度公司归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



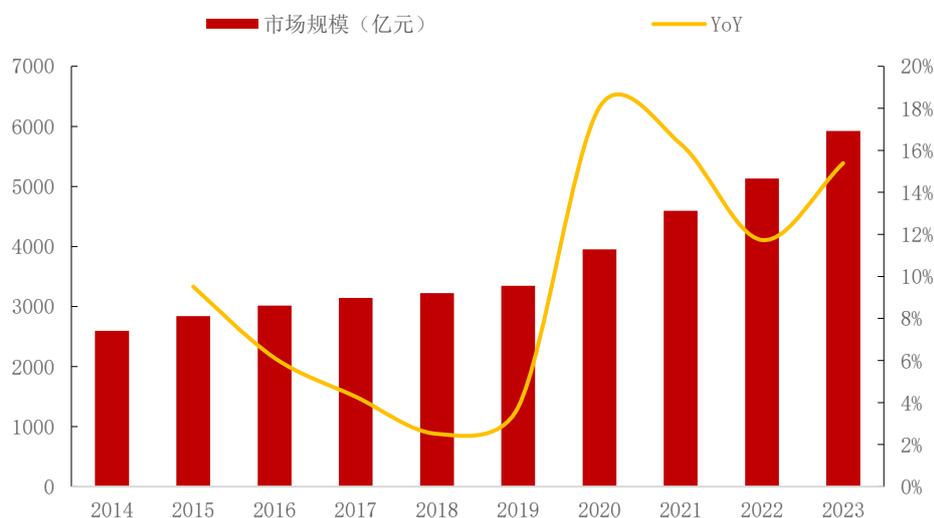
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 2. 我国调味品市场规模稳步增长，量价仍有提升空间

### 2.1 我国调味品行业市场规模稳步增长，龙头企业市场份额有较大提升空间

我国调味品行业市场规模稳步扩张。作为生活必需品，调味品行业具有典型的“小产品、大市场”的特点，近几年我国调味品行业市场规模稳步扩张。2014-2023年，我国调味品行业的市场规模从2595亿元增加至5923亿元，年均复合增速为9.6%。

图 6：2014-2023 年我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）

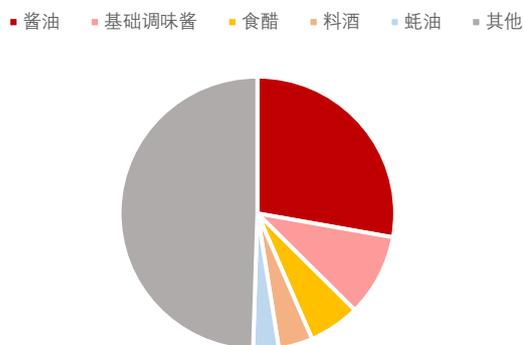


数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

酱油在调味品中份额占比最高，近几年市场规模稳中有升。酱油作为传统的调味品，在我国调味品市场中拥有稳定的消费群体。根据弗若斯特沙利文数据显示，2023年我国酱油在基础调味料的占比约27.8%，占整体调味品行业的占比约21.0%，市场份额最高。从市场规模来看，虽然疫后消费弱复苏对餐饮端酱油需求产生一定冲击，但考虑到酱油呈现高频、刚需、大基数等特点，近几年来市场规模稳中有升。弗若斯特沙利文数据显示，

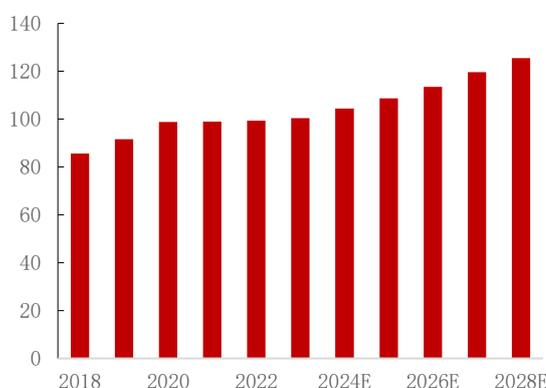
按收入计算，2023 年我国酱油市场规模为 1004 亿元，2018 年至 2023 年我国酱油的复合年增长率为 3.2%，预计 2023 年至 2028 年我国酱油的复合年增长率为 4.6%。

图 7:2023 年我国基础调味料以收入计的市场份额（按产品类别划分）（单位：%）



数据来源：海天味业港股招股说明书申请版本（第一次呈交）（全文档案），弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

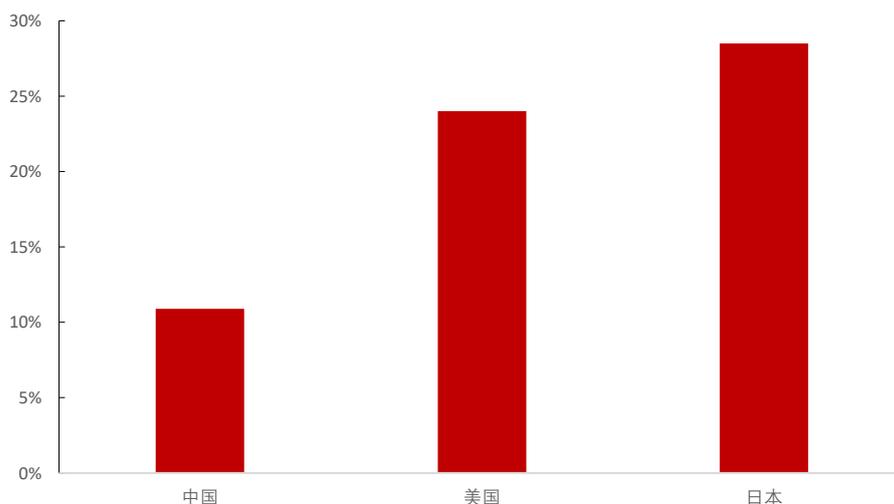
图 8: 我国酱油行业市场规模（十亿元）



数据来源：海天味业港股招股说明书申请版本（第一次呈交）（全文档案），弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

我国调味品市场集中度较低，龙头企业市场份额有较大提升空间。从集中度来看，以 2023 年收入计，中国调味品行业前五大企业市场份额集中度为 10.9%，低于美国的 24.0% 和日本的 28.5%。在调味品产品逐步向复合化、便捷化、健康化等方向发展，叠加国内市场区域下沉、国际市场需求扩容等背景下，我国调味品龙头企业市场份额有较大的提升空间。

图 9: 2023 年中美日调味品市场 CR5 (%)

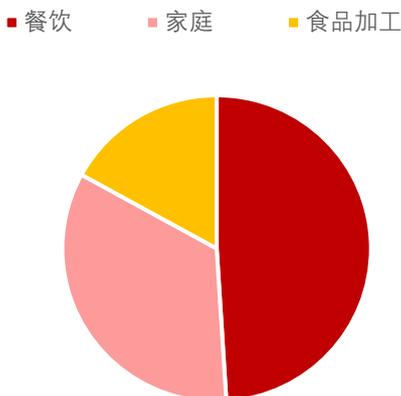


数据来源：海天味业港股招股说明书申请版本（第一次呈交）（全文档案），弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

## 2.2 我国调味品渠道结构

我国调味品渠道结构以餐饮为主。根据艾媒咨询数据显示，我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，为49%左右。家庭端与食品加工渠道占比分别为34%与17%。

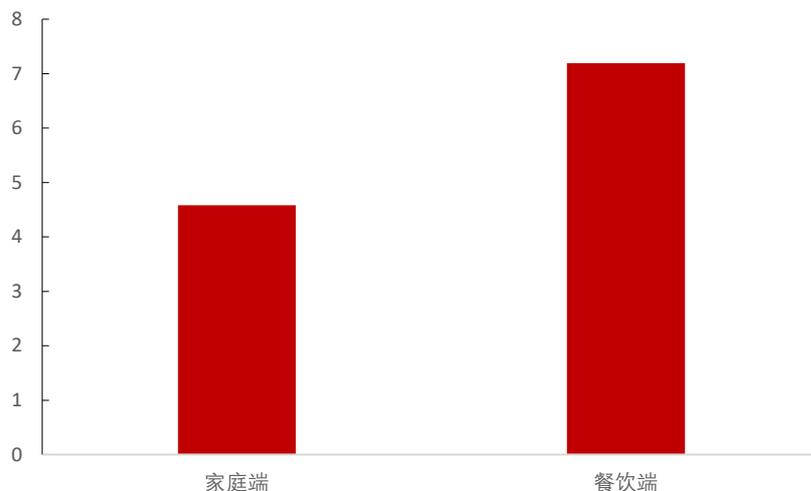
图 10：2024 年我国调味品渠道结构（%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

我国调味品餐饮端人均摄入量高于家庭端。为追求食物口味的最佳效果，调味品在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。具体数据来看，餐饮端调味品的人均摄入量为7.2g/公斤，约为家庭端的1.6倍。

图 11：不同就餐方式调味品人均摄入量（g/公斤食物）

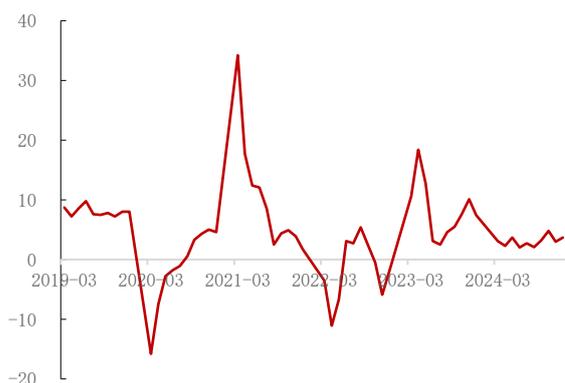


数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

### 2.3 B 端：政策定调积极，餐饮回暖带动调味品需求增加

我国消费延续弱复苏。2024 年，我国社会消费品零售总额 48.79 万亿元，同比增长 3.5%，消费延续弱复苏态势。2024 年单 12 月，我国社零总额 4.52 万亿元，同比增长 3.7%。分品类看，2024 年，我国社零中商品零售收入 43.22 万亿元，同比增长 3.2%；餐饮收入 5.57 万亿元，同比增长 5.3%。2024 年单 12 月，我国商品零售收入 3.96 万亿元，同比增长 3.9%；餐饮收入 5549 亿元，同比增长 2.7%。

图 12：2019-2024 年 12 月单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 13：2019-2024 年 12 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

政策定调积极，餐饮端调味品需求有望增加。2024 年 9 月 24 日以来，国家重磅政策组合拳出台，一定程度上提振了市场信心。2024 年 12 月中央政治局会议与中央经济工作会议提出“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。2025 年 2 月国务院常务会议研究提振消费有关工作，会议指出“要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置”。近期会议对消费定调的变化凸显了消费的重要性在不断上升，预计后续促消费政策的范围和力度都有望加大。考虑到调味品在餐饮端占比较高，在促消费政策、发放消费券等因素催化下，餐饮有望修复，进而带动调味品需求增加。

表 3：2024 年 9 月以来重要政策梳理

时间	会议	内容
2024/9/24	国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况	<p><b>降低存款准备金率和政策利率。</b></p> <p>(1) 下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25 至 0.5 个百分点。</p> <p>(2) 降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7% 调降至 1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。</p>
		<p><b>降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。</b></p> <p>(1) 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。</p> <p>(2) 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。</p>

		<p>(3) 将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。</p> <p>(4) 将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。</p> <p><b>创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。</b></p> <p>(1) 创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。<b>计划首期操作规模5000亿元。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。</b></p> <p>(2) 创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。<b>首期额度3000亿元。</b></p>
2024/9/26	中央政治局会议	<p>加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。</p>
2024/10/8	国务院新闻办举行新闻发布会，介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况	<p>在有效落实存量政策的同时，围绕<b>加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场</b>等五个方面，加力推出一揽子增量政策，推动经济持续回升向好。</p>
2024/10/17	国新办举行新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	<p><b>四个取消：</b>取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。</p> <p><b>四个降低：</b>降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。</p> <p><b>两个增加：</b>新增实施100万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元。</p>
2024/11/8	全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，介绍增加地方政府债务限额置换存量隐性债务有关政策情况	<p>为贯彻落实党中央决策部署，在压实地方主体责任的基础上，建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024年末地方政府专项债务限额将由29.52万亿元增加到35.52万亿元。</p>
2024/12/9	中共中央政治局召开会议	<p>明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。<b>要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。</b></p>
2024/12/11-12	中央经济工作会议	<p>实施更加积极有为的宏观政策，<b>扩大国内需求</b>，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。</p>

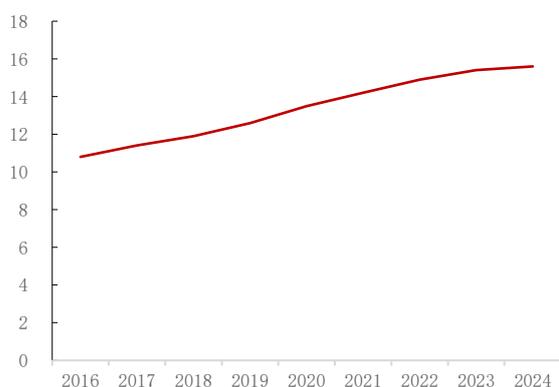
2025/2/10	国务院常务会议	国务院总理李强2月10日主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作。会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。 <b>要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。</b>
-----------	---------	---

资料来源：中国政府网，新华社，东莞证券研究所

## 2.4 C端：产品结构升级，多样化满足消费者需求

我国人口结构变化与消费场景外延带动调味品开拓小型化产品，品类日益多样化。从人口结构来看，近几年我国老龄化趋势日渐凸显。根据国家统计局数据，2016-2024年我国65岁及以上人口占比从10.80%增加至15.60%。与此同时，受晚婚、外出打工人数增加等因素影响，我国“一人户”家庭数占比呈增长态势。2016-2023年，我国“一人户”家庭数量占比从14.10%增加至17.80%。此外，近几年我国露营经济发展火爆。由于小瓶装调味品适用于人数较少的消费场景，可以较好地满足我国人口结构变化，同时亦适合消费者户外露营等携带使用，小瓶调味品在市场中应运而生。在我国人口结构变化叠加消费者生活方式多元化的背景下，预计调味品小型化趋势有望延续，品类日益多样化，进而推动产品结构优化。

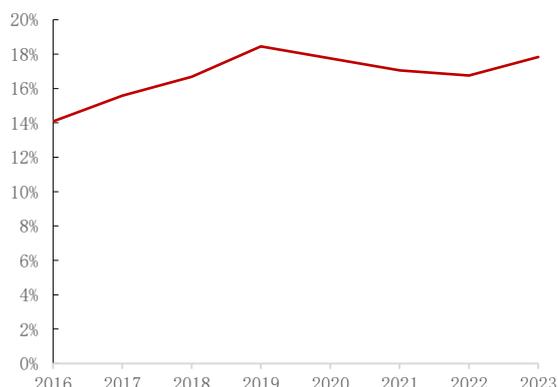
图 14：2016-2024 年我国人口老龄化率（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

注：人口老龄化年龄阶段：65岁及以上

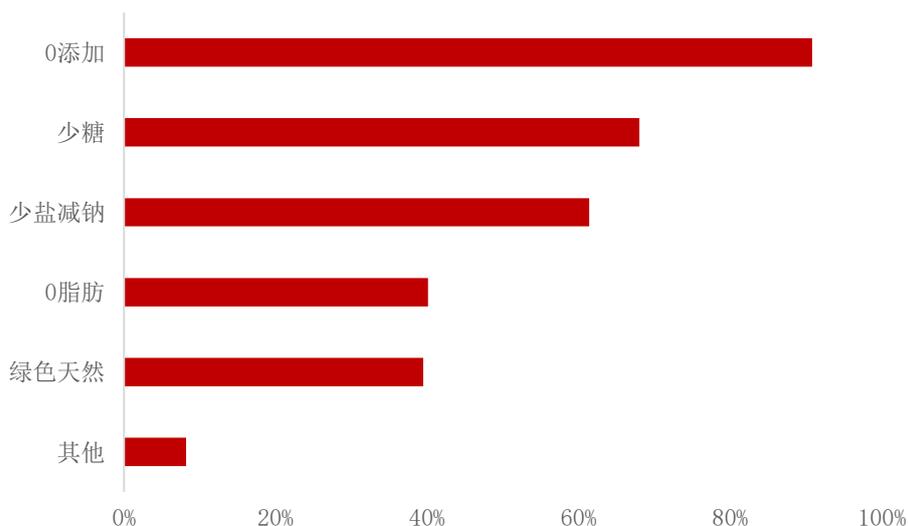
图 15：2016-2023 年我国“一人户”家庭数占比（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

**消费者对调味品配料表的关注度提高。**在居民生活水平不断提高以及健康意识日益增强的背景下，消费者对零添加、有机、低盐等健康化、特色化产品的关注度日益提升。根据市场调研数据显示，2023年，消费者对零添加调味品的需求达到90.8%，对少糖、少盐的调味品需求比例分别为68.0%和61.4%。

图 16：2023 年我国消费者对健康型调味品需求



数据来源：中国调味品协会大数据信息中心，东莞证券研究所

零添加、少盐等产品有望成为行业未来发展趋势之一，带动产品结构优化升级。为顺应趋势、提高产品的市场竞争力，调味品公司近几年亦在传统产品的基础上，不断丰富产品矩阵，相继开发零添加、低盐、有机等新品类，优化产品结构，以满足消费者多样化需求。随着“低盐少糖”的健康理念逐步被消费者认可，预计健康化、特色化将是调味品未来发展的趋势之一，进而带动调味品市场规模增长。

图 17：零添加、轻盐、有机等调味品



数据来源：海天味业官网，千禾味业官网，李锦记官网，东莞证券研究所

### 3. 夯实内功，稳中求进

#### 3.1 开发新品类，满足市场多元化需求

对于传统核心产品，公司积极开发有机、少盐等产品。公司长期重视产品研发，聚焦核心发酵技术，并加快新技术的应用落地。截至 2024 年 9 月 30 日，公司拥有产品研发、菌种培育、大数据发酵等 1000 多项专利。对于传统的酱油、蚝油等产品，除了保持原有产品的核心竞争力之外，公司紧跟市场趋势，在产品健康化、产品口味风味升级、个性化定制化功能产品等研发方面取得了一定进展。以酱油为例，公司目前酱油产品矩阵已涵盖经典系列、老字号系列、特级系列、有机系列等产品，以满足消费者多样化需求。

图 18：公司酱油产品矩阵



数据来源：海天味业官网，东莞证券研究所

研发新品类，打造第二成长曲线，满足市场多元化需求。除核心产品外，公司积极研发新品类，以打造第二成长曲线。2021 年以来，公司陆续推出火锅调料、凉拌汁、发酵饮料、油、米等新品类，丰富产品矩阵，以提高市场竞争力。此外，公司针对不同地区的饮食文化与消费者口味偏好，开发了具有地方特色的产品，如在川渝地区推出麻辣鲜香口味更浓郁的酱油和火锅底料，在广东地区推出更适合粤菜烹饪的清淡型蚝油等。在包装方面，公司推出挤挤装、mini 装小分量等产品，以提高产品的便捷度，进而提升产品竞争力。

公司营养健康系列产品同比实现较快增长。目前，公司已推出有机、低糖或减糖、低盐

或减盐、低脂或减脂、营养强化等健康趋势产品共计 200 余款，营养健康产品线覆盖率进一步提升。截至 2024 年 9 月 30 日，公司有机、减盐、减糖等营养健康系列产品收入增长 28.9%。

图 19：公司健康趋势产品展示



数据来源：海天味业官网，东莞证券研究所

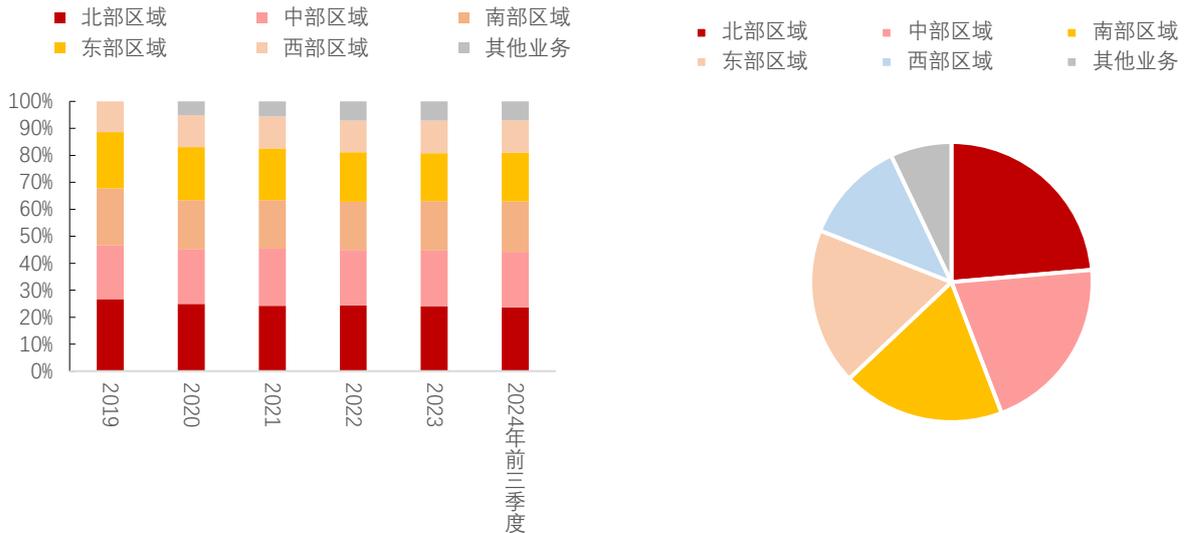
### 3.2 积极开拓市场，提升竞争力

公司积极开拓市场，全国布局相对均衡。公司以经销为主，积极开拓市场。经过多年的经营发展，公司已形成了全国化的市场布局，触达国内几乎 100%的市级覆盖及近 90%的县级覆盖。2024 年前三季度，公司在北部/中部/南部/东部/西部区域的营收分别为 48.16 亿元/42.05 亿元/38.10 亿元/36.93 亿元/24.42 亿元，对应营收占比分别为 23.61%/20.61%/18.68%/18.10%/11.97%。全国化的布局策略，使公司市场影响力稳步提升。凯度消费者指数发布的《2023 年全球品牌足迹报告》显示，海天以 7.98 亿消费者触及数、83.9%的渗透率，排名中国消费者十大首选品牌第 4 位。

**探索海外市场，提升国际竞争力。**公司在发展国内市场的同时，逐步探索海外市场，以越南等东南亚国家为试点，并持续关注欧美市场的需求，提高国际竞争力。目前，公司短期考虑海外市场以出口为主，长期或投资建厂。

图 20：2019-2024 年前三季度公司按区域营收占比 (%)

图 21：2024 年前三季度公司按区域营收占比 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

### 3.3 深耕餐饮渠道，增加消费粘性

**公司深耕餐饮渠道，增加消费粘性。**一般而言，厨师使用调味品的频次高，且为了保证菜品味道的质量，一旦对特定调味品产生消费粘性，便不会轻易更换，品牌忠诚度较高。公司以此为切入口，积极深耕餐饮渠道。公司此前已向新东方烹饪学校提供海天酱油等调味品，供学生在烹饪过程中使用。此外，公司积极举办烹饪比赛，如“海天鼎厨杯”全国烹饪技能锦标赛，进一步加深了市场对海天产品的认知和认同感。通过长期的合作和互动，公司培养了厨师对海天产品的使用习惯，增加了消费粘性，推动了公司产品在餐饮市场的普及。

**多元布局，打造核心壁垒。**除培育厨师消费粘性之外，公司还针对餐饮渠道的特点，推出了多样化的产品，满足不同餐饮客户的需求。2023年公司推出了多款“一汁成菜”系列，如白灼汁、凉拌汁、海鲜捞汁等，简化了烹饪过程，适合餐饮企业快速出餐。此外，随着餐饮连锁化和预制菜行业的发展，公司还设立了专门机构，为大B端客户提供个性化、定制化的解决方案。目前，公司在餐饮渠道的占比已经超过了60%，在行业中具有竞争优势，形成了一定壁垒。

**公司注重产品性价比，以满足餐饮企业对成本控制的需求。**由于餐饮企业对成本的把控较为严格，公司通过优化供应链和成本管理，注重产品性价比，在价格、质量方面拥有双重保障，以满足餐饮企业对成本控制的需求。

### 3.4 加强品牌建设与市场推广

**公司积极加强品牌建设，通过多种营销手段提升市场影响力。**在经营过程中，公司通过赞助热门综艺、开展社交媒体互动活动等方式，增强市场影响力。2022年，公司品牌标志与推广活动的链接出现在央视《天气预报》节目。此外，公司推出多部展示品牌价值的故事专题片，如《晒太阳的人》、《亿万人在意的，也是我们在意的》等，在多个主要

电视频道的黄金时段播出。此外，公司创新多元化的营销渠道触达多个年龄段的客户群体和各类家庭，如真人秀节目《极限挑战》、歌唱类节目《歌手》、语言类节目《吐槽大会》、情感类节目《非诚勿扰》等。2024年，公司继续发力携手热门脱口秀综艺，与美团闪购、饿了么跨界合作开展“干饭节”活动。2024年9月，公司邀请央视主持人以科普直播形式为全球消费者在线科普健康生活知识。数据统计，当日直播观看超3100万人次，直播互动突破1000万。科普周期间，海天系列科普知识覆盖人次超2亿。此外，公司在全国各地的快闪店创造性地推出了酱油冰淇淋，在社交媒体上亦获得了一定的关注。

图 22：公司邀请央视主持人开展科普直播



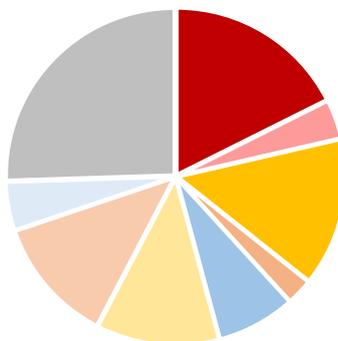
数据来源：海天味业官网，东莞证券研究所

### 3.5 提价策略可为后续应对成本上涨留下空间

**公司产品原材料构成。**在公司原材料构成中，大豆、豆粕、白糖、包材等是生产产品的主要原材料。其中，大豆采购金额占比最大，约17.6%；白砂糖采购金额占比约14.4%。玻璃在包材中的占比最大，约为12.2%。

图 23：公司产品原材料构成（%）

■大豆 ■盐 ■白砂糖 ■小麦粉 ■味精 ■塑料瓶 ■玻璃瓶 ■纸箱 ■其他



数据来源：海天味业首次公开发行股票招股说明书（更新版），东莞证券研究所

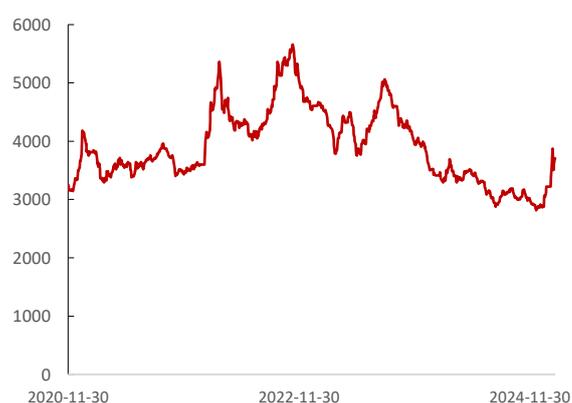
2024 年以来，公司成本压力有所缓解。2024 年，大豆、豆粕等原材料价格有所下行，公司成本压力有所缓解。大豆、豆粕方面，春节国内油厂停工，豆粕供给趋紧，而饲料需求仍维持高位，带动豆粕价格抬升。春节后，国内大豆油厂开机率大幅回升，供给增加，或对未来价格形成一定压制。与此同时，天气、政策以及国外生产情况等，均会对大豆与豆粕价格产生影响。白糖方面，今年是本轮全球食糖增产周期的第 2 年，供给多的格局有望延续且需求尚未出现明显提振，预计糖价上涨受到压制。玻璃方面，节后玻璃价格有所下降，主要是终端需求偏弱，且玻璃库存较高，后续持续关注政策、库存及需求等情况。

图 24：全国黄豆市场价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

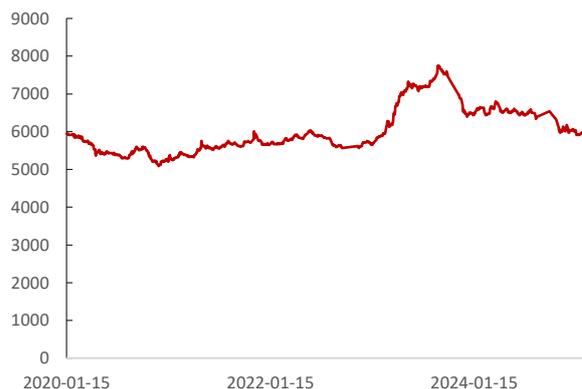
图 25：全国豆粕市场价（元/吨）



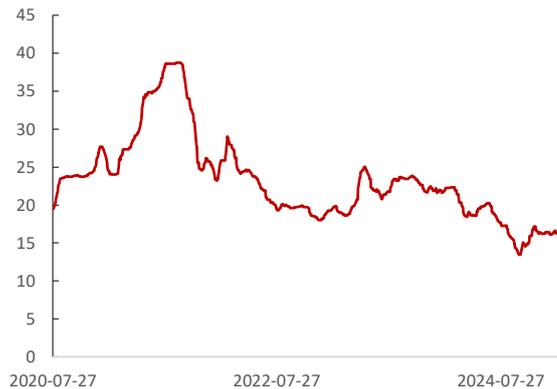
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 26：白砂糖现货价（元/吨）

图 27：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

公司提价策略可为后续应对成本上涨留下空间。根据过往的产品提价时间，公司作为调味品龙头，可以凭借其强大的品牌影响力，在提价后带来调味品新一轮提价周期。2020年大豆、豆粕、包材等原材料价格持续走高。为应对成本上涨压力，2021年10月公司宣布对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度在3%-7%不等。此后，行业迎来涨价潮，中炬高新、千禾味业、李锦记等产品纷纷对产品进行提价，以对冲原材料成本上涨。目前，虽然调味品企业面临的成本压力有所降低，但公司的龙头提价策略可为后续应对成本上涨留下空间。

表 4：海天味业与中炬高新提价时间

提价时间	海天味业	中炬高新
2010	12月对酱油等产品提价约4%	
2011		下半年对产品提价约6%-7%
2012	7-9月对多数产品提价约4%-5%	
2013		7月对厨邦与美味鲜产品提价约5%
2014	11月对多数产品提价约4%	
2015		
2016	12月对收入占比70%-80%的单品提价约5%	
2017		3月对所有产品提价约5%-6%
2018		
2019		
2020		
2021	10月对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为3%-7%不等	11月对70%产品，平均提价幅度3%-10%

资料来源：海天味业、中炬高新关于对部分产品价格调整的公告，新浪网，东莞证券研究所

### 3.6 实行员工持股计划，为经营发展注入动力

公司实行员工持股计划，为经营发展注入动力。为进一步激发员工积极性，提高经营效率，2023年10月公司以集中竞价方式回购公司股份，用于实施员工持股计划或者股权激励计划，回购金额不低于人民币5亿元（含）且不超过人民币8亿元（含）。公司回购目前已完成，实际回购金额为5.64亿元。2024年9月，公司发布员工持股计划，股票来源于拟受让公司回购专用证券账户回购的股票。本次员工持股计划时间为2024-2028年，参加对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心管理人员及骨干员工，合计不超过800人，受让价为36.87元/股，对应公司业绩考核指标为2024年归母净利润同比增长不低于10.8%。此次员工持股计划可积极调动员工积极性，为公司经营发展注入活力，公司内生增长动能进一步增强。

表 5：海天味业员工持股计划

公司名称	公告时间	公告名称	主要内容
海天味业	2024/9/20	2024年-2028年员工持股计划	参与人员合计不超过800人，其中参与2024年计划的董事、监事及高级管理人员总持股比例合计不超过15%。2024年计划的对应公司业绩考核指标为2024年归属于母公司的净利润相较于2023年增长不低于10.8%，受让价格为36.87元/股。

资料来源：海天味业2024年-2028年员工持股计划，东莞证券研究所

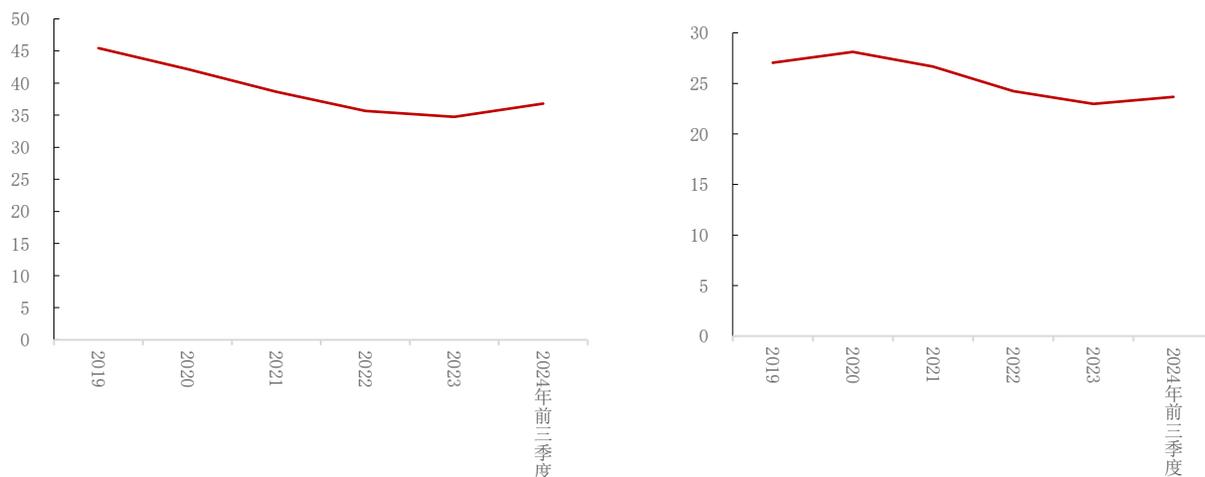
## 4. 财务指标对比分析

### 4.1 盈利指标对比

公司2024年前三季度盈利水平企稳。2020-2022年，受疫后餐饮需求弱复苏、大豆等原材料价格上涨等因素扰动，公司毛利率与净利率出现不同幅度下滑。2023年虽大豆等部分原材料价格下行，但需求延续弱复苏，公司盈利水平同比下降。2024年以来，公司积极对产品、渠道、终端建设等方面进行变革，库存相对良性，叠加成本压力趋缓，公司2024年前三季度盈利水平同比提升。2024年前三季度，公司毛利率为36.78%，同比增加1.29个百分点；净利率为23.67%，同比增加0.41个百分点。目前在政策积极定调背景下，餐饮端需求有望稳步恢复。同时，公司积极优化产品与渠道结构，预计公司盈利能力有修复空间。

图 28：2019-2024 年前三季度公司毛利率（%）

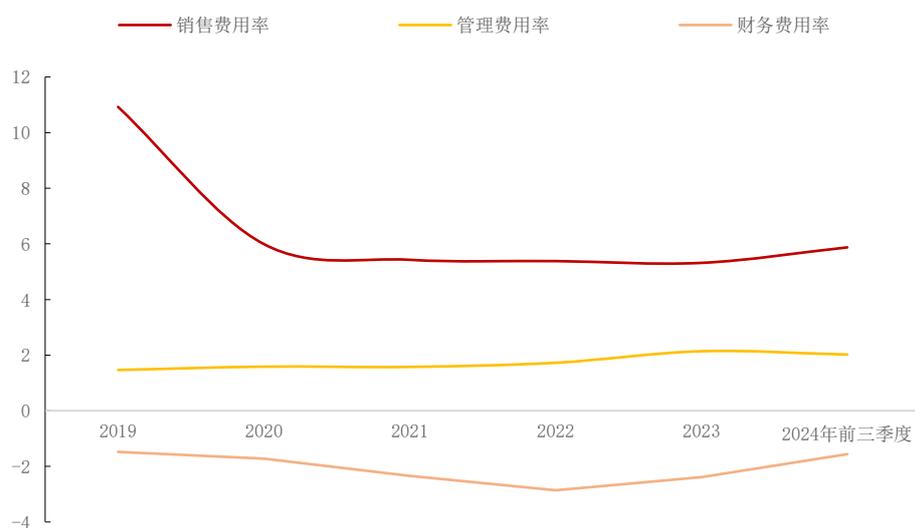
图 29：2019-2024 年前三季度公司净利率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 30：2019-2024 年前三季度公司期间费用率（%）

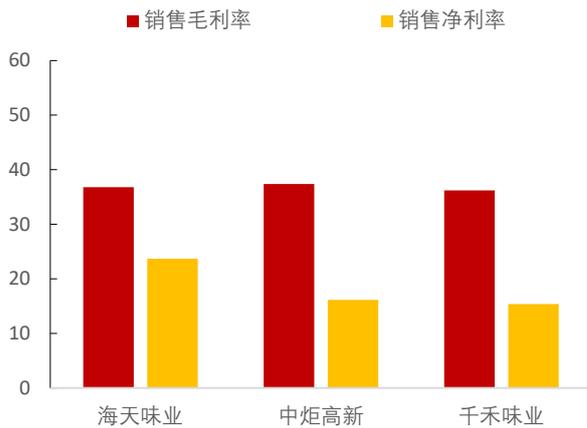


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

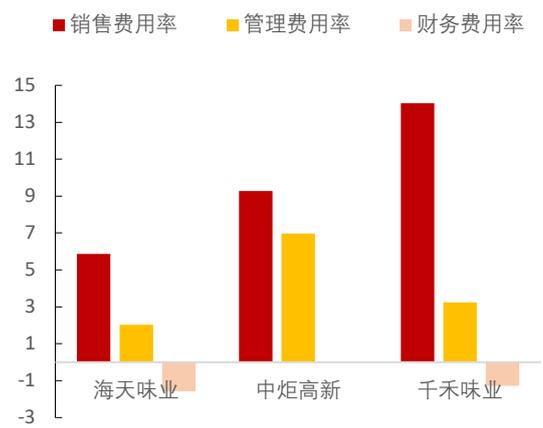
公司费用结构具有比较优势，净利率高于可比公司水平。与可比公司进行对比，公司 2024 年前三季度的毛利率为 36.78%，在可比公司中处于中游位置。但由于公司作为调味品行业龙头，费用管控力度较好，期间费用率较低，在可比公司中费用结构具有比较优势，2024 年前三季度公司的净利率为 23.67%，高于可比公司水平。

图 31：2024 年前三季度可比公司毛利率与净利率对比（%）

图 32：2024 年前三季度可比公司费用率对比（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

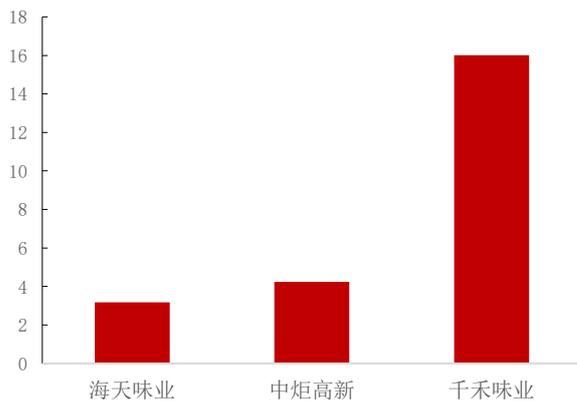


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 4.2 营运能力对比分析

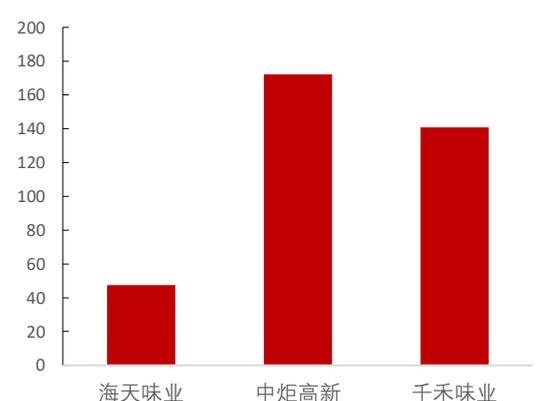
公司的应收账款与存货周转速度较快，周转天数低。公司作为调味品行业的龙头企业，其产品在市场中具有一定的竞争力，叠加公司对渠道商具有一定的话语权，采用先款后货的结算方式，使公司在可比公司中的应收账款周转天数较短。2024年前三季度，公司的应收账款周转天数为3.18天，在可比公司中比较优势明显。除应收账款外，对于下游消费者来说，公司产品在消费者中的认可度高，使存货周转速度较快。截至2024年前三季度，公司存货周转天数为47.43天，低于可比公司水平。

图 33：2024 年前三季度可比公司应收账款周转天数（天）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 34：2024 年前三季度可比公司存货周转天数（天）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 5. 投资建议

维持公司“买入”评级。公司作为我国调味品行业龙头，积极夯实内功，优化产品与渠道结构，已取得一定成效，管理层近期换届有望开启新征程。短期来看，近期国家政策对消费定调积极，后续促消费范围与力度有望加大，叠加部分地区推出消费券，餐饮消费场景有望稳步恢复，进而对公司餐饮端产品需求起到一定提振。中长期来看，随着居

民健康意识提升，零添加、少盐等产品有望成为调味品行业未来发展趋势之一。在这过程中，公司积极拓展市场、优化产品结构，并专注产品研发，开发新品类，市场竞争力有望进一步提升。预计公司 2024/2025 年每股收益分别为 1.13 元和 1.25 元，对应 PE 估值分别为 36 倍和 32 倍，维持“买入”评级。

表 6：公司盈利预测简表（截至 2025 年 2 月 26 日）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>24559</b>	<b>27261</b>	<b>30123</b>	<b>33136</b>
<b>营业总成本</b>	<b>18184</b>	<b>20051</b>	<b>22111</b>	<b>24252</b>
营业成本	16029	17583	19369	21207
营业税金及附加	194	221	241	272
销售费用	1306	1445	1581	1723
管理费用	526	559	602	656
财务费用	-585	-550	-560	-570
研发费用	715	793	877	964
公允价值变动净收益	213	140	145	145
资产减值损失	-4	0	(6)	(7)
<b>营业利润</b>	<b>6745</b>	<b>7503</b>	<b>8298</b>	<b>9160</b>
加：营业外收入	10	11	10	10
减：营业外支出	16	12	11	13
<b>利润总额</b>	<b>6739</b>	<b>7501</b>	<b>8298</b>	<b>9157</b>
减：所得税	1097	1223	1353	1493
<b>净利润</b>	<b>5642</b>	<b>6279</b>	<b>6945</b>	<b>7665</b>
减：少数股东损益	16	18	19	21
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>5627</b>	<b>6261</b>	<b>6926</b>	<b>7643</b>
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>1.01</b>	<b>1.13</b>	<b>1.25</b>	<b>1.37</b>
<b>PE（倍）</b>	<b>39.97</b>	<b>35.92</b>	<b>32.47</b>	<b>29.42</b>

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

## 6. 风险提示

- （1）原材料价格波动风险。**调味品原材料价格存在周期波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加公司的成本压力，进而对业绩产生一定影响。
- （2）新品推广不及预期。**若消费者对公司推出的新品接受度较低，或宣传推广不及预期，或将影响公司的业绩。
- （3）渠道开展不及预期。**若公司在发展中开拓的经销商不及预期，或将在一定程度上影响公司的市场竞争力与业绩。
- （4）终端需求恢复不及预期。**若需求恢复进度较慢，动销或有所放缓，进而对产品的库存、经销商信心等产生扰动。

（5）**行业竞争加剧**。市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响公司盈利水平。

（6）**宏观经济波动风险**。经济波动或一定程度上影响消费者的消费信心和能力，进而影响整体业绩水平。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼  
 邮政编码：523000  
 电话：（0769）22115843  
 网址：www.dgzq.com.cn