

海天味业 (603288.SH)

百年传承，味领四海

海天味业：调味品行业龙头，多品类全面发展。1) **历史复盘：**公司历经近百余年发展，现连续 27 年蝉联中国最大调味品企业，位居全球前五。梳理历史，整体可分为品牌奠基期、战略升级期、稳步扩张期和转型调整期四个阶段，主业覆盖酱油、蚝油、调味酱等。2) **管理情况：**截至 2025 年 1 月 5 日，公司第一大股东广东海天集团持股 58.38%，为员工持股平台，高管持股利益与公司深度绑定，2024 年 9 月程雪女士接替庞康先生，成为公司新董事长，新管理团队均在公司长期任职，有较强的归属感。3) **财务情况：**在宏观因素影响下，公司 2021-2023 年业绩承压，2023 年公司营收和归母净利润分别 245.6/56.3 亿元，同比分别-4.1%/-9.2%。但公司积极改革，领先行业重整出发，2024 年前三季度分别实现营收/归母净利润 204.0/48.1 亿元，同比分别+9.4%/+11.2%。

调味品：空间广阔，品类多元。调味品属于刚需品，地域性突出，由于细分子品类繁多，空间广阔。根据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国调味品市场规模达 4793 亿元，18-23 年 CAGR 为+5.3%；但行业集中度较低，2023 年 CR3 仅 8.2%。分品类看，1) **酱油：**成熟赛道，2023 年市场规模 1004 亿元，18-23 年 CAGR 为 3.2%；2) **蚝油：**低渗透率高成长赛道，2023 年市场规模 108 亿元，18-23 年 CAGR 达 7.1%；3) **调味酱：**格局分散，量价稳步提升，2023 年市场规模 351 亿元，18-23 年 CAGR 为 6.2%；4) **复合调味品：**小产品大市场，渗透提升潜力大，2023 年市场规模 1174 亿元，18-23 年 CAGR 为 9.6%。目前调味品主要呈现绿色化、复合化、健康化、环保化四大趋势，随着价格带升级和低端产能的持续出清，行业集中度有望进一步提升。

核心优势：品牌强壁垒，成本强管控。公司作为行业龙头，在品牌、产品、渠道、成本等方面均具备较强竞争力。1) **品牌：**公司自清末成立，较早通过品牌营销而家喻户晓；在近两轮原材料成本上行周期中，公司率先引领行业提价；同时积极筹划 H 股上市，力争开拓全球市场。2) **产品：**涵盖酱油、蚝油、酱、醋、料酒、调味汁、鸡精等 1300 多个产品 sku，成功培育 7 个 10 亿级大单品、25 个亿级以上产品系列；此外，公司推新能力出众，致力于推出顺应健康化趋势的零添加、有机等产品。3) **渠道：**率先卡位餐饮渠道，C 端优势同样显著；公司致力于打造海天经销模式，2023 年经销商数量达 6591 家、单体经销商收入达 346 万元，显著领先行业。4) **成本：**公司高度重视研发投入，设备技术领先行业，已基本实现生产自动化，全流程压缩生产成本；在多品类模式布局下，公司原材料采购规模效应显著，公司在上游拥有较高的议价权，有助于压缩成本。

投资建议：餐饮复苏，出海明确，龙头充分受益。短期来看，内需刺激政策落地，餐饮复苏提振，B 端修复有望进一步打开行业空间。中长期来看，酱油、蚝油、调味酱等各调味品子赛道格局分散，集中度有望进一步提升，公司作为行业龙头有望率先受益。此外，公司即将登陆 H 股，出海目标明确，海外市场有望为营收贡献新的增量。我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 63/69/75 亿元，同比+12.1%/+9.3%/9.2%，考虑公司龙头地位稳固，盈利能力稳健，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：消费力恢复不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险，数据滞后风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	25,610	24,559	27,137	29,697	32,090
增长率 yoy (%)	2.4	-4.1	10.5	9.4	8.1
归母净利润 (百万元)	6,198	5,627	6,309	6,895	7,528
增长率 yoy (%)	-7.1	-9.2	12.1	9.3	9.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.11	1.01	1.13	1.24	1.35
净资产收益率 (%)	23.5	19.7	20.8	21.1	21.3
P/E (倍)	36.6	40.3	36.0	32.9	30.1
P/B (倍)	8.6	7.9	7.5	6.9	6.4

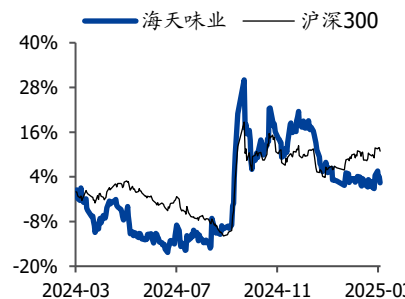
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 20 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	调味发酵品 II
03 月 20 日收盘价 (元)	40.79
总市值 (百万元)	226,816.90
总股本 (百万股)	5,560.60
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	10.86

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

研究助理 黄越

执业证书编号：S0680124060012

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26974	30774	33312	36641	40250
现金	18223	21689	23732	26533	29627
应收票据及应收账款	188	223	246	269	291
其他应收款	11	182	201	220	237
预付账款	25	19	21	23	25
存货	2392	2619	2850	3104	3352
其他流动资产	6134	6042	6262	6492	6717
非流动资产	7086	7649	7670	7603	7440
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4207	4609	4718	4710	4587
无形资产	685	857	817	778	738
其他非流动资产	2194	2183	2135	2115	2115
资产总计	34059	38424	40982	44245	47690
流动负债	6719	8936	9744	10571	11358
短期借款	132	363	363	363	363
应付票据及应付账款	1300	1861	2029	2212	2391
其他流动负债	5287	6712	7353	7997	8604
非流动负债	455	454	428	428	428
长期借款	94	70	70	70	70
其他非流动负债	362	384	358	358	358
负债合计	7175	9391	10172	10999	11786
少数股东权益	487	502	526	552	581
股本	4634	5561	5561	5561	5561
资本公积	142	142	142	142	142
留存收益	21621	23078	25282	27692	30322
归属母公司股东权益	26398	28531	30284	32693	35324
负债和股东权益	34059	38424	40982	44245	47690

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3830	7356	7908	8522	9225
净利润	6203	5642	6332	6921	7556
折旧摊销	837	925	1175	1291	1387
财务费用	-733	-597	26	26	26
投资损失	-13	-17	-19	-21	-23
营运资金变动	-2408	1410	522	525	494
其他经营现金流	-56	-9	-129	-221	-216
投资活动现金流	-4659	-820	-1261	-1209	-1207
资本支出	-1513	-1922	-1230	-1229	-1229
长期投资	-3891	686	0	0	0
其他投资现金流	745	417	-30	21	23
筹资活动现金流	-4018	-2851	-4605	-4512	-4923
短期借款	27	231	0	0	0
长期借款	94	-23	0	0	0
普通股增加	421	927	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4560	-3985	-4605	-4512	-4923
现金净增加额	-4849	3689	2042	2801	3095

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25610	24559	27137	29697	32090
营业成本	16472	16029	17469	19047	20588
营业税金及附加	207	194	214	235	254
营业费用	1378	1306	1489	1593	1688
管理费用	442	526	578	713	677
研发费用	751	715	790	865	935
财务费用	-732	-585	-625	-686	-770
资产减值损失	-17	-4	-4	-4	-4
其他收益	144	144	159	174	188
公允价值变动收益	121	213	220	231	225
投资净收益	13	17	19	21	23
资产处置收益	1	-1	-1	0	0
营业利润	7352	6745	7615	8352	9151
营业外收入	13	10	10	10	10
营业外支出	1	16	16	16	16
利润总额	7364	6739	7609	8347	9145
所得税	1161	1097	1276	1425	1589
净利润	6203	5642	6332	6921	7556
少数股东损益	5	16	24	26	28
归属母公司净利润	6198	5627	6309	6895	7528
EBITDA	7337	6856	8159	8952	9762
EPS (元/股)	1.11	1.01	1.13	1.24	1.35

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.4	-4.1	10.5	9.4	8.1
营业利润(%)	-6.0	-8.3	12.9	9.7	9.6
归属母公司净利润(%)	-7.1	-9.2	12.1	9.3	9.2
获利能力					
毛利率(%)	35.7	34.7	35.6	35.9	35.8
净利率(%)	24.2	22.9	23.2	23.2	23.5
ROE(%)	23.5	19.7	20.8	21.1	21.3
ROIC(%)	20.2	16.8	18.6	18.8	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.1	24.4	24.8	24.9	24.7
净负债比率(%)	-66.8	-73.0	-75.4	-78.3	-81.1
流动比率	4.0	3.4	3.4	3.5	3.5
速动比率	3.6	3.1	3.1	3.2	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	209.5	119.4	115.6	115.2	114.5
应付账款周转率	11.3	11.9	11.9	11.9	11.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.11	1.01	1.13	1.24	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.32	1.42	1.53	1.66
每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.13	5.45	5.88	6.35
估值比率					
P/E	36.6	40.3	36.0	32.9	30.1
P/B	8.6	7.9	7.5	6.9	6.4
EV/EBITDA	47.8	27.7	25.0	22.4	20.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年03月20日收盘价

内容目录

一、海天味业：调味品龙头，多品类全面发展.....	5
1.1 发展历程：历史积淀深厚，领航地位稳固	5
1.2 业务情况：品类渠道区域齐发力，全国化市场布局完善.....	7
1.3 管理现状：组织架构稳定，管理团队激励到位.....	9
1.4 财务情况：增长可期，效率领先	11
二、行业：空间广阔，品类多元	14
2.1 调味品行业：必选性突出，属地性明显	14
2.2 酱油行业：步入成熟期，集中度有望进一步提升	15
2.3 蚝油行业：渗透空间大，双寡头格局稳固	17
2.4 调味酱行业：品类繁杂，格局分散.....	18
2.5 其他行业：醋和料酒保持稳定，复调渗透率有望提升	19
三、竞争优势：品牌强壁垒，成本强管控.....	21
3.1 品牌优势：引领行业，应对风波展现强大韧性.....	21
3.2 产品优势：大单品驱动，产品矩阵完善	24
3.3 渠道优势：B 端优势明显，全国化布局领先	28
3.4 成本优势：高度自动化，上游强议价.....	30
四、盈利预测与估值	32
4.1 收入拆分及盈利预测	32
4.2 可比公司估值	34
五、风险提示	35

图表目录

图表 1: 海天味业品牌奠基期发展历程	5
图表 2: 海天（高明）二期建设工程.....	6
图表 3: 2015 年海天味业销值 10 亿以上的 5 个单品.....	6
图表 4: 2017 年海天味业对产品包装优化升级	6
图表 5: 海天味业历史复盘.....	7
图表 6: 海天味业 2024Q1-Q3 分品类累计营收占比（单位：亿元）	8
图表 7: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 分品类累计营收及增速.....	8
图表 8: 海天味业 2024Q1-Q3 分渠道累计营收占比（单位：亿元）	8
图表 9: 海天味业 2018-2024Q1-Q3 分渠道累计营收及增速	8
图表 10: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 分区域累计营收占比	9
图表 11: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 分区域累计营收及增速	9
图表 12: 截至 2025 年 1 月 5 日海天味业股权结构	9
图表 13: 海天味业管理层信息（截至 2024Q3）	10
图表 14: 海天味业 2024 年员工持股计划的持有人范围.....	10
图表 15: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 收入利润及增速.....	11
图表 16: 海天味业 2016-2023 年酱油业务量价增速拆分	11
图表 17: 海天味业 2016-2023 年蚝油业务量价增速拆分	11
图表 18: 海天味业 2016-2023 年调味酱业务量价增速拆分.....	11
图表 19: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 毛利率与同行对比.....	12
图表 20: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 销售费用率与同行对比	12
图表 21: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 管理费用率与同行对比	12
图表 22: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 扣非归母净利率与同行对比.....	12
图表 23: 海天味业 2016-2023 年 ROE 与同行对比.....	13
图表 24: 海天味业 2020-2023 年合同负债/营业总收入与同行对比	13
图表 25: 海天味业和同行 2013-2023 年现金分红比例	13
图表 26: 海天味业和同行 2013-2023 年“货币资金/总资产”比例	13
图表 27: 中国调味品市场规模 2023 年达 4793 亿元	14
图表 28: 2023 年中国调味品市场竞争格局	14

图表 29:	调味品行业分类	14
图表 30:	调味品行业四大趋势	15
图表 31:	2023 年中国酱油市场规模达 1004 亿元	16
图表 32:	2023 年中国酱油市场竞争格局	16
图表 33:	我国主要酱油企业基本情况	16
图表 34:	2023 年中国蚝油市场规模为 108 亿元	17
图表 35:	2023 年中国蚝油市场竞争格局	17
图表 36:	我国主要蚝油公司概况	17
图表 37:	2023 年中国基础调味酱市场规模为 351 亿元	18
图表 38:	2023 年中国基础调味酱市场竞争格局	18
图表 39:	2016-2023 年中国调味品百强企业调味酱产量 CAGR 为 3%	18
图表 40:	2016-2023 年中国调味品百强企业调味酱吨价 CAGR 为 2%	18
图表 41:	调味酱具备区域性特征	19
图表 42:	2022 年餐饮场景占食醋市场规模约 47%	19
图表 43:	2022 年食醋 CR5 约为 19%	19
图表 44:	2018-2023 年复调市场规模 CAGR 达 9.6%	20
图表 45:	2023 年复调细分品类规模占比	20
图表 46:	2023 年中国复合调味品渗透率仅为 28%，远低于日本（66%）和美国（73%）	20
图表 47:	2024 年 C-BPI 调味品行业品牌榜	21
图表 48:	2011-2023 年广告宣传推广费变化（亿元）	22
图表 49:	2017 年以来海天味业品牌营销举措	22
图表 50:	2016-2017 年及 2021-2022 年酱油各类成本价格普涨	23
图表 51:	公司在历轮酱油涨价周期中率先提价	23
图表 52:	2024 年至今黄豆、白砂糖、小麦、味精等原材料价格持续下降	24
图表 53:	2024 年至今 PET、玻璃等包材价格持续下降	24
图表 54:	公司核心三大品类产品矩阵完善	25
图表 55:	公司非核心三大品类产品布局日益完善	25
图表 56:	公司酱油大单品与竞品对比	26
图表 57:	公司蚝油大单品与竞品对比	26
图表 58:	公司黄豆酱大单品与竞品对比	26
图表 59:	新品种类丰富，健康多元创新	27
图表 60:	公司零添加产品持续升级	28
图表 61:	公司酱油毛利率和毛利贡献占比	28
图表 62:	2022 年调味品下游餐饮/家庭/食品加工占比	28
图表 63:	2023 年海天味业餐饮端收入占比 60%，处于行业较高水平	28
图表 64:	2023 年公司经销商数量、单经销商收入行业领先	29
图表 65:	2023 年公司销售人员数量、人均薪酬、人均创收行业领先	29
图表 66:	2023 年海天味业主营收入区域分布均匀（亿元）	29
图表 67:	2023 年千禾味业主营收入以西部区域为主（亿元）	29
图表 68:	2023 年中炬高新主营收入以南部区域为主（亿元）	29
图表 69:	2023 年加加食品主营收入以华中区域为主（亿元）	29
图表 70:	公司和友商研发费用和研发费用率对比	30
图表 71:	公司和友商研发人员数量和研发人员平均薪资对比	30
图表 72:	海天味业酱油智造工艺，实现低成本、高效率生产	31
图表 73:	2023 年海天味业和同行酱油单吨成本拆分	31
图表 74:	公司前五大供应商占比较低，上游话语权较强	31
图表 75:	海天味业盈利预测拆分（百万元）	33
图表 76:	海天味业费用率预测（%）	33
图表 77:	海天味业可比公司估值表	34

一、海天味业：调味品龙头，多品类全面发展

调味品行业龙头，引领健康新趋势。海天味业成立于1955年，是中国调味品行业的领导者，也是全球前五的调味品企业。公司的核心业务包括酱油、蚝油、酱，其他业务包括醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳、火锅底料等。2023年，海天味业消费者触及数达7.89亿，渗透率高达83.9%，位列中国消费者十大首选品牌第四位，从销量看，公司连续27年蝉联中国最大调味品企业。当前，海天围绕新消费趋势下消费者的个性化需求，推出健康趋势产品200余款，不断提升市场认可度。2024年Q1-Q3，公司营收达203.99亿元，同比增长9.4%，归母净利润为48.15亿元，同比增长11.2%。

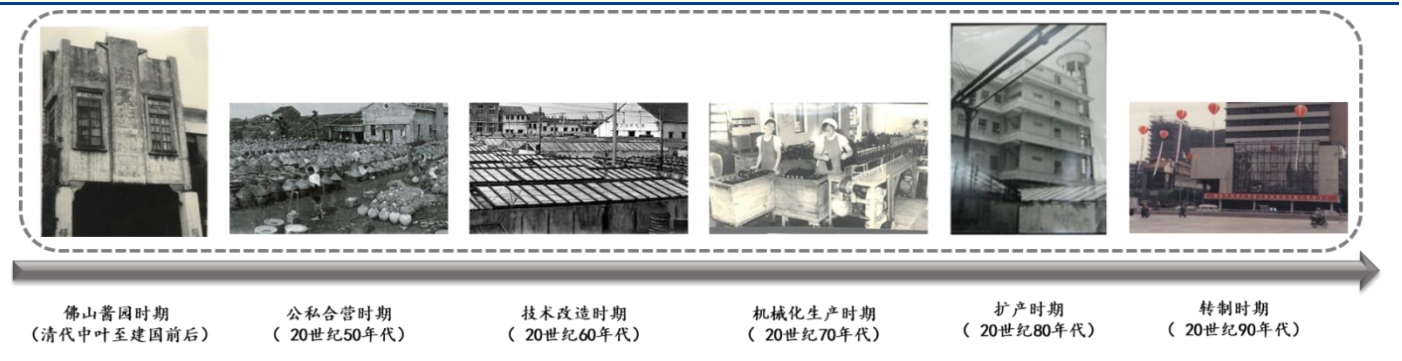
1.1 发展历程：历史积淀深厚，领航地位稳固

复盘历史，我们认为海天味业的发展大致可以分为**品牌奠基期、战略升级期、稳步扩张期、转型调整期**四个阶段。

(1) 清代-2000年：品牌奠基期

百年酱园转型，走向品牌之路。海天味业可追溯至清代中叶乾隆时期的“佛山古酱园”，距今已有300余年的历史。1955年，佛山25家古酱园合并重组，命名为“海天酱油厂”。60至80年代，海天先后建成产品检验化验中心、天然玻璃晒池以及生产自动化设备，从质量、工艺和生产效率多方面完善产品。1988年，公司酱油产量、销量、质量和出口量位居全国第一。1993年，公司获准自营进出口业务，产品首次打入美国市场。1994年，海天启动股份制重组为有限责任公司，确定品牌发展战略，成为调味品行业中率先走上打造品牌之路的企业。2000年公司品牌被认定为中国驰名商标。

图表1：海天味业品牌奠基期发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

(2) 2001-2012年：战略升级期

双百蓝图开启，产能大力扩张。2001年，海天正式提出百亿销值、百万吨产量的“双百工程”规划蓝图。2003年，公司确定了“全面开发县份市场，启动农村销售”的销售政策，推动县份市场经销商开发，农村消费市场正式启动，同年，正式启用新品牌形象及“四海一家中国味”广告语，首次在中央电视台黄金招标时段投放广告。2005年，海天总投资达10亿的年产能超100万吨的“航母级”调味品综合生产基地海天高明生产基地一期盛大落成。2007年起，海天开启进军资本市场计划，先后收购外资持有股权、回购职工股，2010年海天有限正式变更为股份有限公司。2008至2011年，公司进行海天（高明）二期建设工程，建成投产后公司年生产规模突破200万吨。2012年公司正式启

动线上销售，海天（天猫）官方旗舰店正式开业；同年，公司开始谋求上市以求得更大的发展。

图表2: 海天（高明）二期建设工程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

(3) 2013-2019年: 稳步扩张期

成功借力资本市场，大单品表现亮眼。2013年，海天突破百亿销值（非报表口径），成为调味品行业首个破百亿航母企业；同时，公司提出未来五年“再造一个海天”的发展规划，即至2018年实现规模和利润在2013年的基础上再翻一番的目标。2014年，海天味业于A股成功上市；同年，公司投资1000万元在江苏省宿迁市设立“佛山市海天（江苏）调味食品有限公司”，标志着海天全国布局设厂拉开帷幕。2015年，海天味极鲜、海天上等蚝油、海天黄豆酱等五个单品销值达10亿元以上；同时，公司启动人力体系改革，开始推行“自主经营”模式，通过改革薪酬体系和工作模式等提高员工的积极性和生产效率。2016年，公司启动“海天精品”打造工程，明确了海天精品的定义。次年，公司启动包装优化和升级，对金标生抽和草菇老抽等品类从瓶盖、瓶型到标签全面升级。2018年，营业收入突破170亿元，实现了“五年再造一个海天，营收入翻一番”的目标。至2019年，公司凭借庞大的分销网络和亲民的价格在下沉城市稳定增长。

图表3: 2015年海天味业销值10亿以上的5个单品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表4: 2017年海天味业对产品包装优化升级



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

(4) 2020年至今: 转型调整期

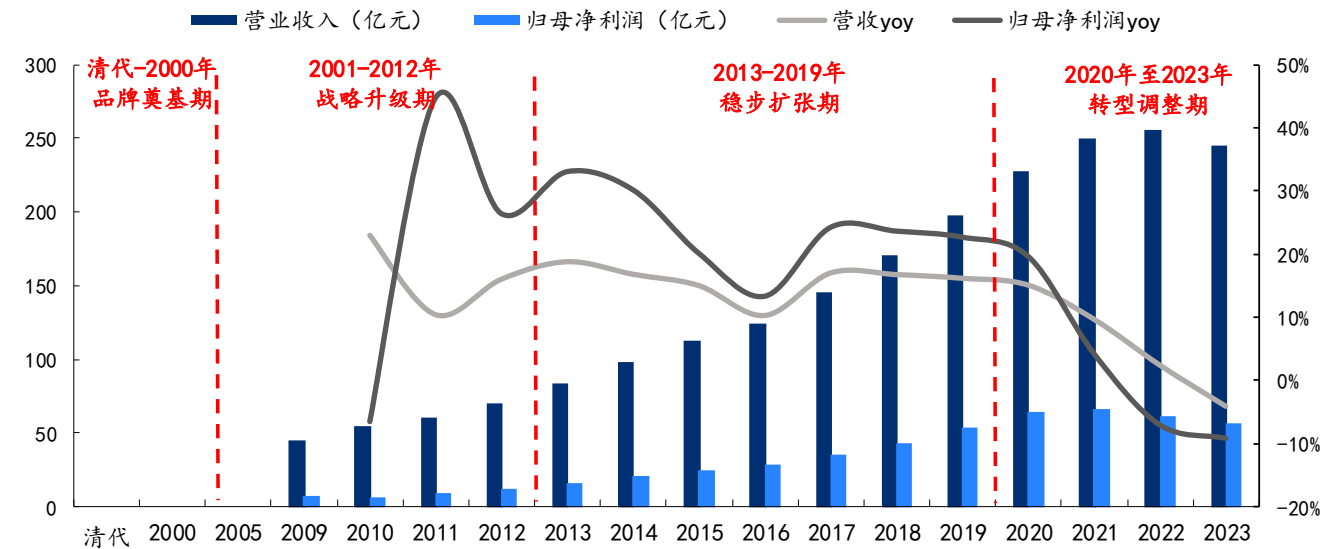
短期积极调整，多品类全面发力。2020年起，原材料价格上涨、行业竞争加剧以及食品安全问题频引争议均对海天味业造成冲击；同年，公司从硬件设施、网络、生产控制系统等各方面加快信息化规划与建设，实现信息技术与生产、业务的有效配套。2021年，公共卫生事件使餐饮消费场景从外卖转向家庭烹饪场景，对B端需求带来不利影响，因此公司开始采取措施应对事态变化：

- 渠道上，发力线上，2020至2023年，公司线上渠道营收CAGR达32.75%；
- 产品上，进行跨品类扩张，在火锅底料、食用油、粮食等领域推出新产品，意图寻找酱油、蚝油、调味酱以外的新增曲线；

- **研发上**，坚持技术创新重投入，2020至2023年累计投入29.50亿元，稳居行业首位；
- **产能上**，有序加快生产基地建设和产能释放，启动南宁生产基地建设和高明、宿迁生产基地扩产项目，进入全国化产能布局新阶段。

2024年9月，程雪接替庞康，成为海天味业新任董事长，其在调味品行业的深厚功底和卓越能力，有望使得海天味业在激烈的市场竞争中保持领先地位。同年，公司荣获2024年中国品牌价值评价“中华老字号”榜首。

图表5: 海天味业历史复盘



时间	清代-2000	2001-2012	2013-2019	2020-2023
发展阶段	品牌奠基期	战略升级期	稳步扩张期	转型调整期
发展思路	初具雏形，创立品牌	“双百工程”蓝图	“再造一个海天”	调整后重振旗鼓
营业收入复合增速	-	-	15.36%	2.52%
净利润复合增速	-	-	22.22%	-4.22%

资料来源: Wind, 公司官网, 海天微信公众号, 界面新闻, 证券时报网, 国盛证券研究所

1.2 业务情况: 品类渠道区域齐发力，全国化市场布局完善

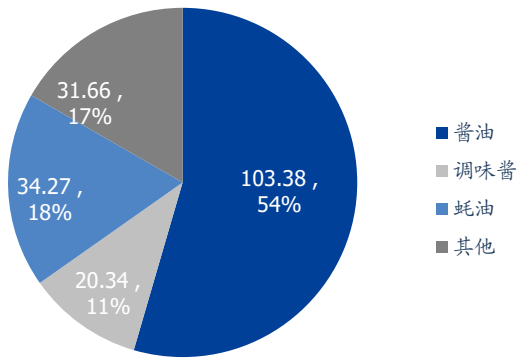
(1) 分品类: 全品类实现增长，多元化方向发力

核心品类稳步增长，全品类拓展高增。分品类来看，公司核心三大业务主要包括酱油、蚝油和调味酱，近年来基本保持稳定增长态势；随着公司全品类的拓展，醋、料酒、调味汁、鸡精等其他品类规模持续提升，增速保持较高水平。

- **酱油业务:** 作为公司第一大核心业务，营收从2017年88.36亿元增长至2021年141.88亿元，2017-2021年CAGR为12.57%，占比下滑2.53pct至60.13%。2021-2023年受宏观经济环境影响，酱油业务收入下滑至2023年126.37亿元，2021-2023年CAGR为-5.62%，占比下滑4.74pct至55.39%。2024Q3酱油业务开始回暖，累计营收达103.38亿元，同比增长7.40%，占比达54.51%。
- **蚝油业务:** 作为高速增长的潜力品类，营收从2017年22.66亿元增长至2023年42.51亿元，2017-2023年CAGR达11.06%，占比提升2.57pct至18.63%。2024年Q1-Q3，蚝油业务收入为34.27亿元，同比增长6.38%，占比达18.07%。

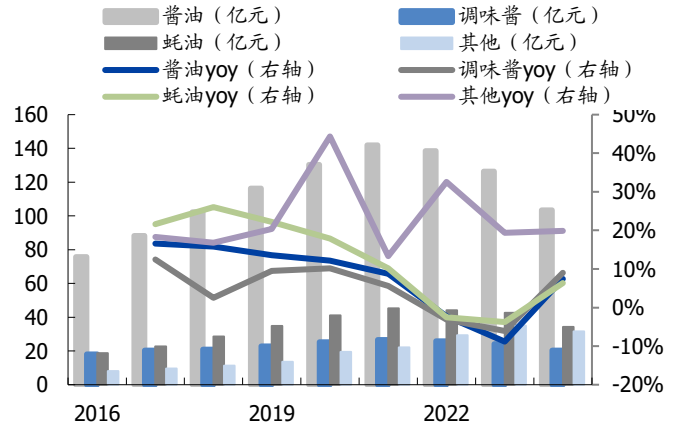
- **调味酱业务:** 收入波动相对较小, 营收从 2017 年 20.40 亿元增长至 24.27 亿元, 2017-2023 年 CAGR 达 2.94%, 占比下滑 3.83% 至 10.64%。2024Q1-Q3, 调味料业务收入达 20.34 亿元, 同比增长 9.01%, 其增速超越酱油和蚝油, 占比约 11%。
- **其他业务:** 主要包括醋、料酒、调味汁、鸡精等, 以及调味品品类以外的冰激凌、果蔬汁等。当前, 海天着重发力新品, 其他品类收入从 2020 年 19.51 亿元提升至 2023 年 35.00 亿元, 2020-2023 年 CAGR 为 21.51%, 占比提升 6.32pct 至 15.34%。2024Q1-Q3, 其他业务收入达 31.66 亿元, 同比增长 19.88%, 占比约 17%。

图表6: 海天味业 2024Q1-Q3 分品类累计营收占比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 分品类累计营收及增速

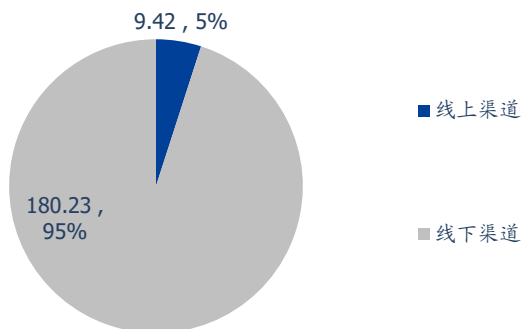


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

(2) 分渠道: 线上渠道高速增长, 线上线下双轮驱动

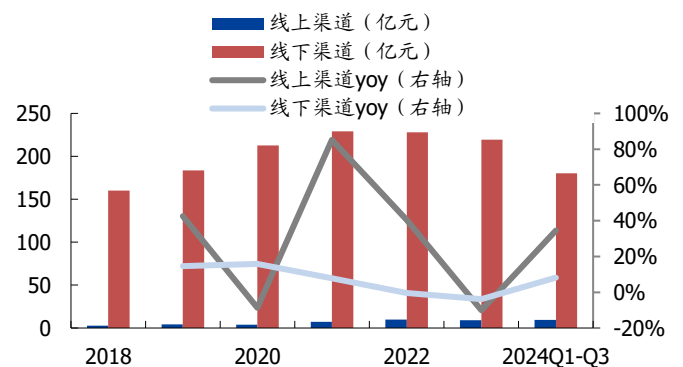
线下销售为主, 线上增速较高。分渠道来看, 公司整体以线下销售为主, 线上销售为辅, 截至 2024Q1-Q3 公司累计实现线下/线上销售分别 180.23/9.42 亿, 占比分别 95%/5%。从历史数据来看, 线下业务整体基本保持稳定增长, 仅 2022 和 2023 年受消费场景限制, 基本持平或小幅下滑; 线上业务占比虽较小但增长迅猛。线上线下协同发力, 助力公司维持行业领先地位。

图表8: 海天味业 2024Q1-Q3 分渠道累计营收占比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 海天味业 2018-2024Q1-Q3 分渠道累计营收及增速



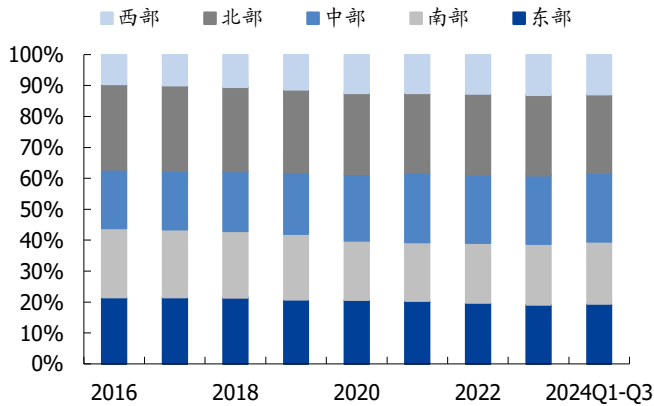
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

(3) 分区域: 全国化布局领先, 各区域均衡发展

北部领先, 东南部稳健, 中西部增长加速。分区域来看, 公司全国化优势明显, 东/南/中/北/西部营业收入占比在 2016 年为 22%/22%/19%/28%/10%, 2024 年 Q1-Q3 占比分别为 19%/20%/22%/25%/13%, 弱势区域占比逐渐提升, 整体各区域收入占比较为均

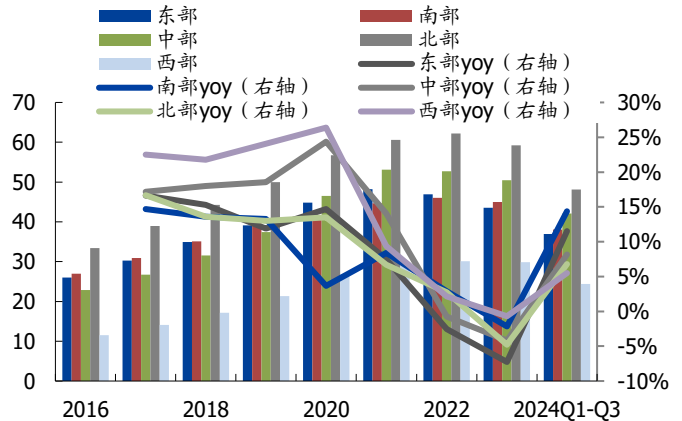
衡。其中，北部区域收入占比始终处于领先地位，中部和西部 2016-2021 年增速处于领先地位，而后增速有所放缓，东部和南部整体基础较好，基本呈现稳定增长态势。

图表10: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 分区域累计营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 分区域累计营收及增速

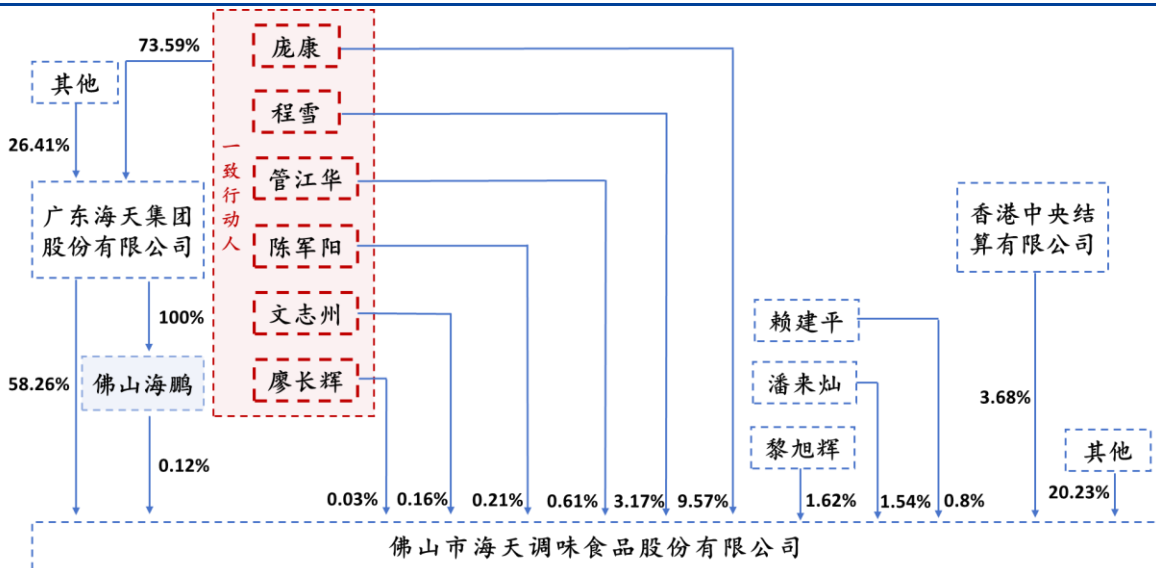


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 管理现状: 组织架构稳定, 管理团队激励到位

股权结构集中, 管理层与公司利益紧密相关。截至 2025 年 1 月 5 日, 公司第一大股东为广东海天集团股份有限公司, 为员工持股平台, 核心成员均有较高比例持股, 其中庞康和程雪作为实控人, 直接持股分别 9.57%和 3.17%, 通过广东海天集团股份有限公司间接持股分别 20.77%和 6.88%。庞康、程雪、管江华、陈军阳、文志州和廖长辉为一致行动人, 整体管理层持股比例较高, 股权较为集中。

图表12: 截至 2025 年 1 月 5 日海天味业股权结构



资料来源: 公司公告, 企查查, 国盛证券研究所

程雪接任董事长, 带领资深管理团队护航海天。2024 年 9 月, 程雪接替庞康, 成为海天味业新任董事长, 自 1992 年进入公司以来, 程雪深耕调味品领域 30 余年, 面对市场进

入存量发展阶段，多元化发展、寻求业绩新增长线或是程雪接下来的重点；公司其他管理层加入海天年限均在15年以上，在市场、研发、财务、物流等公司重要业务领域均配备了经验丰富的人员，管理团队结构稳定，专业技能全面。

图表13: 海天味业管理层信息 (截至2024Q3)

姓名	职务	进入公司时间	任职年限	持股数(万股)	工作经历
程雪	董事长, 执行总裁	1992	33	17636.55	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兼执行总裁。
管江华	董事, 总裁	1998	27	1540.97	曾任营业部经理、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。
文志州	董事	1998	27	888.60	曾任酱油厂长、生产部经理、工程设备中心副总监、监事会主席等职务, 现任佛山市海天调味食品股份有限公司董事。
廖长辉	董事	1999	26	153.83	曾任仓储部经理、江苏海天总经理、投资部总经理、审计部总监、公共关系中心总监等职务, 现任公司董事。
代文	董事	2005	20	-	曾任公司营销部经理、营销大区总监、片区营销中心总经理等职务。
黄文彪	董事	1989	36	2898.49	曾任科技部经理、技术副总监、技术中心总经理、董事、佛山市海天调味食品股份有限公司副总裁。现任佛山市海天调味食品股份有限公司董事。
桂军强	副总裁	2007	18	-	曾任蚝油厂经理、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, 现任公司副总裁。
柳志青	副总裁	2008	17	-	曾任仓储部经理、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。
夏振东	副总裁	2006	19	-	曾任营销区域经理、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。
李军	财务负责人	2008	17	-	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, 现任公司财务负责人。
柯莹	董事会秘书	2008	17	-	曾任公司办公室主任、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、广东海天集团股份有限公司监事。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

健全激励机制, 开启员工持股计划。2024年8月, 公司公告2024年至2028年员工持股计划, 计划参与2024年的总人数不超过800人, 其中董事、监事及高级管理人员持股比例合计不超过15%, 其他持有人持股比例合计不低于85%。各持有人最终所归属的标的股票权益的额度及比例, 均归属考核期持有人考核结果和贡献大小确定。目标来看, 2024年计划的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%, 激励机制旨在完善公司治理结构, 健全公司长期、有效的激励约束机制, 释放核心管理层及骨干员工的自驱力和创造力。

图表14: 海天味业2024年员工持股计划的持有人范围

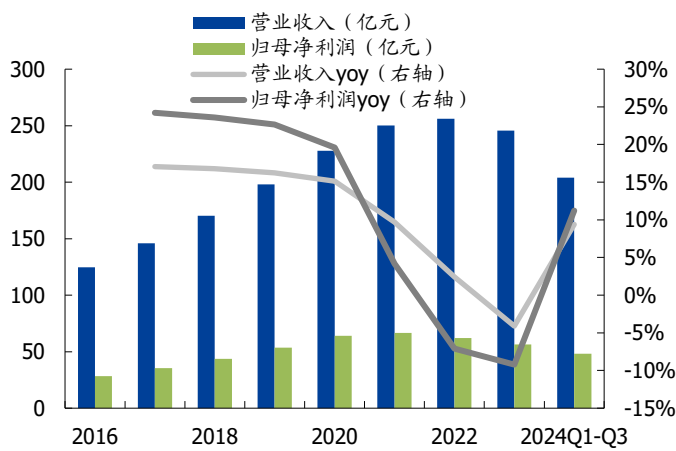
姓名	职务	拟持有比例
桂军强	副总裁	董监高合计不超过15%
李军	财务负责人	
陈敏	监事会主席	
黄树亮	监事	合计不低于85%
其他持有人	-	
合计	-	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 财务情况：增长可期，效率领先

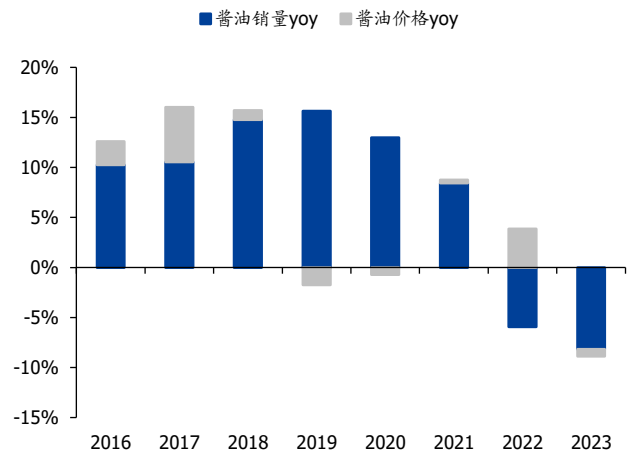
宏观影响下公司增速放缓，销量有望实现恢复性增长。2017至2020年，公司营业收入均保持15%以上的增长速度；2020年后，受宏观经济环境以及舆论风波的影响，营收增速回落至单位数、甚至出现下滑；2023年，公司积极应对调整，营业收入达245.6亿元，同比下降4.10%；2024年Q1-Q3，公司领先于行业恢复，营收增速回升至9.4%。量价拆分来看，2020年以前，酱油、蚝油、调味酱等品类主要通过量增带动，价增为辅，而2021年至今，销量的变动较大，价盘波动也较明显。利润方面，公司归母净利率走势整体与营收增速相同，2016至2021年，公司归母净利润CAGR为18.6%，2021年实现归母净利润66.7亿元，2021至2023年，增速阶段性下降，2024年Q1-Q3，公司归母净利润48.1亿元，同比增长11.2%。

图表15: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 收入利润及增速



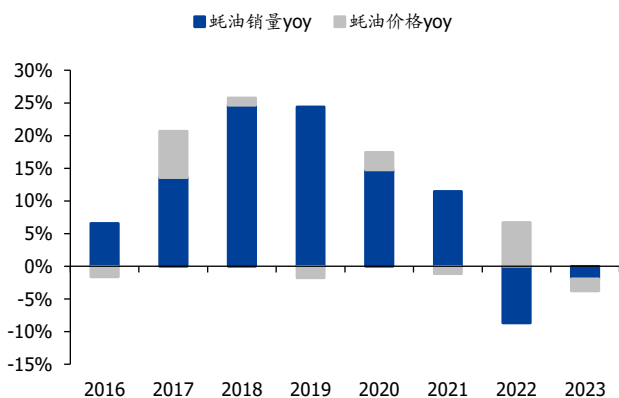
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 海天味业 2016-2023 年酱油业务量价增速拆分



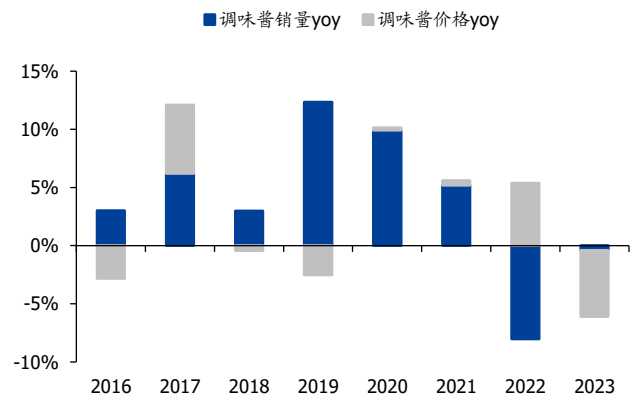
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 海天味业 2016-2023 年蚝油业务量价增速拆分



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表18: 海天味业 2016-2023 年调味酱业务量价增速拆分

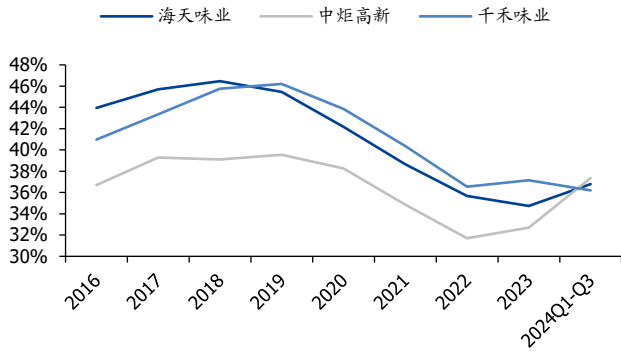


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

经营效率卓越，盈利水平领先。毛利率方面，公司从2016年43.95%行业第一降至2023年34.74%行业平均水平，主要系非酱油类等较低毛利率产品发展迅速，而高毛利率酱油占比下降所致。费用率方面，2021-2023年公司销售费用率分别5.43%/5.38%/5.32%，均显著低于同行中炬高新和千禾味业的销售费用率；2021-2023年公司管理费用率分别1.58%/1.72%/2.14%，同样显著低于行业平均水平。公司卓越的经营效率使得拥有领先

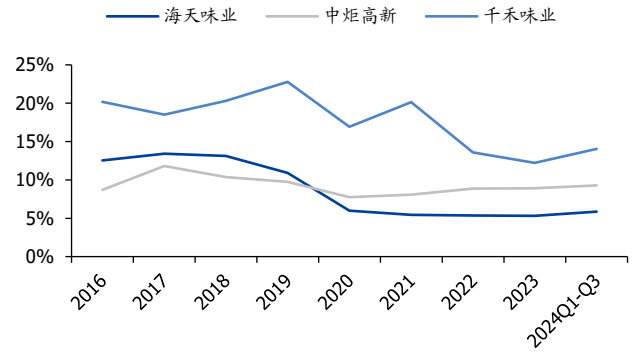
行业的盈利水平，2021-2023年公司扣非归母净利率分别 25.72%/23.29%/21.97%，而行业平均仅 17.02%/15.87%/16.23%。

图表19: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 毛利率与同行对比



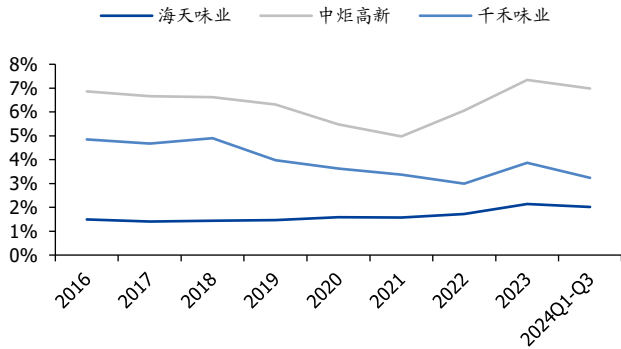
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 销售费用率与同行对比



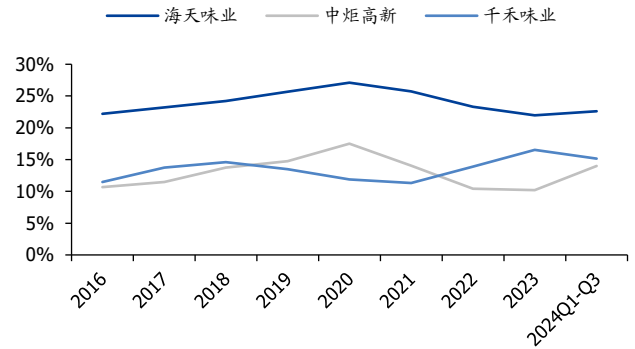
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 管理费用率与同行对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

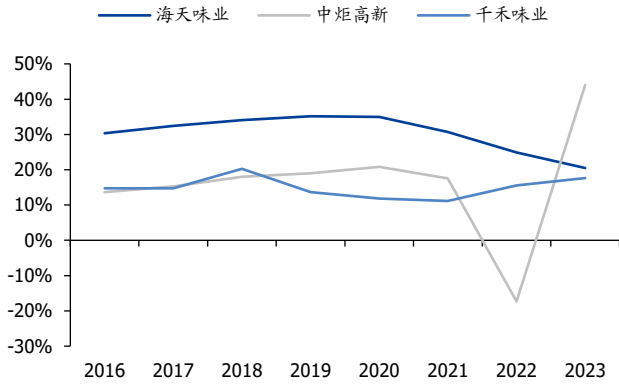
图表22: 海天味业 2016-2024Q1-Q3 扣非归母净利率与同行对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

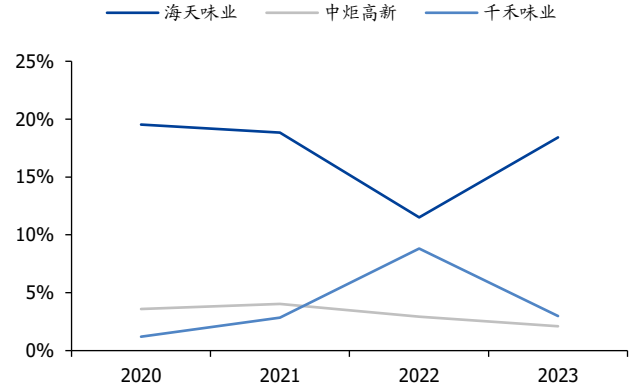
现金流创造能力稳健，议价能力突出。相较于同行竞争对手，海天味业平均 ROE 较为平稳且维持在较高水准。2016 至 2020 年，公司平均 ROE 均在 30% 以上，明显领先于同行业公司中炬高新与千禾味业。2021 年起，受宏观事件影响，公司平均 ROE 出现下滑，2021 至 2023 年分别为 30.7%/24.9%/20.5%。我们使用“合同负债/营业总收入”指标衡量公司对下游的议价能力，2016-2023 年公司合同负债占比显著高于同行，体现公司在强大的品牌力背书下，拥有较高的下游议价能力。

图表23: 海天味业 2016-2023年 ROE 与同行对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

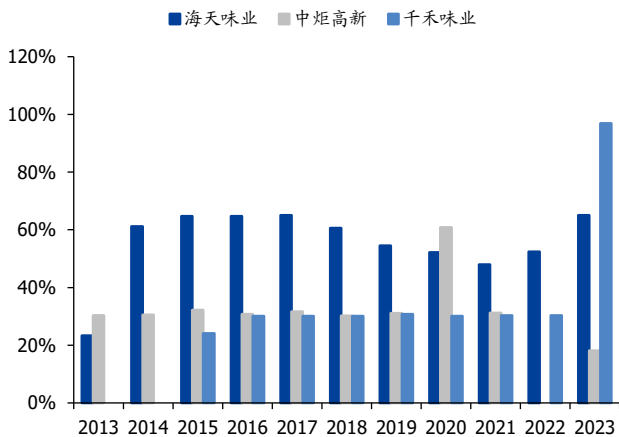
图表24: 海天味业 2020-2023年合同负债/营业总收入与同行对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

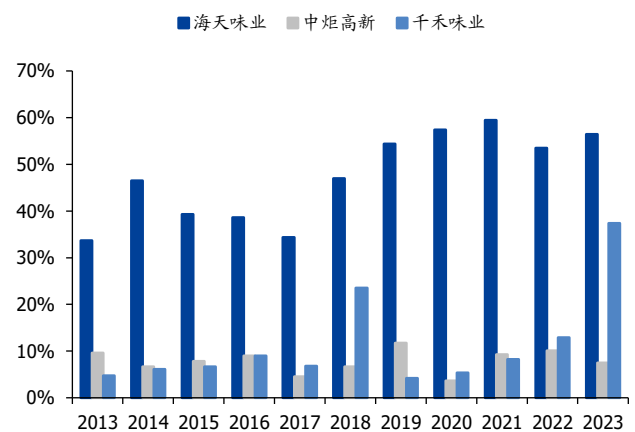
派息政策稳定, 分红能力较高。从历史现金分红比例来看, 公司的分红水平显著高于同行竞争对手, 2021-2023 年分红总额达到 32.0/32.4/36.6 亿元, 分红比例分别 48.0%/52.3%/65.1%, 处于行业领先水平, 分红政策相对稳定, 有利于增强市场对其长期投资价值的认可。此外, “货币资金/总资产”比例显示公司现金水平显著高于同行, 具备较高的分红能力和潜力。

图表25: 海天味业和同行 2013-2023年现金分红比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表26: 海天味业和同行 2013-2023年“货币资金/总资产”比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

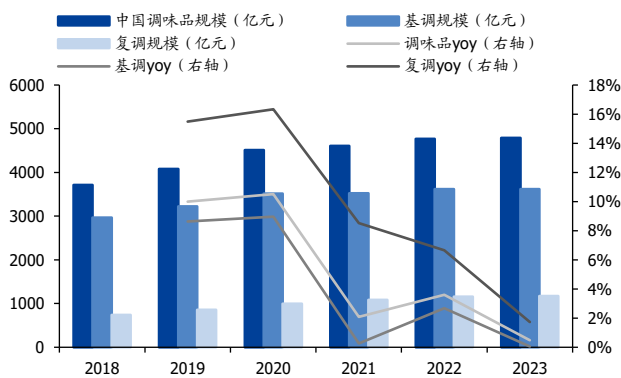
二、行业：空间广阔，品类多元

2.1 调味品行业：必选性突出，属地性明显

刚需属性突出，地域性明显。调味品属于必需消费品，刚需属性较为明显，需求量基本稳定，价格敏感度相对较低；同时在习惯性消费的影响下，产品黏性较强，具备代际传承的特征。此外，调味品与地方性饮食文化密不可分，与菜系相依相伴，具有明显的地域性，主产区往往容易具备先发优势，占据消费者最初的心智。

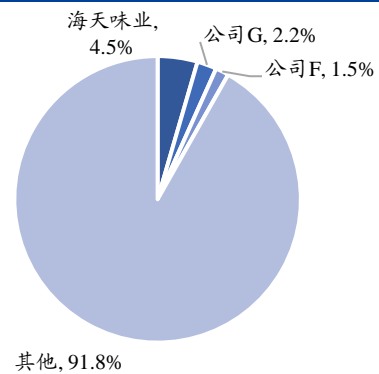
调味品空间广阔，细分品类繁多。根据弗若斯特沙利文数据，2023年中国调味品市场规模达4793亿元，2018-2023年CAGR为5.3%。根据中国调味品协会发布的产品体系表，调味品可以分为食用盐、食用糖、味精、酱油、食醋、芝麻油等18个一级品类，简单而言，可以分为基础调味品和复合调味品，2023年市场规模分别为3618/1174亿元，2018-2023年CAGR分别4.0%/9.6%。调味品行业协会数据显示，截至2023年底，调味品存续企业数量为385315家，同比-4.6%，为2016年统计以来首次出现负增长，新注册14494家，同比-2.5%，行业新进入者数量减少，集中度有望进一步提升。竞争格局非常分散，2023年CR3仅8.2%，海天味业市占率4.5%排名第一。

图表27: 中国调味品市场规模2023年达4793亿元



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表28: 2023年中国调味品市场竞争格局



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表29: 调味品行业分类



资料来源：中国调味品协会，国盛证券研究所

四大趋势：绿色化、复合化、健康化、环保化。

1) 绿色化：国家统计局数据显示，我国居民人均每年消费蔬菜及食用菌类从2013年103.85千克提升至2023年114.01千克，在调味品中添加蔬果、蛋白等营养元素的绿色化趋势明显，松茸调味品龙头品牌“松鲜鲜”2023年销售额突破5亿元，2021-2023年CAGR为300%。

2) 复合化：国际美食和国内美食、中国五湖四海的地域美食之间的口味界限变得模糊，调料之间混搭打破调味品原有的基础风味，复合化趋势成热点。

3) 健康化：艾瑞咨询数据显示，23Q2-24Q1主流电商平台“减盐”、“低钠”、“少糖”、“零添加”等关键词调味品销量分别同比增长61%/1762%/106%/135%，食品健康化成为人们的普遍追求。

4) 环保化：《2023中国消费者洞察报告》显示，42.3%的消费者愿意在生活中优先购买可多次循环利用、或可被回收的商品。

图表30: 调味品行业四大趋势

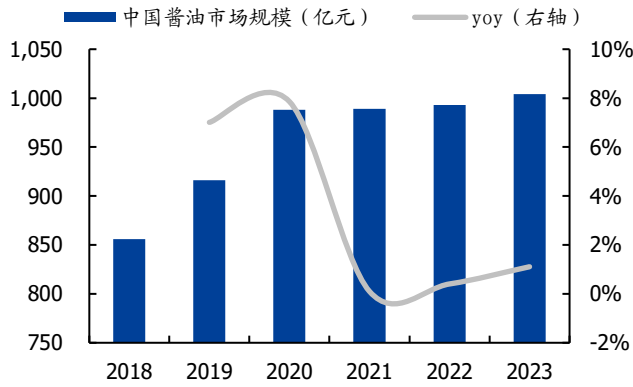
四大趋势		代表产品
绿色化	调味品配料中增加蔬果、蛋白等天然元素，绿色有机更营养	松鲜鲜 松茸鲜 
复合化	“基础款+X”混搭丰富、创新口感层次	海天 蒜蓉黄豆酱 
健康化	减盐/低钠、零添加的调味品配料，减少身体负担	海天 零添加酱油 
环保化	降低调味品包装中的不可回收成分，更加低碳环保	味之素 鲜味调味料 

资料来源：艾瑞咨询，京东，国盛证券研究所

2.2 酱油行业：步入成熟期，集中度有望进一步提升

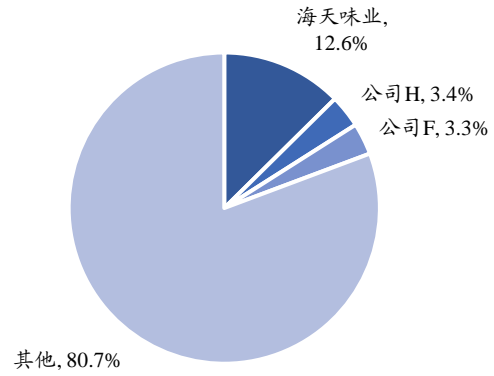
行业步入成熟期，健康化趋势有望带动价增。酱油作为调味品的第一大品类，适用于各种烹饪方式，属于生活必需品。根据弗若斯特沙利文数据，2023年中国酱油市场规模达1004亿元，2018-2023年CAGR为+3.2%。2018年酱油新国标发布，规定配置酱油不得冠以“酱油”名称，改为适用“复合调味料”等相关标准后，酱油产量断崖式下降，落后产能加速出清，行业集中度有望进一步提升。现阶段随着人口增速逐渐放缓，我们认为行业已经进入成熟期，增长趋于稳健，未来随着国民可支配收入与生活质量的提高，在酱油健康化的趋势下，产品结构的优化升级有望有效拉动价增。

图表31: 2023年中国酱油市场规模达1004亿元



资料来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表32: 2023年中国酱油市场竞争格局



资料来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

一超多强格局分散, 集中度有望提升。中国酱油市场格局整体比较分散, 当前呈现出“一超多强”的格局: 根据弗若斯特沙利文数据, 2023年第一大公司为海天味业, 市占率12.6%, CR3仅19.3%; 对标日本酱油市场2020年CR3已达53%, 市场集中度尚有较大的提升空间。海天味业作为行业龙头, 品牌、规模及渠道优势明显; 欣和、李锦记、中炬高新、千禾味业、加加食品等区域品牌目前销售虽覆盖全国, 但渠道下沉能力较弱, 仍有较大提升空间; 鼎丰、巧媳妇、老恒和等区域老字号品牌仅在当地市场有较强影响力; 鲁花、金龙鱼、太太乐等其他赛道龙头延伸布局酱油产品, 处于起步阶段。

图表33: 我国主要酱油企业基本情况

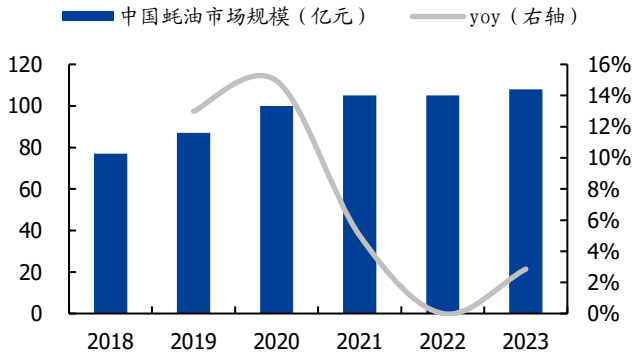
公司	简介	所在地	大单品	2023年酱油收入/产量	公司	简介	所在地	大单品	2023年酱油收入/产量
海天味业	中国调味品行业龙头企业, 商务部首批“中华老字号”企业之一。目前产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋等十大系列百余品种近1000规格。	广东	海天经典系列、味极鲜系列、金标系列	126亿元, 238万吨	加加食品	成立于1996年, 专注于调味品, 以酱油为核心, 产品涵盖食醋、鸡精、蚝油、料酒、味精等。	湖南	加加特级纯酿、零添加、味极鲜	7亿元
欣和	成立于1992年, 酱起家, 旗下拥有葱伴侣、六月鲜、味达美、小康、黄飞红等五大品牌、五十多个产品种类。	山东	六月鲜、六月鲜零添加、味达美味极鲜	-	味事达	全球食品行业巨头亨氏集团旗下品牌, 主营行业为食品饮料、粮油调味与蚝油。	广东	味事达味极鲜系列、金标系列	-
李锦记	1888年成立于广东, 制作蚝油起家, 目前产品覆盖蚝油、酱油、酱料等超300种产品, 在全球超100个国家和地区销售。	广东	李锦记蒸鱼豉油、锦鲜生抽、精选老抽	-	东古	始创于1850年, 商务部首批“中华老字号”企业, 目前产品覆盖酿造酱油、南腐乳、食醋、酱等七大类百余品种。	广东	东古一品鲜	-
中炬高新	全资子公司美味鲜1956年成立于广东, 旗下拥有“厨邦”等多个知名品牌。	广东	厨邦蒸鱼豉油、特级生抽、特级老抽	30亿元, 51万吨	金龙鱼	1988年成立于广东深圳, 拥有“金龙鱼”、“欧丽薇兰”、“胡姬花”等品牌, 涵盖食用油、大米、调味品等。	广东	丸莊黑豆酱油	-
千禾味业	1996年成立于四川, 主要产品包括头道原香系列、千禾有机系列、窖醋系列、东坡红系列等。	四川	千禾御藏本酿、金标生抽	20亿元, 46万吨	鼎丰	1864年成立于上海, 商务部“中华老字号”企业, 目前产品覆盖乳腐、酱油、食醋、酱、调味料等五大类200余个品种。	上海	鼎丰黄豆酱油	-

资料来源: Wind, 各公司官网, 各公司公告, 品牌网, 京东, 国盛证券研究所 注: 非上市公司以及部分上市公司未披露酱油业务收入

2.3 蚝油行业：渗透空间大，双寡头格局稳固

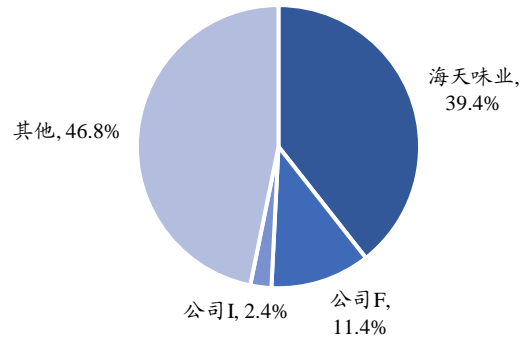
品类渗透率低，行业尚处成长期。蚝油是起源于广东省的传统鲜味调料，伴随消费者培育与渠道下沉，蚝油呈现出从地方向全国、从餐饮向居民的趋势，行业尚处于成长期。据华经情报网数据，2022年蚝油渗透率仅为22%，远低于调味品行业50%的平均渗透率，消费者培育和增长的空间广阔。根据弗若斯特沙利文数据，2023年中国蚝油市场规模为108亿元，2018-2023年CAGR为7.1%，行业增长较快。在蚝油健康化、功能化的趋势下，渗透率有望进一步提升。

图表34: 2023年中国蚝油市场规模为108亿元



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表35: 2023年中国蚝油市场竞争格局



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

双寡头格局稳固，长尾玩家错位竞争。目前我国蚝油企业主要分为三个梯队：第一梯队海天味业，凭借强大的品牌力、丰富的产品线与广泛的渠道布局，成为市场领导者，市场份额为39.4%；第二梯队李锦记，在坚持高端品质的同时，推出平价蚝油以扩大市场份额；第三梯队包含各类区域品牌以及跨界企业，如中炬高新、致美斋、鲁花、太太乐等，公司数量较多但整体体量较小，主要通过区域化布局、产品创新或营销创新错位竞争。

图表36: 我国主要蚝油公司概况

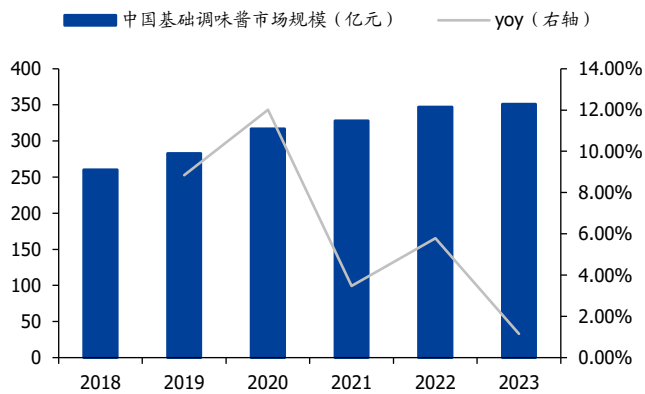
公司	简介	所在地	大单品	2023年蚝油收入/产量
海天味业	中国调味品行业龙头企业，商务部首批“中华老字号”企业之一。目前产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋等十大系列百余品种近1000规格。	广东	海天上等蚝油、金字装蚝油、0添加金标蚝油	43亿元，88万吨
李锦记	全球知名调味品制造商，1888年成立于广东，制作蚝油起家。目前产品覆盖蚝油、酱油、酱料等超300种产品，在全球超100个国家和地区销售。	广东	李锦记财神蚝油、锦鲜蚝油	-
中炬高新	全资子公司美味鲜1956年成立于广东，旗下拥有“厨邦”等多个知名品牌。	广东	厨邦鲜味蚝油	-
千禾味业	1996年成立于四川，目前主要产品分为头道原香系列、千禾有机系列、窖醋系列、东坡红系列等。	四川	千禾御藏蚝油、0添加蚝油	-
加加食品	成立于1996年，“加加”品牌专注于调味品，以酱油为核心，产品涵盖食醋、鸡精、蚝油、料酒、味精等。	广东	加加珍品南沙蚝油、减盐蚝油	-
致美斋	岭南集团属下全资国有企业，始创于1608年，商务部“中华老字号”企业，中国酱油10强，主要产品包括酱油、食醋、蚝油、南腐乳等八大类调味品200多个品种。	广东	致美斋金标蚝油	-
百家味	1993年创立于广东深圳，以“百家鲜”为命名商标，产品涵盖了酱油、酱汁、酱料、蚝油、等十大系列300余种，年产值过亿元。	广东	百家鲜金标蚝油	-
永益食品	1983年创立于广东深圳，主打品牌“凤球唛”是中国番茄调味酱领导品牌、中国鸡精十强品牌，产品包含番茄调味酱、番茄沙司、辣鲜露等超百个品种。	广东	凤球唛金标蚝油	-

资料来源：Wind，各公司官网，海天味业公司公告，百家鲜公众号，京东，国盛证券研究所 注：非上市公司以及部分上市公司未披露蚝油业务收入及产量

2.4 调味酱行业：品类繁杂，格局分散

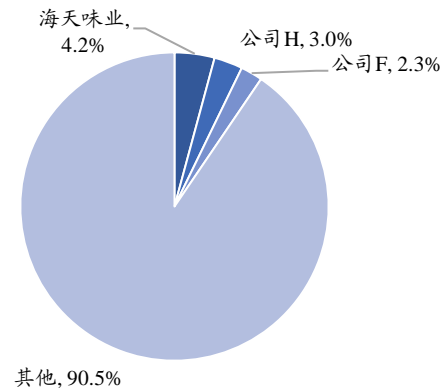
产品属地性强，行业空间广阔。调味酱是以豆类、小麦、水果、肉类或鱼虾为主要原料加工而成的酱状调味品，种类繁多且区域口味差异大，极难形成统一口味的大单品。但酱类调味品的渗透率非常高，因此行业空间较大，根据弗若斯特沙利文数据，2023年中国基础调味酱市场规模为351亿元，2018-2023年CAGR为6.2%。从头部企业量价情况看，根据中国调味品协会数据，2016-2023年中国调味品百强企业的调味酱产量从80万吨提升至99万吨，CAGR为3%，呈缓慢增长态势；百强企业调味酱吨价从2016年的9075元提升至2023年10435元，CAGR为2%，基本保持稳定。

图表37：2023年中国基础调味酱市场规模为351亿元，



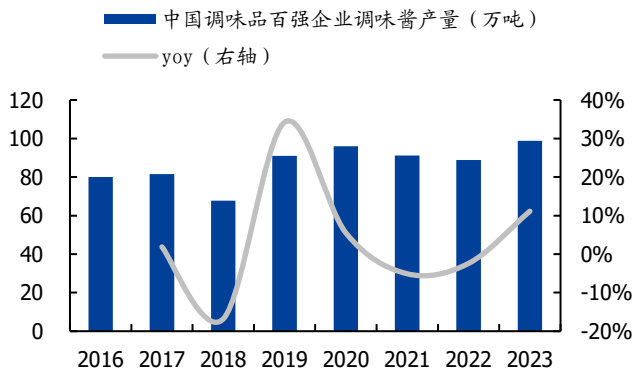
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表38：2023年中国基础调味酱市场竞争格局



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表39：2016-2023年中国调味品百强企业调味酱产量CAGR为3%



资料来源：中国调味品协会，国盛证券研究所

图表40：2016-2023年中国调味品百强企业调味酱吨价CAGR为2%



资料来源：中国调味品协会，国盛证券研究所

产品格局分散，集中度有望提升。由于调味酱口味区域差异大、应用场景分散，导致单品类的规模不易做大，行业集中度较低。根据弗若斯特沙利文数据，2023年海天味业市占率4.2%排名第一，2023年CR3仅有9.5%。调味酱各细分赛道均存在区域性知名品牌，如鹃城豆豉酱、六必居芝麻酱、凤球唛叉烧酱等。相较而言，具备更强品牌影响力、规模优势、渠道推力以及研发创新能力的龙头企业往往能够在细分赛道跑出领先地位，打造全国性产品，如番茄酱赛道的卡夫亨氏、黄豆酱赛道的海天味业、辣椒酱赛道的老干妈等。我们认为随着规模企业加大对普适性口味调味酱的研发以及区域性调味酱的布局，龙头市占率有望进一步得到提升。

图表41: 调味酱具备区域性特征

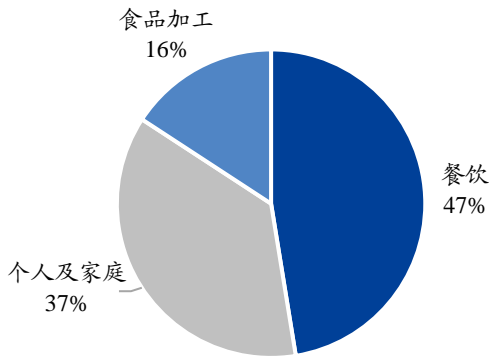
地域	主要调味酱产品	代表企业
东北地区	熟豆酱	香其食品
华北地区	黄豆酱、甜面酱、芝麻酱	六必居、利民调料、欣和
华东地区	豆瓣酱、海鲜酱、沙茶酱	胡玉美
华中地区	剁椒酱、香菇酱、豆豉酱	仲景食品
华南地区	广式叉烧酱、海鲜酱、XO酱、沙茶酱	海天味业、李锦记、永益食品
西南地区	贵州油辣椒、风味豆豉酱、四川香辣酱、豆瓣酱	老干妈、鹃城

资料来源: 智研咨询, 十大品牌网 CNPP, Maigoo, 国盛证券研究所

2.5 其他行业: 醋和料酒保持稳定, 复调渗透率有望提升

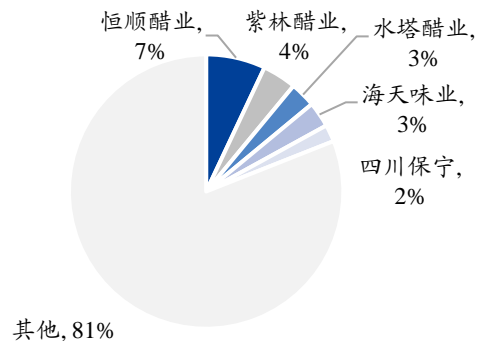
- **食醋: 成熟行业, 集中度较低。**基于人口增速放缓以及食醋的高渗透率, 我们认为行业已进入成熟期。短期受经济环境影响, 餐饮端需求低迷, 但中长期行业规模仍有望保持稳中有进。市场规模方面, 根据弗若斯特沙利文数据, 2023年我国食醋市场规模为 218 亿元, 2018-2023 年 CAGR 达 1.3%, 预计 2023-2028 年 CAGR 为 2.6%。竞争格局方面, 我国拥有“山西老陈醋、镇江香醋、保宁醋、永春老醋”四大名醋, 在口味、口感上各具特色, 分别辐射华北/华东/西南/华南等地, 由此催生出众多区域品牌, 行业集中度较低, 2022 年食醋行业 CR5 仅为 19%, 仍有较大提升空间。根据弗若斯特沙利文数据, 2023 年公司市场份额为 3.4%, 排名第二。

图表42: 2022 年餐饮场景占食醋市场规模约 47%



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表43: 2022 年食醋 CR5 约为 19%

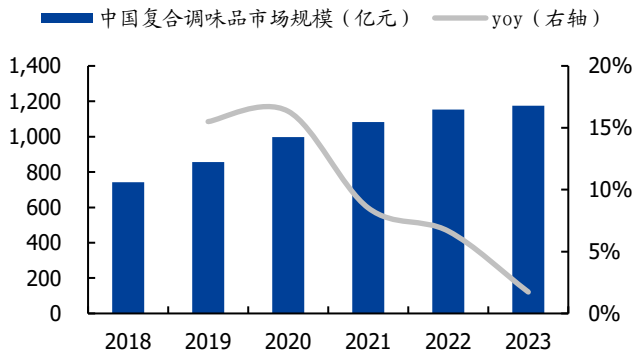


资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

- **料酒: 格局分散, 竞争激烈。**料酒指烹饪用酒, 通常在黄酒基础上添加食盐、香辛料制作而成, 主要用于去腥、增香、解腻。市场规模方面, 根据弗若斯特沙利文数据, 2023 年我国料酒市场规模为 143 亿元, 2018-2023 年 CAGR 达 7.3%, 预计 2023-2028 年 CAGR 为 7.8%, 行业增速提升主要与肉类消费量的提升相关。竞争格局方面, 由于原材料黄酒的生产周期长、口味区域差异大, 呈现区域特征, 行业集中度低。头部企业包括老恒和、王致和等传统地方料酒企业以及海天味业、中炬高新、恒顺醋业等调味品企业。根据弗若斯特沙利文数据, 2023 年公司市场份额为 3.8%, 排名第一。未来随着行业竞争加剧、利润压缩, 低端产能有望得到持续出清。

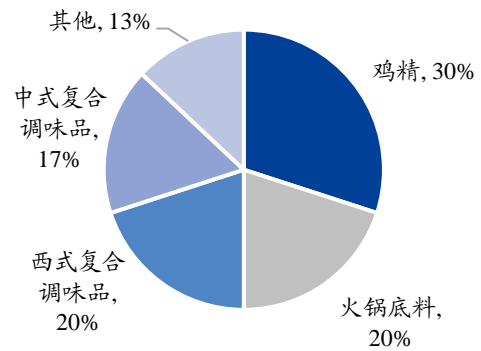
复合调味品：小产品大市场，渗透率提升潜力大。复合调味品由各种基础调味料以及蔬菜、肉类调配制作，2023年中国市场渗透率仅为28%，远低于日本(66%)和美国(73%)，渗透率提升的潜力较大。随着城镇化率与生活水平提高，B端餐饮连锁化、外卖业态繁荣以及C端家庭烹饪方式变革，复调有望迎来需求的高增。市场规模方面，根据弗若斯特沙利文数据，2018-2023年中国复合调味品市场规模从742亿元快速提升至1174亿元，CAGR达9.6%，增长势头强劲。竞争格局方面，复合调味品呈现“小产品、大市场”特征，在各种复合调味品大类中，鸡精/火锅底料/西式复合调味品/中式复合调味品的市场占比分别达到30%/20%/20%/17%，细分龙头如鸡精赛道的太太乐、火锅底料赛道的颐海国际、牛油赛道的森态牛油。同时，海天味业、李锦记、千禾味业等头部调味品企业也纷纷入局推出新品，为行业创造新增量。

图表44: 2018-2023年复调市场规模CAGR达9.6%



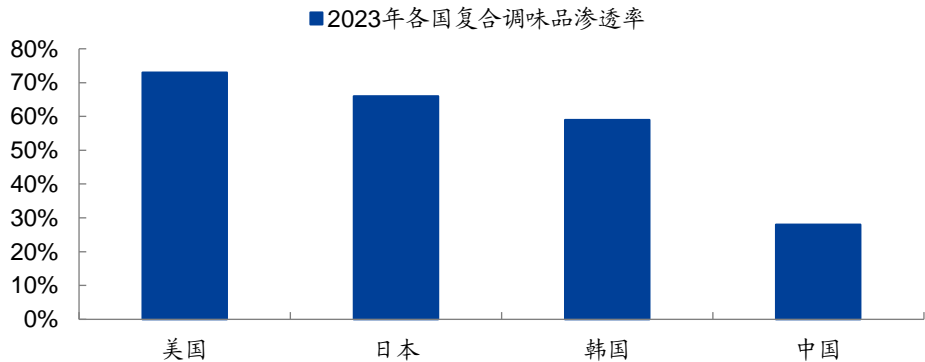
资料来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表45: 2023年复调细分品类规模占比



资料来源: 红餐网, 国盛证券研究所

图表46: 2023年中国复合调味品渗透率仅为28%，远低于日本(66%)和美国(73%)



资料来源: 观研报告网, 国盛证券研究所

三、竞争优势：品牌强壁垒，成本强管控

相较于同行竞争对手，公司在品牌、产品、渠道、成本等方面均具备较强的优势，我们看好公司长期的核心竞争力。

3.1 品牌优势：引领行业，应对风波展现强大韧性

踏实经营品牌，持续领跑行业。由于调味品具有较强的代际传承特征，发展历史悠久的品牌往往具备较强的品牌影响力，公司作为调味品行业龙头，清末初成立，即具备早期雏形，品牌优势突出。根据凯度消费者指数发布的《2024年品牌足迹报告》，2023年海天味业消费者触及数达7.32亿，领跑中国调味品快消市场。2024年中国品牌力指数C-BPI榜单发布，海天分别获得2024C-BPI酱油、食醋、蚝油、酱料行业第一品牌，其中，蝉联酱油行业第一品牌14年，蚝油、酱料行业第一品牌5年。

图表47：2024年C-BPI调味品行业品牌榜

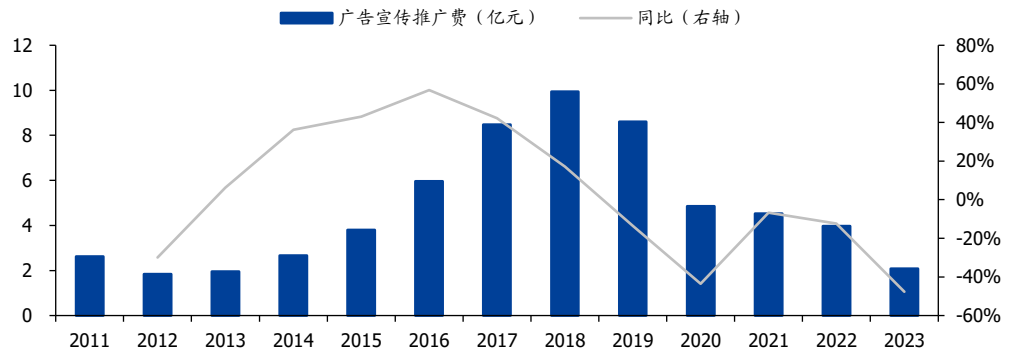
品类	2024 C-BPI 第一品牌 (得分)	连续年数	2024 C-BPI 第二品牌 (得分)	2024 C-BPI 第三品牌 (得分)
酱油	海天 (723.7)	14	李锦记 (402.9)	厨邦 (357.8)
食醋	海天 (568.9)	1	恒顺 (406.0)	保宁 (340.3)
酱料	海天 (669.0)	5	李锦记 (404.7)	老干妈 (350.8)
蚝油	海天 (765.1)	5	李锦记 (483.4)	厨邦 (388.6)
食盐	中盐 (640.3)	5	淮盐 (351.3)	鲁晶 (347.3)

资料来源：Chnbrand，国盛证券研究所

1) 营销助力打造品牌

综艺作引塑造品牌，短期风波不改口碑。自2013年公司提出“再造一个海天”的规划起，高度重视营销推广，通过综艺营销保持品牌的高曝光度，广告宣传推广费从2013年1.95亿提升至2018年9.94亿，2013-2018年CAGR达38.5%，占营业收入比从2.32%提升至5.83%。2019年起公司逐步缩减广告费用，2023年降低至2.08亿，同比-47.7%，占收入比降至0.85%，但在前期高举高打模式下，品牌力已深入人心。公司短期虽然遭遇食品添加剂风波，但积极调整修复品牌形象，于2022年开始参与大豆种植和牡蛎养殖的高质量发展，响应国家粮食安全号召，致力于乡村振兴和社会投入；2023年9月，“海天酱油阳光工厂开放日”活动举办，公司面向消费者展开真诚交流并接受监督，增强品牌认同感和喜爱度。

图表48: 2011-2023年广告宣传推广费变化(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表49: 2017年以来海天味业品牌营销举措

品牌创新	2017年
	独家冠名江苏卫视综艺节目《非诚勿扰》 独家冠名浙江卫视综艺节目《熟悉的味道》第二季 独家冠名湖南卫视综艺节目《我是未来》 独家冠名东方卫视综艺节目《天籁之战》第二季
	2018年
	独家冠名江苏卫视综艺节目《最强大脑之燃烧吧大脑》 东方卫视综艺节目《极限挑战》第四季特约嘉宾 独家冠名北京卫视综艺节目《跨界歌王》第三季
品牌修复	2019年以来
	独家冠名浙江卫视综艺节目《熟悉的味道》第四季 独家冠名东方卫视综艺节目《中国达人秀》第六季 独家冠名江苏卫视综艺节目《蒙面唱将猜猜猜》第四季 独家冠名腾讯视频《吐槽大会》第四季
	2022年以来
	参与大豆种植(酱油上游)的高质量发展, 响应国家粮食安全号召 参与牡蛎养殖(蚝油上游)的高质量发展, 响应国家粮食安全号召 举办“海天酱油阳光工厂开放日”活动, 与消费者真诚交流并接受监督
品牌提级	2022年以来
ESG报告参考权威ESG标准制定重点议题, 提升公司可持续发展能力 赞助高质量文化节目《锵锵行天下》第三季	

资料来源: 公司官网, 公司公众号, 虎嗅网, 唐平商行, 食品板, 数字营销市场, 国盛证券研究所

2) 行业价格引领者

酱油提价领先行业, 彰显龙头品牌地位。 复盘近两轮酱油上涨周期: 2016Q4 酱油各类成本价格同比普涨, 原材料(黄豆+4%, 白砂糖+26%)、包材(PET+13%, 玻璃+43%, 瓦楞纸+42%)、运输(公路运输+10%, 集装箱货运+45%)、能源(大宗能源+50%)价格均进入上涨周期, 公司于2016年12月率先提价, 而后同业中炬高新、千禾味业分别于2017年3月、4月跟随提价, 提价幅度5-10%。2021Q2-Q4第二轮涨价周期开启, 公司于2021年10月同样率先提高酱油出厂价格, 中炬高新、李锦记分别于11月、12月跟随提价。在最近两轮价格调整周期中, 公司均扮演领头羊角色, 充分展现公司在酱油赛道定价的主导权, 彰显了龙头的品牌影响力。

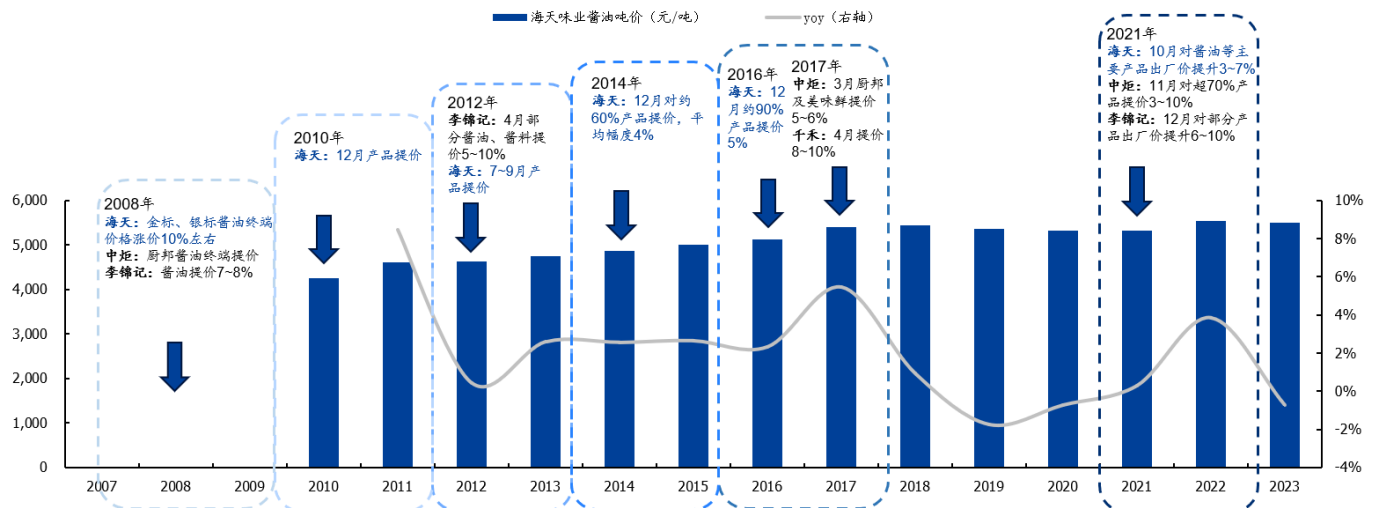
图表50: 2016-2017年及2021-2022年酱油各类成本价格普涨

		2016-2017酱油提价周期							
成本		价格同比							
		16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
原材料	黄豆	-13%	-8%	-3%	4%	12%	8%	-1%	-2%
	白砂糖	11%	3%	16%	26%	27%	22%	11%	-4%
包材	PET	-7%	-12%	-4%	13%	31%	8%	19%	14%
	玻璃	-5%	8%	32%	43%	44%	29%	22%	17%
	瓦楞纸	0%	0%	1%	42%	63%	45%	95%	29%
运输	公路运输	-19%	-6%	-4%	10%	17%	8%	12%	-4%
	集装箱货运	-47%	-23%	3%	45%	64%	59%	19%	-9%
能源	大宗能源	-33%	-16%	8%	50%	84%	36%	30%	20%

		2021年酱油提价周期							
成本		价格同比							
		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
原材料	黄豆	31%	10%	7%	13%	3%	11%	12%	4%
	白砂糖	-9%	0%	5%	8%	7%	7%	2%	-1%
包材	PET	1%	18%	29%	55%	30%	20%	9%	-9%
	玻璃	35%	86%	59%	4%	6%	-27%	-44%	-22%
	瓦楞纸	11%	18%	21%	15%	3%	-3%	-12%	-18%
运输	公路运输	2%	2%	1%	2%	0%	1%	3%	2%
	集装箱货运	199%	263%	257%	138%	74%	29%	-24%	-71%
能源	大宗能源	18%	84%	52%	54%	41%	45%	23%	9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

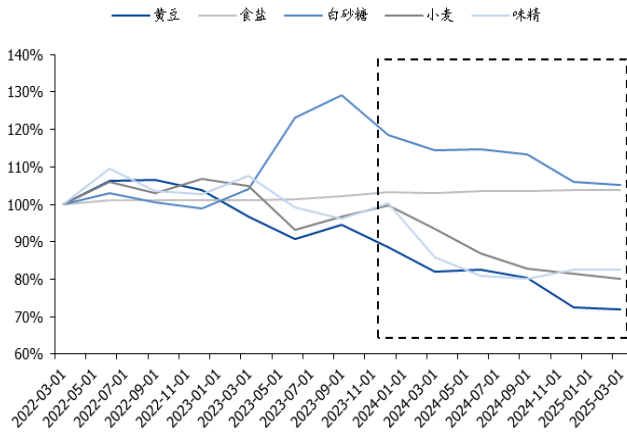
图表51: 公司在历轮酱油涨价周期中率先提价



资料来源: Wind, 各公司公告, 南方都市报, 调料家, 新浪财经, 证券时报网, 南方日报, 新京报, 国盛证券研究所注: 2013年吨价采用当年1-11月的销售吨价

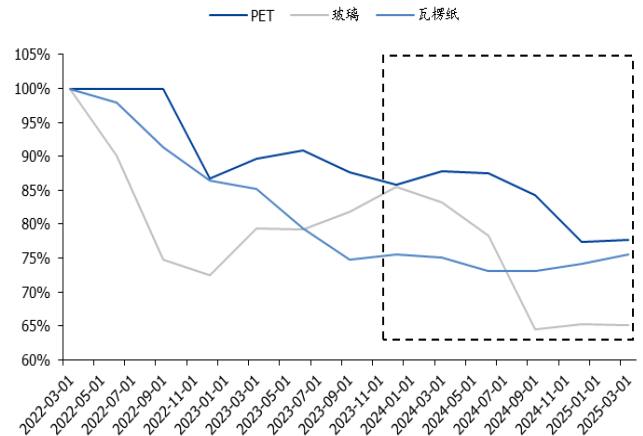
上游价格逐步改善, 成本红利有望延续。自2024年至今, 黄豆、白砂糖、小麦、味精等原材料以及PET、玻璃等包材价格持续下降: 1) 原材料方面, 2025Q1季均黄豆、食盐、白砂糖、小麦、味精价格分别同比-12%/+1%/-8%/-14%/-4%; 2) 包材方面, 2025Q1季均PET、玻璃、瓦楞纸价格分别同比-12%/-22%/+1%。未来成本价格有望延续改善趋势, 并逐步传导到公司利润端表现。

图表52: 2024年至今黄豆、白砂糖、小麦、味精等原材料价格持续下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 相对价格以 2022Q1 为基数

图表53: 2024年至今PET、玻璃等包材价格持续下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 相对价格以 2022Q1 为基数

3) 品牌出海, 锚定全球

筹划 H 股上市, 开拓全球市场。1993 年“海天”牌系列产品就已打入美国市场, 远销北美及东南亚。2024 年 4 月, 子公司海天国际投资设立全资子公司海天国际贸易; 同年 6 月, 海天国际投资又设立全资子公司 HADAY ID, 加速出海步伐。2024 年 12 月 11 日, 公司发布公告, 宣布“拟发行 H 股股票并申请在港交所主板挂牌上市”, 该议案已于 2024 年 12 月 31 日第二次临时股东大会审议通过, 我们认为未来在资本的支持下, 公司业务有望迎来新增量, 进一步推动全球化战略落地。

3.2 产品优势: 大单品驱动, 产品矩阵完善

1) 品类全面丰富, 打造平台型企业

产品矩阵完善, 平台优势突出。公司坚持以用户为导向, 致力于建立完整系统的“中国味”产品体系, 目前产品已涵盖酱油、蚝油、酱、醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳、火锅底料等 1300 多个产品 sku, 产品结构不断完善。公司致力于打造平台型调味品公司, 给予消费者更广泛地选择空间, 有助于各类产品在不同消费层面的到达, 持续推动了公司更为庞大的市场基础及良好消费口碑。

图表54: 公司核心三大品类产品矩阵完善

类别	图示	系列	核心产品						
			金标生抽	草菇老抽	味极鲜酱油	鲜金标生抽	甜金标生抽	铁强化金标生抽	
海天酱油		畅销系列	凉拌酱油	金装一品鲜	老抽王	鲜金标生抽	甜金标生抽	铁强化金标生抽	
		经典系列	红烧酱油	鲜味生抽	银标生抽	老金标生抽	辣金标生抽	铁强化草菇老抽	
		特惠酱油	威极生抽	生抽豉油	老抽豉油	上等鲜酱油	精选生抽	精选老抽	
			上色好老抽	锦标老抽					
		老字号系列	海天老字号零添加	海天老字号第一道	海天老字号365高鲜	海天老字号淡盐			
		特级系列	特级金标生抽	特级一品鲜酱油	特级草菇老抽	特级味极鲜			
		有机系列	海天有机酱油						
		特色系列	清筒酱油	筒盐酱油	海鲜酱油	蒸鱼豉油	辣椒豉油	淡口酱油	
			双璞生抽	海天小小盐酱油	鱼生酱油	招牌味极鲜	薄盐生抽	原酿鲜	
		超值系列	老抽酱油	生抽酱油	铁强化生抽酱油	铁强化老抽酱油	海天珍藏生抽	海天珍藏老抽	
袋装系列	黄豆酱油	老抽酱油	生抽酱油	红烧酱油					
海天蚝油		畅销系列	金标蚝油	蚝油皇	鲜辣蚝油	海天上等蚝油	海天蚝油挤挤装		
		招牌系列	招牌蚝油	招牌蚝油	招牌蚝油	招牌蚝油			
		经典系列	一品鲜蚝油	鲜味蚝油					
		财宝系列	财宝蚝油						
		超值系列	精制蚝油	海天金字装蚝油	精选蚝油				
海天调味酱(酱料)		畅销系列	黄豆酱	辣黄豆酱	麻辣鲜黄豆酱	蒜蓉黄豆酱			
		特色系列	蒜蓉辣酱	番茄沙司	冰糖酱	豆瓣酱	煲肉酱	海天XO酱	
			美味香酱	私房豆豉酱	海天四季鲜大豆酱				
		经典系列	海鲜酱	柱侯酱					
		招牌系列	招牌拌饭酱	招牌香菇酱					
		锦上鲜系列	海天锦上鲜蒜蓉辣椒	海天锦上鲜叉烧酱	海天锦上鲜排骨酱	海天锦上鲜桂林风	海天锦上鲜甜辣酱		

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

图表55: 公司非核心三大品类产品布局日益完善

类别	图示	系列	核心产品			
			金标米醋	9度纯酿米醋	黑米醋	白米醋
海天醋(醋品)		米醋系列	大红浙醋	清香米醋	5度白米醋	
		白醋系列	白醋	酿造白醋	海天白醋	海天白醋9度
		特色系列	海天添丁甜醋			
		香醋系列	香醋	宴會香醋	姜蒜香醋	
		陈醋系列	陈醋	老陈醋	陈酿醋	
		果醋系列	苹果醋			
海天料酒(料酒&黄酒)		花雕系列	花雕料酒			
		海天古道系列	海天古道料酒	海天古道五香料酒	海天古道姜葱料酒	
		大众系列				
其他		酿造系列				
		鸡精	海天四海鲜鸡精	海天美厨鸡精	海天四海鲜火锅鸡精	
		鸡粉	海天四海鲜鸡粉	海天美厨鸡粉	海天农家鸡粉	盐焗鸡粉
			海天鸡粉			
		腐乳	经典白方	经典红方	老牌腐乳	
			浓香鸡汁	鲍鱼汁	豉汁	烧烤汁
		调味汁	卤水汁	ok捞拌汁	白灼汁	皇标鲜味汁
			英标鲜味汁	捞面汁	拌饭汁	
		香油	海天天赐良谷芝麻油	海天天赐良谷芝麻香油		
		味精	晶体味精	幼针味精		
		酱腌菜	太子剁椒	野山椒		
		五谷	黄豆			
饮品	爱果者					
礼盒装	缤纷美味礼盒	至尊礼盒	乐享美味礼盒	老字号礼盒		
	美味有礼礼盒	美味FUN享礼盒	XO酱臻品礼盒			
火锅	海天火锅					


资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

2) 大单品: 口碑保证, 畅销领航

海天味业是中国调味品行业大单品数量最多的企业, 现已成功培育 7 个 10 亿级大单品、25 个 1 亿级以上产品系列, 横跨酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒等多个品类。

- **酱油大单品: 海天金标生抽、海天草菇老抽、海天味极鲜。** 海天金标生抽和海天草菇老抽畅销 60 年, 作为国民酱油典范, 海天金标生抽和海天草菇老抽均采用优质非转基因黄豆阳光酿晒, 后者加入新鲜浓香草菇汁, 坚持零添加防腐剂, 率先成为公司传统大单品。海天味极鲜作为高端鲜味酱油标杆, 同样采用优质非转基因黄豆阳光酿晒, 富含第一道原汁, 零添加香精香料, 其氨基酸态氮含量达 >1.2 克/100ML, 营养价值极高。

图表56: 公司酱油大单品与竞品对比

产品图片	产品	价格(元)	容量(L)	ASP(元/500ml)
	海天金标生抽(特级)	7.97	0.50	7.97
	厨邦酱油(特级生抽)	9.50	0.41	11.59
	李锦记精选生抽(特级)	9.90	0.50	9.90
	海天味极鲜	13.90	0.75	9.27
	厨邦味极鲜	11.51	0.76	7.57
	李锦记味极鲜	9.90	0.50	9.90
	海天草菇老抽	9.90	0.50	9.90
	厨邦特级老抽	8.50	0.41	10.37
	李锦记精选老抽	11.90	0.50	11.90

资料来源: 京东, 国盛证券研究所

- **蚝油大单品: 海天上等蚝油。**蚝油已成为海天旗下除酱油之外的第二大品类, 全国市场产销量遥遥领先, 其销量可达排名 2 至 5 名全部品牌的销量之和, 主要产品有金标蚝油和上等蚝油等, 目前仍在消费者教育和培养的快速成长期, 占据行业 40% 以上的市场份额。其中海天上等蚝油是一款 15 亿级别的大单品, 为国民蚝油典范。

图表57: 公司蚝油大单品与竞品对比

产品图片	产品	价格(元)	容量(KG)	ASP(元/500g)
	海天上等蚝油	8.00	0.70	5.71
	厨邦蚝油	8.32	0.61	6.82
	李锦记金蚝油	9.80	0.50	9.80

资料来源: 京东, 国盛证券研究所

- **调味酱大单品: 海天黄豆酱。**海天黄豆酱仅用 5 年时间就发展为 10 亿级别的大单品, 是海天一款适用性非常广泛的全能大酱, 用于蘸、焖、蒸、炒、拌等各种烹调方式。2016-2023 年海天调味酱收入 CAGR 为 4.24%。除海天黄豆酱以外, 招牌拌饭酱、海鲜酱、锦上鲜系列产品也是畅销单品, 未来有望持续扩容收入空间。

图表58: 公司黄豆酱大单品与竞品对比

产品图片	产品	价格(元)	容量(KG)	ASP(元/500g)
	海天黄豆酱	12.80	0.80	8.00
	欣和黄豆酱	11.66	0.50	11.66
	李锦记黄豆酱	11.80	0.80	7.38

资料来源: 京东, 国盛证券研究所

3) 推新能力出众, 产品结构持续升级

新品种类丰富, 健康多元创新。公司在产品端持续推陈出新, 完善调味品矩阵, 丰富产品品类: 1) 调味品主业, 顺应健康化趋势, 公司持续推出零添加、有机、减盐系列产品, 早于 2014 年推出“零添加”头道酱油, 而后衍生到蚝油、香醋、酱料等; 公司在产品包装上同样有所创新, 推出自立袋、挤挤装、留鲜瓶等。2) 其他品类, 公司积极开拓酱油冰激凌、胡萝卜汁、益生菌豆奶、五常大米等赛道, 响应消费者的多元化需求。

图表59: 新品种类丰富, 健康多元创新

年份	2014	2017	2020	2021	2022	2023	2024
酱油	0添加头道酱油	金标生抽、草菇老抽 包装优化升级	简盐酱油 即简裸酱油、清简酱油		有机酱油	薄盐生抽 特级淡盐生抽 特级清盐生抽	鲜虾酱油 蒸鱼豉油 给水果吃的酱油 7g薄盐松茸 无蔗糖 特级酱油 特级生抽
蚝油					金标蚝油 有机蚝油仙露 (零添加系列)(只有系列)		薄盐蚝油
调味酱				番茄沙司	招牌拌饭酱、招牌香菇酱 0添加拌饭酱、0添加黄豆酱 有机拌饭酱 有机蘑菇酱 红油 辣黄 香辣酱 豆酱	清盐番茄沙司	招牌拌饭酱 (藤椒口味) 原味鲜蒜蓉 紫苏系列酱料 果味番茄沙司
醋					0金标香醋、有机糯米醋、0金标陈醋 有机香醋	苹果醋	橘子醋
料酒			葱姜料酒 劲香白20度料酒		有机糯米料酒 (有机料酒系列) 五香料酒、金标白料酒、烹饪黄酒、日式风味味淋		
其他			芝麻香油 火锅底料	地理限定系列大米 快捷方式系“爱果者”饮料系列 雪里糖	胡萝卜汁	海鲜汁、白灼汁、凉拌汁 辣鲜露、麻辣鲜露 釜作饭益生菌豆奶柠汁 系列预制菜 酱油冰激凌	酱油麻薯冰激凌、苹果醋雪泥 谷物坚果饮 柠檬茶 天水麻辣烫风味底料 酸爽凉拌汁

资料来源: 公司官网, 公司公众号, 佛山鸿睿智拓, 食品板, 滇禧供应链, 国盛证券研究所

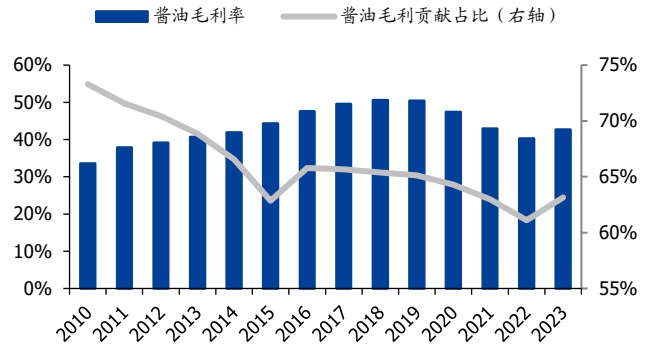
产品结构持续升级, 有效带动毛利率提升。为顺应消费趋势, 公司重点发力健康产品, 从生抽、老抽、高鲜酱油升级到零添加酱油, 再升级到简盐、有机酱油, 产品结构持续优化。根据马上赢数据, 公司 22Q3-23Q3 零添加酱油 SKU 同比翻番至 42 件、铺市率从 25% 增长至 39%, 高毛利率产品占比持续提升, 有效拉动毛利率增长。

图表60: 公司零添加产品持续升级



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

图表61: 公司酱油毛利率和毛利贡献占比

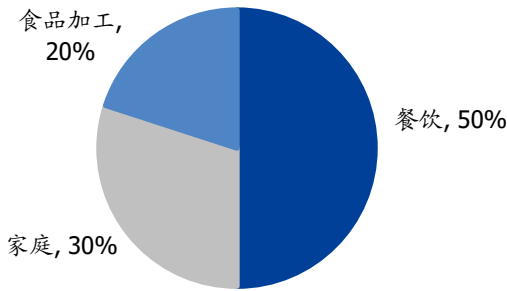


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 渠道优势: B端优势明显, 全国化布局领先

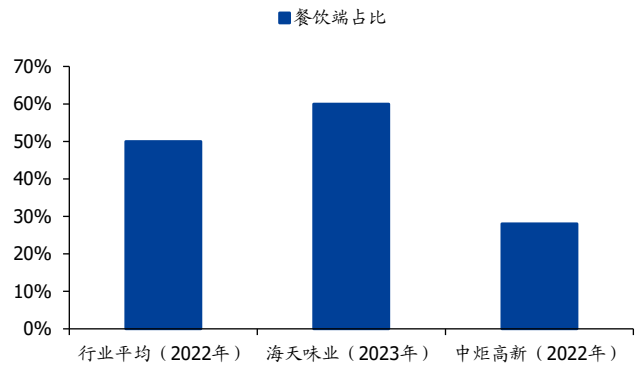
率先卡位餐饮赛道, C端优势同样显著。调味品下游消费主要由餐饮、家庭、食品加工三大类需求构成, 三类终端 2022 年销量占比分别 50%/30%/20%。相较家庭消费, 餐饮更追求口味的一致性, 品牌忠诚度高。公司通过厨师院校合作与庞大渠道网络率先卡位餐饮赛道, 经过多年口味驯化, 具备较深护城河, 收入占比达 60%, B 端优势显著, 相比较下, 中炬高新 2022 年餐饮端收入占比仅有 28%, 千禾味业则主要以 C 端为主。2020 年后 B 端受消费场景的限制, 公司迅速发力 C 端, 快速积累优势。

图表62: 2022 年调味品下游餐饮/家庭/食品加工占比



资料来源: 中国调味品协会, 国盛证券研究所

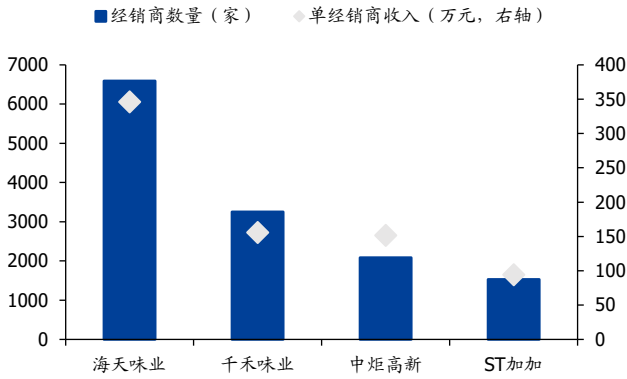
图表63: 2023 年海天味业餐饮端收入占比 60%, 处于行业较高水平



资料来源: 中国调味品协会, 调料家, 新调味, 国盛证券研究所

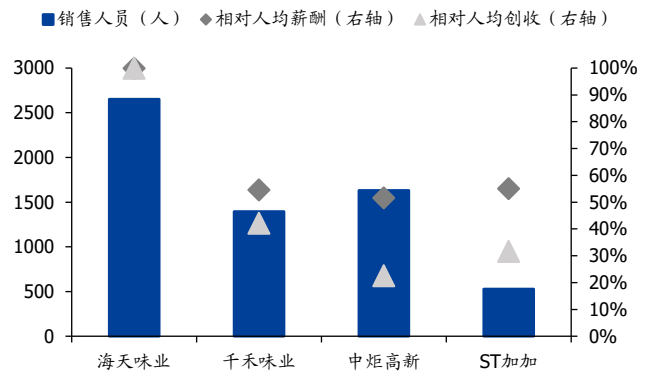
打造海天经销模式, 销售团队积极高效。调味品终端分散、用户庞杂, 主要通过经销商触达终端。公司持续优化经销商队伍, 通过“两级分销”、“区域赛马”、“营销数字化”等方式保障分销效率、提升渠道积极性、管控库存价盘。2023 年公司经销商数量达 6591 家、单经销商收入达 346 万元, 显著领先行业。同时, 公司组建了一支高素质营销团队, 配有成熟培训模式与激励机制, 帮助经销商开拓市场, 2023 年公司销售团队共有 2651 人, 人均薪酬 25 万元、人均创收 861 万元均优于同行。

图表64: 2023年公司经销商数量、单经销商收入行业领先



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 单经销商收入=主营业务收入/经销商数量

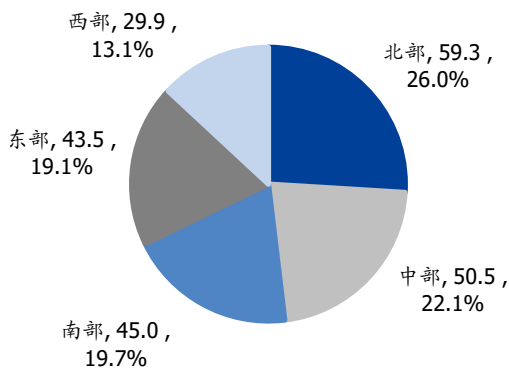
图表65: 2023年公司销售人员数量、人均薪酬、人均创收行业领先



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 相对人均薪酬与相对人均创收以海天味业为基数 (海天味业=100%)

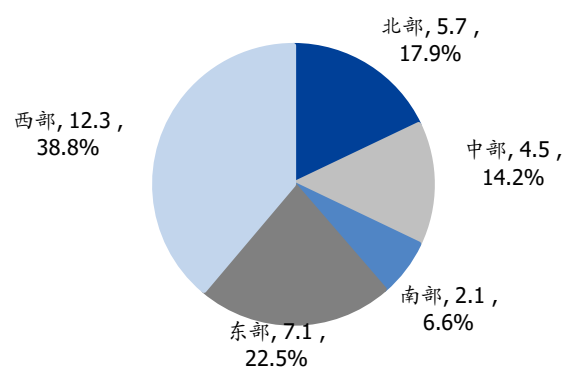
区域布局完善, 渠道深度下沉。公司较早完成全国化布局, 而后持续推动渠道下沉, 2024年已覆盖全国 100%地级及以上城市和 90%县级市, 触达销售终端 300 万个。根据各公司收入区域拆分, 千禾味业侧重西部、中炬高新侧重南部、加加食品以华中为主, 公司各区域收入则较为均衡, 经销网络在覆盖区域的广度、深度方面均领先友商。凯度《2023年全球品牌足迹报告》数据显示, 公司以 7.98 亿消费者触及数、83.9%的渗透率, 排名中国消费者十大首选品牌第 4 位 (前三分别是伊利、蒙牛和康师傅)。

图表66: 2023年海天味业主营收入区域分布均匀 (亿元)



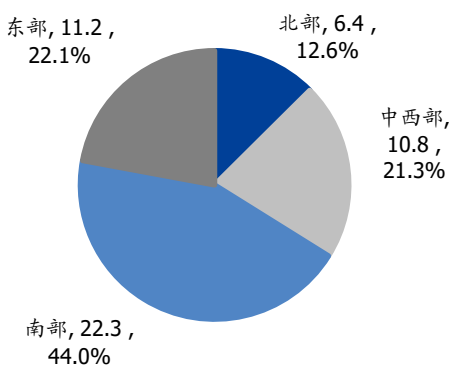
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表67: 2023年千禾味业主营收入以西部区域为主 (亿元)



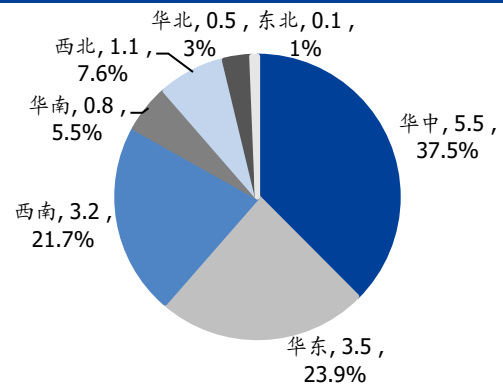
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表68: 2023年中炬高新主营收入以南部区域为主 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表69: 2023年加加食品主营收入以华中区域为主 (亿元)



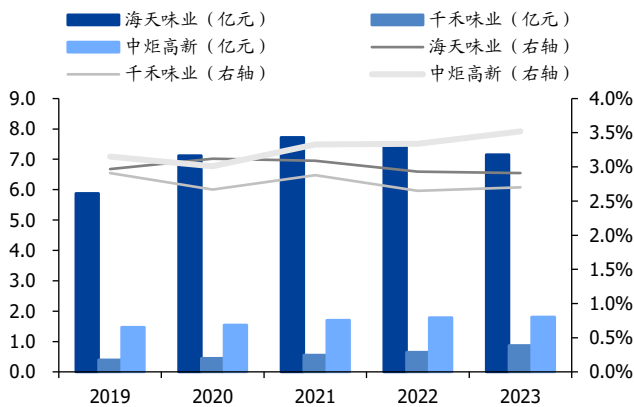
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 成本优势：高度自动化，上游强议价

我们认为公司与行业相比，成本优势明显主要体现在两个方面：第一，公司高度重视研发投入，设备技术领先行业，已基本实现生产自动化，全流程压缩生产成本；第二，公司多品类模式布局下，原材料采购规模效应显著，在上游拥有较高的议价权，有助于压缩成本。

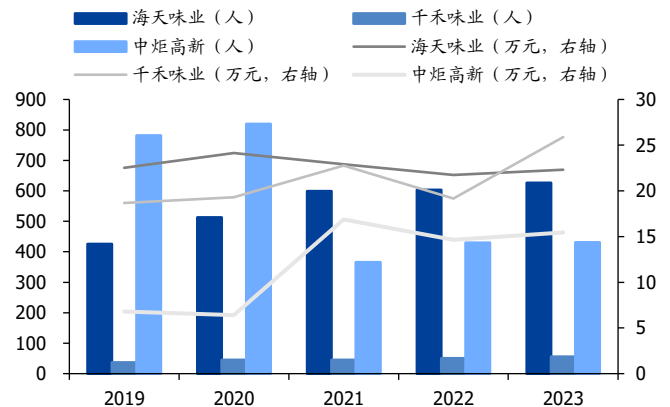
高度重视研发，持续自我革新。公司长期维持较高的研发投入，以支持发酵菌种、生产技术的迭代创新，保持行业领先地位。2023年公司研发费用达7.2亿元，远高于千禾味业（0.9亿元）与中炬高新（1.8亿元）；研发人员共626人，高于千禾味业（56人）与中炬高新（431人）；研发人员平均薪资22.3万元，处于行业较高水平。

图表70: 公司和友商研发费用和研发费用率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

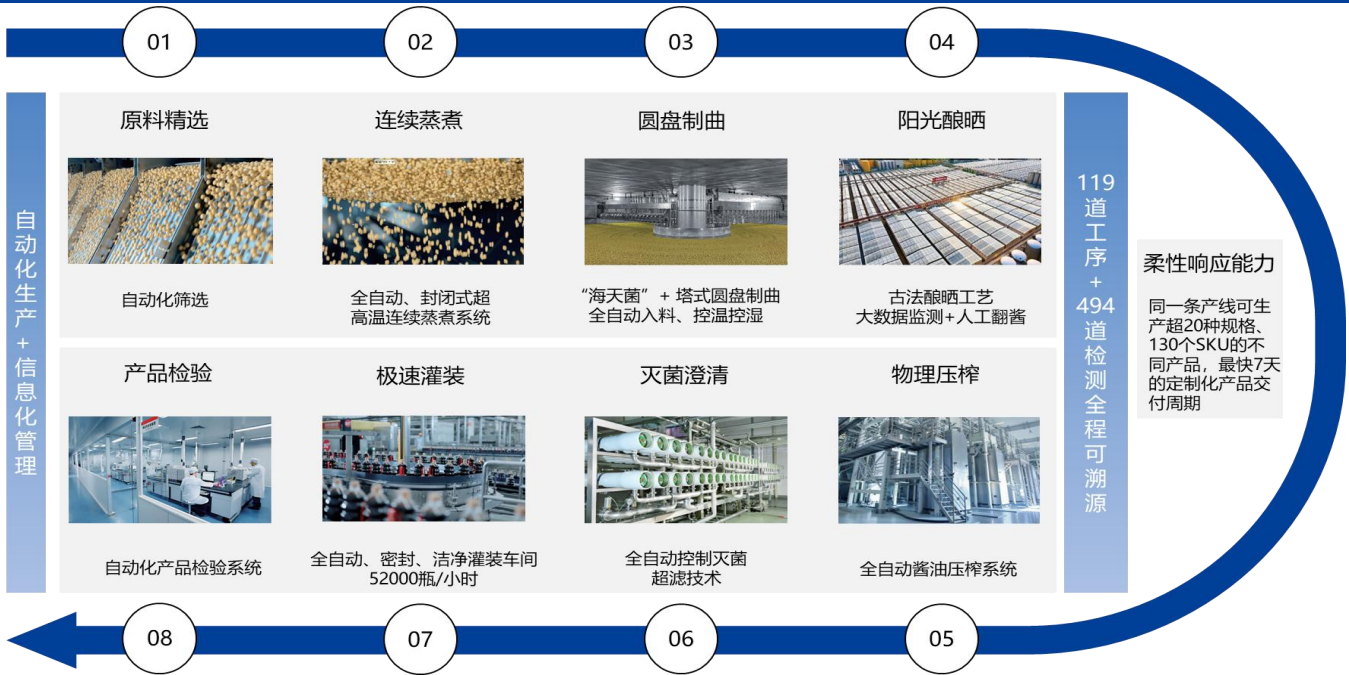
图表71: 公司和友商研发人员数量和研发人员平均薪资对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

设备、技术行业领先，生产高度自动化。酱油生产工艺包括“原料处理-制曲-发酵-压滤-灭菌-澄清-罐装”等环节，目前公司已基本实现“从黄豆到酱油”全流程的自动化生产：原料方面，公司选取东北三江平原等优质产区富含有机质的非转基因黄豆；制曲方面，公司拥有全球最大的塔式制曲圆盘，单次产量达65吨，以此支撑庞大的生产规模；发酵方面，公司自主研发的“海天菌”具备较强酶解能力，能够稳定高效地将黄豆中的蛋白质分解为多种鲜味氨基酸，提升原材料转化率及产品质量；澄清方面，公司率先大规模运用超滤技术，保障酱油的澄清体态。同时，公司通过ERP管理系统对119道工序和494项检测实现全流程可溯源管理，全面提升品控能力和生产效率。公司最快可在同一条生产线生产超20种规格、超130个sku的不同产品，拥有最快7天的定制化产品交付周期。此外，产能方面，公司拥有佛山、宿迁、南宁和武汉四大生产基地，合计产能规模500万吨，生产能力为中国调味品行业第一。

图表72: 海天味业酱油智造工艺, 实现低成本、高效率生产

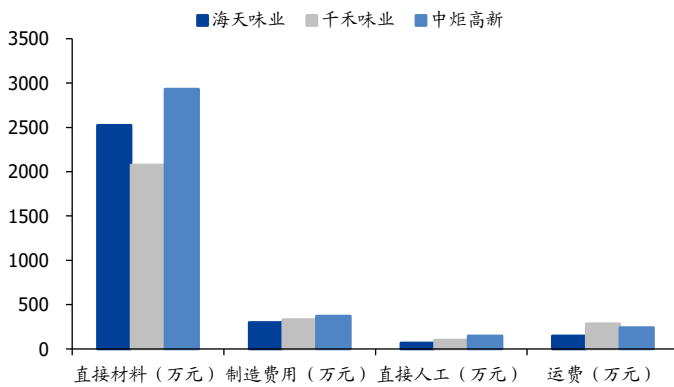


资料来源: 公司公告, 公司官网, 公司公众号, 中国财富, 国盛证券研究所

上游强议价权, 成本严格管控。公司由于产品种类丰富, 覆盖酱油、蚝油、调味酱、料酒、醋等, 由于采购量大, 对上游有较强的议价能力, 采购成本方面具备较强的优势。以酱油为例, 2023年公司酱油单吨成本3042万元, 显著低于中炬高新的3692万元(千禾味业因工艺不同, 使用豆粕代替黄豆, 单吨成本降至2788万元)。我们根据2023年各公司公布的酱油成本进行拆分:

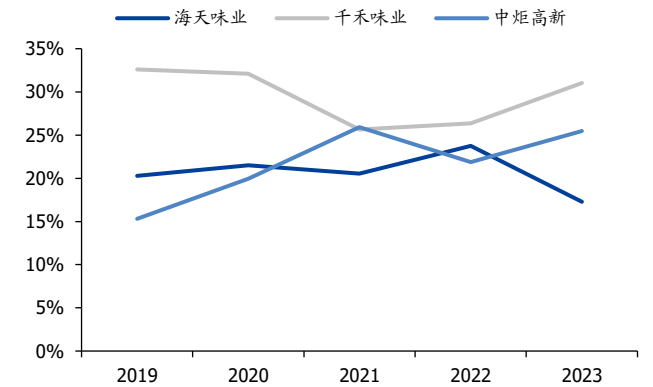
- **原材料:** 由于公司、中炬高新以黄豆为主要原材料, 千禾味业则采用成本较低的豆粕, 因此原材料单吨成本呈现中炬高新(2930万元) > 海天味业(2525万元) > 千禾味业(2076万元)。
- **制造费用、直接人工及运费:** 公司凭借规模优势均实现单吨成本行业最低, 2023年分别为299万元、70万元、149万元(第二名分别为330万元、99万元、283万元)。同时, 公司采购分散, 前五大供应商占比较低, 2023年占比17%, 低于千禾味业(31%)与中炬高新(25%), 具备较强议价权。

图表73: 2023年海天味业和同行酱油单吨成本拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表74: 公司前五大供应商占比较低, 上游话语权较强



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 收入拆分及盈利预测

我们按业务分类对公司营业收入做拆分与预测，核心假设如下：

1) 酱油业务

酱油作为成熟行业，竞争非常激烈，随着国民可支配收入与生活质量的提高，酱油健康化趋势下，有望拉动行业价格进一步增加。酱油行业格局分散，一超多强格局下，集中度有望进一步提升，公司作为行业龙头有望率先受益。销量方面，虽然人口增速放缓，但公司市占率持续提升，我们预计公司 2024-2026 年销量分别+9%/+7%/+5%；价格方面，短期由于餐饮复苏较弱竞争加剧而承压，中长期吨价有望进一步提升，我们预计公司 2024-2026 年吨价分别+0%/+0.5%/+0.5%。基于此，酱油业务整体收入预计 2024-2026 年分别+9%/+7.5%/+5.5%。受益于产品结构升级和成本红利，我们预计酱油毛利率 2024-2026 年分别 44.5%/45.2%/45.4%。

2) 蚝油业务

蚝油行业处于成长期，随着消费者培育的持续进行，渗透率有较大的提升潜力，市场空间广阔。双寡头格局下，海天作为龙头，品牌力、产品力和渠道力优势显著，市占率有望进一步提升。销量方面，随着消费者基数和公司市占率持续提升，我们预计公司 2024-2026 年销量分别+11%/+10%/+9%；价格方面，短期由于餐饮场景受限竞争加剧而承压，中长期吨价有望进一步提升，我们预计公司 2024-2026 年吨价分别+0%/+1%/+1%。基于此，蚝油业务整体收入预计 2024-2026 年分别+11.0%/+11.1%/+10.1%。受益于成本端红利，我们预计蚝油毛利率 2024-2026 年分别 28.4%/29.1%/29.8%。

3) 调味酱业务

调味酱行业由于渗透率非常高，行业空间广阔，但调味酱种类繁多且区域口味差异大，单品规模不易做大，行业集中度非常低。海天作为调味品龙头，有望凭借强大的品牌渠道力，率先做成大单品。销量方面，由于公司市占率持续提升，我们预计公司 2024-2026 年销量分别+6%/+3%/+2%；价格方面，消费升级趋势有望随餐饮的复苏而缓慢实现，我们预计公司 2024-2026 年吨价分别+0.5%/+0.5%/+0.5%。基于此，调味酱业务整体收入预计 2024-2026 年分别+6.5%/+3.5%/+2.5%。成本端红利背景下，我们预计调味酱毛利率 2024-2026 年分别 37.4%/37.7%/38.5%。

4) 其他业务

其他主营业务主要包括醋、料酒、复调等其他调味品业务，我们预计 2024-2026 年收入有望分别实现+17.3%/+16.4%/+15.0%；其他业务收入主要包括发酵饮料、冰淇淋等非调味品业务，体量较小，我们预计 2024-2026 年收入分别+12%/+12%/+12%。

综合毛利率：受益于原材料成本下行，和公司产品结构优化升级，公司毛利率有望迎来较大的提升空间，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 35.6%/35.9%/35.8%。

图表75: 海天味业盈利预测拆分 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	25,004	25,610	24,559	27,137	29,697	32,090
YOY	9.7%	2.4%	-4.1%	10.5%	9.4%	8.1%
酱油业务						
酱油收入 (百万元)	14,188	13,861	12,637	13,775	14,813	15,631
YOY	8.8%	-2.3%	-8.8%	9.0%	7.5%	5.5%
销量 (万吨)	266	250	230	251	268	281
YOY	8.4%	-5.9%	-8.2%	9.0%	7.0%	5.0%
价格 (元/吨)	5,333	5,539	5,499	5,499	5,526	5,554
YOY	0.3%	3.8%	-0.7%	0.0%	0.5%	0.5%
毛利率	42.9%	40.3%	42.6%	44.5%	45.2%	45.4%
蚝油业务						
蚝油收入 (百万元)	4,532	4,417	4,251	4,719	5,243	5,772
YOY	10.2%	-2.5%	-3.7%	11.0%	11.1%	10.1%
销量 (万吨)	96	88	86	96	105	115
YOY	11.5%	-8.7%	-1.9%	11.0%	10.0%	9.0%
价格 (元/吨)	4,714	5,031	4,937	4,937	4,986	5,036
YOY	-1.2%	6.7%	-1.9%	0.0%	1.0%	1.0%
毛利率	34.6%	33.7%	29.0%	28.4%	29.1%	29.8%
调味酱业务						
调味酱收入 (百万元)	2,666	2,584	2,427	2,585	2,676	2,744
YOY	5.6%	-3.1%	-6.1%	6.5%	3.5%	2.5%
销量 (万吨)	31	28	28	30	31	32
YOY	5.2%	-8.0%	-0.4%	6.0%	3.0%	2.0%
价格 (元/吨)	8612	9076	8559	8602	8645	8689
YOY	0.4%	5.4%	-5.7%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利率	39.5%	37.3%	35.5%	37.4%	37.7%	38.5%
其他主营业务						
其他主营收入 (百万元)	2,211	2,932	3,499	4,104	4,777	5,493
YOY	13.4%	32.6%	19.3%	17.3%	16.4%	15.0%
毛利率	31%	27%	22%	22%	22%	22%
其他业务收入						
其他业务收入 (百万元)	1,408	1,816	1,744	1,954	2,188	2,451
YOY	21.2%	29.0%	-3.9%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利率	19.9%	16.9%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
综合毛利率	38.7%	35.7%	34.7%	35.6%	35.9%	35.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率: 公司在费用管控方面为行业翘楚, 销售费用方面, 由于 2024 年行业竞争加剧, 短期销售费用率略有提升, 我们预计 2024-2026 年公司销售费用率为 5.49%/5.36%/5.26%; 公司坚持自动化降本增加人效, 但短期由于在 H 股上市, 预计上市费用有所增长, 2024-2026 年管理费用率预计为 2.13%/2.40%/2.11%; 公司高度重视研发, 随着收入提升, 研发费用率预计基本保持稳定, 预计 2024-2026 年分别 2.91%/2.91%/2.91%。

图表76: 海天味业费用率预测 (%)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	38.7%	35.7%	34.7%	35.6%	35.9%	35.8%
YOY (pct)		-2.98	-0.95	0.89	0.24	-0.02
销售费用率	5.43%	5.38%	5.32%	5.49%	5.36%	5.26%
YOY (pct)		-0.05	-0.06	0.17	-0.12	-0.10
管理费用率	1.58%	1.72%	2.14%	2.13%	2.40%	2.11%
YOY (pct)		0.15	0.42	-0.01	0.27	-0.29
研发费用率	3.09%	2.93%	2.91%	2.91%	2.91%	2.91%
YOY (pct)		-0.15	-0.02	0.00	0.00	0.00
归母净利润率	26.68%	25.37%	25.08%	24.44%	24.20%	24.57%
YOY (pct)		-1.31	-0.29	-0.63	-0.24	0.37

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合来看, 我们预计 2024-2026 年公司实现营收 271/297/321 亿元, 同比+10.5%/+9.4%/+8.1%; 实现归母净利润 63/69/75 亿元, 同比+12.1%/+9.3%/9.2%, 实现 EPS 分别为 1.13/1.24/1.35 元/股。

4.2 可比公司估值

餐饮复苏，出海明确，行业龙头充分受益。短期来看，内需刺激政策落地，餐饮复苏提振，B端修复有望进一步打开行业空间。中长期来看，酱油、蚝油、调味酱等各调味品子赛道格局分散，集中度有望进一步提升，公司作为行业龙头有望率先受益。此外，公司即将登陆H股，出海目标明确，海外市场有望为营收贡献新的增量。我们选取中炬高新、千禾味业东鹏饮料三家上市公司作为可比公司，其中中炬高新、千禾味业为调味品行业知名企业，主营业务与公司相仿；东鹏饮料为软饮料龙头，所在行业市场空间与调味品行业相近，具有可比性。我们预期公司2024-2026年归母净利润为63/69/75亿元，同比+12.1%/+9.3%/9.2%，考虑公司龙头地位稳固，盈利能力稳健，首次覆盖给予“买入”评级。

图表77: 海天味业可比公司估值表

股票代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600872.SH	中炬高新	21.32	2.16	0.99	1.18	1.44	13.0	21.5	18.1	14.9
603027.SH	千禾味业	11.80	0.52	0.50	0.57	0.65	31.3	23.8	20.8	18.3
605499.SH	东鹏饮料	237.90	5.10	6.40	8.41	10.65	35.8	38.9	28.3	22.3
可比公司平均值							26.7	28.0	22.4	18.5
603288.SH	海天味业	40.79	1.01	1.13	1.24	1.35	40.3	36.0	32.9	30.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 可比公司EPS为Wind一致预测, 收盘价截至2025年3月20日

五、风险提示

消费力恢复不及预期。调味品行业价增逻辑依托消费升级环境，若消费力恢复不及预期，仅依靠量增逻辑，行业增长将较为乏力，进而影响公司业绩表现和盈利能力。

行业竞争加剧。调味品行业壁垒低，利润高，竞争日益激烈，若价格战持续进行，行业中的企业盈利能力都将面临较大挑战。若消极应对价格战，可能会导致市场份额流失，进而影响公司业绩表现。

食品安全风险。食品安全是消费者关注的重点。若公司在生产过程中出现质量控制失误，可能会影响消费者信任和品牌形象，进而导致产品销售不及预期。

数据滞后风险。本文部分行业数据截至 2022 年，存在滞后性，与现有情况或存在出入。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com