

# 渠道变革、品类裂变、港股出海： 海天味业重构增长边界

## 核心观点

复盘 2020 年以来海天经营困境与业绩突围，逆周期完成全方位改革，成功从“被动承压”转向“主动引领”，未来增长路径清晰。产品方面，C 端加码健康概念，B 端提升柔性定制，加强创新，聚焦主品类，醋、酒做增量，培育复调。渠道方面，引入数字化体系，提升经销商专业化能力，抢占新零售发展机遇，进一步下沉提升份额。出海方面，将东南亚作为首站，依托广西工厂，一地一策探索运营模式，期待未来产品、供应链、工厂逐步完成本地化，有望成为业绩增长极。

## 标题

### 复盘：逆周期革新，完成全面优化，提质增效重启稳健增长

2020-2022 年，在餐饮场景受限、原材料成本上涨、渠道碎片化等背景下，产品 B C 端不平衡、社区团购价格冲击、新零售与传统渠道冲突等问题逐渐凸显，公司业绩压力渐增，2022 年净利润自上市以来首次负增长。2023 年海天推行全面改革，聚焦核心品类，切入定制化赛道，市场去库存、稳价盘，优化经销商体系，提升渠道数字化水平，牺牲短期收入换长期健康增长。2024 年至今，改革成效显著，渠道推力与消费者信任恢复，业绩恢复增长，公司乘胜追击，顺利完成董事会换届，推出员工持股计划激活团队活力。

### 核心品类稳健，特色品类放量，海天增长空间广阔

重点聚焦酱油、蚝油、调味酱主品类，将食醋、料酒培育为第四、第五大品类，战略布局复调赛道，通过提份额、提渗透、提投入打开增长空间。**提份额方面**，酱油、食醋行业逐步进入成熟期，但市场份额非常分散；**提渗透方面**，蚝油、料酒逐渐从地方性调味料逐渐全国化，渗透率提升空间大，料酒龙头份额低；**提投入方面**，加快黄豆酱全国化，复调推新培育消费者。

## 海天味业 (603288.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 07 月 14 日

当前股价：38.52 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.21/-10.43	-8.37/-17.06	11.20/-7.25

12 月最高/最低价 (元) 51.80/33.55

总股本 (万股) 583,963.22

流通 A 股 (万股) 556,060.05

总市值 (亿元) 2,234.32

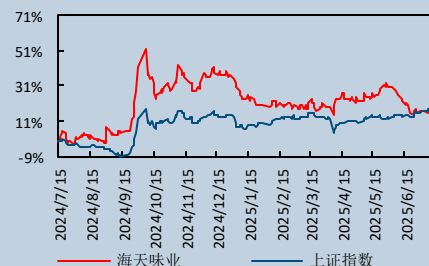
流通市值 (亿元) 2,141.94

近 3 月日均成交量 (万) 1295.78

主要股东

广东海天集团股份有限公司 58.26%

## 股价表现



## 重塑增长路径，产品创新引领趋势，优化渠道挖掘增量

本轮改革中，海天优化渠道与调整产品策略，公司未来增长路径进一步清晰。**产品端**，完整的产品矩阵是底气，超强推新能力是实力，公司有能力强消费趋势快速推新，满足消费需求，如 2021 年推出“0 添加系列”、2022 年推出“有机系列”、2023 年推出少盐系列。C 端持续推广健康概念与便捷包装类产品，2024 年健康概念增长 33.6%，“挤挤瓶”已累计销售超 4.6 亿瓶。**渠道端**，一是优化渠道结构，加码新零售渠道，提升经销商专业化程度，抢占新兴渠道增长先机，线上收入已达 12.43 亿元；二是带动全品类渠道下沉，发掘三四线调味品消费潜力，目标人均调味品消费额仅为一二线城市的一半；三是针对餐饮/工业客户柔性定制，海天已实现最快 7 天完成交付能力，直销业务体量小但快速增长（5.96 亿元）。

## 快速布局海外市场，未来有望成为重要成长极

6 月海天成功上市港股，是公司未来出海的重要布局，计划将 20% 的募集资金用于海外市场拓展。我们认为，海天将东南亚、美洲作为重点市场，分三个阶段从出海到逐步完成本地化。第一阶段，以华人和中餐为媒介，构建经销网络和销售团队，摸索适合当地的经营模式；第二阶段，结合当地口味与饮食习惯，逐渐构建本地化的产品矩阵和供应链，培育消费者习惯与忠诚度；第三阶段，随着销售网络与供应链体系的完备，建设本地化工厂、并购本地品牌，实现深度本地化。海天出海具备品类优势、资本优势、管理优势，海外市场在未来有望成为重要成长极。

**盈利预测：**预计 2025-2027 年公司实现收入 291.22、320.65、353.69 亿元，同比增长 8.26%、10.11%、10.31%；实现归母净利润 69.91、78.35、87.66 亿元，同比增长 10.20%、12.08%、11.87%；对应 EPS 为 1.20、1.34、1.50 元/股，2025-2027 年动态 PE 为 32.18X、28.71X、25.66X，维持“买入”评级。

**风险提示：**大豆等原材料价格上涨风险；食品安全风险；需求恢复不及预期风险

## 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,559.31	26,900.98	29,121.78	32,064.71	35,369.45
YoY(%)	-4.10	9.53	8.26	10.11	10.31
净利润(百万元)	5,626.63	6,344.13	6,991.10	7,835.40	8,765.82
YoY(%)	-9.21	12.75	10.20	12.08	11.87
毛利率(%)	34.74	37.00	37.16	37.32	37.51
销售净利率(%)	22.91	23.58	24.01	24.44	24.78
ROE(%)	19.72	20.53	16.69	17.88	19.05
EPS(摊薄/元)	0.96	1.09	1.20	1.34	1.50
P/E(倍)	39.98	35.46	32.18	28.71	25.66
P/B(倍)	7.88	7.28	5.37	5.13	4.89

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 目录

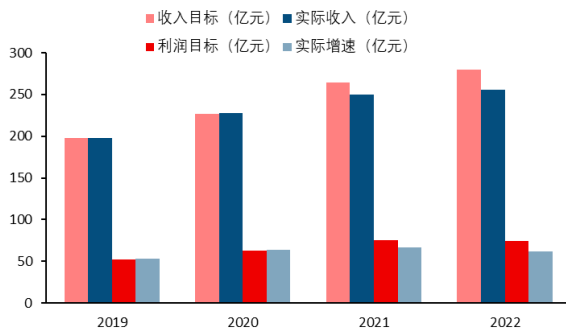
一、复盘：逆周期革新，重塑增长逻辑.....	1
1.1 2020-2022 年：市场环境冲击与需求变化、渠道变革并行，海天负重前行.....	1
1.2 2023 年：刀刃向内，全面革新.....	2
1.3 2024 年至今：乘胜追击，激活团队活力，提升运营效率.....	3
二、主品类稳健增长，特色调味品多点开花.....	5
2.1 产品矩阵完善，研发能力强，产能优势明显.....	5
2.2 核心品类：提升份额与渗透率，巩固提升龙头优势.....	7
2.3 特色调味品：醋、酒初具规模，培育复调扩展品类，未来重要增长极.....	9
2.4 增长路径：渠道优化与定制化提升份额，中长期结构升级.....	10
三、出海：上市港股推动海外战略布局，未来有望成为重要成长极.....	14
四、盈利预测及投资建议.....	16
4.1 分产品盈利预测.....	16
4.2 投资建议.....	17
风险分析.....	18
报表预测.....	19

## 一、复盘：逆周期革新，重塑增长逻辑

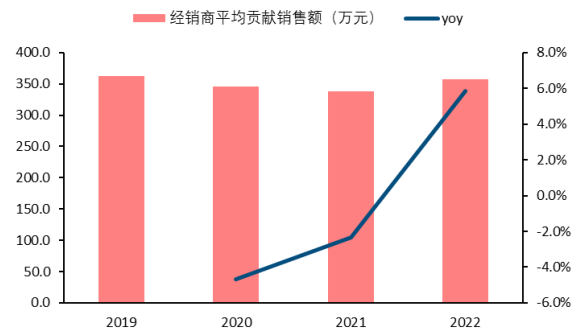
### 1.1 2020-2022 年：市场环境冲击与需求变化、渠道变革并行，海天负重前行

**场景缺失冲击，海天积极调整策略，但难掩市场压力，海天业绩降速。**受到 3 年公共卫生事件冲击，餐饮场景持续受限，原材料、包材成本增加，餐饮链上下游企业销售承压。海天通过加码 C 端市场、拥抱新渠道、拓展空白区域、推出新品、产品提价等策略积极应对市场变化，考虑到扰动因素时间跨度长、冲击大，公司为完成业绩任务亦有压货行为，叠加社区团购价格冲击、食品添加剂事件等影响，市场压力传导到报表端，期间公司业绩增速逐年下降，2022 年净利润自上市以来首次负增长。

**图表1： 2021-2022 年未能完成年度目标**



**图表2： 2020-2021 年海天经销商平均贡献收入下降**



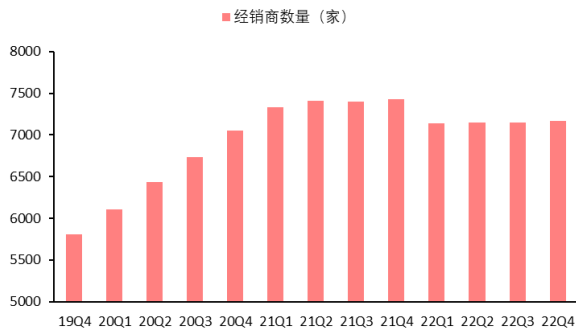
数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

**渠道端：渠道管理相对粗放，新零售与传统渠道、新商与老商相互影响，渠道压力逐渐增加。**2020 年起，核心餐饮渠道需求受损，家庭端消费增加，公司在弱势区域、弱势渠道增加经销商数量，加大下沉力度，拥抱线上、社区团购等新零售渠道，给予核心经销商信用支持，引导经销商在 C 端市场销售。

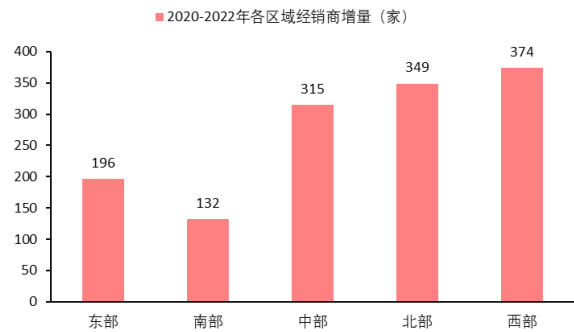
该策略在 2020 年成功帮助公司顺利完成全年目标，但是 2021 年起随着渠道负荷增加，出现一定弊端：1) 招商使得经销商密度增加，弱势区域新商起势较慢，且小商质量参差不齐；2) 公司原经销商在餐饮渠道、农贸批发、商超等传统渠道较为强势，而线上或社区团购以低价吸引流量，对传统渠道形成分流，产品价格体系受到影响；3) 原材料成本增加而产品提价，消费需求弱，产品渠道利润低，渠道库存高企，经销商积极性受损。直到 2022 年一季度，海天针对低质量的经销商从一批商调整至二批商，放缓招商节奏。2020-2021 年期间，公司分别净增经销商 1245 家、1669 家，2022 年减少；新零售渠道拓展，使得线上零售额从 2019 年 4.16 亿元提升至 2022 年 9.89 亿元。

图表3: 2020-2021 年大招商经销商密度增加



数据来源: 公司公告, 中信建投

图表4: 2020-2022 年期间各区域经销商数量增量



数据来源: 公司公告, 中信建投

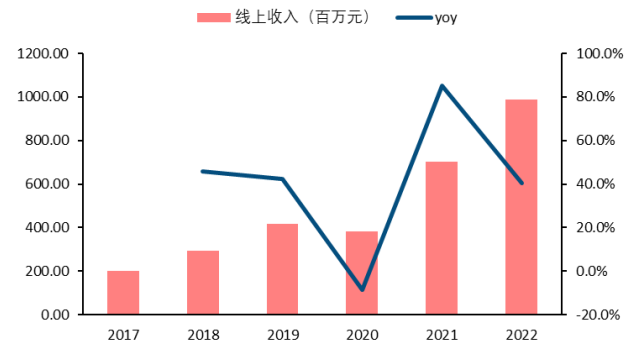
**产品端: 蚝油、调味酱渠道错配, 新品类体量较小, 新零售低端占比高, 遭遇舆论危机。**不同于酱油 B 端、C 端渗透率极高, 蚝油、调味酱在公司销售渠道中餐饮占比高, C 端渗透率仍在提升阶段, 餐饮渠道需求削减使得蚝油、调味酱增速低于整体。顺应消费者需求多元化, 公司加大醋、料酒业务销售, 推出火锅底料等复调产品, 整体增速快, 但其他调味品销售占比 2022 年仅为 11.4%。线上、社区团购等新零售渠道主要以低价引流, 吨价及毛利较低。2022 年公司推出有机、零添加、薄盐等健康概念系列新产品, 顺应消费者健康诉求增强趋势, 但是食品添加剂舆论风波使公司品牌形象受到一定影响。

图表5: 2022 年推出海天有机系列产品



数据来源: 公司公告, 中信建投

图表6: 2020-2022 年期间线上收入增长明显



数据来源: 公司公告, 中信建投

## 1.2 2023 年: 刀刃向内, 全面革新

2023 年, 面对市场需求碎片化、渠道多元化趋势, 市场舆论中深受信任危机, 在餐饮场景解除限制后开始复苏之际, 海天味业率先在产品、渠道、终端建设进行自我改革, 牺牲短期业绩主动求变, 以扭转过往成功经验在新环境中的相对颓势, 重新获取消费者、渠道信任, 2023 年公司收入自上市以来首次负增长。

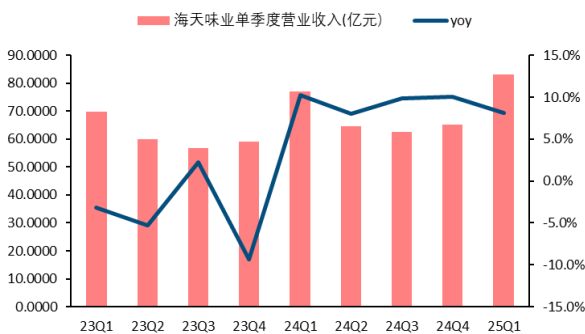
**产品方面: 聚焦核心品类, 切入定制化赛道。**持续聚焦核心五大品类, 做大醋、料酒作为第四、第五大品类, 基于基调开发拓展复调产品, 顺应消费者碎片化需求推出更多适应趋势的产品 SKU。C 端延续大单品策略, 做好海天品质宣传, 开始将有机、零添加、薄盐等健康化产品作为常态化系列。B 端方面, 在大标品基础上, 发挥公司研发能力, 组建专门团队提升生产线柔性生产能力, 在连锁餐饮、工业客户切入定制赛道。

**渠道：强调渠道低库存，优化经销商结构提升专业化程度，渠道数字化提升效率。**渠道碎片化和多元化使得 KA 等传统渠道被分流，在原先相对粗糙的渠道管理体系下经销商库存较高，产品出现串货扰乱价格体系。针对这类问题，首先公司帮助渠道全面去库存，坚持不压货，稳定产品价格盘，帮助价值链恢复到稳定状态。其次，优化经销商体系，将能力弱、理念不和的经销商调整为二批商或直接淘汰；针对不同渠道特性，提升渠道专业化程度，将产品配货与经销商特性相匹配。上线信息化系统，帮助培训经销商适应数字化变革，提升渠道精细化管理能力，例如监控渠道库存、防止低价倾销等。2023 年减少 1253 家经销商，增加 672 家经销商适应碎片化趋势。组织方面，部分费用权限下放，相应提升业务团队自主权，团队改革积极性进一步提升。

### 1.3 2024 年至今：乘胜追击，激活团队活力，提升运营效率

**改革势能释放，海天业绩反弹。**经过 2023 年的调整，2024 年改革效果开始显现。2024 年渠道库存已处于较低水平，产品价格盘稳定、渠道利润平稳，业务团队和经销商积极性较高，海天市场表现逆势向上。在 C 端方面，舆论影响逐渐减弱，公司产品品质在家庭端的认可度回到舆论前水平，健康化品类、复调等维持较高增速；B 端方面，餐饮市场消费相对疲软，市场竞争激烈，公司在餐饮、工业、特通等渠道的开发，B 端份额进一步提升。2025 年初，海天高明工厂还入围全球“灯塔工厂”，也是全球首家且唯一一家酱油酿造行业上榜企业。

图表7：公司改革势能释放，业绩增速反弹



数据来源：公司公告，中信建投

图表8：海天高明工厂入选全球“灯塔工厂”



数据来源：公司官网，中信建投

**管理层完成换届，深耕行业多年经验，80 后占比提升。**2024 年 9 月，海天味业完成管理层换届，程雪总接任董事长，管江华总任新总裁，负责销售业务的代文成为公司首个“80 后”执行董事，另有 3 名“80 后”高管提拔为公司副总经理。2023 年以来，公司自上而下转变经营理念，积极提拔年轻高管适应市场变化，激发高管团队活力。

图表9：海天味业管理层团队，晋升多位 80 后高管

姓名	职务	任职日期	出生年份	年龄	加入时长	曾任重要职务
程雪	董事长,执行董事	2010/11/25	1971	54	33 年	企业策划总监、副总裁及常务副总裁
管江华	总裁,执行董事	2022/12/9	1974	51	27 年	营销副总经理、营运总经理、助理总裁及副总裁
王志州	执行董事	2019/11/22	1979	46	27 年	酱油厂厂长、生产部经理、工程设备中心副总监
廖长辉	执行董事	2022/12/9	1977	48	26 年	仓储部经理、投资部总经理、审计部总监及公共关系中心总监
代文	执行董事	2024/9/19	1983	42	20 年	营销部经理、营销大区总监及片区营销中心总经理
黄文彪	执行董事	2024/9/19	1968	57	36 年	质检部主任、产品研究中心主任、科技部经理、技术中心总监
李军	首席财务官	2022/12/9	1984	41	17 年	财务部主任、财务信息化经理、财务中心副总监

桂军强	副总裁	2022/12/9	1985	40	18 年	蚝油厂经理、工艺部经理、质检部经理、醋业集团总经理及高明海天总经理
柳志青	副总裁	2024/9/19	1987	38	17 年	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及总裁处轮值主任
夏振东	副总裁	2024/9/19	1984	41	19 年	营销区域经理、营销大区总监、片区营销公司总经理及营销事业委员会轮值主任
柯莹	董事会秘书	2024/9/19	1986	39	17 年	集团办公室主任、人才发展中心副总监、公共关系中心副总监、营销人力中心总监及法律中心总监

数据来源：公司公告，中信建投

**推出员工持股计划，绑定员工与公司利益，提升运营效率。**全面改革的落地，海天乘胜追击，进一步提升员工激励水平，释放改革势能，公司推出 2024-2028 年员工持股计划，绑定公司与员工利益，统一员工思想，助力运营效率持续稳步提升。首期 2024 年参与计划的总人数不超过 800 人，董监高持股占比不超过 15%，员工覆盖面接近全体员工的 9%，激活中层员工、核心员工的工作积极性。

**图表 10： 2024 年-2028 年员工持股计划**

指标	具体内容
股票数量	本计划所持有的股票总数累计不超过公司股本总额的 10%；2024 年计划涉及 500 万股。
参加对象	2024 年计划的总人数不超 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%，现任为桂军强、李军、陈敏、黄树亮 4 人。
资金来源	2024 年计划的资金来源为公司计提的持股计划专项激励基金 18435 万元
存续周期	本计划分五期实施，在 2024-2028 年的五年内，滚动设立独立存续的各期计划。其中 2024 年计划的基本存续期为 24 个月。
业绩考核	各期计划的公司业绩考核指标以及持有人分类在当期计划中具体明确。 2024 年计划业绩考核 2024 年归母净利润同比增长不低于 10.8%，剔除股份支付费用、并购等影响。

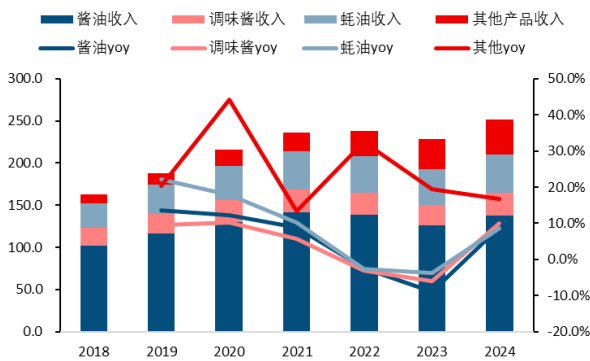
数据来源：公司公告，中信建投

## 二、主品类稳健增长，特色调味品多点开花

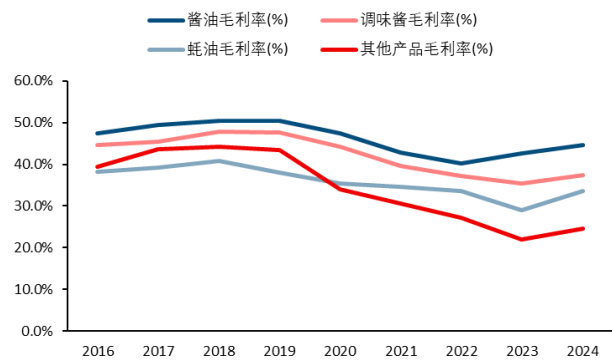
### 2.1 产品矩阵完善，研发能力强，产能优势明显

主品类经调整恢复稳健增长，特色调味品增速较快。海天酱油、蚝油、调味酱已经成长为行业领头羊，规模优势明显，市场竞争力强，2024 年销售规模分别为 137.58 亿元、46.15 亿元、26.69 亿元，分别同比增长 8.87%、9.97%、8.56%，特色调味品如食醋、料酒、鸡精鸡粉、复调等产品基础小、覆盖率低、增速快，2024 年其他产品收入达到 40.86 亿元，同比增长 16.75%。毛利率方面，虽然下游需求疲软、价格竞争加剧，但得益于原材料价格的大幅下滑，优化了成本结构，2024 年各品类毛利率明显提升，酱油、蚝油、调味酱、其他产品毛利率分别为 44.70%、33.69%、37.44%、24.50%，分别同比提升 2.07pcts、4.69pcts、1.95pcts、2.62pcts。

图表 11：公司改革势能释放，业绩增速反弹（亿元）



图表 12：成本改善，毛利率提升



数据来源：公司公告，中信建投



数据来源：公司官网，中信建投

产品矩阵丰富，区域覆盖面广，一站式提供全面解决方案。海天是国内最大的调味品企业，从酱油起家，已构建全面的产品矩阵，覆盖酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒、鸡精鸡粉、番茄沙司、辣椒酱等其他特色调味品超过 1450 个 SKU。公司也是大单品打造最为成功的调味品公司，拥有 7 个年销 10 亿及以上大单品，31 个年销 1 亿及以上产品系列，金标生抽、草菇老抽、上等蚝油、黄豆酱等大单品畅销市场多年，2024 年亿级以上产品系列贡献总收入的 76.6%。公司亦是全国化程度最好的调味品企业，各区域销售体量均可观，在中部、西部等原弱势区已经构建强大的品牌力，根据凯度《2024 年品牌足迹报告》，海天产品家庭渗透率达到 80% 以上。

图表 13：海天味业产品矩阵

品类	销售额 (亿元)	销售量 (万吨)	SKU 数量	价格 (元/500ml)	经典产品	图例
酱油	137.58	256.55	287	5.5-18.0	金标生抽、草菇老抽、味极鲜酱油、海鲜酱油、蒸鱼豉油、有机酱油、薄盐生抽、鲜味生抽	
蚝油	46.15	93.08	80	4.8-15.0	金标蚝油、上等蚝油、金字蚝油、财宝蚝油、招牌蚝油、有机蚝油、鲜露、薄盐蚝油	

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

调味酱	26.69	93.08	154	7.6-30.8	黄豆酱、柱侯酱、海鲜酱、招牌拌饭酱、锦上鲜蒜蓉辣椒酱、招牌香菇酱、辣黄豆酱	
特色调味品及其他	40.86	69.29	956	4.3-19.0	香醋、白米醋、苹果醋、海天古道料酒、海天古道姜葱料酒、酸辣凉拌汁、白灼汁、四海鲜味精、番茄沙司	

数据来源：招股说明书，中信建投

**研发造就产品力，产品品质高、产品推新强。**公司持续维持较高的研发投入水平，2024年研发费用达到8.40亿元，远高于竞争对手中炬高新（1.65亿元）和千禾味业（0.83亿元），海天已累计获授权超过1,000项专利，涵盖产品研发、菌种培育、数据驱动发酵等。产品品质方面，继承传统工艺与现代科技融合，通过高通量菌种筛选平台优化菌种，全流程保障产品品质。产品研发方面，公司精准洞察消费者需求变化，对产品不断更新迭代或推出新品，例如2022年推出“海天”0添加系列，2023年推出“有机酱油”升级版，2024年健康系列产品收入增速达到33.6%，公司根据消费者需求推出“挤挤瓶”蚝油累计销售超4.6亿瓶。

**图表14：海天产品体系持续迭代，推新能力强**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
酱油	即筒裸酱油 清筒酱油	味极鲜零添加酱油 0金标生抽 0草菇老抽	特级蒸鱼豉油 海天酱油沙司 只有™有机酱油 只有™有机生抽 只有™有机一品鲜	淡盐头道酱油 薄盐生抽 筒盐酱油 高鲜味极鲜酱油 0特级淡盐生抽 0特级轻盐生抽	7g薄盐松茸特级酱油 鲜虾酱油 无麸质酱油 0无蔗糖特级生抽 0蒸鱼豉油 给水果吃的酱油	薄盐味极鲜
蚝油		蚝油挤挤瓶 0金标蚝油	只有™有机蚝油鲜露		黑松露素蚝油 0薄盐蚝油	
调味酱		0添加黄豆酱 0添加葱油拌面酱	只有™有机拌饭酱 只有™有机黄豆酱 只有™有机香菇酱	黄豆酱挤挤瓶	紫苏系列酱油 海天招牌拌饭酱（藤椒口味） 海味佐餐酱 原味鲜蒜蓉	
醋		0金标陈醋 0金标香醋	只有™有机香醋 只有™有机糯米醋 0脂油醋汁	苹果醋	橘子醋	
料酒		0金标料酒	只有™有机料酒 只有™有机糯米料酒	五香料酒		
其他	火锅底料 @ME 快捷方式系列复调	0番茄沙司	只有™有机番茄沙司 “喜悦满满”胡萝卜汁 “喜悦满满”小青柠汁 快捷方式系列复调	白灼汁、凉拌汁 海鲜捞汁 轻盐番茄沙司 金汤酸菜鱼等	4款果味番茄沙司 精制鲍鱼汁	7款 快捷方式系列复调

数据来源：公司官网，中信建投

生产效率高，产能优势明显，未来总产能有望达到 766 万吨。公司生产流程高度自动化，以智能化驱动工艺精准度、生产稳定性及高标准的质量控制，在连续蒸煮、自研封闭式圆盘制曲、大罐发酵、自研连续压榨、自动配兑、极速灌装等多个核心生产环节均实现极致效率。例如 2023 年以来针对定制化服务提升生产线柔性生产能力，公司已经能在单一产线最高生产 20 种规格、超 130 种 SKU，且实现最快 7 天定制交付能力。此外，公司拥有全国最大的调味品产能优势，2024 年总产能达到 510 万吨，在调味品企业中遥遥领先，在广东、江苏、广西、湖北等地区拥有生产基地，在浙江嘉兴在建特色调味品产能，未来公司调味品总产能有望达到 760 万吨，满足国内消费者需求和产品出口。

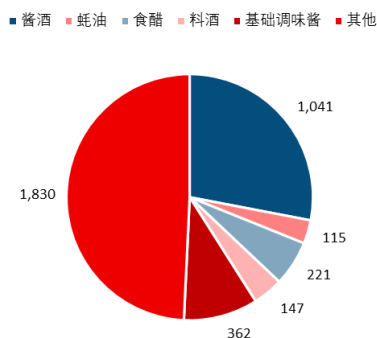
**图表 15: 海天当前产能达到 510 万吨,**

生产基地	产能 (千吨)	产量 (千吨)	利用率 (%)	规划新增产能	未来合计产能
广东高明生产基地	3,800	3,385	89	500	4,300
江苏宿迁生产基地	740	659	89	700	1,440
广西南宁生产基地	460	211	46	560	1,020
湖北武汉生产基地	100	53	53	500	600
浙江嘉兴生产基地				300	300
总计	5,100	4,308	84	2,560	7,660

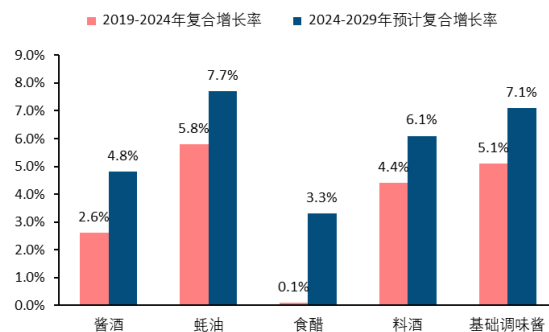
数据来源: 招股说明书, 中信建投

## 2.2 核心品类: 提升份额与渗透率, 巩固提升龙头优势

不同调味品品类发展阶段不同, 酱油、食醋逐渐进入成熟阶段, 蚝油、料酒渗透率仍在提升。酱油、食醋、食盐等传统调味品发展时间长, 全国渗透率较高, 行业逐渐进入成熟期, 根据弗若斯特沙利文, 2024 年两者市场体量分别为 1041 亿元、221 亿元, 预计 2024-2029 年酱油和食醋复合增长率分别为 4.8%、3.3%。蚝油、料酒属于从地方性调味料逐渐全国化的品类, 仍在渗透率提升阶段, 2024 年行业体量分别为 115 亿元、147 亿元, 预计 2024-2029 年蚝油和料酒复合增长率分别为 7.7%、6.1%。

**图表 16: 2024 年基础调味品各品类规模及占比 (亿元)**


数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

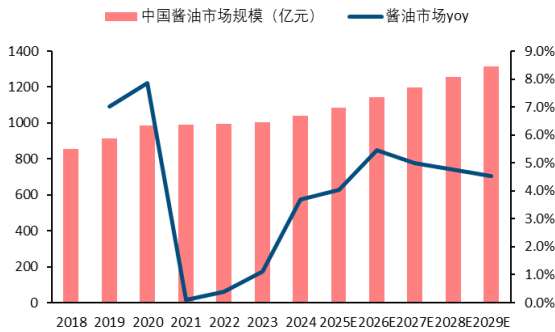
**图表 17: 主要基调味品未来增速预期**


数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

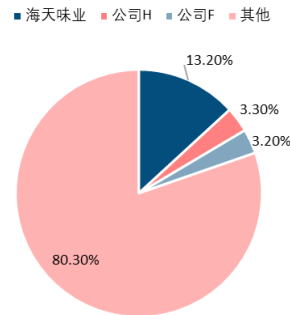
酱油行业逐渐成熟, 海天市占率提升空间仍较大。酱油是国内应用场景最广、渗透率最深、规模最大的调味品类, 根据弗若斯特沙利文, 2024 年酱油行业规模达到 1041 亿元, 5 年 CAGR 为 2.6%, 预计 2024-2029 年复合增长率 4.8%。2024 年, 海天市占率达到 13.2%, 远高于第二、第三名, 类比日本酱油第一龙头龟甲万市占率超过 30%, 海天市占率仍有较大提升空间。一是下沉市场仍有渗透空间, 人均消费支出与高线市场差距较大; 二是国内区域性品牌较多, 随着消费者对品质要求、健康要求提升, 龙头企业优势将更加明显; 三是餐饮、工

业渠道的粘性高，对口味、品质一致性要求高，连锁化率提升将巩固龙头渠道优势。

图表18: 酱油市场逐渐进入成熟期



图表19: 国内酱油市场份额分散

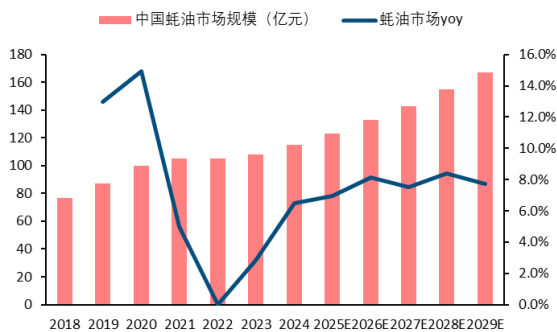


数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

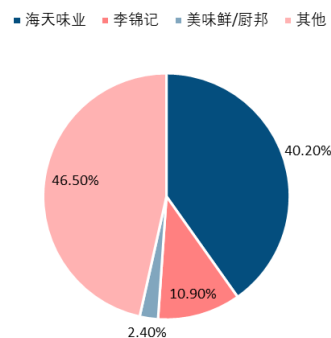
数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

**海天蚝油市占率超 40%，品类渗透率仍待提升。**蚝油作为南方区域性调味品扩张到全国的调味品类，海天是主推者，蚝油市占率达到 40.2%。当前，蚝油市场仍处于渗透率提升期，2024 年市场规模为 115 亿元，5 年 CAGR 为 5.8%，预计 2024-2029 年复合增长率为 7.7%。海天在 C 端“挤挤瓶”蚝油广受消费者欢迎，未来随着蚝油使用者的增加，海天凭借渠道优势、品牌优势有望获得更多市场增量。

图表20: 蚝油市场渗透率提升空间大



图表21: 海天是蚝油第一大龙头

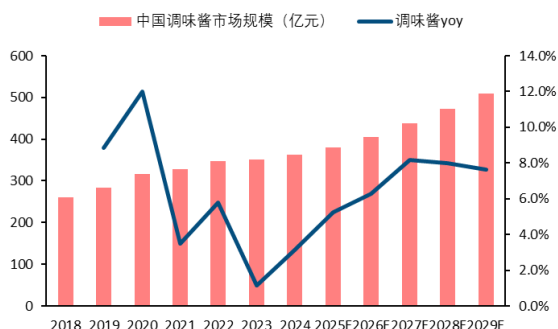


数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

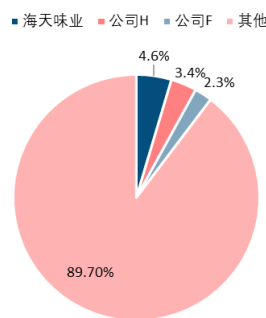
**调味酱市场分散，海天黄豆酱畅销，期待更多畅销新品。**调味酱行业子品类数量众多，区域间口味差异较大，因此行业份额相对分散，2024 年海天市场份额排第一，仅为 4.6%。根据弗若斯特沙利文，2024 年调味酱行业规模达到 362 亿元，5 年 CAGR 为 5.1%，预计 2024-2029 年复合增长率 7.1%。目前，海天调味酱以黄豆酱最为畅销，还包括柱侯酱、海鲜酱、招牌拌饭酱等主要产品，未来公司增长空间，一方面持续提升黄豆酱等大单品渗透率，培育更多消费者，另一方面洞察消费者趋势，快速响应推出更多新品，发挥海天平台优势有望实现新品类快速放量。

图表22: 调味酱市场规模较大, 增速快



数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

图表23: 区域口味差异大, 调味酱市场非常分散

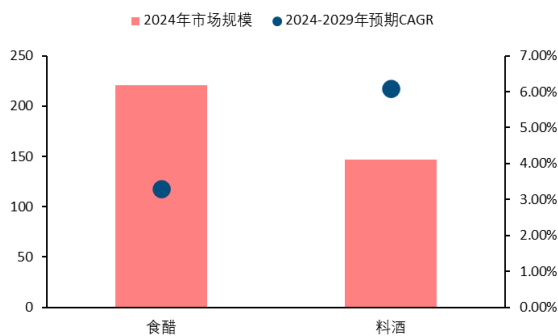


数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

## 2.3 特色调味品: 醋、酒初具规模, 培育复调扩展品类, 未来重要增长极

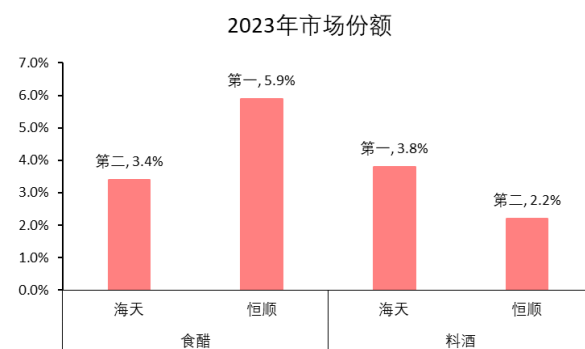
醋、料酒缺乏全国性品牌, 海天品牌影响力逐渐提升, 未来提升份额较高增速可期。食醋和料酒发展阶段有所不同, 食醋渗透率较高但应用场景相对局限, 行业逐渐进入成熟期慢扩容, 而料酒类似于蚝油处于从地方调味料向全国渗透的品类, 行业渗透力仍待提升, 2024 年食醋、料酒规模分别为 221 亿元、147 亿元, 预计 2024-2029 年复合增长率分别为 3.3%、6.1%。其次, 食醋和料酒均缺乏全国化龙头企业, 市场非常分散, 2023 年海天食醋市占率 3.4% 位列第二, 料酒市占率 3.8% 位列第一。海天酱油、蚝油带动的渠道优势, 以及完整的调味品解决方案, 为终端和消费者带来更多便捷性和品质保证, 看好未来海天醋、料酒延续较快增长态势。

图表24: 醋业进入成熟期, 料酒渗透率仍有空间 (亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

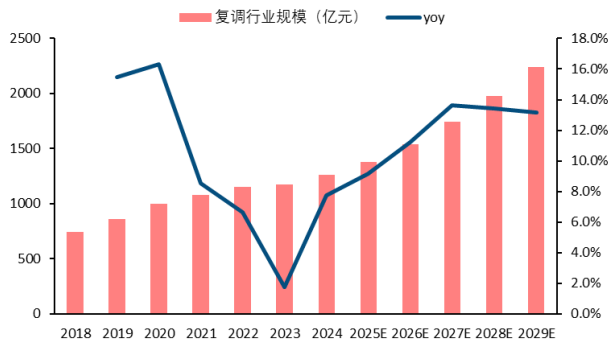
图表25: 食醋、料酒市场份额提升空间大



数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

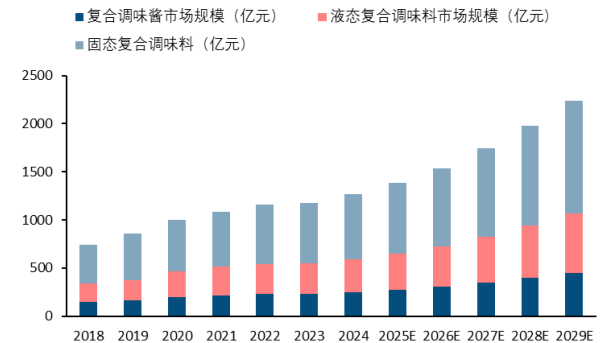
调味品复调化趋势不改, 培育“一汁成菜”用户习惯, 拓展品类满足消费需求。复调在 B 端提高菜品标准化、降低厨师依赖度, C 端提升家庭烹饪便捷性, 随着“一汁成菜”烹饪习惯的养成, 复调行业发展空间巨大。根据弗若斯特沙利文, 2024 年复调行业规模达到 1,265 亿元, 预计 2024-2029 年复合增长率 12.1%。目前海天复调类产品主要是鸡精、凉拌汁、番茄沙司等品类, 各品类体量相对较小, 随着公司根据消费趋势研发更多新品类, 老品逐渐增加规模, 公司复调等特色调味品板块有望维持快速增长。

图表26: 复调行业景气度高



数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

图表27: 复调主要品类规模

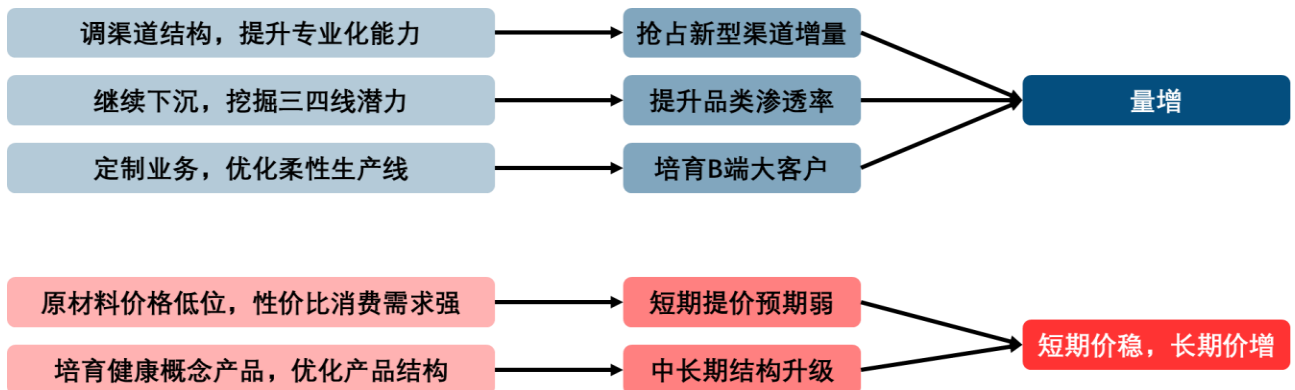


数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

## 2.4 增长路径: 渠道优化与定制化提升份额, 中长期结构升级

消费品基于量价关系的增长逻辑看: 1) 价方面: 短期市场环境价格贡献或减弱, 中长期结构升级仍是重要趋势; 2) 量方面, 顺应渠道变革趋势提升经销团队专业化程度, 持续在下沉市场培育用户习惯增加调味品支出, 提升柔性生产能力加大连锁餐饮、工业客户定制化力度。

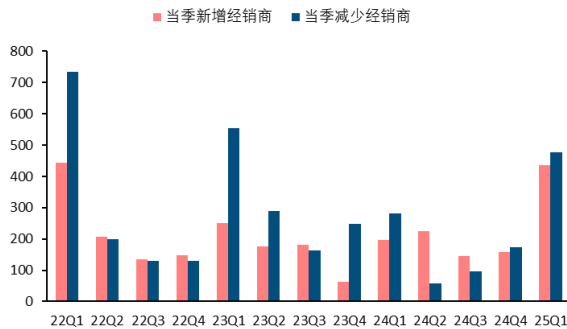
图表28: 海天增长路径



数据来源: 中信建投

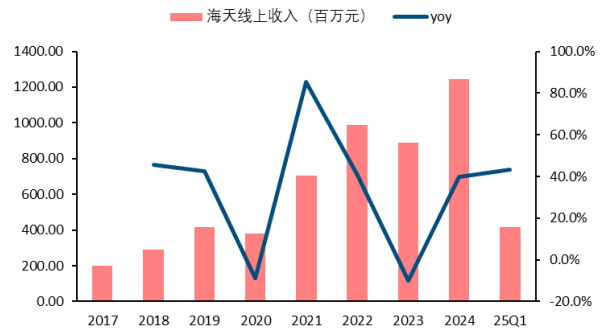
调整渠道结构, 发力新渠道, 提升经销团队专业化能力。渠道的错配也使得海天在 2021-2023 年面临较大的渠道压力。2023 年以来重点优化渠道结构, 推进数字化管理体系, 稳住核心大商, 淘汰不适应渠道变革的经销商, 配货也更加适应经销商特点, 渠道碎片化趋势下提升经销商专业度, 持续发力新零售渠道。以线上销售为例, 2024 年销售规模达到 12.43 亿元, 5 年 CAGR 达到 24.45%。此外, 山姆、胖东来、盒马等渠道兴起与中等收入人群需求变化相关性较强, 本身就与更高品质、更加健康的消费需求高相关, 渠道专业化程度提升从中长期发展看将更加有利于高附加值、高品质产品的销售。

图表29： 公司持续优化经销商结构提升专业度



数据来源：公司公告，中信建投

图表30： 线上渠道增长趋势较好

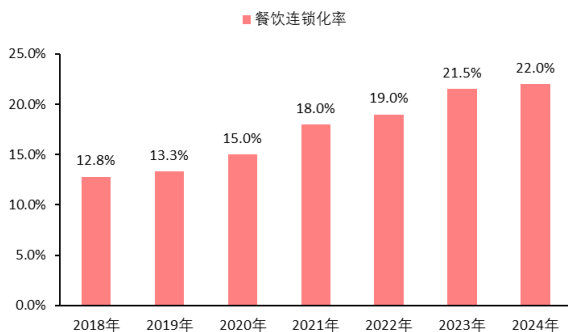


数据来源：公司公告，中信建投

海天是全国化程度最高的调味品企业，三四线仍有下沉和渗透空间。2024 年海天销售网络覆盖 100% 地级市和近 90% 县级单位，全国各区域均有较强的消费基础。从渗透率看，区域覆盖率高的同时，网点覆盖密集度方面仍有较大提升空间，主要体现在培育三四线城市人均调味品消费支出。2024 年，中国人均调味品支出 354 元，是美国的 1/5，日本的 1/3，而国内三线及以下城市人均调味品支出仅为一线城市的一半。未来，随着公司数字化营销体系的完善，进一步加大网点密度和市场下沉，酱油持续抢占市场份额，也将带动蚝油、醋、料酒等调味品渗透率提升。

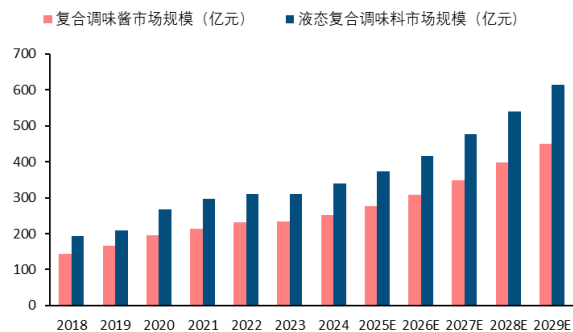
重点发展连锁餐饮与工业客户，提升柔性生产能力，定制化业务潜力巨大。国内餐饮连锁化率持续提升，复合调味料、预制菜行业方兴未艾，对出餐或产品口味标准化、稳定性要求高，产品定制化需求日益增长。从餐饮企业看，国内连锁化率从 2019 年的 13.3% 提升至 2024 年的 22%；从工业客户看，复调以及预制菜未来发展前景广阔，B 端优化效率、减少厨师依赖性，C 端提升烹饪便捷性，在复调领域复合调味酱、液态复合调味料中酱油、醋等基调是其重要原料，预制菜制作过程中亦需通过各类调味品增添风味。从复调看，2024 年复合调味酱、液态复合调味料市场规模分别达到 251 亿元、339 亿元，未来 5 年 CAGR 预计分别达到 12.4%、12.7%；从预制菜领域看，根据安井港股招股说明书，2024-2029 年速冻调制食品、速冻菜肴制品预计复合增速将达到 7.1%、16.1%。2024 年，海天直销收入 5.96 亿元，2 年 CAGR 为 20.6%，但整体体量仍较小。

图表31： 国内餐饮连锁化率持续提升



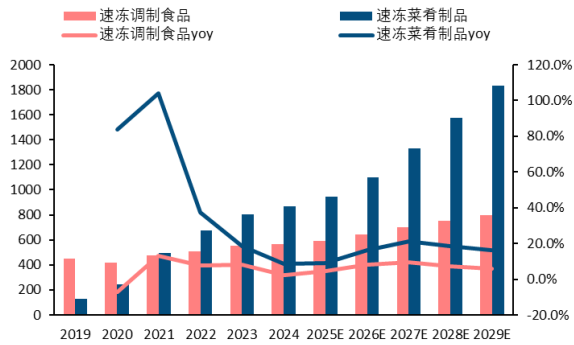
数据来源：红餐，中信建投

图表32： 复调等工业客户拓展空间广阔



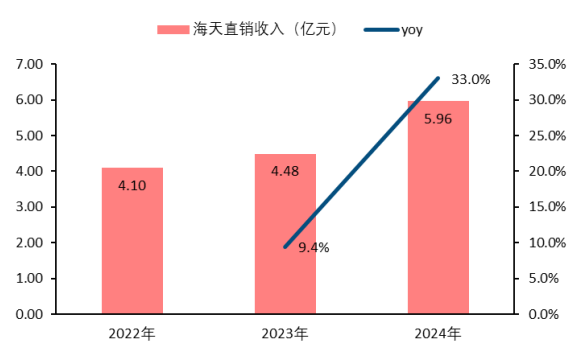
数据来源：弗若斯特沙利文，中信建投

图表33: 预制菜行业发展前景好 (亿元)



数据来源: 安井港股招股说明书, 中信建投

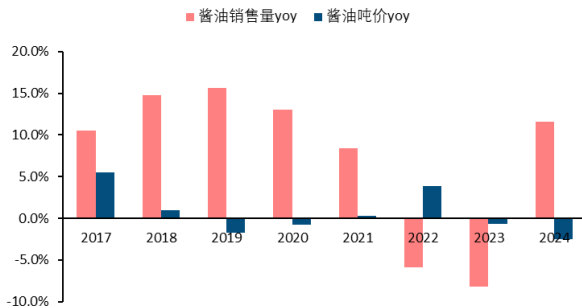
图表34: 海天直销收入规模仍较小



数据来源: 公司公告, 中信建投

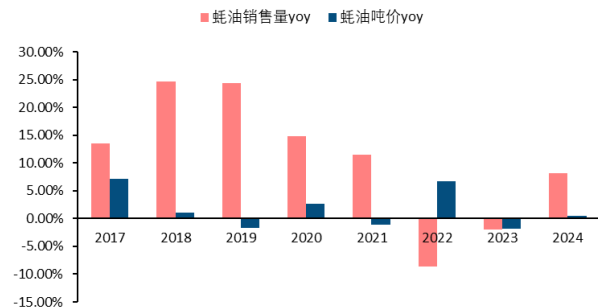
**下游餐饮需求偏弱价增仍有压力, 中长期结构优化带动吨价提升。**2023年以来, 国内消费市场表现相对较弱, 行业竞争加剧, 且面临下游餐饮企业压价, 消费升级放缓, 性价比消费备受消费者青睐。2023-2024年海天酱油、调味酱、蚝油等主品类吨价均出现不同程度的下滑。短期看, 下游需求复苏仍较慢, 上游原材料价格虽受关税战影响有所波动, 但仍处于相对低位, 且年初已对低价黄豆锁价, 提价或升级预期较弱。中长期看, 行业完成一轮出清, 下游需求逐渐企稳, 产品消费价格逐渐调整到位, 随着健康化、品质化产品销售量增加, 逐步带动吨价增加。从历史看, 公司产品吨价提升, 通常与成本周期相关性更高, 2016年、2021年海天两次提价带动吨价明显提升。因此, 中长期看结构优化和成本波动将是吨价提升的重要驱动力。

图表35: 海天酱油量价变化



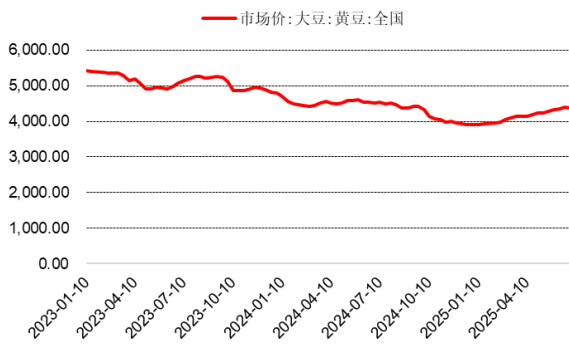
数据来源: 公司公告, 中信建投

图表36: 海天蚝油量价变化



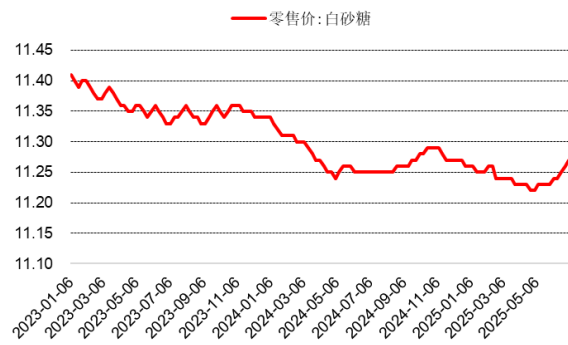
数据来源: 公司公告, 中信建投

图表37: 短期黄豆价格仍处于相对低位(元/吨)



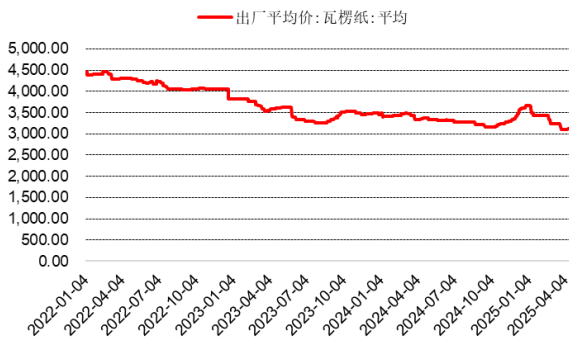
数据来源: wind, 中信建投

图表38: 短期白砂糖价格仍处于相对低位(元/kg)



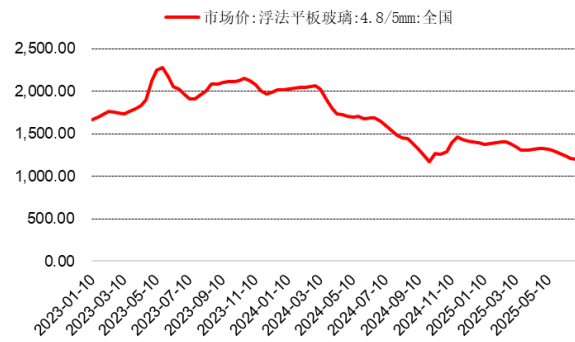
数据来源: wind, 中信建投

图表39: 短期瓦楞纸价格仍处于相对低位(元/吨)



数据来源: wind, 中信建投

图表40: 短期玻璃价格仍处于相对低位(元/吨)



数据来源: wind, 中信建投

### 三、出海：上市港股推动海外战略布局，未来有望成为重要成长极

成功港股上市，海外战略布局有望加速。海天于 2023 年成立子公司海天国际投资，2024 年子公司海天国际投资设立全资子公司海天国际贸易和印尼子公司 HADAY ID，此外在越南也设有子公司 HADAY VN。2025 年，海天成功上市港股，完成募集 101.29 亿港元，将是公司加快海外市场拓展的重要战略布局，其中计划将 20% 资金用于海外市场拓展，在构建本地化团队、海外供应链及本地化产能、品牌宣传等方面加大资金投入。

图表41：海天出海战略

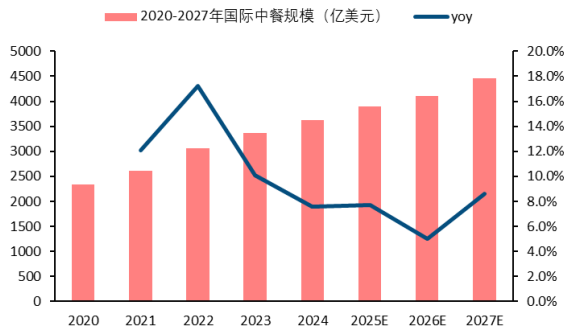
目标	战略	所需资金	具体计划或要求	时间表
设立当地销售办事处及本土化供应链	扩展及升级全球销售网络	10.04 亿港元	1、建立 100 多人的海外销售团队，深度培育当地海外市场，开发适应本土的经销渠道。 2、完善激励政策，加大市场推广协助力度，加强与主要海外经销商的合作。 3、设立并优化全球电商平台业务。 4、建设并持续升级海外营销及物流网络。	东南亚（2025-2027）、欧洲（2026-2028）设立区域办公室并建立本地化销售团队
	扩展海外供应链及建立生产基地	3.87 亿港元	1、在东南亚及欧洲等建立本地化供应链。 2、建立生产基地，提高产能及质量，并建立一体化区域采购及销售系统。 3、建立并持续改进海外供应链信息系统。	东南亚（2025）、欧洲（2028）拓展本地化供应链及建立生产基地，并提高原材料及包装材料的当地采购比例
打造海外品牌形象	根据当地口味及偏好定制并优化产品组合	4.64 亿元		
	参与品牌推广活动以及招募海外营销专业人士		1、参与国际展会、举办社交媒体活动及其他品牌推广活动。 2、在主要市场开展媒体活动和店内促销	
	计划选择性地收购本地品牌，丰富产品组合		1、该品牌在当地的市场认可度； 2、食品相关生产技术和能力； 3、年收入超过 10.0 百万美元。	

资料来源：招股说明书，中信建投

三阶段布局海外，从华人社区到深度本地化。**第一阶段：**以华人华侨聚集地和中国游客目的地作为出海切入点，以中餐为媒介，构建经销网络和销售团队，摸索适合当地的经营模式；**第二阶段：**结合当地口味与饮食习惯，研发适合当地的产品，逐渐构建本地化的产品矩阵和供应链，培育消费者习惯与忠诚度；**第三阶段：**经过前两个阶段在采购、经销方面的成熟，建设本地化工厂、并购本地品牌，深度本地化。

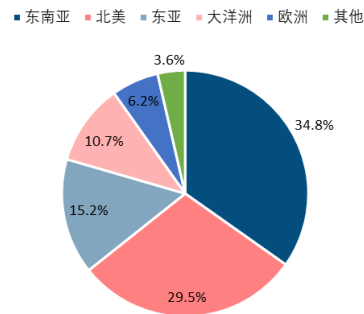
**第一阶段：东南亚、欧美为重点区域，布局全球中餐市场。**全球华人华侨规模超过 6000 万，中国出境旅游群体规模持续扩大，带动中餐在全球范围内的发展。根据红餐，海外的中国餐饮门店增长至近 70 万家，市场规模近 3 万亿元。国内餐饮企业通常将东南亚、北美作为出海首站，尤其东南亚华人规模约 3500 万人，国内游客数量庞大，餐饮市场规模发展加快，海天亦在印尼、越南布局子公司，构建本地销售网络。

图表42: 国际中餐市场规模



数据来源: 红餐, 中信建投

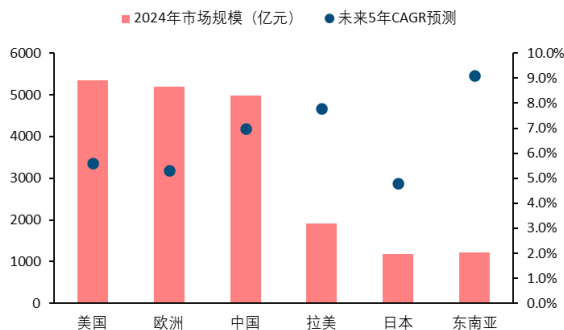
图表43: 东南亚作为中国企业出海首站



数据来源: 红餐, 中信建投

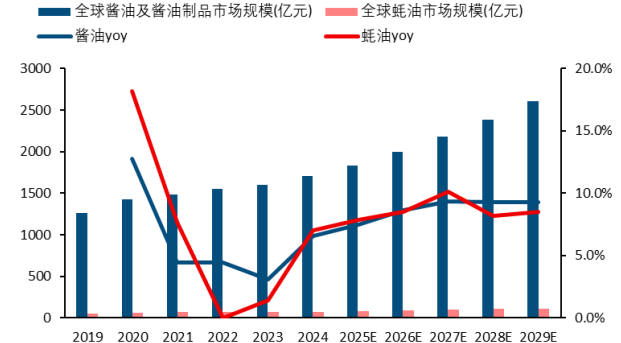
**第二阶段: 适应本地口味, 构建本地化产品矩阵。**中餐是出海切入点, 构建销售网络、熟悉经商环境、了解当地口味偏好, 根据不同国家饮食习惯, 不断迭代升级产品, 尝试推出本地化产品, 覆盖面逐步从中餐拓展到全菜系, 市场空间进一步扩大, 例如越南市场鱼露产品占调味品市场比例较高。根据弗若斯特沙利文, 2024年东南亚调味品市场规模达到1217亿元, 预计未来5年复合增长率为9.1%, 处于快速增长阶段。此外, 2024年全球酱油及酱油制品、蚝油市场规模(剔除中国)分别为1706亿元、76亿元, 预计未来5年CAGR分别为8.8%、8.6%。海天发挥研发优势, 提升核心产品适配度和本地调味品开发, 扩大调味品细分领域覆盖面, 增强市场竞争力。

图表44: 国际中餐市场规模



数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

图表45: 全球酱油及酱油制品、蚝油市场规模



数据来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

**第三阶段: 投资建厂或收购本地品牌, 深度本地化。**随着公司对海外市场的逐渐熟悉, 逐步完善海外供应链以及经销商体系, 进一步优化海外业务运营效率, 本地化建厂和收购本土品牌成为可能。深度本地化将有利于全链条效率提升, 规模效应逐渐显现, 释放业绩弹性。

## 四、盈利预测及投资建议

### 4.1 分产品盈利预测

**酱油：**未来行业整体增速预计在 4-5%，而海天作为行业龙头维持高于行业平均的增长，进一步提升份额。如本文 2.4 中增长路径，新零售渠道的布局、下沉市场的覆盖、柔性定制业务的开展、健康属性产品增长，将带动海天酱油业务收入维持中高个位数增长，其中考虑到餐饮复苏疲软和 C 端新零售增长，我们预计 2025-2027 年酱油收入 147.21 亿元、158.99 亿元、171.70 亿元，分别同比增长 7.0%、8.0%、8.0%。

**蚝油：**未来行业整体增速预计在 7-8%，海天市占率达到 40%，未来增速预计略高于行业整体。蚝油是海天完整调味品解决方案的重要一环，深度绑定酱油渠道和终端，培育消费者习惯，渗透率进一步提升。我们预计 2025-2027 年蚝油收入 49.84 亿元、54.83 亿元、60.31 亿元，分别同比增长 8.0%、10.0%、10.0%。

**调味酱：**推进黄豆酱品类全国化，推广和培育更多新品类，根据区域研发新品类，我们预计 2025-2027 年调味酱收入 29.09 亿元、32.00 亿元、35.20 亿元，分别同比增长 9.0%、10.0%、10.0%。

**其他产品：**醋、料酒培育为第四、第五大品类，推进全国化渗透率，提升市场份额；凉拌汁增长态势持续向好；鸡精鸡粉、味精等品类基础小增速快；战略布局复调品类。我们预计 2025-2027 年其他产品收入 46.99 亿元、56.38 亿元、67.66 亿元，分别同比增长 15%、20.0%、20.0%。

**毛利率：**2025 年主要原材料价格相对 2024 年并未明显提升，且公司根据原材料市场进行锁定，预计 2025 年公司成本压力相对较小；结构方面，C 端持续培育健康化概念产品，相对优化产品结构；我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 37.16%、37.32%、37.51%。

**图表46： 分产品盈利预测**

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
酱油	收入（百万元）	12,637.39	13,757.88	14,720.93	15,898.60	17,170.49
	收入 yoy	-8.8%	8.9%	7.0%	8.0%	8.0%
	成本（百万元）	7,249.67	7,607.85	8,140.67	8,791.93	9,495.28
	毛利率	42.6%	44.7%	44.7%	44.7%	44.7%
蚝油	收入（百万元）	4,251.22	4,615.20	4,984.42	5,482.86	6,031.15
	收入 yoy	-3.7%	8.6%	8.0%	10.0%	10.0%
	成本（百万元）	3,018.27	3,060.57	3,289.72	3,596.76	3,920.25
	毛利率	29.0%	33.7%	34.0%	34.4%	35.0%
调味酱	收入（百万元）	2,427.01	2,668.95	2,909.15	3,200.07	3,520.07
	收入 yoy	-6.1%	10.0%	9.0%	10.0%	10.0%
	成本（百万元）	1,565.57	1,669.65	1,809.49	1,968.04	2,147.24
	毛利率	35.5%	37.4%	37.8%	38.5%	39.0%
其他产品	收入（百万元）	3,499.47	4,085.76	4,698.62	5,638.34	6,766.01
	收入 yoy	19.3%	16.8%	15.0%	20.0%	20.0%
	成本（百万元）	2,733.72	3,084.56	3,523.96	4,172.37	4,939.19

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	毛利率	21.9%	24.5%	25.0%	26.0%	27.0%
公司整体	收入（百万元）	24,559.31	26,900.98	29,121.78	32,064.71	35,369.45
	收入 yoy	-4.1%	9.5%	8.3%	10.1%	10.3%
	成本（百万元）	16,028.54	16,948.32	18,301.21	20,097.21	22,101.43
	毛利率	34.7%	37.0%	37.2%	37.3%	37.5%

资料来源: iFind, 中信建投

## 4.2 投资建议

预计 2025-2027 年公司实现收入 291.22、320.65、353.69 亿元，同比增长 8.26%、10.11%、10.31%；实现归母净利润 69.91、78.35、87.66 亿元，同比增长 10.20%、12.08%、11.87%；对应 EPS 为 1.20、1.34、1.50 元/股，2025-2027 年动态 PE 为 32.18X、28.71X、25.66X，维持“买入”评级。

## 风险分析

1) **大豆等原材料价格上涨风险**：调味品行业生产成本中直接材料占比较高，大豆等大宗农产品价格近年来波动较大，对公司盈利造成较大影响，如后续原料价格仍进一步上行，对公司业绩将带来不利影响。

2) **食品安全风险**：调味品在生产生活中使用频率较高，使用范围广，直接关系人们的饮食健康，若出现相关食品安全事件，将降低公众对公司产品的信任度，对公司业务经营造成重大不利影响。

3) **需求恢复不及预期风险**：当前公司经营仍受制于下游需求的恢复进程，若需求恢复不及预期，短期内公司经营业绩仍将面临一定压力。

**图表47： 敏感性测试结果（2024年为基；单元：百万元）**

毛利率	营业收入											
	营业成本	26376.49	26904.02	27442.10	27990.94	28550.76	29121.78	29704.21	30298.30	30904.26	31522.35	32152.80
16575.97		37.16%	38.39%	39.60%	40.78%	41.94%	43.08%	44.20%	45.29%	46.36%	47.42%	48.45%
16907.49		35.90%	37.16%	38.39%	39.60%	40.78%	41.94%	43.08%	44.20%	45.29%	46.36%	47.42%
17245.64		34.62%	35.90%	37.16%	38.39%	39.60%	40.78%	41.94%	43.08%	44.20%	45.29%	46.36%
17590.55		33.31%	34.62%	35.90%	37.16%	38.39%	39.60%	40.78%	41.94%	43.08%	44.20%	45.29%
17942.36		31.98%	33.31%	34.62%	35.90%	37.16%	38.39%	39.60%	40.78%	41.94%	43.08%	44.20%
18301.21		30.62%	31.98%	33.31%	34.62%	35.90%	37.16%	38.39%	39.60%	40.78%	41.94%	43.08%
18667.23		29.23%	30.62%	31.98%	33.31%	34.62%	35.90%	37.16%	38.39%	39.60%	40.78%	41.94%
19040.58		27.81%	29.23%	30.62%	31.98%	33.31%	34.62%	35.90%	37.16%	38.39%	39.60%	40.78%
19421.39		26.37%	27.81%	29.23%	30.62%	31.98%	33.31%	34.62%	35.90%	37.16%	38.39%	39.60%
19809.81		24.90%	26.37%	27.81%	29.23%	30.62%	31.98%	33.31%	34.62%	35.90%	37.16%	38.39%
20206.01		23.39%	24.90%	26.37%	27.81%	29.23%	30.62%	31.98%	33.31%	34.62%	35.90%	37.16%

资料来源：iFind，中信建投

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>30,774.42</b>	<b>32,842.11</b>	<b>43,935.77</b>	<b>46,556.67</b>	<b>49,566.23</b>
现金	21,689.39	22,114.74	32,963.75	35,253.81	37,893.78
应收票据及应收账款	223.15	242.63	247.17	272.14	300.19
其他应收款	181.57	18.55	82.53	90.87	100.24
预付账款	19.26	34.35	29.60	32.59	35.95
存货	2,618.77	2,525.27	2,791.40	3,065.34	3,371.03
其他流动资产	6,042.28	7,906.57	7,821.33	7,841.92	7,865.04
<b>非流动资产</b>	<b>7,649.10</b>	<b>8,016.33</b>	<b>7,866.06</b>	<b>8,080.35</b>	<b>8,241.40</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,649.44	5,097.04	5,567.54	6,422.60	7,243.43
无形资产	856.99	874.56	746.66	598.76	430.86
其他非流动资产	2,142.67	2,044.73	1,551.86	1,058.99	567.11
<b>资产总计</b>	<b>38,423.52</b>	<b>40,858.44</b>	<b>51,801.83</b>	<b>54,637.02</b>	<b>57,807.63</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,936.24</b>	<b>8,985.79</b>	<b>8,931.76</b>	<b>9,820.92</b>	<b>10,814.35</b>
短期借款	362.65	293.46	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,861.49	1,946.58	1,890.69	2,076.23	2,283.28
其他流动负债	6,712.10	6,745.75	7,041.07	7,744.69	8,531.07
<b>非流动负债</b>	<b>454.31</b>	<b>470.70</b>	<b>456.42</b>	<b>446.64</b>	<b>435.76</b>
长期借款	100.46	61.79	47.52	37.73	26.85
其他非流动负债	353.85	408.91	408.91	408.91	408.91
<b>负债合计</b>	<b>9,390.54</b>	<b>9,456.49</b>	<b>9,388.18</b>	<b>10,267.56</b>	<b>11,250.11</b>
少数股东权益	502.36	506.54	520.55	536.25	553.81
股本	5,560.60	5,560.60	5,839.63	5,839.63	5,839.63
资本公积	142.50	142.50	9,130.11	9,130.11	9,130.11
留存收益	22,827.51	25,192.31	26,923.36	28,863.47	31,033.96
归属母公司股东权益	28,530.61	30,895.41	41,893.11	43,833.22	46,003.70
<b>负债和股东权益</b>	<b>38,423.52</b>	<b>40,858.44</b>	<b>51,801.83</b>	<b>54,637.02</b>	<b>57,807.63</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,372.88</b>	<b>6,864.65</b>	<b>7,584.85</b>	<b>9,042.20</b>	<b>10,224.95</b>
净利润	5,642.19	6,355.86	7,005.11	7,851.10	8,783.38
折旧摊销	942.61	927.00	1,450.27	1,685.71	1,938.95
财务费用	-585.13	-508.97	-748.28	-935.91	-1,004.21
投资损失	-17.28	-18.51	-16.30	-16.30	-16.30
营运资金变动	1,413.71	174.21	-5.22	558.33	623.85
其他经营现金流	-23.22	-64.95	-100.72	-100.72	-100.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>-820.00</b>	<b>-3,776.14</b>	<b>-1,182.98</b>	<b>-1,782.98</b>	<b>-1,982.98</b>
资本支出	1,902.30	1,520.64	1,300.00	1,900.00	2,100.00
长期投资	685.77	-2,980.70	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-3,408.07	-2,316.09	-2,482.98	-3,682.98	-4,082.98
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,850.63</b>	<b>-4,002.40</b>	<b>4,447.14</b>	<b>-4,969.16</b>	<b>-5,602.00</b>
短期借款	230.93	-69.18	-293.46	0.00	0.00
长期借款	-22.94	-38.66	-14.28	-9.79	-10.88
其他筹资现金流	-3,058.61	-3,894.55	4,754.88	-4,959.38	-5,591.12
<b>现金净增加额</b>	<b>3,706.28</b>	<b>-913.31</b>	<b>10,849.01</b>	<b>2,290.06</b>	<b>2,639.97</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>24,559.31</b>	<b>26,900.98</b>	<b>29,121.78</b>	<b>32,064.71</b>	<b>35,369.45</b>
营业成本	16,028.54	16,948.32	18,301.21	20,097.21	22,101.43
营业税金及附加	194.01	227.59	237.34	261.33	288.26
销售费用	1,305.75	1,628.60	1,689.06	1,827.69	1,945.32
管理费用	525.68	590.14	698.92	769.55	778.13
研发费用	715.42	839.53	908.84	1,000.68	1,103.82
财务费用	-585.13	-508.97	-748.28	-935.91	-1,004.21
资产减值损失	-3.74	-99.55	-43.68	-48.09	-53.05
信用减值损失	-0.20	-1.04	-1.44	-1.58	-1.75
其他收益	144.16	185.18	157.84	157.84	157.84
公允价值变动收益	212.85	218.85	150.00	150.00	150.00
投资净收益	17.28	18.51	16.30	16.30	16.30
资产处置收益	-0.61	8.87	3.15	3.15	3.15
<b>营业利润</b>	<b>6,744.79</b>	<b>7,506.58</b>	<b>8,316.86</b>	<b>9,321.78</b>	<b>10,429.20</b>
营业外收入	10.30	21.60	15.10	15.10	15.10
营业外支出	16.05	15.09	10.87	10.87	10.87
利润总额	6,739.04	7,513.08	8,321.08	9,326.00	10,433.42
所得税	1,096.85	1,157.22	1,315.97	1,474.90	1,650.04
<b>净利润</b>	<b>5,642.19</b>	<b>6,355.86</b>	<b>7,005.11</b>	<b>7,851.10</b>	<b>8,783.38</b>
少数股东损益	15.56	11.73	14.01	15.70	17.57
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,626.63</b>	<b>6,344.13</b>	<b>6,991.10</b>	<b>7,835.40</b>	<b>8,765.82</b>
EBITDA	7,096.52	7,931.11	9,023.07	10,075.79	11,368.17
EPS (元)	0.96	1.09	1.20	1.34	1.50

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.10	9.53	8.26	10.11	10.31
营业利润(%)	-8.26	11.29	10.79	12.08	11.88
归属于母公司净利润	-9.21	12.75	10.20	12.08	11.87
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.74	37.00	37.16	37.32	37.51
销售净利率(%)	22.91	23.58	24.01	24.44	24.78
ROE(%)	19.72	20.53	16.69	17.88	19.05
ROIC(%)	23.55	24.07	25.86	22.36	23.23
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.44	23.14	18.12	18.79	19.46
净负债比率(%)	-73.11	-69.29	-77.61	-79.37	-81.33
流动比率	3.44	3.65	4.92	4.74	4.58
速动比率	3.13	3.34	4.58	4.40	4.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.66	0.56	0.59	0.61
应收账款周转率	110.06	111.04	117.89	117.89	117.89
应付账款周转率	11.42	12.46	12.16	12.16	12.16
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.09	1.20	1.34	1.50
每股经营现金流(最新)	1.26	1.18	1.30	1.55	1.75
每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.29	7.17	7.51	7.88
<b>估值比率</b>					
P/E	39.98	35.46	32.18	28.71	25.66
P/B	7.88	7.28	5.37	5.13	4.89
EV/EBITDA	29.05	31.33	23.72	21.31	18.95

## 分析师介绍

### 安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

### 夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk