

2025年11月19日

中国调味品行业 龙头地位稳固

海天
味业

3288 HK

海外市场打开成长空间

分析师 · 肖凯希 | 钱昊

作为中国调味品龙头，公司凭借深厚的品牌壁垒、广泛的渠道布局以及突出的成本优势，构筑了坚实的护城河。

在行业趋于平稳发展的背景下，公司有望通过产品创新、渠道延展与市场拓展三大维度不断打开新的增量空间。

我们看好其在行业整合与健康化趋势下的长期发展。

消费

收盘价
港元 33.26

目标价
港元 39.00

潜在涨幅
+17.3%

2025 年 11 月 19 日

海天味业 (3288 HK)

中国调味品行业龙头地位稳固，海外市场打开成长空间；首予买入

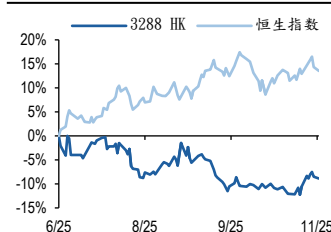
公司护城河稳固，增长边界持续延展。作为中国调味品龙头，公司凭借深厚的品牌壁垒、广泛的渠道布局及突出的成本优势，构筑了坚实的护城河。展望未来，公司有望通过新产品、新渠道、新市场，持续巩固竞争力，延展增长边界。我们看好其在行业整合与健康化趋势下的长期发展。

- ④ **中国调味品行业龙头，品牌壁垒深厚：**作为日常消费刚需，中国调味品行业整体增长稳健、集中度偏低，具备整合空间。行业正经历健康化产品升级，或推动产品结构优化与细分市场扩容；同时，渠道持续碎片化、线上线下加快融合，也重塑着行业渠道运营思路。海天稳居中国调味品行业第一（2024 年市占率 4.8%），其核心产品酱油/蚝油市占率分别达 13.2%/40.2%。公司通过长期品牌建设与精准营销，已在中国消费者心中构筑了清晰的形象认知，享有高普及率和认可度。公司有望凭借其深厚的品牌积淀和规模生产优势，在此行业发展阶段获得更大市场份额。
- ④ **渠道覆盖广泛且深入，创新驱动产品持续升级：**截至 2024 年底，公司拥有逾 6,700 家经销商，销售网络全面覆盖全国主要区域，强渠道力保障了全国范围内的稳定销售，也带来了明显的协同效应。近年来，线上渠道布局亦为公司销售提供新增量。产品方面，健康化正继续驱动产品结构升级，公司凭借其领先的研发实力持续创新产品，进一步巩固其竞争优势。
- ④ **海外市场开发为远期增长点：**公司当前主要以贸易模式服务海外市场，短期内海外扩张有望受益于我国餐饮品牌出海趋势。参考日本调味品龙头的国际化路径，公司目前的海外业务尚处于起步阶段。我们预计公司的海外收入在未来三年有望实现双位数的复合增速，带动海外营收占比提升。
- ④ **首予买入，目标价 39.00 港元：**在餐饮渠道复苏、产品创新、海外拓展的多重驱动下，公司 2024–2027 年收入有望实现约 8% 的复合增长。同时，在原材料成本下行和效率提升的推动下，毛利率及经营利润率亦有改善空间，预计净利润维持约 10% 增速。参考全球同业估值，我们给予海天 2026 年 25 倍 PE，对应目标价 39.00 港元，首予买入。我们看好海天作为我国调味品市场龙头前景。在本土市场，海天将凭借高品牌认知度、全面的渠道覆盖、精细运营继续稳健发展；海外市场则有望在华人市场实现突破。
- ④ **短期催化剂：**餐饮渠道复苏、健康化产品推广进展、海外业务拓展加速。
风险因素：食品安全事件影响品牌形象、原材料价格波动影响成本结构、中国内地市场竞争加剧令价格承压、海外市场运营挑战及文化适配风险等。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	36.50
52周低位 (港元)	32.00
市值 (百万港元)	240,721.47
日均成交量 (百万)	0.55
年初至今变化 (%)	na
200天平均价 (港元)	na

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	24,559	26,901	28,668	30,994	33,421
同比增长 (%)	-4.1	9.5	6.6	8.1	7.8
净利润 (百万人民币)	5,627	6,344	7,025	7,795	8,494
每股盈利 (人民币)	1.01	1.14	1.27	1.41	1.53
同比增长 (%)	-9.2	13.0	10.7	11.0	9.0
市盈率 (倍)	30.0	26.6	24.0	21.6	19.9
每股账面净值 (人民币)	5.13	5.57	5.83	6.11	6.43
市账率 (倍)	5.92	5.46	5.22	4.97	4.73
股息率 (%)	2.2	2.8	3.1	3.5	3.8

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

目录

投资要点	4
三大趋势打开调味品行业增量空间，龙头企业有望率先受益	8
调味品行业步入稳健增长阶段，行业仍有整合空间	8
产品健康化和渠道多元化共塑行业新生态	15
借力中餐出海，调味品出海开辟新机遇	17
公司分析	21
规模优势强化公司成本控制与产品定价能力	28
海外市场开拓尚处于起步阶段，有望成为远期增长点	30
财务预测	31
估值：首予买入，目标价 39.00 港元	38
主要风险因素	40
公司介绍	41

投资要点

核心壁垒筑就稳固的行业龙头地位

作为中国调味品龙头，公司凭借深厚的品牌壁垒、广泛的渠道布局以及突出的成本优势，构筑了坚实的护城河。具体而言：

- ④ **行业龙头地位稳固，品牌壁垒深厚：**中国调味品行业作为日常消费刚需，整体增长稳健。2019–2024 年行业复合增速为 4.1%，略高于社零增速，未来五年预计仍将保持 7.0% 的复合增速（弗若斯特沙利文），显示出长期需求的韧性。行业整体集中度偏低，前三大企业合计市场份额仅 8.4%，但正因如此，格局存在显著的整合空间。目前，中国调味品行业正经历从“以味取胜”向“以健康取胜”迈进的产品升级，推动着产品结构优化与细分市场扩容；同时，渠道方面持续碎片化、线上线下融合，也在重塑着行业渠道运营思路。海天味业凭借其深厚的品牌积淀和规模生产优势，有望在这一阶段获得更大市场份额。2024 年公司在整体调味品的全国市场份额达到 4.8%，稳居第一。在基础调味品主要细分市场中，公司的酱油和蚝油市场占比分别高达 13.2% 和 40.2%，分别连续 28 年和 12 年蝉联行业冠军；而在食醋、料酒等因区域口味分化而市场分散的细分领域，海天同样展现出领先实力。海天味业作为国民老字号品牌，在终端渠道享有高普及率和认可度。
- ④ **广泛而深入的渠道网络覆盖业内领先：**公司以经销为主，经过多年的开发，公司目前建立了中国调味品行业覆盖最广、触达最深的渠道网络。截至 2024 年底，公司经销商数量已突破 6,700 家，实现了 100% 市级和近 90% 县级的全覆盖；相比之下，主要竞争对手如中炬高新/千禾仅拥有约 2,554/3,316 家经销商。广泛而深入的线下网络不仅为海天的终端销售提供了稳固支撑，强大的销售网络亦带来明显的协同效应，确保了各区域终端的快速补货与市场响应，同时也是公司实现多品类增长的关键。公司的渠道优势也在于其高效的运营管理水平，分销效率持续优于行业平均水平。
- ④ **规模优势强化公司成本控制与产品定价能力：**海天味业依托佛山、宿迁、南宁和武汉四大生产基地逾 500 万吨的年产能规模，形成了对上游供应商较强的议价能力。公司与上游供应商建立了长期合作关系，2022-24 年前五大供应商采购占比分别为 20.2%/17.2%/17.4%，集中度适中，这一策略不仅分散了单一供应风险，也在大豆等关键原料价格大幅波动时帮助公司保持了毛利率的韧性。与此同时，公司持续推进智能工厂建设，自动化和数智化水平显著提升。海天相对同业具备较强的对下游的定价权，公司在原材料价格上涨时可以适时调整产品价格，能在一定程度上减轻原材料价格波动对毛利率的影响。在原材料成本优势与自动化生产效率的双重驱动下，我们预计公司未来三年有望实现毛利率的小幅改善，2027 年达到 39.2%，较 2024 年提升 3.1 个百分点，进一步夯实行业龙头优势。

新产品、新渠道、新市场拓宽增长边界

在行业趋于平稳发展的背景下，公司有望通过产品创新、渠道延展与市场拓展三大维度不断打开新的增量空间。具体来看：

- ④ **公司产品布局完善，创新驱动产品持续升级：**海天具有完善的产品品类布局，涵盖了酱油、蚝油、调味酱、特色调味品等多个产品系列，总计拥有超过 1,450 个 SKU，其中包括 7 个年销售收入超过 10 亿元（人民币，下同）的大单品，31 个年销售收入超过 1 亿元的单品。我们看到健康化正继续驱动产品结构升级，面对越来越多竞品跟进，海天依托其自身研发实力和配方专利，有机会持续在风味、功能与高端化中寻求差异化突破，在健康调味赛道中保持竞争力。公司持续的产品和营销创新，进一步巩固了公司的竞争优势。
- ④ **积极拓展新渠道：**随着调味品行业渠道碎片化趋势的演进，传统经销体系虽仍为主力，但已难以覆盖所有消费场景与触点。海天顺应这一行业趋势，积极布局包括线上渠道、社区团购等在内的新兴渠道，构建线上线下融合的全渠道体系。近年来公司线上销售年复合增速达到 27%（2018-24），成为新的增量驱动。随着消费者购买习惯的持续迁移，新渠道有望为公司带来更广泛的用户覆盖与更高效的运营效率，支持未来增长。
- ④ **海外市场开发或为远期增长点：**我们认为海外中餐调味品市场拥有广阔空间，尽管面临来自跨区域口味适配和本土龙头壁垒的挑战，但中餐连锁品牌的加速出海为调味品企业打开了“跟随式”扩张路径。目前，公司以贸易出口模式为主，主要服务海外华人市场，参照日本酱油龙头龟甲万的国际化进程，即贸易出口（主要服务日裔群体）-重点市场的深度本地化（涵盖产品/渠道/供应链）-全球复制与扩张，公司目前的海外业务尚处于起步阶段。我们预计公司的海外收入在未来三年有望实现双位数的复合增速，带动海外营收占比提升，预计 2027 年达到接近中单位数水平，仍处于海外业务拓展的投入和奠基期。长期来看，公司若能突破本地化适配与品牌建设瓶颈，其海外业务拓展展现出显著的长期发展潜力和战略价值。以龟甲万为例，随着其推进全球化战略的推进，其海外市场收入（2009-25 年海外市场收入复合增速为 11%）常年高于日本本土市场的收入增速（约 4%）；同时，从结构上看，龟甲万公司 2025 财年海外市场销售/利润占比已分别达到 77%/88%。这充分表明，调味品公司的全球化战略能有效提升调味品企业的成长天花板。

短期催化剂与市场预期差

港股上市以来，公司股价表现相对平淡（股价相对发行价下跌 8%而期间恒指上涨 12%，截至 2025 年 11 月 10 日），市场或对其增长动能存在一定的疑虑，尤其在内地餐饮行业复苏节奏偏弱的背景下（2025 前 3 季度全国餐饮收入同比增长仅 3.3%），公司短期业绩的增长势能或为投资者关切的重要因素。我们认为，市场已经对今年年内偏弱的收入增长有较充分的预期，但可能低估了公司在 2026-27 年餐饮行业修复过程中的经营韧性。公司作为行业龙头，有望凭借相较同行更强的渠道掌控力和执行效率抓住复苏机会，更大程度上受益于边际改善；同时，公司在产品结构、渠道拓展等方面持续发力，将共同支持公司取得韧性增长。因此，我们对于 2026-27 年的收入预测略高于一致预期（详见图表 72）。投资者可重点关注公司后续几个季度的营收增速、毛利率表现及渠道库存水平，以验证催化剂的持续性。

此外，我们认为公司海外拓展的长期潜力也尚未被市场充分认知与定价。尽管我们预计未来三年海外市场的收入贡献仍相对有限，但未来随着国际化进程的推进，当公司在海外市场的品牌建设、产品推广、渠道建设等方面出现积极信号时（如重点市场渠道合作达成、本地化新品市场获得良好反馈、海外产能布局推进等），将逐步提升市场对其全球化路径的认可，并为公司估值带来上升空间。

需求回暖+成本优化带动业绩稳健增长，首予买入，目标价 39.00 港元

短期来看，海天味业的业绩增长动力主要体现在收入端的需求回暖与成本端的结构优化两方面。随着餐饮渠道的持续复苏，2026-27 年整体行业需求将稳步回暖。产品层面，我们预计核心大品类（酱油/蚝油/调味酱）市场份额提升、在存量市场中实现稳健增长，预计中高个位数的增长，主要由销量增长带动；其他小品类快速拓张（醋、料酒、复合调味品等品类）贡献结构性增量。健康系列和多元化品类的推广也将持续优化公司的产品结构，提升公司整体收入质量。渠道层面，线上渠道有望保持强劲势头，电商平台、社区团购及直播电商等新模式进一步为公司带来增量。结合餐饮渠道恢复、线上渠道开发、海外拓展等多重驱动，我们预计海天味业 2025-2027 年营收将保持约 8% 的复合增长。

在成本方面，大豆、包装材料和糖类等主要原材料价格回落为盈利改善提供了有力支撑，叠加公司推进智能化生产降本增效，有望带来盈利能力的进一步改善。综上，在原材料成本下行和效率提升的推动下，我们认为未来三年毛利率有机会提升 3.1 个百分点，达到 39.2%，净利润有望保持接近 10% 的复合增速。

在参考 A 股、港股及海外领先食品饮料公司 2026 年平均 PE（24x/17x/20x）的基础上，结合海天的行业龙头溢价和高股本回报率，我们给予海天 2026 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 39.00 港元，首次覆盖给予**买入**评级。同时，我们也交叉验证了公司的 AH 溢价，我们的目标价现对应约 1.1 倍的 A/H 溢价率（2025 年 11 月 10 日），处于合理区间。我们看好海天味业作为调味品市场龙头的长期发展，展望未来，公司将在中国内地市场继续凭借深厚的品牌积淀、全面的渠道网络和精细化运营，实现稳健扩张、不断巩固行业龙头地位；与此同时，海外方面公司也将跟随中餐连锁品牌的全球化脚步，推动海外业务突破。

风险因素

1) 食品安全事件或监管政策收紧对品牌及销量的负面影响，2) 原材料（大豆、白糖等）价格剧烈波动带来的毛利压力，3) 中国内地竞争加剧可能引发价格战，以及 4) 海外市场的合规、文化适配与贸易摩擦风险等。

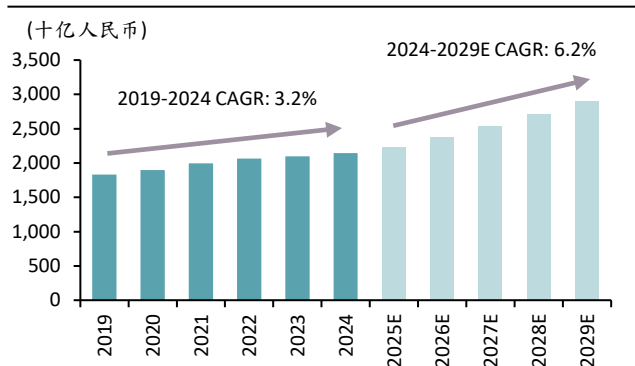
三大趋势打开调味品行业增量空间，龙头企业有望率先受益

核心观点：总体来看，中国调味品行业正步入稳健发展的新阶段。三大关键趋势正深度融合并共同驱动行业演进：健康理念的普及促使产品不断创新、实现价值提升；渠道结构多元化与经销效率提升；而海外市场的拓展则为行业打开新的增量空间。当前行业格局仍有整合空间，我们相信在这个过程中，具备品牌优势、规模化生产能力及研发实力的龙头企业有望借此契机，继续扩大其销售规模、提升市场份额。

调味品行业步入稳健增长阶段，行业仍有整合空间

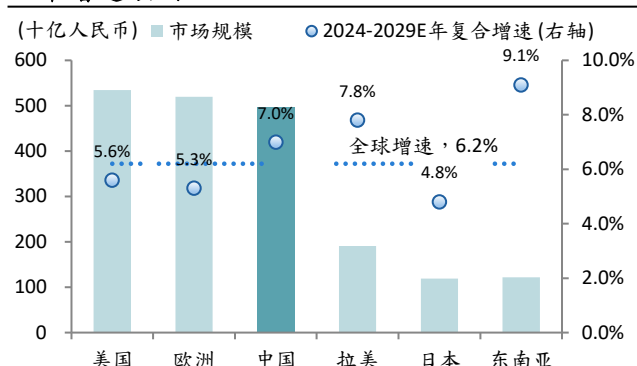
全球调味品市场规模稳步扩大：全球调味品市场需求稳定且规模巨大，根据弗若斯特沙利文的数据，2024 年全球调味品市场规模达到 2.14 万亿元人民币，预计 2024-29 年将以 6.2% 的复合增速继续增长，其中美国、欧洲和中国分别以 5,341 亿元、5,194 亿元和 4,981 亿元人民币的市场体量位居全球前三，占全球市场规模近七成。总体来看，调味品作为日常必需消费品，全球市场规模呈现稳步扩张态势，主要市场中，中国、拉美和东南亚的增长潜力较大（2024-2029 年的预期市场规模复合增速分别为 7.0%/7.8%/9.1%），高于全球平均水平。总体来看，成熟市场需求稳定而新兴市场仍在温和扩张。

图表 1：2019-24 年全球调味品市场温和增长



资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

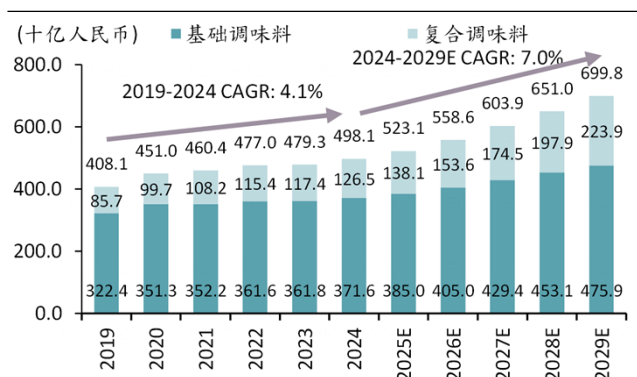
图表 2：2024 年调味品行业主要市场规模及未来五年增速预测



资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

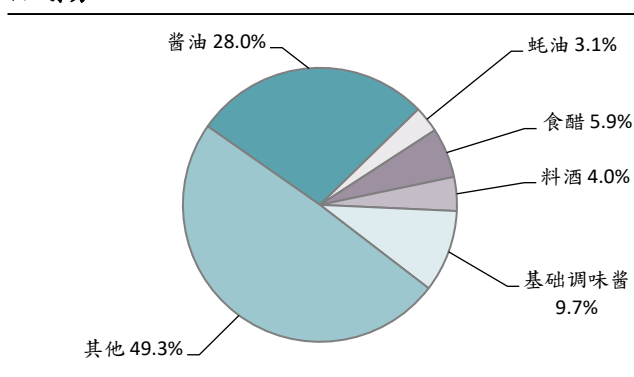
中国调味品市场规模庞大，复合调味有望维持高增速：根据弗若斯特沙利文，2024 年中国调味品行业市场规模为 4,981 亿元，2019-2024 年收入复合增速为 4.1%，略快于同期社零的复合增速（3.6%），预计未来 5 年（2024-2029 年）复合增速将加快至 7.0%。随着城镇化及餐饮连锁化进程的加快，行业空间将持续温和增长，反映出品类与渠道多元化等因素的多重驱动。2029 年，预计中国市场规模将达到 6,998 亿人民币。从品类结构来看，2024 年，基础调味料（酱油、食醋、料酒、蚝油等）收入规模为 3,716 亿元，占调味品的收入规模比例为 74.6%，预计未来五年（2024-2029 年）复合增速为 5.1%；而复合调味料（柱侯酱、照烧汁、火锅底料等）以 1,265 亿元的收入规模占据 25.4% 的份额。

图表 3：中国调味品市场规模稳步增长



资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

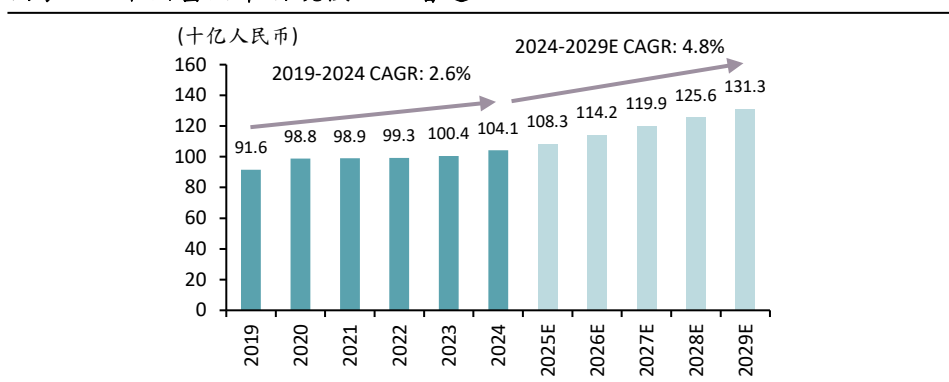
图表 4：2024 年基础调味料行业市场份额，以产品划分



资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际

酱油是中国调味品市场的第一大品类，需求平稳：根据弗若斯特沙利文，酱油作为中国调味品第一子品类，2024 年中国市场规模达 1,041 亿元人民币，分别约占整体调味品/基础调味料市场的 20.9%/28.0%。酱油是基础调味料中最成熟的品类，使用频次高、适用场景广、需求稳定，不仅可以满足家庭的日常需求，也在餐饮与食品加工领域占据重要地位。2019–2024 年间，中国酱油市场的年均复合增速为 2.6%，2024–2029 年有望回升至 4.8%（沙利文预测），主要受益于持续的产品迭代（健康化高端品、区域特色产品、复合酱油制品等）和下沉渠道的持续渗透。我们相信，随着消费者对品质和营养的重视程度的提高、对烹饪便利性的不断追求，酱油产品仍有创新和升级空间。

图表 5：中国酱油市场规模以及增速

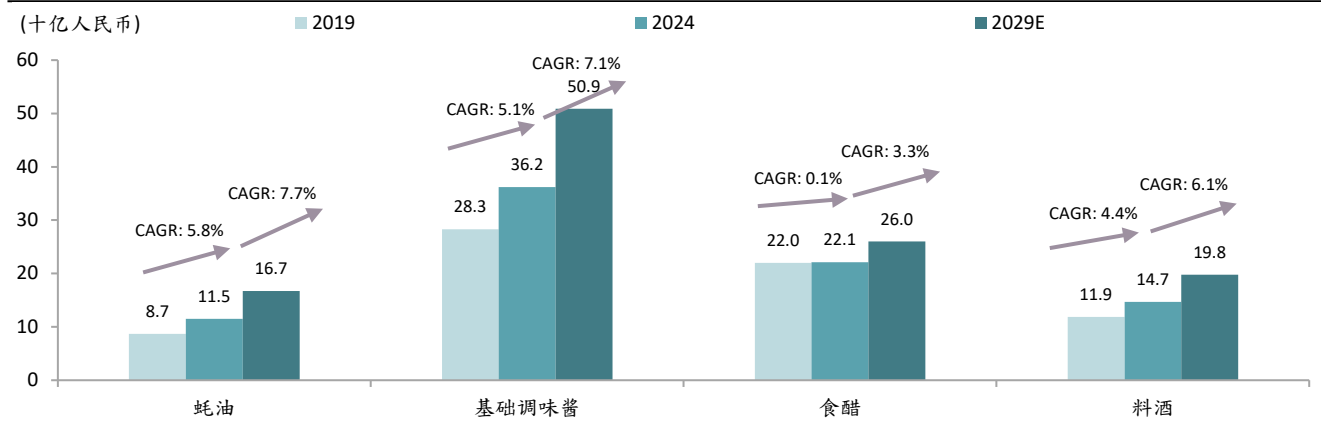


资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

在基础调味料领域，蚝油、基础调味酱、食醋、料酒等品类同样保持稳步增长：基础调味品市场整体展现出稳健增长态势，除酱油外，蚝油、基础调味酱、食醋、料酒等核心品类同样延续着上升轨迹。其中：

- ④ **蚝油**：在渗透率提升的驱动下，蚝油是基础调味品增长潜力相对领先的细分赛道。2024 年中国市场规模为 115 亿元人民币，预计未来五年的市场规模复合增速有望达到 7.7%，高于其他基础品类。我们认为其增长动能主要受益于整体渗透率的持续提升，蚝油正在从传统优势区域（如华南地区）向全国市场加速渗透，拓展使用场景和应用频率。
- ④ **基础调味酱**：作为餐桌常客，包括豆酱、面酱等在内的基础调味酱拥有庞大的消费群体和坚实的日常消费需求，2024 年市场规模达到 362 亿元人民币，受益于其深厚的消费基础和相对成熟的市场，未来五年仍能稳健增长，复合增速有望达到 7.1%。
- ④ **食醋**：是中国市场不可或缺的酸味调味品品类，食醋在家庭和餐饮中应用广泛，其 2024 年市场规模约为 221 亿元人民币，未来五年增速预计相对温和，市场规模的复合增长率约为 3.3%。与蚝油和酱油相比，食醋的市场格局相对分散，大型全国品牌相对较少，众多区域品牌在本地市场凭借独特风味保有较为牢固的当地市场份额。
- ④ **料酒**：主要用于去腥增香，过去五年市场规模保持平稳增长（2019-24 年复合增速为 4.4%）。中高端料酒（如花雕、黄酒基料酒等）等细分赛道趋势向好，有望成为料酒市场未来亮点。

图表 6：蚝油、基础调味酱、食醋、料酒等基础调味料的中国市场规模及增速

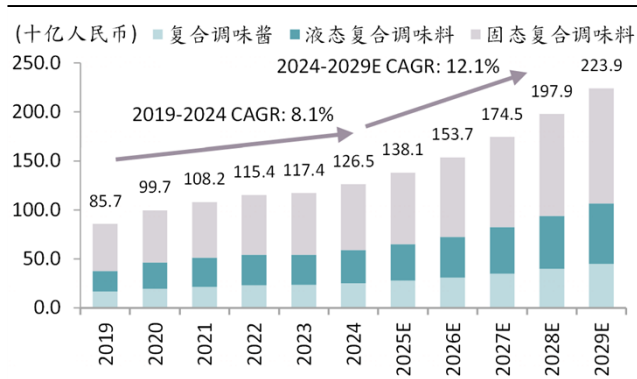


资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

复合调味料处于快速发展期：该细分领域展现出更大的潜力，2024 年中国市场规模已达 1,265 亿元人民币，沙利文预计未来 5 年（2024-2029 年）复合调味品的市场规模将以 12.1% 的复合增长率持续扩张。我们认为这一增长动能主要受益于两大核心趋势：1) 中国的餐饮连锁化率持续提升，连锁餐饮企业对标准化、出餐时效的要求较高，正不断拓宽定制化复合调味品的使用场景，有效推

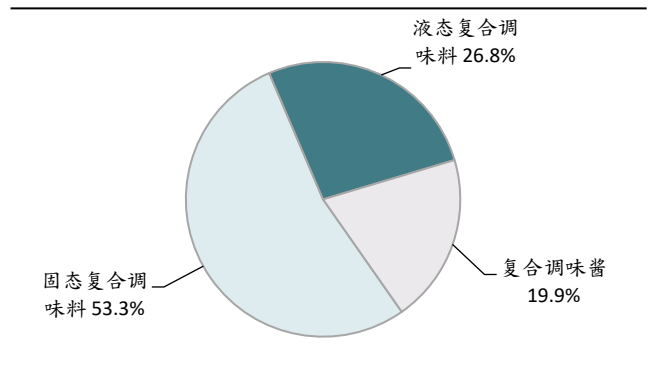
动市场发展；2) 家庭便捷性需求增强，消费者对“即食化”和操作便利的追求日益提升，带动了如火锅底料、拌饭酱等产品在家庭厨房的渗透率。

图表 7：中国复合调味料市场规模快速扩张



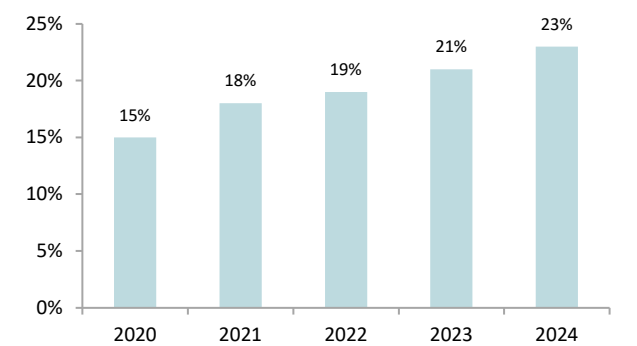
资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

图表 8：2024 年复合调味料行业市场份额，以产品划分



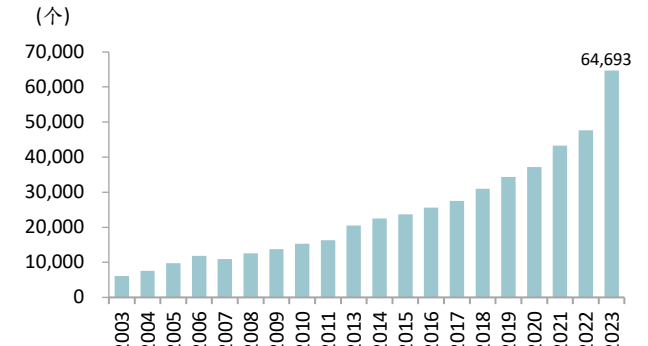
资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际

图表 9：中国餐饮连锁化率持续提升



资料来源：美团，交银国际

图表 10：中国连锁餐饮门店数快速攀升



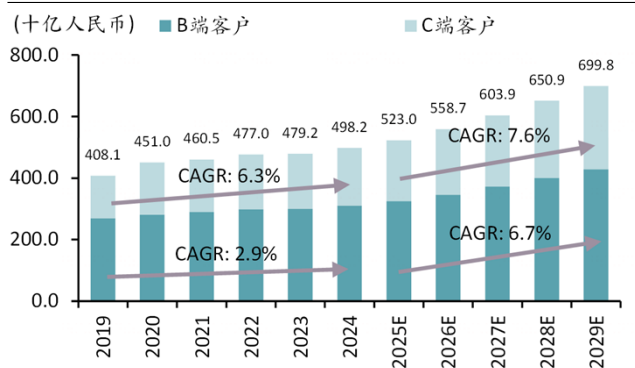
资料来源：国家统计局，交银国际

调味品各渠道平衡发展：2024 年，中国市场企业客户（主要包括各类餐饮连锁、中央厨房和食品加工厂等 B 端客户）合计贡献了 62.3% 的市场份额，个人客户（C 端）则贡献约 37.7%。

在 B 端市场，餐饮企业和食品加工厂等需求量大、对配方的稳定性要求高，往往倾向于与调味品企业规模采购、建立长期合作关系。因此，B 端客户给调味品企业提供了稳定的需求支持和效率壁垒。随着餐饮连锁化率的提升和中央厨房模式的普及，我们相信 B 端客户将更具粘性，有望帮助提升调味品市场的集中程度。

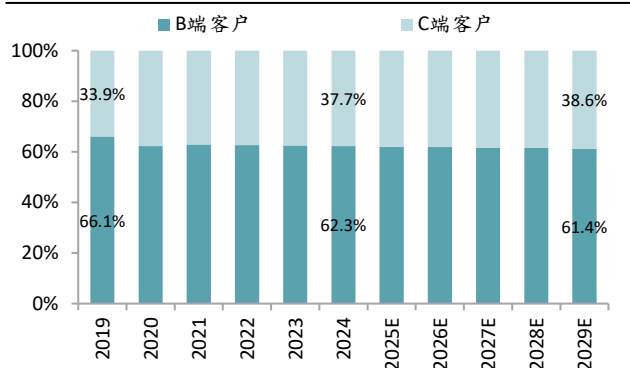
C端零售市场来看，2019-2024 年期间展现出了更快的增长势头（复合增长率达 6.3%）。相对来说，C 端客户有着更丰富的细分需求，更加注重产品的成本、便捷性和多元性（区域口味差异）。C 端渠道在调味品企业产品创新、消费场景创新及区域口味验证等领域发挥着关键作用。对行业参与者而言，在深化 B 端大客户供应链协同效率的同时，未来也需通过数据洞察等，及时捕捉零售端健康化、便利化及风味细分等趋势释放的结构性机会。

图表 11：个人客户增长略快于企业客户



资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

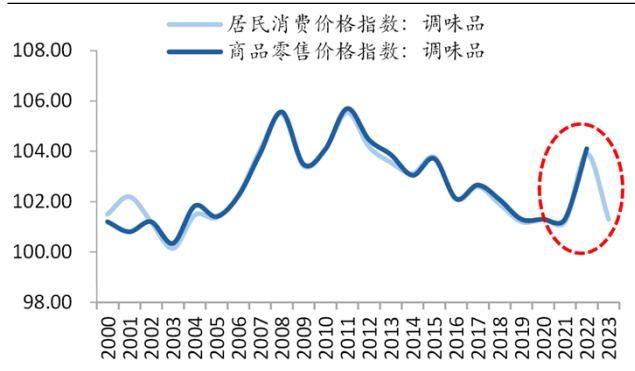
图表 12：C 端客户的贡献率有望小幅上升



资料来源：弗若斯特沙利文预测，交银国际

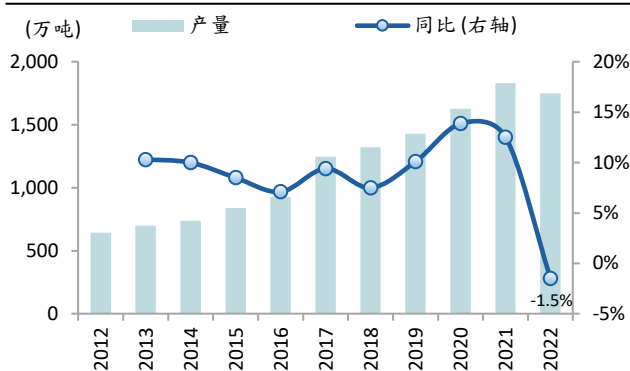
行业产量出现回落，进入结构性升级阶段：经历十余年的高速扩张后，中国调味品行业增速开始回落，已从“量的扩张”阶段迈入以质量和结构升级为主导的发展新阶段，增速动力正由基础调味料的量价驱动转向复合化与健康化的结构性升级。根据中国调味品协会的数据，调味品百强企业的产量自 2012 年 643 万吨增长至 2022 年 1,749 万吨后，首次出现同比下滑，这一拐点意味着行业扩张脚步暂停，开始以去库存和优化现有产能为核心。与此同时，根据中国调味品协会的数据，截至 2025 年 1 月 15 日，调味品在业存续企业较 2023 年减少 9.3%，2024 年新注册企业数创 2016 年以来新低，制造与流通环节均出现收缩，行业或进入整合与优化阶段。

图表 13：调味品行业 CPI 和 RPI 趋势



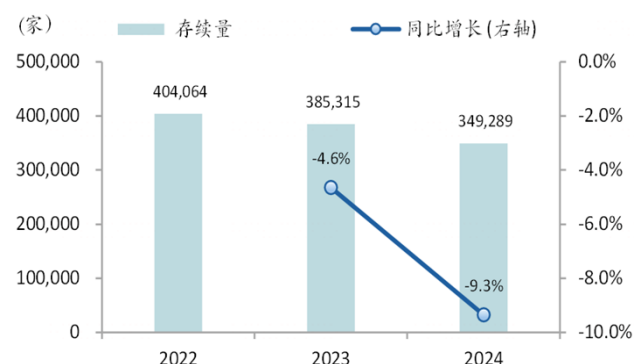
资料来源：国家统计局，交银国际

图表 14：中国调味品品牌企业 100 强产量



资料来源：中国调味品协会，交银国际整理*注：百强企业统计样本每年动态调整

图表 15：2022-2024 年中国调味品企业数量变化趋势



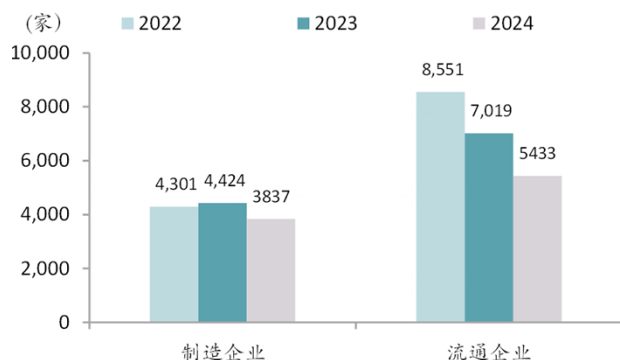
资料来源：中国调味品协会，企查查App，交银国际

图表 16：2016-2024 年中国调味品企业注册量变化趋势



资料来源：中国调味品协会，企查查App，交银国际

图表 17：2024 年中国调味品制造/流通企业注册量双双下降



资料来源：中国调味品协会，企查查App，交银国际

中国调味品行业长期分散，集中度远低于海外成熟市场：中国的调味品行业格局长期分散，2024 年全行业 CR3 仅 8.4%，重要细分子行业酱油 CR5 仅为 25.1%（沙利文，2024 年），远低于日本的 44.1%和美国的 40.6%，尽管头部企业已凭借品牌力、产品创新和渠道管理等综合实力赢得更多份额，但仍留有充分的整合空间。根据沙利文的数据，海天味业以 4.8%的整体市占率稳居第一（第二、第三名分别为 2.2%和 1.4%），在酱油和蚝油两个细分市场更是以 13.2%（3.3%/3.2%）和 40.2%（10.9%/2.4%）的市占率高居榜首。从上市公司收入角度来看，海天味业的收入规模近年来亦持续领跑同行：其营收常年稳居首位，2024 年实现营业收入 269 亿元，遥遥领先于同业的中炬高新（55 亿元）以及千禾味业（31 亿元）。随着行业进入高质量发展阶段，需求结构调整和竞争加剧将使低效企业逐步出清，而具备规模、品牌和供应链优势的龙头企业有望持续扩大领先优势，推动行业集中度稳步上升。

图表 18：中国调味品行业市占率，2024 年

1	海天	4.8%
2	公司G	2.2%
3	公司F	1.4%

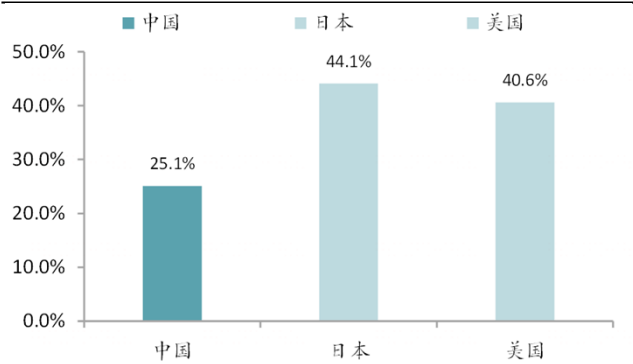
资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际

图表 20：中国蚝油行业市占率，2024 年

1	海天	40.2%
2	公司F	10.9%
3	公司I	2.4%

资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际

图表 22：各国酱油行业集中度对比，2024 年



资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际

图表 19：中国酱油行业市占率，2024 年

1	海天	13.2%
2	公司H	3.3%
3	公司F	3.2%

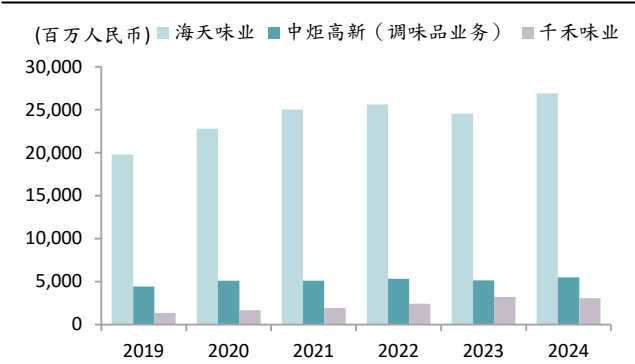
资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际

图表 21：中国基础调味酱行业市占率，2024 年

1	海天	4.6%
2	公司H	3.4%
3	公司F	2.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际

图表 23：主要上市公司的收入体量比较



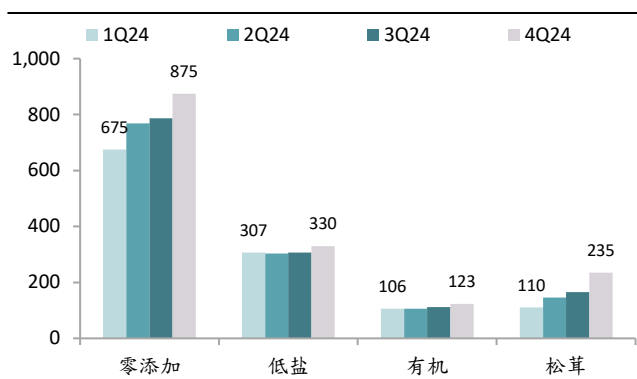
资料来源：公司公告，交银国际

产品健康化和渠道多元化共塑行业新生态

健康化驱动行业产品结构优化，产品持续细化：伴随居民收入提升、健康意识增强和法规加严，中国调味品行业正经历从“以味取胜”向“以健康取胜”迈进的产品升级，推动产品结构不断优化与细分市场快速扩容。类似日本调味品市场上世纪 70 年代的产品健康化的发展路径，中国消费者现在对食品的需求也从“饱腹”转向“营养健康”，对健康概念产品表现出显著偏好、愈发关注配料表成分。从马上赢线下零售监测网络统计的数据来看，健康概念的热度持续上升，“零添加”概念依然占据最高关注度，但“有机”、“减盐”概念的 SKU 和市场份额在持续上升。

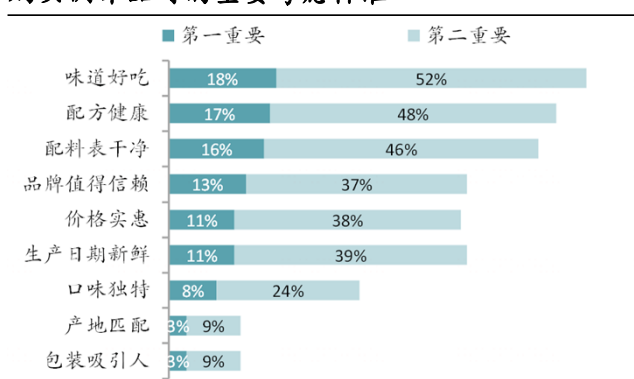
健康化仍是新产品开发的焦点：近年来海天、千禾等公司的零添加概念在酱油行业中表现突出，海天的有机、减盐系列在 2024 年实现了 33.6% 的收入高增长，显著高于其传统酱油产品增速。然而，随着健康概念普及，“零添加”也开始出现同质化趋势。长期看，健康化大势不变，但消费者对味觉、健康与功能的平衡需求有可能催生更多细分概念/品类。因此，企业需在技术研发、产品创新和精准营销策略，构建持久差异化优势，把握健康化带来的结构性红利。

图表 24：健康概念产品数量趋势



资料来源：马上赢，交银国际

图表 25：配方健康等食品健康相关因素是消费者购买调味品时的重要考虑标准

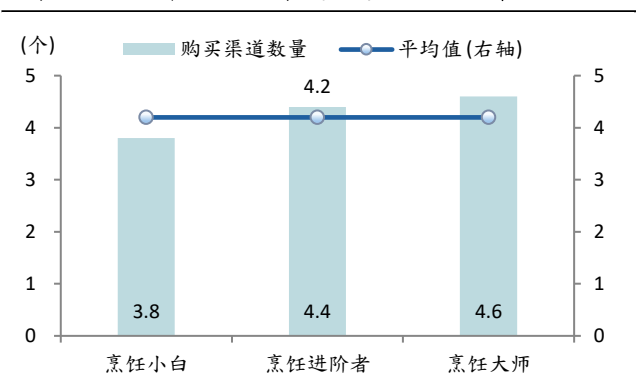


资料来源：艾媒咨询，交银国际

渠道碎片化与线上线下融合，重塑行业渠道运营思路：根据艾媒咨询的数据，目前调味品行业的三大渠道为餐饮/家庭/食品加工，2024 年的占比分别为 49%/34%/17%。随着社区团购、生鲜电商、直播电商和平台到家等新零售渠道不断涌现，消费者触达路径日渐丰富，C 端触达从 KA/BC 延伸至电商、直播、社区团购、即时零售、零食店等多渠道，呈现碎片化的趋势。艾媒咨询的数据显示目前消费者人均购买渠道达 4.2 个，多元化入口不仅分流了存量渠道的流量，也让价盘管理、库存调拨和营销推广的复杂度显著提升。

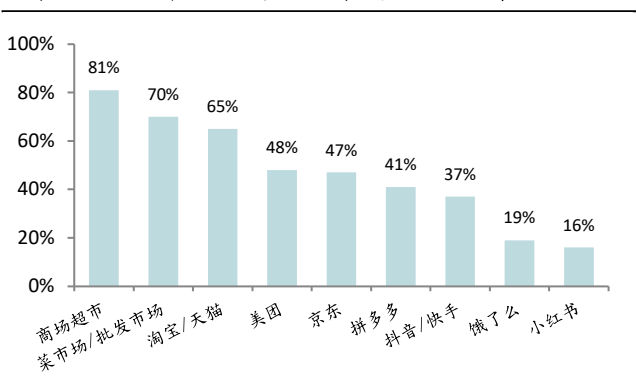
新渠道不断崛起，要求企业具备精准识别与优先投入的能力。只有深入洞察不同场景下的消费习惯和人群特征，并基于此实施差异化运营策略，才能避免在渠道碎片化趋势中迷失方向。虽然线下渠道仍旧是主力阵地（以海天味业 2024 年线下营收占比高达 95.1%），但线上增速已不容小觑，海天、中炬高新等头部品牌 2024 年线上增速均超 30%。同时，公司通过线上引流至线下门店、线下体验转化为线上复购的 O2O 模式，进一步打通消费者的全链路接触点，不仅提升了品牌曝光，更大幅优化了用户的购买体验。在渠道持续碎片化和线上线下深度融合的背景下，精细化运营与数据化决策成为制胜关键。

图表 26：调味品购买渠道数量，2024 年



资料来源：艾瑞咨询，交银国际

图表 27：调味品主要购买渠道，2024 年

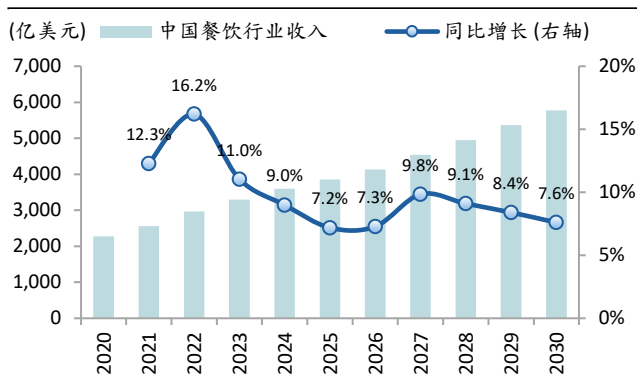


资料来源：艾瑞咨询，交银国际

借力中餐出海，调味品出海开辟新机遇

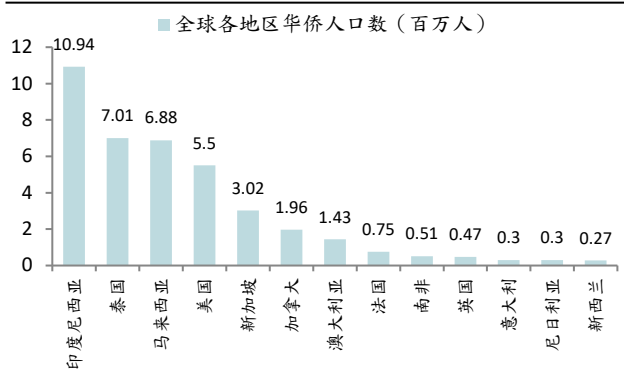
调味品企业出海开辟新机遇：面对中国内地市场竞争加剧，调味品企业纷纷将目光投向海外，乘着中餐全球扩张的东风寻找新的增长机会。中国调味品行业出海已成为头部企业破解中国内地存量竞争、寻求第二增长曲线的共识。艾媒咨询的数据显示，国际中餐的市场规模从 2020 年的 2,275 亿美元增长到 2024 年的 3,594 亿美元，预计 2030 年可达 5,777 亿美元（复合增长率约 8%）。其中，东南亚市场由于华人基数大、饮食文化接近中餐，成为了调味品出海的首选地区；北美、欧洲等地的中餐连锁业在同步拉动需求。这为酱油、蚝油、复合调味品等中式调味品创造了天然的需求入口，企业可借此机会，可先通过服务海外中餐馆和华人社群建立链接，在走入主流消费场景。

图表 28：2020-2030 年国际中餐规模及增长趋势



资料来源：艾媒咨询预测，交银国际

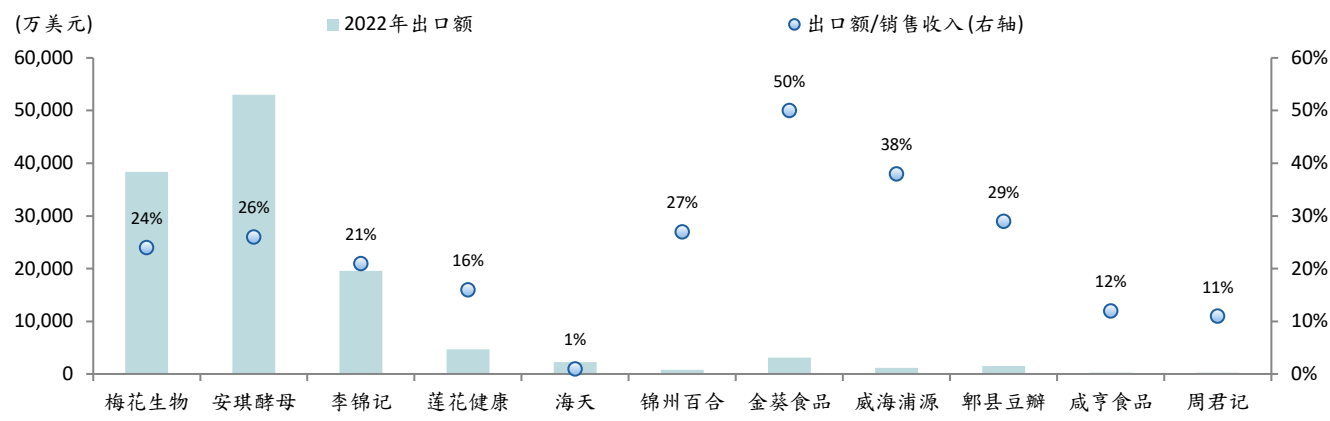
图表 29：东南亚华人人口基数大，北美等发达国家市场也有开发潜力，2022 年



资料来源：艾媒咨询，交银国际

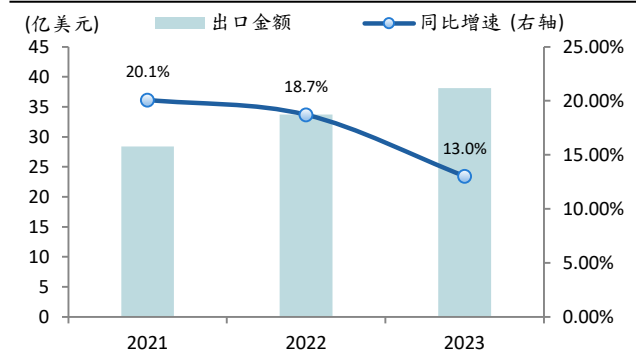
大部分企业仍处于起步阶段：目前来看，中国头部企业已开始积极布局，现阶段多依赖贸易出口，仍在出海早期。根据中国调味品协会的数据，大部分公司的海外收入占比仍在单位数水平，头部仅有少数如梅花生物、安琪酵母、李锦记等企业的出口占比超过 20%。我们看到，2021-23 年中国调味品出口金额保持着双位数的增长，复合调味品、番茄酱、酱油为主要主要出口产品，出口目的地以亚洲为主（占比超过 60%）。短期内，我们认为企业可跟随中国连锁餐饮品牌的“出海红利”实现规模扩张；中长期看，公司需结合当地口味偏好与供应链本地化策略，加大本土化研发和市场投入，才能突破本土龙头壁垒。我们看到头部公司亦有这方面的长期规划，李锦记已在美国投资建厂，海天味业也计划通过赴港上市募集资金用于建立海外供应链和本土化团队。

图表 30：2022 年部分中国调味品企业出口额和占公司收入比重



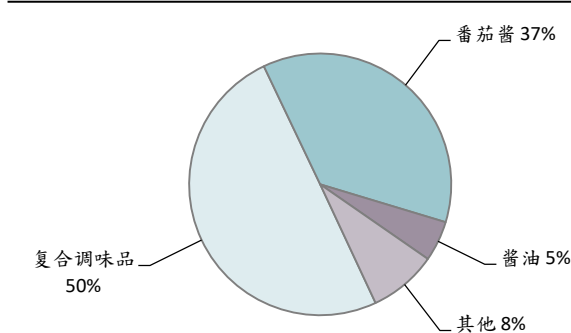
资料来源：中国调味品协会，交银国际整理

图表 31：2021-23 年中国调味品出口金额及增长率



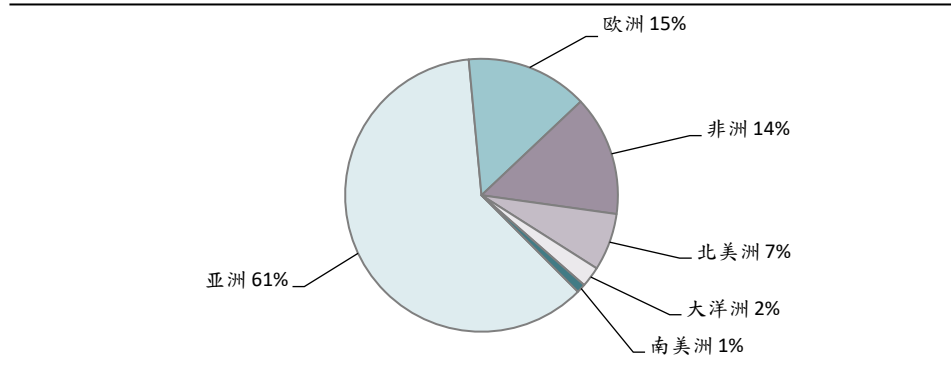
资料来源：中国海关，交银国际

图表 32：2023 年中国调味品主要出口品类



资料来源：中国海关，交银国际

图表 33：2023 年中国调味品主要出口目的地



资料来源：中国海关，交银国际

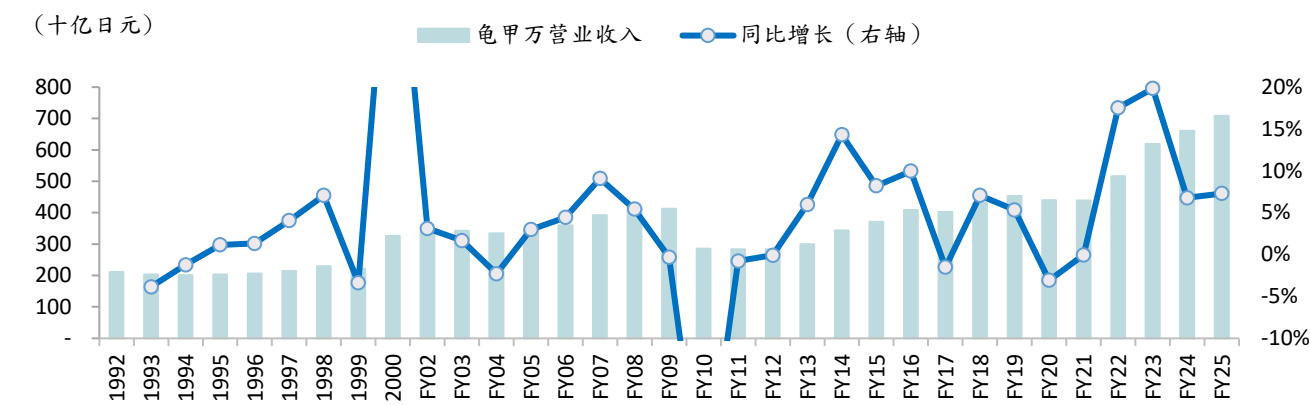
尽管前景广阔，出海之路仍不乏挑战：企业需应对不同国家的法规标准、文化差异和渠道碎片化问题。目前，大部分公司的出海仍在起步阶段，实现从服务华人圈到赢得当地主流消费者认可的跨越还需时间。长期来看，在品牌建设、产品创新和供应链本地化上持续投入的企业，才更有可能让中国调味品企业走向世界。

在出海趋势下，海天味业作为我国调味品龙头企业，有望凭借品牌力、规模化生产及研发能力，继续扩大其销售规模与市场份额。海外市场有望成为其新的增长驱动。（具体公司分析，详见“海外市场开拓尚处于起步阶段，有望成为远期增长点”章节）

海外案例分析——日本龟甲万的成功路径具有重要借鉴意义

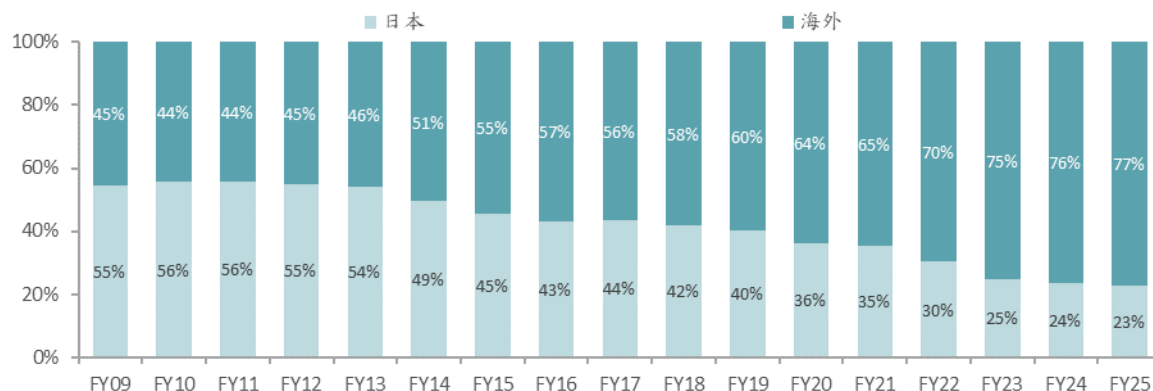
龟甲万在 1950 年代面对本土酱油市场萎缩的情况下开始探索海外市场。龟甲万经过多年本地消费者教育打开产品出海市场（1950-1960 年代），先与美国当地公司合作验证需求（1960-1970 年代），后在当地建厂实现供应链本地化（1970 年代），开发如照烧酱等针对当地口味产品，并与主流超市合作，最终深度融入美国主流市场。进入 1980 年代后，公司将这一模式推广至其他海外市场，加快全球渗透步伐，最终完成全球市场布局。目前，海外市场已经成为龟甲万公司的主要收入和利润来源（2025 财年海外贡献约 77%/88% 的销售/利润），近年来海外市场仍然保持着高于日本本土市场的收入增速（2009-25 年海外/日本市场收入复合增速：4%/11%）。

图表 34：1992-FY25 年龟甲万收入增长趋势



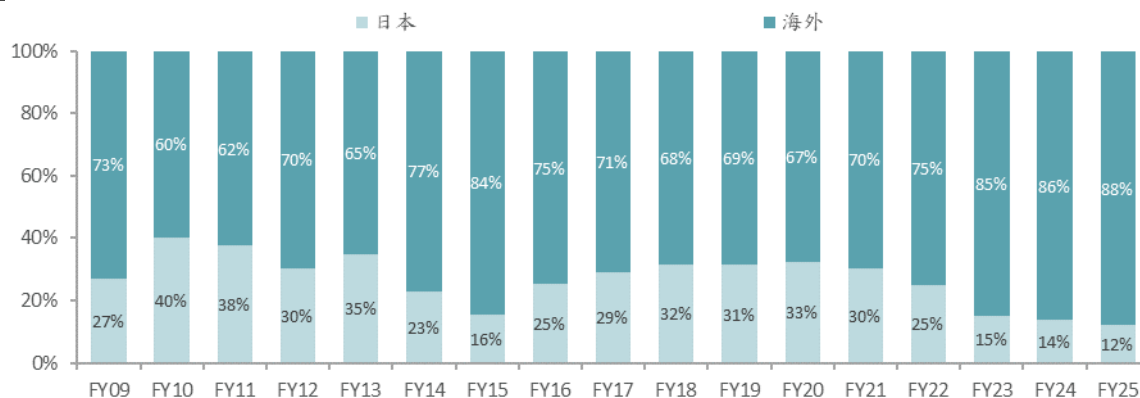
资料来源：公司公告，交银国际整理注：公司于 2002 年将财务年结时间从 12 月 31 日调整为 3 月 31 日。

图表 35：龟甲万海外收入占比逐年提升，在 2014 年起已经超过日本国内收入贡献



资料来源：公司公告，交银国际整理

图表 36：海外市场成为龟甲万主要利润贡献来源



资料来源：公司公告，交银国际整理

公司分析

品牌与渠道双轮驱动，共筑行业龙头地位

海天味业作为我国调味品行业的绝对龙头，其护城河核心在于长期的品牌积淀与全面的渠道覆盖，同时公司的规模化生产和持续的产品创新，共同巩固了竞争对手难以复制的竞争优势。尽管面临行业增速放缓与竞争加剧的挑战，公司仍然能够凭借其强大的基本盘保持稳健增长，并通过产品创新、国际化战略寻求新突破。

国民老字号品牌，深植市场心智：海天味业的品牌优势建立在其深厚的历史传承和持续的现代创新上，作为商务部首批“中华老字号”企业，海天的酱园历史可追溯至清乾隆年间，其近三百年的工艺积淀为品牌奠定了坚实的国民基础。海天味业凭借深厚的品牌积淀和高普及率，在中国调味品市场占据领先地位。根据 Worldpanel 近期发布的消费者指数，海天的中国消费者触达率超过 80%，位列首选品牌前四。这一品牌影响力反映了公司品牌在终端渠道的高普及率和认可度。

图表 37：海天位列中国消费者首选品牌前列

排名	品牌	消费者触及数（百万），2024 年
1	伊利	1,167.2
2	蒙牛	968.4
3	康师傅	801.4
4	海天	754.0
5	心相印	552.0
6	维达	487.1
7	金龙鱼	432.5
8	农夫山泉	415.0
9	旺旺	408.3
10	统一	398.3

资料来源：Worldpanel，交银国际整理

营销模式不断进化，文化与内容共振：在营销策略上，为了迎合消费者习惯，在传统平面及户外广告的基础上，海天近年加大在短视频号、综艺节目、纪录片等新媒体阵地的投放力度。例如，海天与《舌尖上的中国》合作的系列短片，讲述了酱油、蚝油在中国餐桌上的文化历史，海天与美食博主联合推出的“家常菜轻菜谱”的视频。这种“文化+内容+产品”的营销方式，不仅提升了品牌亲和力，也在 C 端和 B 端市场建立了更深层的信任壁垒。

图表 38：海天赞助央视《中国美食大会》



资料来源：央视频，交银国际

图表 39：海天赞助腾讯视频《一饭封神》

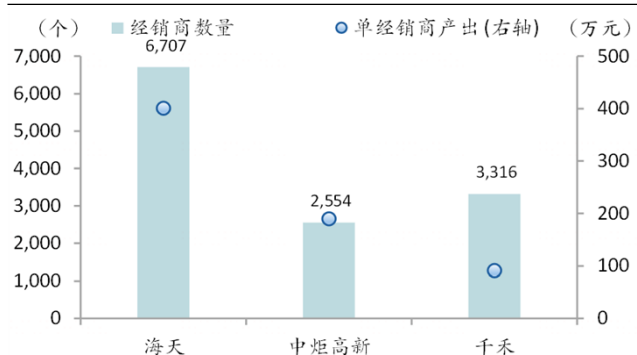


资料来源：海天公众号，交银国际

渠道覆盖广泛，精细化管理和数字化赋能来提升运营效率：海天味业的渠道壁垒为公司带来了坚实的护城河，主要体现在公司渠道覆盖的深度与规模的广度上。公司自 2003 年开始深耕县级及乡镇市场，率先构建起“总部—区域经销商—终端”的两级分销体系。经过多年的开发，公司目前建立了覆盖广泛、触达深入的渠道网络，在中国调味品行业领先同业，截至 2024 年，公司拥有超过 6,700 家一级经销商，覆盖了全国 100% 市级与近 90% 县级。强大的销售网络带来了明显的协同效应，确保了各区域终端的快速补货与市场响应，同时也是公司实现多品类增长的关键，一旦新产品在局部市场试验成功，即可迅速借助现有渠道实现规模化复制，快速推动产品上量形成优势。

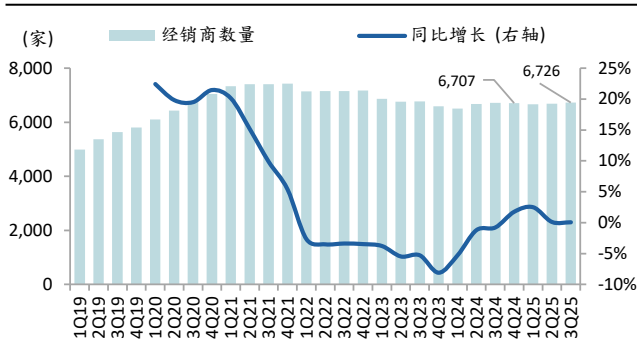
渠道运营效率高于同业：除了渠道广度，公司的渠道优势更在于其高效的运营管理水平，分销效率持续优于行业平均水平。公司对经销商实施精细化管理和数字化赋能，经历了 2022-23 年的渠道调整后，公司更加注重渠道库存水平管理和健康度，2024 年经销商数量已经重回增长。2024 年末/2025 第 3 季度末经销商数量达到 6,707/6,726 家，进一步验证了海天在渠道治理上的韧性与执行力。

图表 40：海天经销商数量和效率领先同业



资料来源：公司公告，交银国际*注：单经销商产出=主营业务收入（或调味品收入）/经销商数量

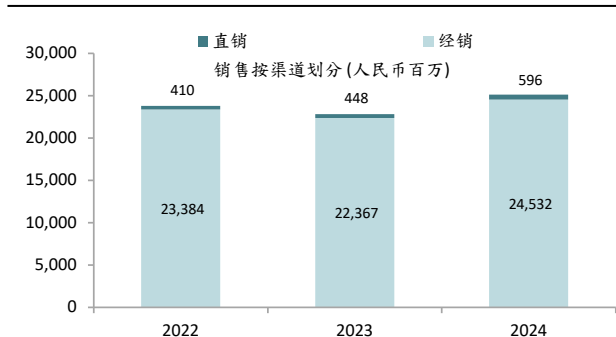
图表 41：2024 年公司经销商数量恢复增长



资料来源：公司公告，交银国际

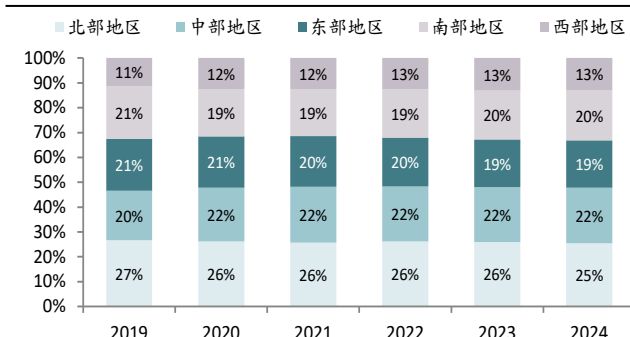
线上渠道协同发展，完善消费者触达：与此同时，线上渠道也在快速扩张，但目前的规模和占比仍然较小，主要承担触达与拉新功能。2024 年线上营收为 12.4 亿元，同比增长 39.8%，远超线下渠道增速，体现出近年来线上运营与产品竞争力的提升。海天正通过自建仓储、O2O 一体化配送与精简 SKU 等手段，提高线上渠道的效率，努力在保证增量的同时稳固利润水平。展望未来，渠道的碎片化和新业态崛起将带来更多机会与挑战。海天将持续加快社区团购、直播电商、即时零售等新型渠道建设，深化数字化运营，并依托既有的渠道规模与效率优势，抢占更多细分市场空间，巩固并扩大其在中国调味品行业的龙头地位。

图表 42：公司收入主要来自经销渠道



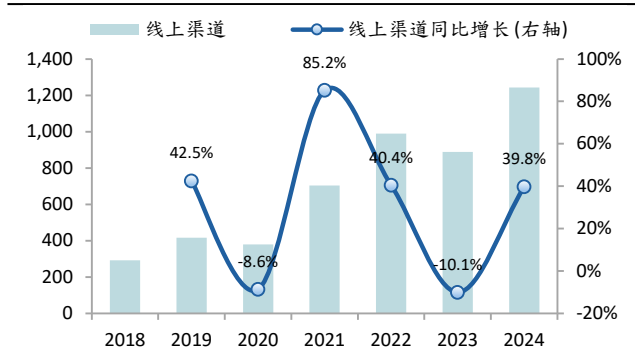
资料来源：公司公告，交银国际

图表 43：海天各区域销售分布均衡



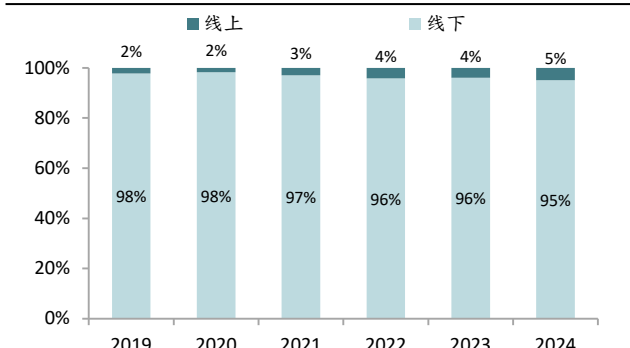
资料来源：公司公告，交银国际

图表 44：近年来线上渠道增速亮眼



资料来源：公司公告，交银国际

图表 45：公司线下渠道占比稳步提升



资料来源：公司公告，交银国际

公司产品布局完善，支持全场景需求：作为中国调味品行业的龙头，海天具有完善的产品品类布局，涵盖了酱油、蚝油、调味酱、特色调味品等多个产品系列，截至 2024 年底，总计拥有超过 1450 个 SKU，其中包括 7 个年销售收入超过 10 亿元人民币的大单品，31 个年销售收入超过 1 亿元人民币的单品。

- ④ **酱油：**海天的第一大产品系列，2024 年营业收入为 137.6 亿元，占总营收的 51.1%。公司在开发和保持了多样化的酱油组合产品，包括了经典产品如金标生抽、草菇老抽、味极鲜酱油等，公司代表性的酱油产品零售价介乎 5.5-18.0 人民币/500 毫升（如图 46）。
- ④ **蚝油：**第二大产品系列，2024 年营业收入为 46.1 亿元，占总营收的 17.2%。蚝油的产品组合覆盖多个产品线，具有不同风味、包装及价位，包括金标蚝油、上等蚝油、金字蚝油等，公司代表性的蚝油产品零售价介乎 4.8-15.0 人民币/500 克。
- ④ **调味酱：**2024 年营业收入 26.7 亿元，占总营收的 9.9%，涵盖了黄豆酱、柱候酱、拌饭酱等多个子品类，其中海天黄豆酱是公司最畅销的基础调味酱产品之一。公司代表性的调味酱产品零售价介乎 7.6-30.8 人民币/500 克。
- ④ **特色调味品及其他：**特色调味品是海天当前积极培育的品类，其涵盖了食醋、料酒、鸡精、白灼汁、凉拌汁、西红柿沙司等品类，着重于补齐公司的产品矩阵以及挖掘新的增长点，为消费者提供全场景的烹饪解决方案。该产品系列 2024 年实现营业收入 40.9 亿元，占总营收的 15.2%。公司代表性的特色调味品零售价介乎 4.3-19.0 人民币/500 克。

图表 46：海天各业务发展状况一览

品类	产品展示	2024 年中国 市场规模 (人民币亿元)	市场增速 (2024-29F CAGR)	海天 2024 年收入 市占率 (人民币亿元)	SKU 数量， 2024 年	价格带 (人民币/ 500 克)	
酱油		1,041	4.8%	13.2%	138	287	5.5-18.0
蚝油		115	7.7%	40.2%	46	80	4.8-15.0
调味 酱		362	7.1%	4.6%	27	154	7.6-30.8
特 色 调 味 品 及 其 他		1,633	食醋：3.3% 料酒：6.1% 复合调味 品：12.1%	食醋：3.4% 料酒：3.8% 复合调味 品：~1%	41	956	4.3-19.0

资料来源：招股书，交银国际

图表 47：海天/千禾/厨邦/李锦记酱油产品矩阵对比

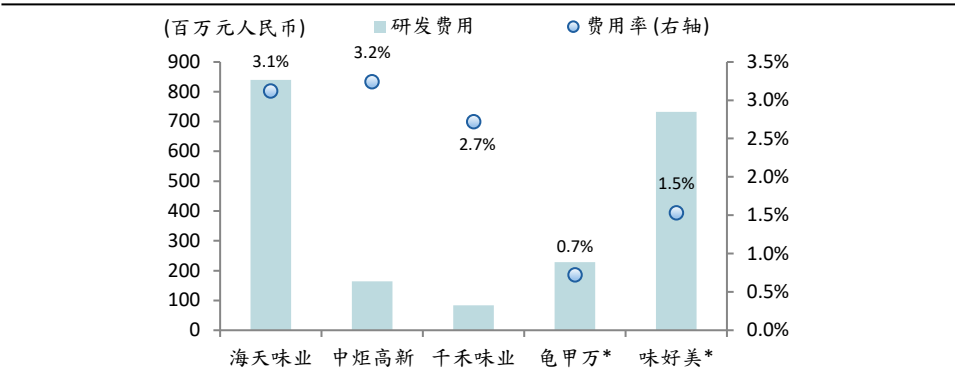
价格带 (人民币)	海天味业	千禾味业	厨邦	李锦记
20 元+	即筒裸酱油 460ml (29.9 元)	有机酱油 500ml (39.8 元)	有机原汁特级生抽 500ml (38.9 元) 零添加纯酿特级酱油 500ml (26.9 元)	有机醇味鲜 500ml (45.9 元) 有机头抽 500ml (36.5 元) 无麸质酱油 250ml (25.9 元) 双瑞蒸鱼豉油 500ml (23.9 元) 零添加醇味鲜 500ml (21 元)
12-20 元	零添加有机老抽 500ml (19.9 元) 零添加有机生抽 500ml (19.9 元) 零添加无麸质酱油 500ml (17.9 元) 高鲜头道酱油 480ml (17.9 元) 薄盐头道生抽 500ml (17.9 元) 淡盐头道酱油 480ml (16.9 元) 零添加头道酱油 480ml (16.9 元) 特级金标生抽 500ml (14.9 元) 无蔗糖特级生抽 500ml (14.5 元) 海天味极鲜酱油 750ml (14.9 元) 特级草菇老抽 500ml (14.9 元)	零添加御藏本酿 380 天 500ml (19.9 元) 零添加御藏本酿 180 天 1L (17.8 元) 零添加减盐 55%生抽 500ml (14.8 元) 零添加特级老抽东坡红 500ml (14.3 元) 零添加草菇老抽 500ml (12.9 元) 零添加减盐 35%生抽 500ml (12.8 元)	海鲜酱油 1.25L (19.9 元) 零添加特级鲜生抽 410ml (13.9 元) 零添加原汁生抽 500ml (16.9 元) 厨邦鲜酱油 900ml (15.9 元) 厨邦味极鲜 900ml (13.9 元) 零添加原汁黑豆生抽 500ml (12.9 元) 头一道特级生抽 500ml (13.9 元) 减盐 30%特级生抽 500ml (12.9 元)	特级头抽 500ml (16.9 元) 零添加原酿生抽 500ml (15.9 元) 双酿特级头抽 500ml (13.9 元) 醇味鲜 500ml (13.2 元) 薄盐味极鲜 500ml (13.2 元) 特级薄盐生抽 600ml (12.9 元)
8-12 元	特级蒸鱼豉油 500ml (11.6 元) 铁强化草菇老抽 500ml (10.9 元) 海鲜酱油 500ml (9.9 元) 特级金标生抽 500ml (9.3 元) 铁强化金标生抽 500ml (8.9 元) 特级一品鲜 500ml (8.7 元)	蒸鱼豉油 435ml (10 元) 零添加特香生抽 1L (9.9 元) 零添加春曲原酿 1L (9.9 元)	小童纯酿特级酱油 150ml (10.9 元) 金品生抽 820ml (10.7 元) 特级生抽 410ml (8.9 元) 特级老抽 410ml (8.9 元) 美味鲜酱油 (8.5 元) 蒸鱼豉油 420ml (8.5 元)	秘制红烧汁 410ml (11.9 元) 原酿生抽 500ml (11.9 元) 蒸鱼豉油 410ml (9.9 元) 精选特级生抽 500ml (9.9 元) 薄盐味极鲜 500ml (9.8 元) 薄盐生抽 600ml (9.0 元) 味极鲜 500ml (9.0 元) 草菇老抽 500ml (8.4 元)
5-8 元	鲜味生抽 500ml (6.9 元) 老抽王 500ml (6.5 元)		特级老抽 410ml (7.9 元) 鲜味生抽 500ml (5 元)	锦珍老抽 500ml (7.5 元) 锦珍生抽 500ml (5.8 元) 鲜味生抽 585ml (5.2 元)

资料来源：京东旗舰店，交银国际

创新驱动产品持续升级：随着“零添加”、“减盐/薄盐”、“有机”等健康概念近年来持续升温，消费者对调味品的健康属性愈发关注。海天紧跟趋势，在核心酱油、蚝油品类中迅速推出营养健康系列，2024 年新增近 200 款相关产品，相对常规产品，减盐、有机等概念不仅契合了消费者需求，也有效帮助提升产品附加值。2024 年，公司有机、减盐等健康系列产品收入同比增长了 33.6%，健康化正继续驱动产品结构升级。面对越来越多竞品跟进，产品同质化风险加剧，海天依托其自身研发实力和配方专利，有机会持续在风味、功能与高端化中寻求差异化突破，在健康调味赛道中保持溢价能力。

持续的研发投入构筑技术护城河：海天的研发投入无论是绝对额还是占销售收入的比重来看，都领先于市场，其持续的研发投入是公司产品创新的基础。公司 2024 年研发投入 8.4 亿元人民币，占收入比重达到 3.1%、目前已经累计授权获得 1000 余项专利，覆盖了菌种、发酵、包装材料等多个环节，帮助海天持续保持产品、工艺、装备的行业领先地位。

图表 48：2024 年调味品行业研发费用对比



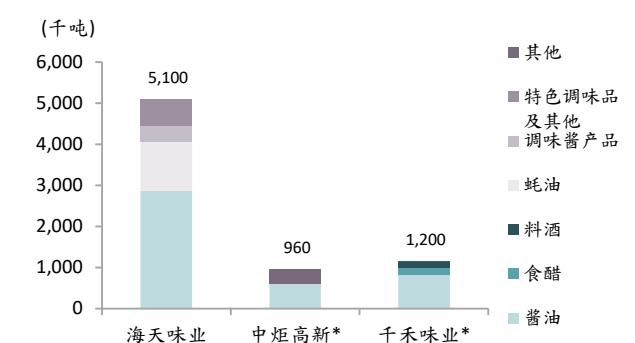
资料来源：公司公告，交银国际*注：以 2025 年 10 月 31 日汇率换算为人民币

总结来看，海天凭借其庞大的产能基础、全面的经销商网络覆盖，以及在产品创新和品牌传播方面的积极探索，已经在中国调味品行业确立了稳固的龙头地位。展望未来，随着调味品行业进入提质增效阶段、同业竞争压力加大（渠道利润压力、产品同质化风险等），海天在研发、渠道和营销三大要素上的持续投入有望帮助其在未来的竞争格局中保持领先地位。

规模优势强化公司成本控制与产品定价能力

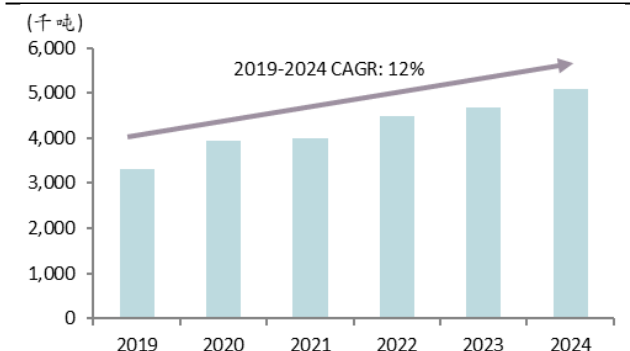
公司产能扩张不断夯实规模优势，赋能成本控制与产品定价：数十年来，海天味业持续扩大其生产布局，截至目前，公司的调味品总产能已突破 500 万吨／年，规模位列行业第一，其中 2024 年酱油产能达到 286 万吨，远超同业（中炬高新/千禾的酱油产能约 60 万/约 80 万吨）。公司在广东佛山、江苏宿迁、湖北武汉和广西南宁布局了四大工厂，既保证了原料集中采购的成本优势，也确保了在各个终端市场的及时补货与生产灵活性，让公司在面对需求波动时具备更强的抗风险能力。海天的规模优势除了体现在成本控制上，作为行业龙头，公司也具备较强的对下游客户的定价权，能在成本上涨时通过提价转移部分压力，引导行业价格调整。

图表 49：主要调味品公司的产能对比



资料来源：公司公告，交银国际整理*注：海天味业的数字更新到 2024 年，中炬高新的数字更新到 2023 年，千禾味业产能已计入 2025 年新投入产线

图表 50：2019-24 年海天产能增长趋势

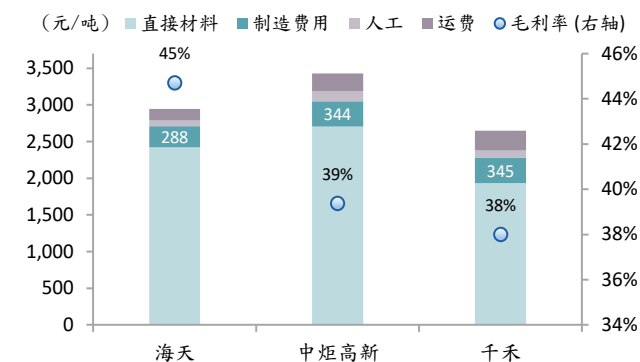


资料来源：公司公告，交银国际

成本优势主要体现在采购议价能力和工厂效率提升：公司凭借行业最大的采购规模，对上游供应商建立了较强的议价能力。公司与上游供应商建立了长期合作关系，2022-24 年前五大供应商采购占比分别为 20.2%/17.2%/17.4%，集中度适中，保证上游供应稳定的同时，一定程度上可以支撑公司的议价能力。

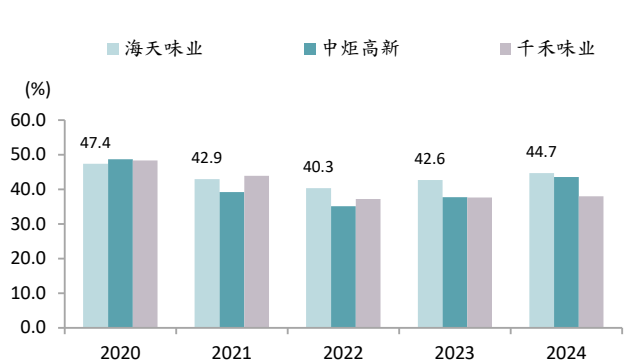
除此之外，公司也积极通过工厂自动化与智能化降低单位制造费用。2025 年 1 月广东高明生产基地被评为灯塔工厂，显示出公司领先的制造水平。同业对比来看，海天/中炬高新/千禾的单吨酱油制造成本分别为 288/344/345 元/吨（2024 年），海天酱油产品的制造费用占收入比约 5.4%，低于行业平均水平，显示出工厂自动化与人效的优势。

图表 51：酱油成本结构对比，2024 年



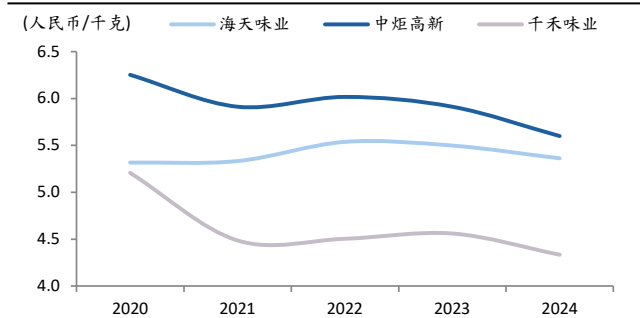
资料来源：公司财报，交银国际*中炬高新的运费为估算值

图表 52：主要公司酱油毛利率，2020-24 年



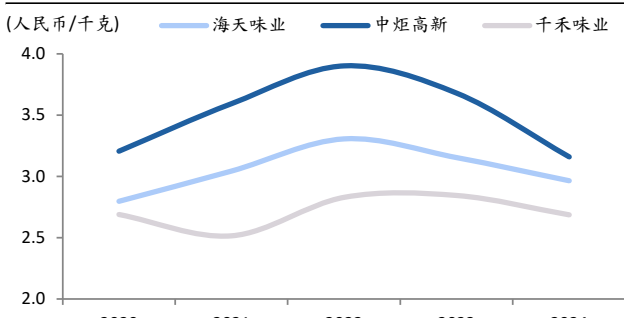
资料来源：公司公告，交银国际整理

图表 53：主要公司酱油平均单价，2020-24 年



资料来源：公司公告，交银国际整理

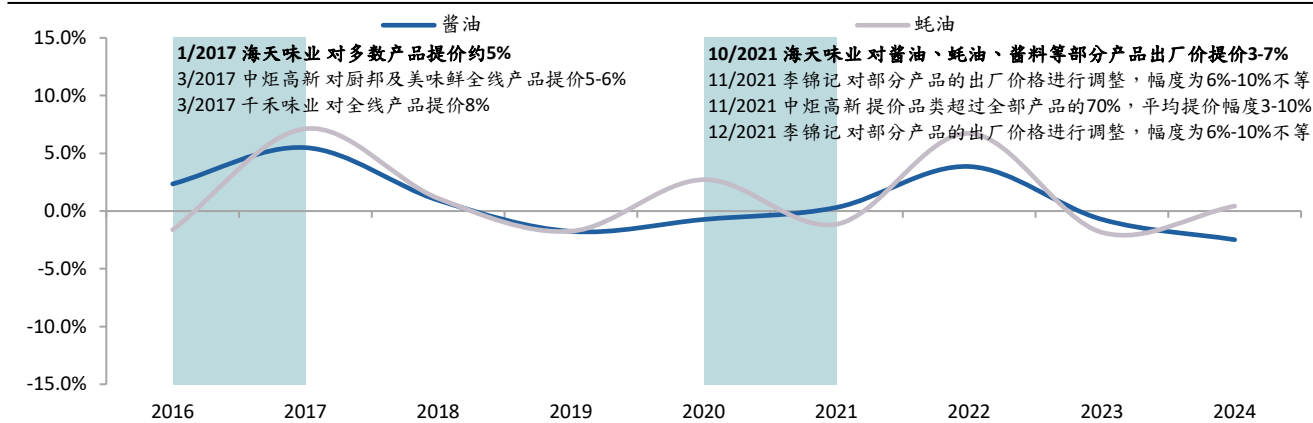
图表 54：主要公司酱油平均单位成本，2020-24 年



资料来源：公司公告，交银国际整理 折线为各公司酱油的平均单位成本（右轴）

公司具备较强定价能力，可通过提价转移原材料压力：作为成本优势显著的龙头企业，海天相对同业具备较强的定价权，公司能在原材料价格上涨时通过提价转移压力，能在一定程度上减轻原材料价格波动对毛利率的影响。历史数据来看，公司曾多次进行系统性提价，而在公司提价后，其他企业多跟随进行调价动作。

图表 55：2016-2024 年间海天酱油/蚝油均价变化，海天主导了调味品行业的提价周期



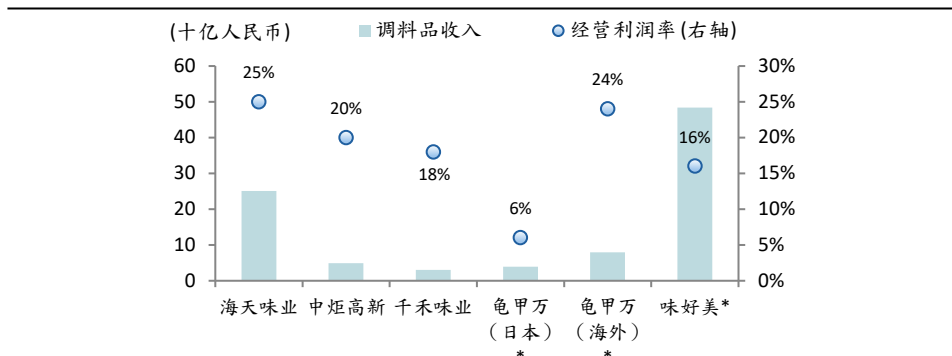
资料来源：公司公告，交银国际整理

海外市场开拓尚处于起步阶段，有望成为远期增长点

目前以贸易出口为主，尚处于起步阶段：参考龟甲万的海外拓展路径（贸易出口-重点市场的深度本地化-全球复制与扩张），海天目前的海外市场拓展尚属起步阶段，以贸易出口为主。对于现阶段而言，最直接的机会在于依托中餐连锁的出海布局，借助和诸多连锁餐饮的合作，将核心产品同步推向海外终端市场，渠道壁垒和市场开拓成本相对可控。同时，线上跨境电商和本地化仓储配送体系的完善也有助于打开海外市场。我们预计，海天味业的海外收入在未来三年有望实现双位数的复合增速，带动海外营收占比提升，预计 2027 年达到接近中单位数水平，成为公司营收与利润的重要增量来源。

出海有助于提高公司长期收入天花板、改善盈利能力：长期来看，海外市场的开拓不仅有助于打开收入天花板（详见“海外案例分析”），也有助于提升公司整体盈利水平。参考目前主要同业在海外的经营利润率情况，我们相信未来随着海外收入占比的提升，公司整体的经营利润率有继续改善的空间。

图表 56：2024 年主要调味品企业经营利润率比较

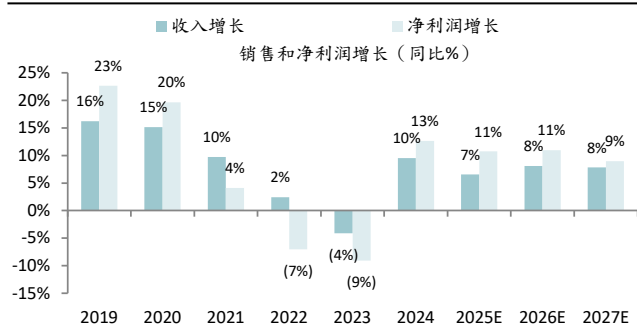


资料来源：公司公告，交银国际 *注：以 2025 年 10 月 31 日汇率换算为人民币

财务预测

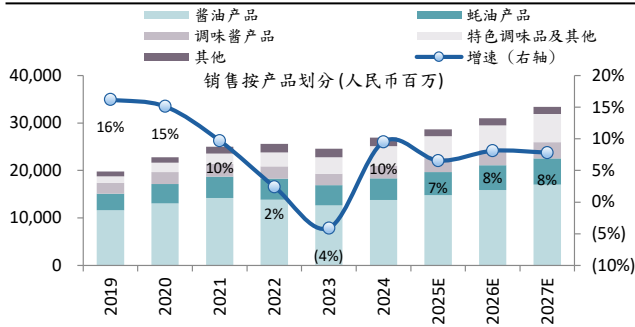
收入端有望延续高个位数的收入复合增速：在下游需求复苏偏弱、行业竞争加剧的背景下，公司凭借其强大的品牌、渠道和供应链优势，表现出优于同业的韧性。我们预期海天未来三年的收入复合增速将达到 8%，高于调味品市场的行业平均增速（中单位数，弗若斯特沙利文），核心大单品稳健增长、小品类快速扩张，线上渠道/海外市场贡献新增量，推动海天在调味品市场中获得更大市场份额。

图表 57：2019-2027 年海天收入/净利润同比增速



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 58：2019-2027 年海天收入构成，按产品分类

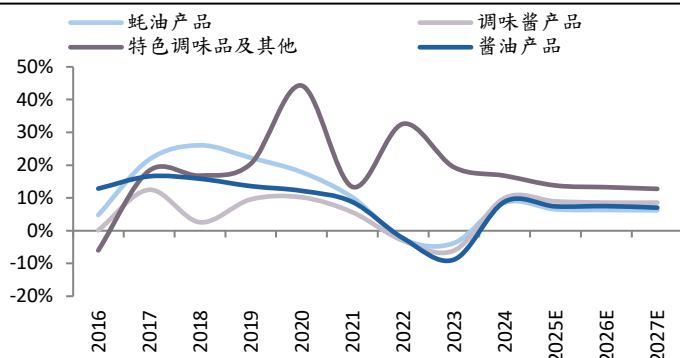


资料来源：公司资料，交银国际预测

2025 上半年增长优于同业：公司 2025 上半年业绩表现稳健，收入、利润同比增速继续高于同业，表现亮眼。自 2024 年以来，公司连续多个季度实现稳健增长，而部分同业公司则面临增长压力。这表明行业集中度还有提升空间。公司在行业增速放缓的情况下，有望通过挤压竞争对手份额而录得持续超越同业的成长。

品类扩张和产品升级带动收入增长：分品类看，我们预计酱油/蚝油/调味酱/特色调味品及其他收入未来三年将分别取得 7.3%/6.4%/8.7%/13.3%的复合收入增速，核心大品类（酱油/蚝油/调味酱）市场份额提升、在存量市场中实现稳健增长，预计保持中高个位数的增长，主要由销量增长带动、单价在产品结构优化下小幅回升（关键预测详见图表 70）；其他小品类快速拓张（醋、料酒、复合调味品等品类）贡献结构性增量。展望未来，公司将抓住“健康化”等概念推广，不断完善“0 添加”、有机、减盐等系列产品，有望持续提升产品均价与盈利水平；同时，继续顺应餐饮便捷化和产品多样化趋势，在广阔的复合调味料领域打开更大的增长空间。

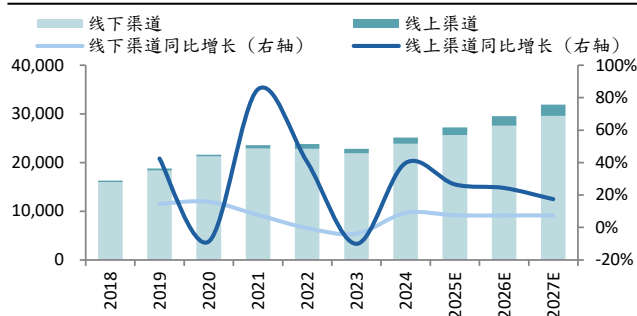
图表 59：各主要产品增速预测



资料来源：公司公告，交银国际预测

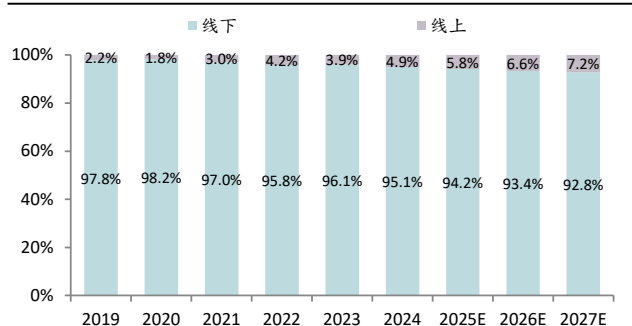
线上渠道占比持续提升：分渠道来看，渠道不断碎片化，线上渠道作为消费者触达的重要性逐渐凸显。公司将继续发展主流电商平台、直播电商模式，推动公司线上销售的高速增长，成为新的增量驱动。2025 上半年，线上渠道录得同比 39% 的增长。我们预计未来 2024-27 年公司线上/线下渠道的复合增速将分别达到 7.4%/22.8%，到 2027 年线上渠道的销售占比将从 2024 年的 4.9% 提升到 2027 年的 7.2%，线上渠道占销比进一步提升。除此之外，全球化战略也将打开新的增量空间，我们预计海外收入未来三年有望取得接近 30% 的收入复合增长。

图表 60：预计线上渠道收入增速将高于整体



资料来源：公司公告，交银国际预测

图表 61：线上渠道收入占比有望持续提升

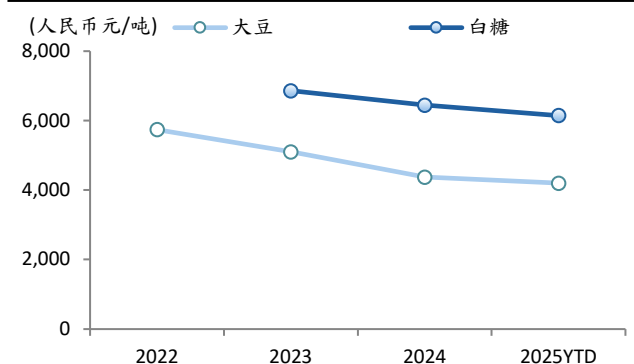


资料来源：公司公告，交银国际预测

成本端有望受益于原材料价格下行与规模效应：核心原材料价格波动一定程度上会影响毛利率水平。2022-23 年原材料成本如大豆、白砂糖、玻璃和 PET 等均处于高位，部分导致了 2022-23 年公司毛利率出现压力，从 2021 年的 37.8% 下滑 3.9 个百分点至 33.9%，而 2024 年有所缓解，推动 2024 年公司毛利率提升至 36.2%，同比改善 2.2 个百分点。相较同业，公司对上游原材料供应商有较强的议价能力，公司通过规模化采购和建立稳定的渠道体系来保证主要原材料（主要包括大豆、白砂糖、PET、玻璃等农产品和包装材料）的供应稳定和价格优势。

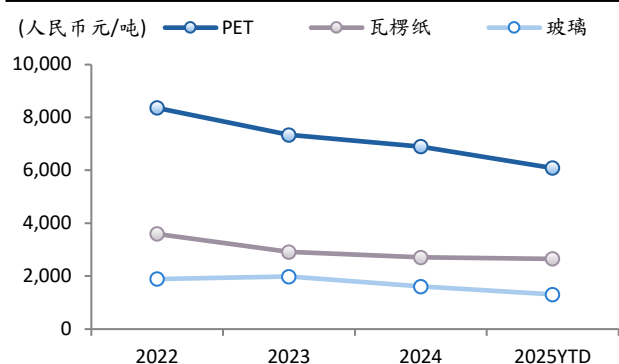
目前来看，2025 年以来综合原材料成本处于下行趋势，我们认为成本红利将持续，叠加产品结构的升级，毛利率将在 2025-27 年录得边际改善，为公司的盈利能力带来积极影响。

图表 62：2022 年以来主要原材料价格走势



资料来源：国家统计局，交银国际

图表 63：2022 年以来主要包装材料价格走势

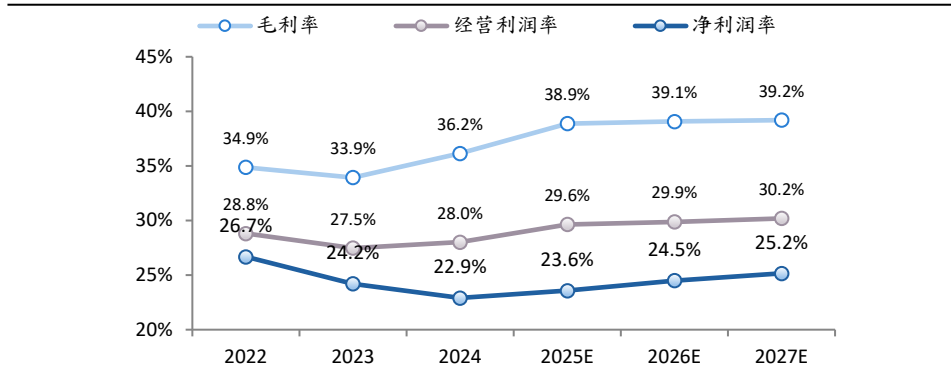


资料来源：国家统计局，化工在线，交银国际

公司费用率管控优于同业，预计未来保持稳定：与同业相比，公司在费用投放方面展现出显著优势，近年来持续保持低于行业平均水平的销售费用率及超 25% 的经营利润率。展望未来，凭借规模效应与精准的费用投放策略，公司有望继续维持高于行业水平的盈利能力；但另一方面，行业竞争日益激烈可能带来价格竞争和持续的费用投入。因此，综合考虑下，我们预计公司未来三年的经营利润率将小幅提升。

净利增速快于收入，盈利能力持续提升：公司净利率持续领先行业，2024 年为 22.9%，同年 ROE 达 21.4%，显示出优异的盈利能力。2025 年上半年，公司归母净利润同比增长 13.4%，净利率进一步改善至 25.8%，提升 1.3 个百分点。展望未来三年，我们认为，受益于成本红利、规模效应及精细化费用管控，公司利润率有望持续温和提升，净利润复合增速预计将快于收入增长，CAGR 有望达到 10%。

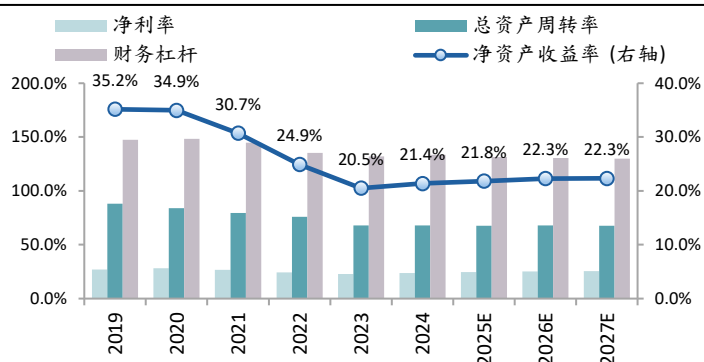
图表 64：预计公司盈利能力将持续提升



资料来源：公司公告，交银国际预测

ROE 展现出稳步提升趋势：2025 年上半年，公司 ROE 同比恢复至 12.2%，主要由净利率提升所驱动（上半年净利率升至 25.8%）。总资产周转率保持相对稳定，反映出公司资产运营效率的稳健性。尽管上市募资导致权益乘数有所下降，但盈利能力的提升有效抵消了其对 ROE 的负面影响，整体股东回报水平仍实现增长。我们预计未来三年 ROE 有望在盈利能力的带动下小幅改善，维持领先行业的水平。

图表 65：杜邦分析

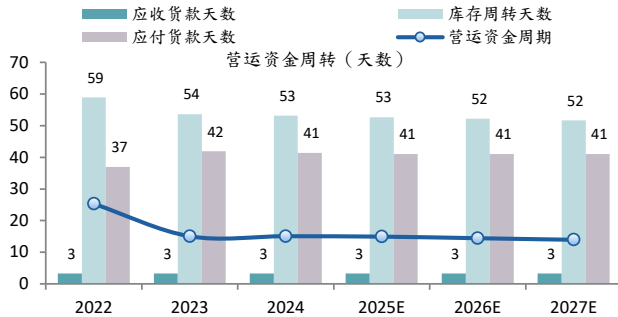


资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流充足，负债率维持低位：2024 年，公司经营现金流达到 68.4 亿元，货币资金达 221 亿元，占总资产约 54%。这一优异的现金流表现得益于公司“先收款后发货”的经营模式，不仅保障了资金的快速回笼，也为持续的股息派发和再投资提供了坚实支撑。港股募资完成后，截至 2025 年上半年，公司持有货币资金约 300 亿元人民币，进一步增强了资本实力。

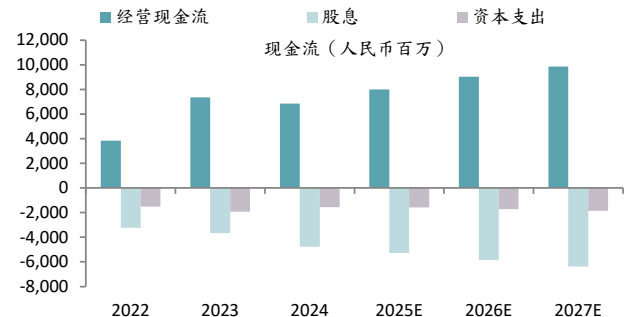
2024 年公司股息支付率达到 75%，体现出对股东回报的高度重视。2025 年中，公司推出中期股息方案，彰显了管理层对未来经营的信心。与此同时，公司资产负债率维持在较低水平，2024 年为 23.14%，财务杠杆运用较为保守。我们预计公司将维持在 75% 的派息水平。

图表 66：海天现金周转天数趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

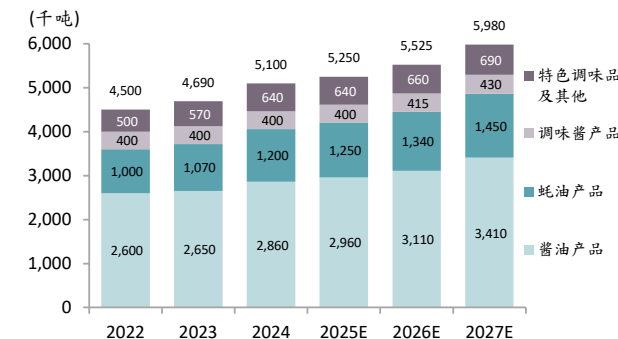
图表 67：海天现金流充足



资料来源：公司资料，交银国际预测

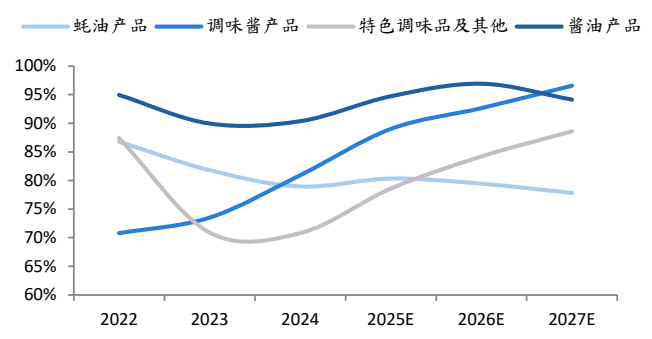
充裕的现金流支持未来产能扩张：自由现金流的充裕也为公司未来的产能扩张提供了有力支撑。公司整体产能规划清晰，扩张节奏有序推进，确保供给能力与市场需求相匹配。我们预计到 2027 年公司总产能有望达到接近 600 万吨/天的水平，持续加强公司的规模优势。与此同时，工厂产能利用率有望逐步提高，带动工厂效率的优化以及支撑市场需求的增长。

图表 68：整体产能将有序扩张



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 69：产能利用率逐步提高



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 70：关键运营及财务数据假设

关键假设 (人民币百万)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,610	24,559	26,901	28,668	30,994	33,421
同比	2.4%	-4.1%	9.5%	6.6%	8.1%	7.8%
销量 (千吨)						
酱油产品	2,503	2,298	2,565	2,784	2,992	3,187
蚝油产品	878	861	931	987	1,046	1,109
调味酱产品	285	284	322	354	382	413
特色调味品及其他	510	616	693	769	850	935
销量同比变化						
酱油产品	-5.9%	-8.2%	11.6%	8.5%	7.5%	6.5%
蚝油产品	-8.7%	-1.9%	8.1%	6.0%	6.0%	6.0%
调味酱产品	-8.0%	-0.4%	13.5%	10.0%	8.0%	8.0%
特色调味品及其他	N/M	20.8%	12.5%	11.0%	10.5%	10.0%
单位价格(元/吨)						
酱油产品	5,539	5,499	5,363	5,309	5,309	5,336
蚝油产品	5,031	4,937	4,958	4,983	4,998	5,008
调味酱产品	9,076	8,559	8,295	8,212	8,253	8,294
特色调味品及其他	5,749	5,681	5,897	6,044	6,195	6,350
单价同比变化						
酱油产品	3.8%	-0.7%	-2.5%	-1.0%	0.0%	0.5%
蚝油产品	6.7%	-1.9%	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%
调味酱产品	5.4%	-5.7%	-3.1%	-1.0%	0.5%	0.5%
特色调味品及其他	N/M	-1.2%	3.8%	2.5%	2.5%	2.5%
经销	23,384	22,367	24,532	26,494	28,587	30,846
占比	98.3%	98.0%	97.6%	97.2%	96.8%	96.6%
直销	410	448	596	756	946	1,070
占比	1.7%	2.0%	2.4%	2.8%	3.2%	3.4%
线下	22,805	21,926	23,885	25,676	27,576	29,617
占比	95.8%	96.1%	95.1%	94.2%	93.4%	92.8%
线上	989	889	1,243	1,573	1,957	2,299
占比	4.2%	3.9%	4.9%	5.8%	6.6%	7.2%

资料来源：公司公告，交银国际预测

图表 71：交银国际预测 vs. Visible Alpha 一致预期

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	交银预测	市场预期	差异	交银预测	市场预期	差异	交银预测	市场预期	差异
营业收入	28,668	28,409	0.9%	30,994	30,625	1.2%	33,421	32,896	1.6%
酱油产品	14,778	14,664	0.8%	15,886	15,762	0.8%	17,004	16,869	0.8%
蚝油产品	4,917	4,856	1.2%	5,227	5,180	0.9%	5,552	5,499	1.0%
调味酱产品	2,906	2,874	1.1%	3,155	3,078	2.5%	3,424	3,291	4.1%
特色调味品及其他	4,649	4,511	3.1%	5,265	5,034	4.6%	5,936	5,597	6.1%
其他	1,419	1,568	-9.5%	1,461	1,650	-11.4%	1,505	1,739	-13.5%
毛利润	11,148	11,259	-1.0%	12,109	12,238	-1.0%	13,104	13,275	-1.3%
毛利率	38.9%	39.6%	-0.7ppts	39.1%	40.0%	-0.9ppts	39.2%	40.4%	-1.1ppts
归母净利润	7,025	6,978	0.7%	7,795	7,751	0.6%	8,494	8,449	0.5%
净利润率	24.5%	24.6%	-0.1ppts	25.2%	25.3%	-0.2ppts	25.4%	25.7%	-0.3ppts

资料来源：Visible Alpha，交银国际预测

估值：首予买入，目标价 39.00 港元

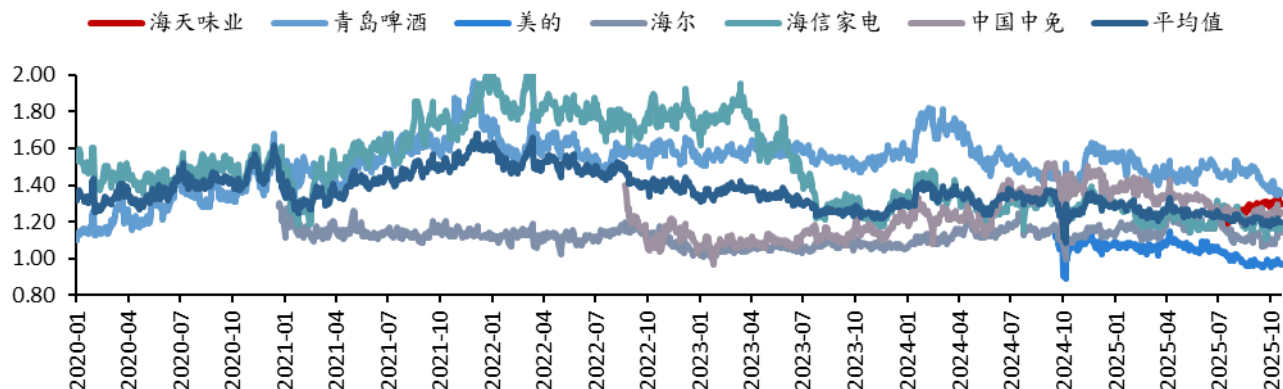
我们首次覆盖海天味业，给予买入评级。参考我国和海外食品饮料公司的估值，如图表 72，我们基于 2026E 年 EPS 给予海天 25 倍的市盈率。目前，A 股/港股/海外市场的食品饮料公司的平均 2026 年市盈率交易在 24.1/16.7/20.3 倍，而市值在 100 亿美元以上的公司的平均市盈率大多超过 20 倍。鉴于海天味业在中国调味品市场的绝对龙头地位，以及其优秀的商业模式带来的优质的盈利能力和增长确定性，盈利质量和股本回报率（2025–27E 年度 ROE 预计均在 20% 以上）显著优于行业平均水平，我们认为公司应享有高于港股同业的估值溢价。综合考虑其持续的增长动力与稳健的财务表现，给予海天味业 2026 年 25 倍市盈率的估值假设。按此估值假设及 2026 年 EPS 预测（1.41 人民币），对应 12 个月目标价 39.00 港元，较当前股价上行空间充足（潜在涨幅约为 16%）。

图表 72：食品饮料公司同业估值表

股票代码	公司名称	股价 货币	收盘价	市值 (十亿 美元)	Beta	3 个月日 均成交量(百 万美元)	—每股盈利增长—				3 年 CAGR PEG		——市盈率——			股本回报率		—市净率—		—股息率—		EV/EBITDA	
							'25E	'26E	'27E	'24-27E	'25E	'26E	'27E	'25E	'26E	'25E	'26E	'25E	'26E	'25E	'26E		
A 股食品饮料公司				5.6			4.7	23.5	15.8	11.5	2.7	29.8	24.1	21.0	11.1	12.3	3.1	2.9	2.4	2.7	18.6	14.7	
603288-CH	海天味业	CNY	38.65	31.4	1.2	87.9	6.1	10.9	9.7	8.9	3.2	32.0	28.8	26.3	19.1	19.1	6.1	5.6	2.2	2.5	21.9	19.6	
002299-CH	圣农发展	CNY	17.45	3.0	0.9	34.6	90.3	3.5	22.2	34.0	0.4	15.6	15.1	12.3	12.5	12.0	1.9	1.8	2.7	2.7	10.0	8.8	
002507-CH	涪陵榨菜	CNY	13.60	2.2	0.9	22.1	3.8	6.6	6.8	5.7	3.1	19.0	17.8	16.7	9.1	9.2	1.7	1.6	3.0	3.4	12.5	11.3	
600872-CH	中炬高新	CNY	18.64	2.0	1.3	28.0	-34.2	18.5	10.8	-4.8	N/M	24.8	20.9	18.9	9.9	11.0	2.5	2.3	1.4	1.7	16.4	13.6	
603317-CH	天味食品	CNY	13.05	2.0	1.3	10.3	-3.4	11.3	10.0	5.8	3.5	22.8	20.5	18.6	13.1	14.4	3.0	2.9	3.9	4.4	18.7	17.6	
603027-CH	千禾味业	CNY	9.88	1.9	1.4	20.4	-14.5	20.0	13.6	5.2	4.8	29.9	24.9	22.0	12.3	14.0	3.6	3.5	3.3	3.9	17.4	15.5	
300783-CH	三只松鼠	CNY	24.20	1.4	0.7	37.4	-45.5	98.6	36.2	13.8	1.6	43.5	21.9	16.1	7.5	13.3	3.2	2.9	0.7	1.1	33.1	16.6	
600305-CH	恒顺醋业	CNY	8.30	1.3	1.0	12.2	35.0	18.5	16.7	23.1	1.9	51.2	43.2	37.1	5.1	5.9	2.7	2.7	1.8	2.1			
港股食品饮料公司				16.0			32.8	13.0	10.5	9.3	5.0	18.8	16.7	15.1	18.4	19.0	3.7	3.3	4.4	4.9	11.6	10.3	
9633-HK	农夫山泉	HKD	53.90	78.0	0.9	43.5	22.6	14.4	12.9	16.6	2.0	37.3	32.6	28.9	40.1	39.1	13.9	11.8	1.9	2.2	24.7	21.6	
3288-HK	海天味业	HKD	33.46	31.4		7.0	8.2	9.7	9.3	9.0	2.5	24.8	22.7	20.7	19.5	18.6	4.3	4.1	3.0	3.2	22.9	20.6	
1876-HK	百威亚太	HKD	7.94	13.5	1.0	18.0	-18.6	16.7	7.1	0.6	32.5	21.3	18.2	17.0	6.3	7.2	1.3	1.3	5.2	5.4	6.7	6.1	
291-HK	华润啤酒	HKD	27.98	11.7	1.1	43.1	23.8	3.5	7.5	11.3	1.2	14.2	13.7	12.7	17.0	16.1	2.3	2.1	4.0	4.3	8.2	7.6	
168-HK	青岛啤酒	HKD	54.25	11.2	1.0	26.8	7.5	6.4	6.7	6.8	2.0	14.5	13.6	12.8	15.9	16.3	2.2	2.1	4.8	5.1	9.3	8.5	
322-HK	康师傅	HKD	11.98	8.7	0.7	15.4	13.3	6.7	7.4	9.1	1.5	14.6	13.7	12.8	28.8	30.4	4.2	4.1	6.8	7.3	6.8	6.6	
2319-HK	蒙牛	HKD	15.00	7.5	1.2	47.6	N/M	24.5	11.0	N/M	N/M	12.8	10.3	9.2	10.0	11.4	1.2	1.1	3.8	4.8	8.2	7.1	
220-HK	统一	HKD	8.66	4.8	0.7	8.6	20.8	8.5	9.4	12.8	1.1	15.3	14.1	12.9	16.3	17.5	2.5	2.4	6.5	6.9	8.2	7.5	
9985-HK	卫龙美味	HKD	11.86	3.7	0.7	11.7	27.2	19.5	15.7	20.7	0.8	18.6	15.5	13.4	21.5	22.7	3.8	3.4	4.5	5.3	11.9	10.1	
2460-HK	华润饮料	HKD	10.75	3.3		14.2	-34.3	23.9	18.5	-1.2	N/M	19.0	15.3	12.9	10.2	12.0	2.0	1.8	2.3	3.2	12.5	10.3	
1579-HK	颐海国际	HKD	12.66	1.7	1.2	6.0	2.4	9.7	10.0	7.3	1.8	14.9	13.5	12.3	16.6	17.5	2.4	2.3	6.0	6.5	7.9	7.1	
全球食品饮料公司				60.4			15.8	2.1	8.8	7.8	15.2	19.8	19.3	17.7	14.9	14.6	3.0	2.9	3.0	3.1	12.7	11.9	
NESN-SW	雀巢	CHF	79.01	252.8	0.8	324.0	-10.0	4.9	6.8	0.3	57.2	18.4	17.5	16.4	29.2	28.8	5.3	5.0	3.9	4.0	14.5	13.9	
KHC-US	卡夫亨氏	USD	24.28	28.7	0.4	422.9	-17.2	-0.5	3.7	-5.1	N/M	9.6	9.6	9.3	6.7	7.1	0.7	0.7	6.6	6.6	8.3	8.2	
2802-JP	味之素	JPY	3527.00	23.0	0.9	72.6	83.5	11.8	16.2	33.6	0.7	27.5	24.6	21.2	17.1	18.0	4.8	4.8	1.4	1.7	14.4	13.0	
MKC-US	味好美	USD	65.04	17.5	0.5	169.7	2.1	6.2	8.7	5.6	3.6	21.6	20.3	18.7	15.6	14.2	3.0	2.8	2.8	2.9	15.9	14.9	
2801-JP	龟甲万	JPY	1387.50	8.7	0.8	28.2	-2.6	3.1	4.9	1.7	12.3	21.9	21.3	20.3	11.4	11.3	2.5	2.4	1.8	1.9	12.6	11.8	
2809-JP	丘比株式会社	JPY	4218.00	3.9	0.6	14.4	39.0	-12.7	12.3	10.9	2.1	19.7	22.6	20.1	9.7	8.4	1.9	1.8	1.5	1.6	10.8	9.7	

资料来源：彭博，公司资料，交银国际，数据截至 2025 年 11 月 10 日

图表 73：消费相关公司 A/H 溢价率



资料来源：iFinD，交银国际整理

同时我们采用 A/H 溢价回测了海天的股价。目前，消费行业主要 A/H 公司溢价平均为 1.20 倍，海天港股目前折价较多（1.27 倍，2025 年 11 月 10 日），我们的目标价对应 A/H 溢价率为 1.10 倍，处于合理水平。

图表 74：2020-25 海天味业（A 股）市盈率，目前估值处于低位



资料来源：彭博，公司资料

主要风险因素

- ④ **食品安全问题：**若未满足食品安全标准、出现食品安全问题，或将对公司的品牌形象、销售状况造成负面影响，此外，产品召回等相关补救措施亦或会造成损失。
- ④ **中国内地市场竞争加剧：**中国内地调味品行业分散程度较高、参与者众多，市场竞争激烈。竞争对手或通过降价促销方式争夺市场份额，进而对公司的价格体系造成压力。
- ④ **原材料价格波动：**公司主要生产原材料（如大豆、糖等）和包装材料（玻璃、PET 等）价格有可能上升，从而令毛利率承压。
- ④ **海外市场的运营风险：**目标市场的宏观环境与政策、税务与合规成本、汇率波动、以及国际贸易政策变化等带来的潜在运营风险。

公司介绍

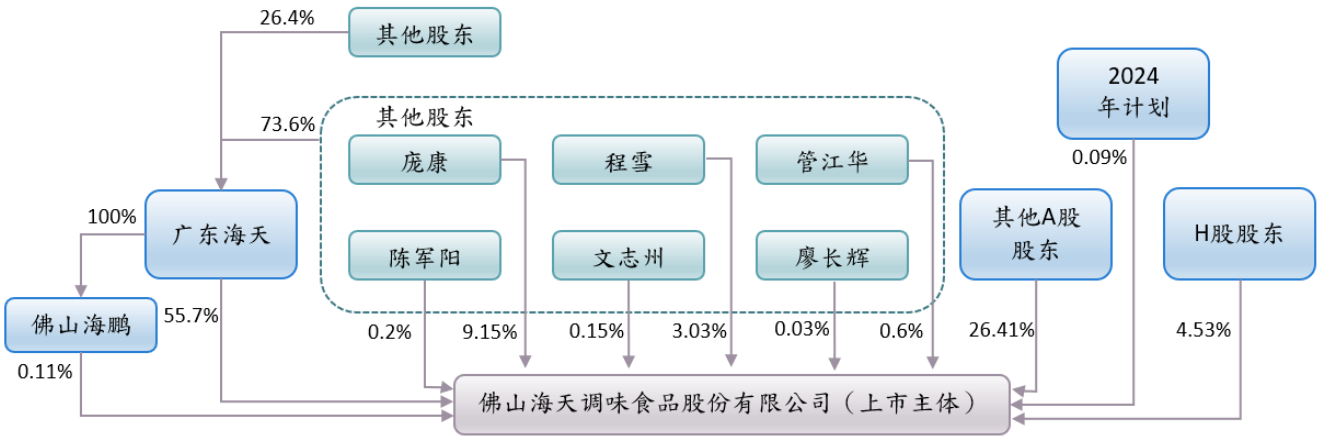
公司历史悠久，管理层经验丰富：公司最早可追溯至清代佛山酱园，1955 年，佛山 25 家古酱园合并组建“海天酱油厂”，并于 1994 年完成所有制改革，重组为由职工个人和国家共同出资的有限责任公司。公司控制权由前董事长庞康及五位现任高管组成的一致行动人掌握，通过控股平台广东海天持有约 56% 的股份，此外，六位一致行动人还分别直接持有公司股份。公司高管多数长期在海天任职，对调味品行业及公司业务具有深厚的理解和丰富的实际运营经验。

图表 75：海天味业发展历程里程碑

时间	里程碑事件
1955 年	佛山 25 家古酱园合并重组，成立“海天酱油厂”
1994 年	完成所有制改革，重组为职工个人与国家共同出资的有限责任公司
2001 年	销售收入突破 10 亿元，提出“双百工程”蓝图（百亿销售额、百万吨产量）
2003 年	确立“全面开发县份市场，启动农村销售”的销售政策
2005 年	高明生产基地一期落成，总投资超 10 亿元，年产能超 100 万吨
2008 年	高明基地二期工程启动筹备，总投资近 20 亿元
2013 年	销售突破百亿元，提出五年“再造一个海天”发展规划
2014 年	2 月在上交所主板上市，6 月并购开平市腐乳制造商“广中皇”
2015 年	推行人力改革，进行“自主经营”改革，提升团队公平性与积极性；“味极鲜”单品销售突破 10 亿元，成为第五个超十亿大单品
2016 年	持续推进品牌战略，参与综艺节目，提升品牌影响力
2017 年	收购镇江丹和醋业 70% 股权，拓展食醋业务
2018 年	营收突破 170 亿元，实现“五年再造一个海天，营业收入翻一番”目标
2020 年	收购合肥燕庄 67% 股权，发展芝麻油领域
2025 年	6 月在港交所上市，发行 H 股以推进全球化战略与国际品牌建设

资料来源：公司资料，交银国际整理

图表 76：海天味业股权架构



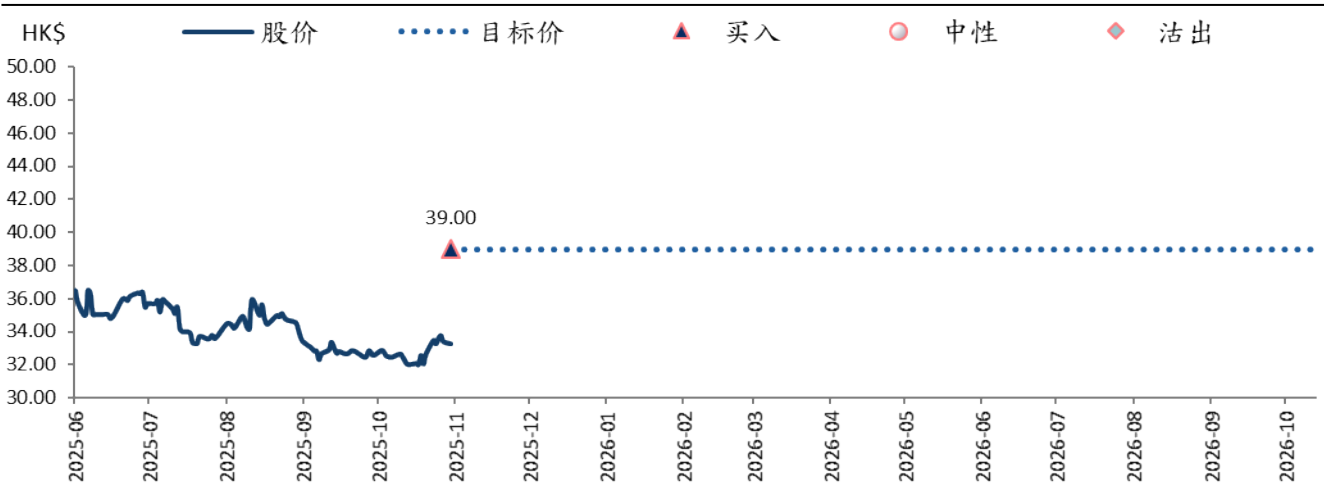
资料来源：海天味业港股招股说明书，交银国际

图表 77：海天味业管理层简介

名称	职务	简介
程雪	执行董事兼董事长	1992 年加入公司，负责公司整体发展战略、重大决策及整体管理。曾于公司先后担任多个职位，包括企业策划总监、副总裁及常务副总裁。于 1992 年 7 月取得中国广东省中山大学经济地理学与城乡区域规划专业学士学位。
庞康	前董事长及总裁	曾任公司前身佛山市珠江酱油厂副厂长，历任公司副经理、总经理、董事长兼总经理，前任公司董事长兼总裁，于 2024 年卸任董事长及高管职务。
管江华	执行董事兼总裁	1998 年加入公司，曾于公司先后担任多个职位，包括营业部经理、营运总监、营销副总经理、营运总经理、助理总裁及副总裁，负责整体运营。于 1998 年 6 月取得中国辽宁省东北财经大学税务专业学士学位。
黄文彪	执行董事	1989 年加入公司，曾于公司先后担任多个职位，包括质检科副科长、质检部主任、产品研究中心主任、科技部经理、技术副总监以及技术中心总监、副总裁，负责技术研发与产品研究。于 1989 年 7 月取得中国广东省广东工学院（现称广东工业大学）工业分析专业学士学位，1992 年 7 月取得广东工学院精细化工专业硕士学位。
文志州	执行董事	1998 年加入公司，曾于公司先后担任多个职位，包括酱油厂厂长、生产部经理、工程设备中心副总监、高明海天工会主席及监事会主席。于 2023 年 9 月取得英国北安普顿大学工商管理专业硕士学位。
廖长辉	执行董事	1999 年加入公司，曾于公司先后担任多个职位，包括仓储部经理、投资部总经理、审计部总监及公共关系中心总监。于 1999 年 7 月取得中国河南省郑州航空工业管理学院科技信息专业学士学位。
代文	执行董事	2005 年加入公司，曾于公司先后担任多个销售管理相关职位，包括营销部经理、营销大区总监及片区营销中心总经理。于 2005 年 6 月取得中国河南省郑州大学会计专业学士学位。

资料来源：招股书，公司公告，交银国际整理

图表 78：海天味业(3288 HK)目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 79：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
3288 HK	海天味业	买入	33.26	39.00	17.3%	2025 年 11 月 18 日	调味品
9992 HK	泡泡玛特	买入	217.40	401.60	84.7%	2025 年 10 月 22 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	8.15	9.50	16.6%	2025 年 10 月 02 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	28.36	35.90	26.6%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.57	34.50	20.7%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	14.92	21.51	44.2%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.71	12.30	41.2%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.41	4.00	-9.3%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	26.22	13.40	-48.9%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	12.96	10.40	-19.8%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	70.75	84.00	18.7%	2025 年 08 月 28 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	25.94	36.60	41.1%	2025 年 09 月 01 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	78.42	96.20	22.7%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	40.19	52.96	31.8%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	28.04	22.64	-19.3%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	1.87	2.32	24.1%	2025 年 10 月 16 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	41.72	48.70	16.7%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	80.80	110.90	37.3%	2025 年 10 月 28 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	17.56	16.28	-7.3%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.47	0.74	57.4%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.35	2.98	-11.1%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 11 月 18 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	24,559	26,901	28,668	30,994	33,421
主营业务成本	(16,223)	(17,176)	(17,520)	(18,885)	(20,317)
毛利	8,337	9,725	11,148	12,109	13,104
销售及管理费用	(2,560)	(3,164)	(3,503)	(3,726)	(3,917)
其他经营净收入/费用	974	976	855	879	904
经营利润	6,751	7,537	8,500	9,263	10,091
财务成本净额	(12)	(24)	(21)	(20)	(20)
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	6,739	7,513	8,479	9,242	10,071
税费	(1,097)	(1,157)	(1,441)	(1,433)	(1,561)
非控股权益	(16)	(12)	(13)	(14)	(16)
净利润	5,627	6,344	7,025	7,795	8,494
作每股收益计算的净利润	5,627	6,344	7,025	7,795	8,494

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	12,841	11,907	13,161	14,748	16,498
有价证券	8,830	10,200	10,200	10,200	10,200
应收账款及票据	223	243	259	280	301
存货	2,619	2,525	2,552	2,725	2,904
开发中物业及土地预付款	402	342	364	394	425
其他流动资产	5,859	7,626	7,626	7,626	7,626
总流动资产	30,774	32,842	34,161	35,972	37,954
投资物业	4	3	3	3	3
物业、厂房及设备	6,074	6,533	6,908	7,284	7,656
无形资产	897	916	1,011	1,110	1,214
其他长期资产	674	564	564	564	564
总长期资产	7,649	8,016	8,486	8,961	9,437
总资产	38,424	40,858	42,647	44,933	47,391
短期贷款	381	309	309	309	309
应付账款	1,861	1,947	1,968	2,121	2,282
其他短期负债	6,693	6,730	7,038	7,539	8,054
总流动负债	8,936	8,986	9,316	9,970	10,646
长期贷款	423	439	463	494	526
其他长期负债	32	31	31	31	31
总长期负债	454	471	494	525	558
总负债	9,391	9,456	9,810	10,495	11,203
股本	5,561	5,561	5,561	5,561	5,561
储备及其他资本项目	22,970	25,335	26,756	28,344	30,077
股东权益	28,531	30,895	32,317	33,904	35,638
非控股权益	502	507	520	534	550
总权益	29,033	31,402	32,837	34,438	36,188

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	6,739	7,513	8,479	9,242	10,071
折旧及摊销	925	906	1,118	1,241	1,374
营运资本变动	1,515	51	289	461	477
利息调整	(592)	(504)	(454)	(478)	(504)
税费	(1,006)	(978)	(1,441)	(1,433)	(1,561)
其他经营活动现金流	(225)	(145)	0	0	0
经营活动现金流	7,356	6,844	7,990	9,034	9,857
资本开支	(1,924)	(1,576)	(1,587)	(1,716)	(1,850)
投资活动	(7,213)	(10,457)	0	0	0
其他投资活动现金流	8,317	8,257	475	499	524
投资活动现金流	(820)	(3,776)	(1,112)	(1,217)	(1,327)
负债净变动	221	(109)	0	0	0
股息	(3,244)	(3,660)	(5,268)	(5,846)	(6,371)
其他融资活动现金流	172	(233)	(356)	(382)	(409)
融资活动现金流	(2,851)	(4,002)	(5,624)	(6,228)	(6,780)
年初现金	9,152	12,841	11,907	13,161	14,748
年末现金	12,841	11,907	13,161	14,748	16,498

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	1.012	1.144	1.266	1.405	1.531
全面摊薄每股收益	1.012	1.144	1.266	1.405	1.531
每股股息	0.658	0.861	0.950	1.054	1.149
每股账面值	5.131	5.570	5.826	6.113	6.425
利润率分析 (%)					
毛利率	33.9	36.2	38.9	39.1	39.2
EBIT 利润率	27.5	28.0	29.6	29.9	30.2
净利率	22.9	23.6	24.5	25.2	25.4
盈利能力 (%)					
ROA	14.7	15.6	16.5	17.4	18.0
ROE	19.7	20.5	21.7	23.0	23.8
ROIC	25.7	26.4	28.8	29.6	30.6
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.4	3.7	3.7	3.6	3.6
存货周转天数	58.9	53.7	53.2	52.7	52.2
应收账款周转天数	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转天数	41.9	41.4	41.0	41.0	41.0
派息比率 (%)	65.1	75.2	75.0	75.0	75.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
张靖	(852) 3710 3330	jing.zhang
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang