

公司深度 (R3)

海天味业 (603288.SH)

食品饮料 | 调味发酵品 II

科技立企，强者恒强

海天味业深度报告

2026年04月12日

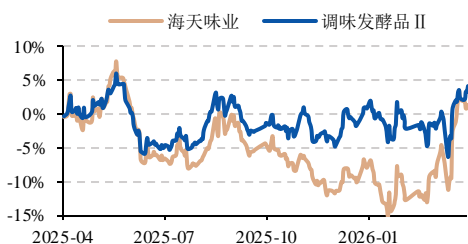
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格 (元)	41.35
52周价格区间 (元)	34.97-45.39
总市值 (百万)	239583.71
流通市值 (百万)	229930.83
总股本 (万股)	585182.49
流通股 (万股)	585182.49

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
海天味业	10.59	10.00	1.80
调味发酵品 II	5.57	3.30	4.53

胡跃才

分析师

执业证书编号:S0530525070001
huyuecai@hncshasing.com

相关报告

- 海天味业 (603288.SH) 2025 年年报点评: 2025Q4 业绩略超预期, 有望保持增长趋势 2026-04-1
- 海天味业 (603288.SH) 2025 年中报点评: 收入增长稳健, 盈利能力持续改善 2025-09-08

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (亿元)	269.01	288.73	315.15	342.77	372.44
归母净利润 (亿元)	63.44	70.38	79.16	87.72	95.92
每股收益 (元)	1.08	1.20	1.35	1.50	1.64
每股净资产 (元)	5.28	7.06	7.06	7.47	7.91
P/E	38.1	34.4	30.6	27.6	25.2
P/B	7.83	5.85	5.86	5.53	5.23

资料来源: Wind, iFinD, 财信证券

投资要点:

- **空间: 人均消费仍低, 复合化、功能化是长期趋势。**2024 年我国调味品行业收入规模为 4981 亿元, 2019-2024 年 CAGR 为 4.1%, 预计 2024-2029 年 CAGR 为 6.4%。2024 年我国基础调味品、复合调味品收入规模分别为 3716、1265 亿元, 2019-2024 年 CAGR 为 2.9%、8.1%, 预计 2024-2029 年 CAGR 为 5.1%、9.9%。2024 年每年人均调味品消费额为 354 元, 相比于美国、日本的每年人均 1570 元、960 元仍有一定差距, 其中中国复合调味品占比为 25.4%, 大幅低于美国、日本的 54.3%、53.5%。我们认为, 随着我国人均消费水平的持续提升, 我国调味品行业在产品持续迭代、升级下, 仍有成长空间; 另外, 复合调味品能够解决餐饮端标准化和家庭端便捷化的需求, 在餐饮连锁化、人口老龄化、家庭小型化趋势下, 复合调味品增速会快于基础调味品。
- **格局: 我国调味品集中度仍低, 头部企业内生+外延拓展下市占率有望提升。**2024 年我国调味品龙头海天味业全球市占率为 1.1%, 排名为全球第五位, 相比于全球龙头联合利华 3.3% 的市占率仍有一定差距, 我国调味品行业尚未有全球性龙头企业; 国内来看, 海天味业、阜丰集团、李锦记 2024 年市占率分别为 4.8%、2.2%、1.4%, CR3 仅 8.4%, 市场集中度仍处于较低水平; 分品类看, 海天味业在酱油、蚝油、基础调味酱细分市场市占率分别为 13.2%、40.2%、4.6%, 远高于第二名的 3.3%、10.9%、3.4%, 具有一定的领先优势。复合调味品方面, 2024 年我国复合调味品行业 CR5 为 15.9%, 远低于成熟市场美国、日本的 30%+、50%+。我们认为, 随着我国头部企业出海扩张, 以及通过内生拓品拓渠+外延并购持续提升规模, 有望走出强者恒强、份额提升的格局。
- **追求极致规模+效率, 构建海天核心竞争优势。(1) 管理水平领先, 团队激励到位。**管理团队平均有 20 余年以上的调味品行业经验, 且建立了持续变革的组织文化, 管理层+员工持股绑定长期利益, 平均薪酬亦超过行业平均水平, 有效激活组织活力与团队积极

性。(2) 规模效应、优质供应链、强运营，实现高质高效低成本。海天依靠科技赋能全生产流程，实现质量、效率、成本优势最大化。2024 年，公司生产人员的人均产值为 852 万元。公司依靠生产优势，形成以量为基础的、相互促进的规模+效率的竞争优势，以高性价比抢占市场，后顺应健康化、便捷化、复合化趋势，持续推新平台化发展。(3) 以客户为中心打造市场链，建立广泛、下沉的立体渠道网络。2025 年，公司销售网络覆盖全国 100% 的地级城市、90% 的县级城市，终端网点覆盖量达到 300 万个。公司推进销售组织变革，以客户为中心，提高渠道服务能力，布局定制化渠道，应对渠道碎片化、需求多元化的趋势，紧抓渠道分化的机遇。得益于持续的渠道网络建设及品牌投入，海天在消费者中拥有高认知度和美誉度，其中酱油产品已连续 15 年位居 C-BPI（中国品牌力指数）榜单第一名。

- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 315.15、342.77、372.44 亿元，同比+9.15%、+8.77%、+8.66%，归母净利润分别为 79.16、87.72、95.92 亿元，同比+12.47%、+10.82%、+9.34%，当前股价对应的 PE 为 30.6、27.6、25.2 倍。考虑公司作为调味品龙头，竞争优势明显且组织团队优秀，未来公司自由现金流能够较好进行预测，我们采用 DCF 估值法对公司合理股价进行预测。基于 DCF 估值法，我们测算公司合理股价区间为 46.32-49.09 元/股，对应 2026 年 34.24-36.29 倍 P/E 估值。
- **风险提示：**消费需求不及预期；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；海外市场拓展风险；食品安全问题等。

内容目录

1 海天味业：古酱园传承，持续改革创新筑行业标杆.....	5
1.1 400 年传承古酱园，中国调味品行业龙头.....	5
1.2 依托卓越团队与强激励约束机制，打造具备持续迭代能力的组织文化.....	8
2 调味品行业：长期迭代、渗透，集中度仍有提升空间.....	11
2.1 空间：人均消费仍低，复合化、功能化是长期趋势.....	11
2.2 格局：仍有集中空间，龙头企业有望强者恒强.....	13
2.3 当下：价格端竞争趋缓，期待需求端改善.....	13
3 追求极致规模+效率，构建海天核心竞争优势.....	15
3.1 规模效应、优质供应链、强运营，实现高质高效低成本.....	16
3.2 以成本领先型大单品为基，布局健康化、便捷化、复合化.....	19
3.3 搭建广覆盖、深下沉的立体渠道网络，以强管理能力构筑渠道高壁垒.....	21
3.4 持续投入进行消费者教育，百年品牌打造国民级口碑.....	25
4 盈利预测及估值.....	26
4.1 盈利预测.....	26
4.1.1 收入端.....	26
4.1.2 毛利率.....	27
4.1.3 利润端.....	28
4.2 估值.....	29
5 风险提示.....	30

图表目录

图 1：自上市以来，海天味业收入、利润规模长期增长.....	5
图 2：海天味业发展历程.....	6
图 3：公司收入构成拆分.....	7
图 4：2025 年公司利润延续 2024 年同比改善趋势.....	8
图 5：2025 年公司盈利能力延续 2024 年提升趋势.....	8
图 6：海天味业管理团队长期服务公司，经验丰富.....	8
图 7：公司实际控制人为庞康和及现任管理团队核心成员.....	9
图 8：公司重视激励机制建设，通过股权激励和员工持股等方式进行激励.....	10
图 9：海天味业激励高，人均创收、创利能力突出.....	10
图 10：我国调味品行业有望保持稳健增长，预计复合调味品表现好于基础调味品.....	12
图 11：我国调味品行业 B 端和 C 端同步增长，预计未来 C 端表现略快于 B 端.....	12
图 12：预计复调中菜谱式调料表现好于整体.....	12
图 13：预计复合调味料中 C 端表现好于整体.....	12
图 14：相比于国际龙头，海天味业全球市占率仍较低.....	13
图 15：国内调味品市场格局仍较为分散.....	13
图 16：长期看，日本酱油价格指数基本跑平 CPI.....	14
图 17：1990 年以来，日本酱油价格增速多年跑赢 CPI.....	14
图 18：自 2023 年以来调味品板块收入增速放缓.....	14
图 19：成本红利下调调味品板块利润稳健增长.....	14
图 20：海天味业 ROE 在食品饮料龙头企业中排名第一，主要源于高净利率.....	16
图 21：海天味业盈利能力高于同行.....	17
图 22：海天味业销量规模领先于同行业其他企业.....	18

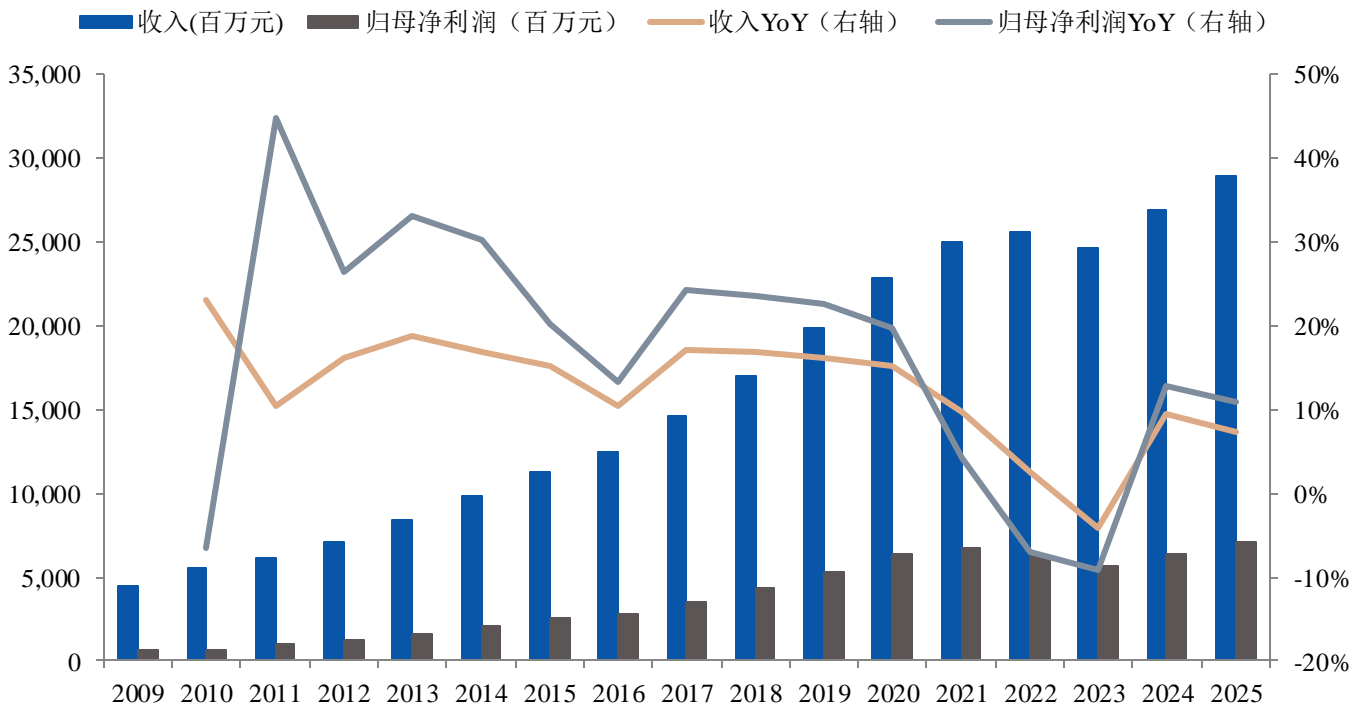
图 23: 海天味业广宣、研发费用远高于同行.....	18
图 24: 海天味业“科技+数智化”深度赋能传统酿造经验.....	19
图 25: 公司构建了成熟度的大单品矩阵.....	20
图 26: 顺应健康化、便捷化、复合化趋势, 海天持续推新.....	21
图 27: 海天味业拥有覆盖最广、最深的渠道网络.....	22
图 28: 海天经销商数量、单商贡献均领先调味品行业 (2024)	23
图 29: 海天渠道深耕模式.....	23
图 30: 海天味业线上渠道收入快速增长.....	24
图 31: 海天消费者触达数、渗透率为调味品品牌第一.....	24
图 32: 海天味业销售人员人均薪酬、人均创收能力高于同行业 (2024)	24
图 33: 海天味业销售费用规模高于同行, 但销售费用率明显低于同行.....	24
图 34: 海天味业消费者渗透率持续提升.....	25
图 35: 海天味业 C-BPI 多项产品品牌力得分第一.....	25
图 36: 我国酱油市场规模有望保持稳健增长.....	26
图 37: 公司酱油产品量价拆分及毛利率情况.....	26
图 38: 我国蚝油市场规模有望保持稳健增长.....	26
图 39: 公司蚝油产品量价拆分及毛利率情况.....	26
图 40: 我国基础调味酱市场规模有望保持稳健增长.....	27
图 41: 我国复合调味酱市场规模有望保持快速增长.....	27
图 42: 公司调味酱产品量价拆分及毛利率情况.....	27
图 43: 调味品部分原材料价格同比有所提升.....	28
图 44: 海天味业 DCF 估值.....	30
图 45: 海天味业 DCF 估值敏感性测算.....	30
表 1: 相比于美国、日本成熟国家, 我国复调占比、集中度均有较大提升空间 (2024 年)	12
表 2: 原材料价格向下趋势下, 调味品企业盈利能力普遍改善.....	15

1 海天味业：古酱园传承，持续改革创新筑行业标杆

1.1 400 年传承古酱园，中国调味品行业龙头

百年酱园现代化发展，成就中国调味品龙头。海天味业承载 400 年酱油酿造积淀，公司前身为 1955 年佛山公私合营海天酱油厂，1995 年改制为有限责任公司，2010 年改制为股份公司，2014 年于上交所主板上市。作为首批“中华老字号”，公司坚守 400 年古法酿造，深耕调味品领域，依托积淀构建了多元化、全场景的产品矩阵，核心品类聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心板块，同时延伸布局醋、料酒、鸡精鸡粉、番茄沙司、辣椒酱等特色调味品，全品类 SKU 数量达 1450 个以上，可全面覆盖家庭、餐饮、食品加工等多场景消费需求。公司采用“经销为主、直营为辅”的运营模式，构建了覆盖全国的高效渠道体系，产品已触达 7.54 亿消费者，家庭渗透率高达 80%，品牌影响力持续凸显。2025 年公司实现营业收入 288.73 亿元，凭借持续的市场拓展与产品竞争力，已连续 29 年蝉联中国调味品销量榜首。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2024 年公司酱油、蚝油产品市占率分别达到 13.2% 和 40.2%，均为行业第二名的三倍以上，形成显著的市场竞争壁垒；此外，调味酱、食醋及料酒等品类亦稳居国内市场前列，全方位巩固了其中国调味品行业绝对龙头的核心地位，行业话语权与抗风险能力突出。

图 1：自上市以来，海天味业收入、利润规模长期增长



资料来源：Wind，财信证券

回溯海天味业的成长轨迹，结合行业发展周期与公司自身战略迭代，其发展历程可清晰划分为四个核心阶段，各阶段均具备明确的发展导向与核心任务。

第一阶段（1955-1994 年）：初创筑基期。佛山拥有深厚的传统酱油酿造积淀，1955

年组建“佛山市公私合营海天酱油厂”，为公司后续规模化生产奠定坚实基础。计划经济时期，海天以国有企业身份主导华南市场，却受限于产能瓶颈与技术条件，全国化布局进展缓慢；该阶段公司重点深耕传统酿造工艺、严控产品品质，尚未构建系统化品牌发展战略，市场覆盖仅局限于本地及周边区域。

第二阶段（1995-2013年）：产品与渠道双轮驱动，加速全国化布局。1995年，海天完成企业改制并组建有限责任公司，搭建市场化激励机制，成为国内调味品行业国企改制的先行者，正式步入市场化运营轨道。2001年公司启动“双百工程”（百亿销售额、百万吨产量），明确长期发展方向；2002年启动农村市场开拓，铺设县级经销商网络，同步推进“万村千乡”市场工程深化渠道下沉，推出“四海一家中国味”宣传口号并登陆央视黄金时段，扩大品牌影响力。2005年高明一期工厂投产，年产量突破100万吨，2008年启动高明二期工厂建设；2013年实现销售额破百亿目标，并提出2018年销售额翻倍的发展规划。

第三阶段（2014-2019年）：产能扩容与产品多元化协同推进。2014年公司成功登陆上海证券交易所主板，募集资金用于产能扩充；产品端突破单一酱油品类限制，延伸至蚝油、调味酱、料酒、复合调味料等领域，构建多元化产品矩阵。2015年启动人力资源体系改革，推行“自主经营”管理模式，优化薪酬激励机制以激活团队活力；2016年启动“海天精品”战略工程，同步推进品牌升级与智能车间改造，2017年完成全系列产品包装迭代升级。2018年公司销售额突破200亿元，达成阶段性目标，实现了“五年再造一个新海天，营收翻一番”的目标。

第四阶段（2020年至今）：直面行业挑战，推进战略转型攻坚。2020-2022年，公司遭遇多重外部冲击，包括原材料价格上涨、行业竞争加剧、疫情导致需求疲软、产品与渠道碎片化，以及食品添加剂舆情事件的负面影响，2022年核心品类酱油、蚝油、调味酱营收同比下滑。2023年公司启动全方位改革优化，以用户需求为核心重构市场链路与供应链体系：渠道端优化经销商结构、提升服务效能，拓展定制化客户，将渠道优势转化为用户竞争优势；产品端加大研发投入，推出契合健康化、便捷化、复合化需求的创新产品；供应链端提升信息化、自动化水平，将规模优势转化为核心制造优势。经过调整，公司渠道库存有效消化，逐步走出经营低谷，2024年再度实现营收与利润双增长。同时，公司积极推进国际化布局，中长期聚焦海外市场，2023年在越南、2024年在印尼设立子公司，正式开启全球市场探索。

图 2：海天味业发展历程

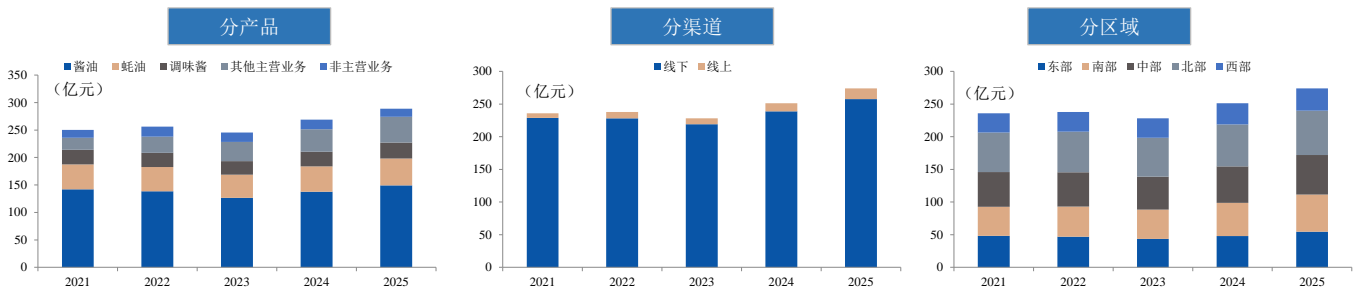
	1955	1995	2013	2014	2018	2020
400余年前 品牌传承	前身海天酱油厂成立，开始工业化、企业化运营	转制为有限责任公司，开启市场化运营	实现规模化运营，年销值破100亿	上交所上市，募资扩建产能，构建多品类矩阵	实现超200亿销售额目标	重构市场链与供应链
	初创与奠基		全国化布局		多元化发展	挑战与转型

资料来源：公司公告，财信证券

收入表现：核心品类稳步增长，新品类与线上渠道成为增长新引擎。2025 年公司实现营业收入 288.73 亿元，同比增长 7.3%，2021-2025 年收入 CAGR 为 3.7%。从产品结构来看，公司核心品类酱油、蚝油、调味酱保持稳健增长态势，料酒、醋等新品类则持续发力，为整体营收增长注入强劲动力；同时，公司积极布局线上渠道，同步推动各区域市场均衡发展，进一步拓宽营收增长空间。

- **产品端：**2025 年，公司酱油、蚝油、调味酱及其他主营产品分别实现收入 149.34 亿元、48.68 亿元、29.17 亿元、46.80 亿元，同比分别增长 8.5%、5.5%、9.3%、14.6%；2021-2025 年上述品类收入 CAGR 分别为+1.3%、+1.8%、+2.3%、+20.6%。消费环境疲软，导致相对成熟的大单品酱油、蚝油、酱类收入增速放缓，而以创新品类等为主的其他主营业务产品保持较快增长。
- **渠道端：**2025 年公司线下、线上渠道分别实现收入 257.60 亿元、16.39 亿元，同比分别增长 7.9%、31.9%；2021-2025 年线下、线上渠道收入 CAGR 分别为 3.0%、23.5%。公司持续加速立体销售网络构建，精准把握渠道变革趋势，不断提升全渠道网络协同效应，进一步强化渠道竞争优势。
- **区域端：**2025 年公司东部、南部、中部、北部、西部区域分别实现收入 54.46 亿元、57.12 亿元、60.51 亿元、67.71 亿元、34.19 亿元，同比分别增长 13.6%、12.5%、8.0%、5.8%、5.2%。公司通过持续深化网络覆盖深度、提升终端渠道渗透能力，不断巩固各区域市场优势，推动全国各区域业务收入实现均衡提升，进一步拓宽市场覆盖广度。

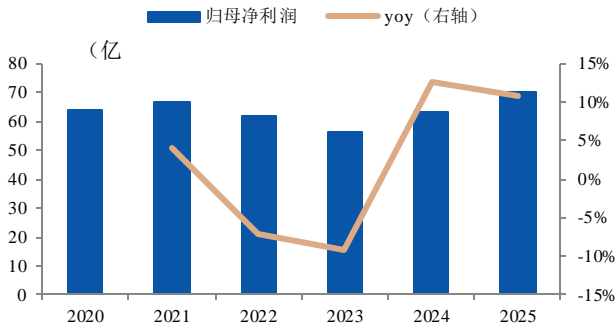
图 3：公司收入构成拆分



资料来源：公司公告，财信证券

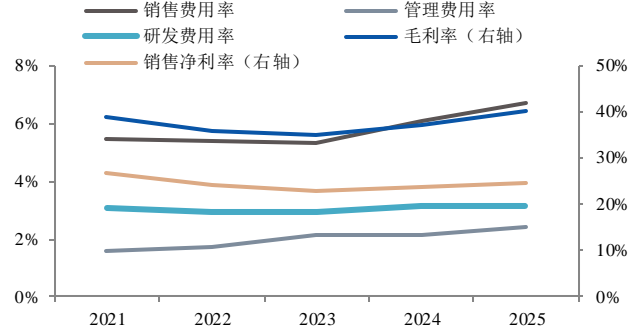
盈利表现：原材料成本回落、供应链效率提升，带动盈利水平修复改善。2025 年公司实现归母净利润 70.38 亿元，同比增长 10.9%，2021-2025 年 CAGR 为+1.4%。同期公司毛利率 40.22%，同比提升 3.2 个百分点，主要受益于主要原料采购成本下行，叠加精益生产、技术赋能等多重成本优化措施。销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别变动+0.6、+0.3、+0.0 个百分点，主要因为公司股份支付费用增加，以及人工成本、广告费用增加所致。

图 4：2025 年公司利润延续 2024 年同比改善趋势



资料来源：Wind，财信证券

图 5：2025 年公司盈利能力延续 2024 年提升趋势



资料来源：Wind，财信证券

1.2 依托卓越团队与强激励约束机制，打造具备持续迭代能力的组织文化

管理团队具备深厚行业积淀与长期任职背景，专业素养突出、稳定性强。在核心团队带领下，公司通过持续改制革新、技术创新，搭建起完善的职业经理人体系，推动组织向平台化、体系化升级，逐步打造出全国化品牌影响力与强渠道竞争力，稳居调味品行业龙头。2024 年 9 月程雪接任董事长，其自 1992 年加入海天，已于公司深耕 30 余年；其他核心管理成员亦长期供职于企业，团队平均拥有 20 余年以上调味品行业经验，对产业趋势具备深刻理解与前瞻判断力，带领公司持续变革、主动适配行业新周期，推动经营重回增长轨道。

图 6：海天味业管理团队长期服务公司，经验丰富

姓名	公司职务	入司时间	任职年限	持股数 (万股)	工作履历
程雪	董事长，执行总裁	1992	34	17636.55	曾任企业策划总监、副总裁、常务副总裁、董事等职务，现任公司董事长兼执行总裁。
管江华	董事，总裁	1998	28	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，现任公司董事、总裁。
黄文彪	董事	1989	37	2898.49	曾任科技部经理、技术副总监、技术中心总经理、董事、公司副总裁。现任公司董事。
文志州	董事	1998	28	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，现任公司董事。
廖长辉	董事	1999	27	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	21	4.00	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。
桂军强	副总裁	2007	19	4.00	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	18	4.00	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	20	4.00	曾任营销区域经理、营销大区总监、片区营销公司总经理、营销事业部委员会轮值主任等职务。
李军	财务负责人	2008	18	2.00	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	18	7.94	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。

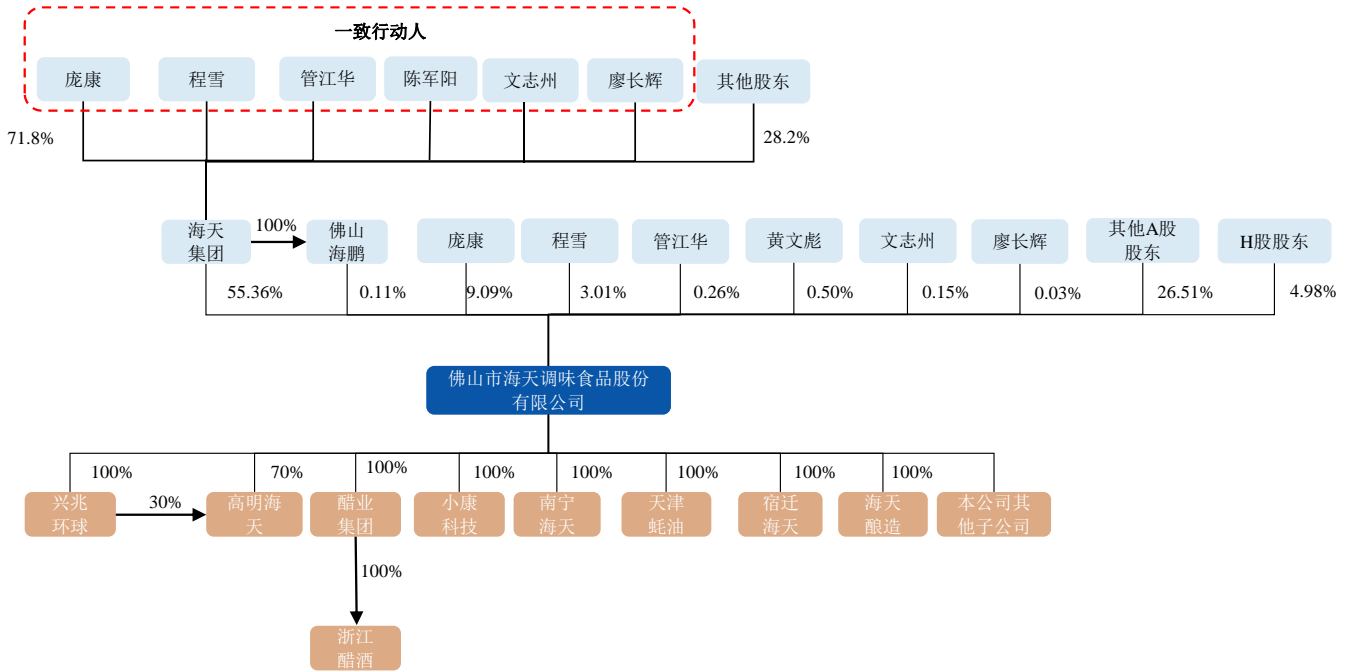
资料来源：Wind，公司公告，财信证券 注：以上数据截至 2025 年 12 月 31 日

通过管理层与员工持股绑定长期利益，有效激活组织活力与团队积极性。

- 公司实际控制人为前任及现任核心管理团队，通过直接及间接合计控制公司 68.887% 股份；现任管理团直接持有公司股权比例为 4.0%；从管理层年度薪酬总额看，海天味业显著高于行业竞争对手，进一步实现核心团队利益与公司发展深度绑定。

- 人均薪酬水平优于行业平均,核心人才吸引力突出。2024 年公司人均薪酬达 22.4 万元 (2025 年达到 23.2 万元), 显著高于同行业 (申万三级调味发酵品行业) 14.9 万元的平均水平, 有效提升员工归属感与团队凝聚力。

图 7: 公司实际控制人为庞康和及现任管理团队核心成员



资料来源: Wind, 公司公告, 财信证券 注: 以上数据截至 2025 年 12 月 31 日

激励机制: 秉持共创共享、公平公正的核心理念, 公司高度重视激励体系的搭建与迭代, 通过多层次长期激励充分激活组织活力。1994 年企业改制期间, 公司将 70% 股权转让给 700 余名员工, 率先实现员工持股, 成为调味品行业中最早推行员工持股计划的企业之一, 此后持续完善以股票激励为核心的多层次激励机制。2008 年, 公司实施股权回购, 将股东人数精简至 58 人, 均为当时的核心管理层与骨干员工, 进一步强化核心团队利益绑定。上市之后, 公司以业绩增长为核心导向, 2014 年通过定向发行新股的方式, 以限制性股票激励模式覆盖 93 名核心员工, 为 2018 年“五年再造一个新海天”目标的顺利达成提供了有力支撑。2024 年, 面对后疫情时代行业增长放缓的格局, 为深化激励效应、巩固行业龙头地位, 公司推出 2024-2028 年每年滚动设立、独立存续的五年期员工持股计划, 显著扩大激励覆盖范围; 其中 2024 年期计划设定归母净利润同比增长不低于 10.8% 的考核目标, 已顺利达成。

人均效能: 依托强劲的管理能力, 公司构建起规模优势、极致供应链体系与高效运营模式, 人均创收、人均创利能力显著领先于行业同类企业及其他食品饮料龙头。2024 年, 公司人均创收达 299 万元、人均创利达 70 万元 (2025 年分别为 315 万元、77 万元), 分别为中炬高新的 2.1 倍和 3.1 倍, 千禾味业的 2.7 倍和 3.8 倍; 即便与食品饮料行业其他细分板块龙头相比, 公司的人均创收与人均创利水平亦表现突出, 充分彰显其高效的运营管理实力。

图 8：公司重视激励机制建设，通过股权激励和员工持股等方式进行激励

2014年首期股权激励计划				2024年员工持股计划			
激励股票数量	计划首次授予658万份			资金来源	公司计提的持股计划专项激励基金 18435 万元		
激励对象	首次授予93人，包括公司核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员，不包含董事和高级管理人员。任何一名激励对象通过本计划获授的公司股票均未超过公司总股本的1%。			股票来源	回购本公司 A 股股票		
授予价格	本激励计划首次授予股票价格为每股 17.61 元			参加对象	公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心管理人员及骨干员工，参与人员合计 800 人		
解除限售条件	解除限售期	业绩考核指标	完成情况		姓名	职务	拟持有比例
	第一个解除限售期（解除比例30%）	2014年、2015年的营业收入较2013年增长比例分别不低于16.8%、34.3%；2014年、2015年的净利润较2013年增长比例分别不低于24%、50%；	已完成		桂军强	副总裁	董监高合计不超过15%
	第二个解除限售期（解除比例30%）	2016年的营业收入较2013年的增长比例不低于53.1%；2016年的净利润较2013年增长比例不低于77%；	未完成		李军	财务负责人	
第三个解除限售期（解除比例40%）	2017年的营业收入较2013年的增长比例不低于73%；2017年的净利润较2013年的增长比例不低于107.1%；	已完成	陈敏		监事会主席		
					黄树亮	监事	
				其他持有人		合计不低于85%	
				合计		100%	
				受让价格			
				受让价格为 36.87 元/股			
				业绩考核指标		完成情况	
				2024年归属于母公司的净利润相较于2023年增长不低于10.8%		已完成	

资料来源：公司公告，财信证券

图 9：海天味业激励高，人均创收、创利能力突出

单位：万元	公司简称	所属行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年平均
人均薪酬	海天味业	调味品	13	14	15	18	21	22	20	20	19	21	18
	中炬高新	调味品	10	11	10	11	11	11	11	14	15	17	12
	千禾味业	调味品	13	7	7	7	9	9	10	10	11	12	10
	恒顺醋业	调味品	10	8	9	9	11	11	12	16	16	18	12
	天味食品	调味品	13	8	7	8	9	9	11	14	14	16	11
	涪陵榨菜	榨菜	10	5	6	8	8	9	11	11	12	14	9
	洽洽食品	零食	13	8	8	9	10	10	11	13	12	11	11
	伊利股份	乳品	10	12	12	13	15	16	19	22	23	21	16
	青岛啤酒	啤酒	13	10	11	12	13	14	16	17	18	18	14
	双汇发展	肉制品	10	6	6	7	9	9	9	10	10	10	9
安琪酵母	酵母	13	9	9	10	11	11	11	13	13	14	11	
安井食品	速冻	10	5	6	7	7	7	8	9	9	11	8	
人均创收	海天味业	调味品	261	284	318	333	318	318	374	350	312	299	317
	中炬高新	调味品	71	79	80	89	80	80	101	106	106	141	94
	千禾味业	调味品	42	44	52	51	52	52	82	90	113	110	69
	恒顺醋业	调味品	53	56	59	65	59	59	73	98	102	109	73
	天味食品	调味品	58	68	72	89	72	72	82	101	99	116	83
	涪陵榨菜	榨菜	34	40	52	73	52	52	86	82	87	86	64
	洽洽食品	零食	61	82	73	88	73	73	123	131	135	130	97
	伊利股份	乳品	104	110	127	142	127	127	180	183	196	183	148
	青岛啤酒	啤酒	64	60	64	68	64	64	92	101	111	108	80
	双汇发展	肉制品	78	103	94	90	94	94	143	144	138	134	111
安琪酵母	酵母	78	69	75	76	75	75	96	110	114	125	89	
安井食品	速冻	30	35	37	46	37	37	59	72	78	89	52	
人均创利	海天味业	调味品	58	65	77	85	77	77	100	85	72	70	77
	中炬高新	调味品	6	9	10	13	10	10	15	-12	35	23	12
	千禾味业	调味品	5	6	8	11	8	8	9	13	19	18	10
	恒顺醋业	调味品	10	7	11	12	11	11	5	6	4	6	8
	天味食品	调味品	9	14	12	17	12	12	7	13	14	21	13
	涪陵榨菜	榨菜	6	9	14	25	14	14	25	29	29	29	19
	洽洽食品	零食	7	8	6	9	6	6	19	19	16	16	11
	伊利股份	乳品	8	10	11	11	11	11	14	14	16	13	12
	青岛啤酒	啤酒	4	2	3	4	3	3	10	12	14	15	7
	双汇发展	肉制品	7	9	8	9	8	8	10	13	12	11	10
安琪酵母	酵母	5	8	11	10	11	11	12	11	11	11	10	
安井食品	速冻	1	2	2	3	2	2	4	7	8	9	4	

资料来源：Wind，财信证券

2 调味品行业：长期迭代、渗透，集中度仍有提升空间

从折现模型的分子端来看，调味品是一门好生意，源于其长周期视角下稳定、刚性的需求，强者恒强的竞争逻辑，支撑了龙头企业长久期、稳定向上的现金流能力。

核心护城河：味觉粘性与价格不敏感性。调味品的商业价值在于其极高的切换成本与终端品质杠杆。C 端依靠口味记忆形成长期的复购惯性；B 端及工业端受制于菜品稳定性的刚性诉求，品牌替代迁移成本极高。由于在终端成本中占比仅为个位数，这种“低占比、高影响”的属性赋予了调味品极强的定价权与抗周期属性。

增长逻辑：餐饮文化依附与供给端壁垒。行业增长高度依附于餐饮文化的跨区域扩张与代际传承（如川菜/火锅全国化）。同时，发酵类品类具备长周期生产、菌种技术及地理气候等天然门槛。龙头企业通过提升提取率与规模化生产，利用工艺壁垒持续优化成本结构，强化竞争优势。

竞争维度：市场成熟度驱动的策略演进。调味品的竞争核心随市场阶段动态调整：新兴市场侧重品牌营销，旨在完成心智占领与消费者教育；成熟市场则聚焦渠道深耕与组织能效。当前，国内市场已步入存量竞争的效率博弈期，而海外中式调味品市场仍处于由营销驱动向渠道渗透跨越的红利期。

2.1 空间：人均消费仍低，复合化、功能化是长期趋势

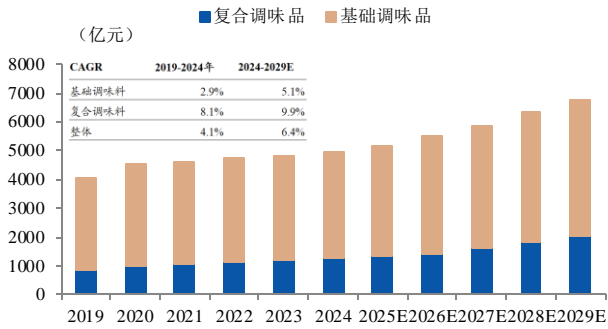
空间：我国调味品人均消费额远低于成熟国家，复合化满足标准化、便捷化趋势。根据海天味业H股招股书和天味食品H股招股书数据，2024年全球调味品行业规模21438亿元，2019-2024年CAGR为3.2%，预计2024-2029年CAGR为6.0%；其中2024年我国调味品行业收入规模为4981亿元，2019-2024年CAGR为4.1%，预计2024-2029年CAGR为6.4%。2024年我国基础调味品、复合调味品收入规模分别为3716、1265亿元，2019-2024年CAGR为2.9%、8.1%，预计2024-2029年CAGR为5.1%、9.9%。

- **基础调味品：**基础调味品指以一种材料为主要原料，搭配其他辅料加工制成的调味品，主要包括酱油、蚝油、基础调味酱、食醋、料酒、食盐、味精等，2024年我国酱油、蚝油、基础调味酱、食醋、料酒行业规模分别为1041、115、362、221、147亿元，2019-2024年CAGR分别为2.6%、5.8%、5.1%、0.1%、4.4%。
- **复合调味品：**复合调味品指用两种或者两种以上的材料为主要原料，搭配其他辅料加工制成的调味品，主要包括鸡精、火锅调料、菜谱式调料、复合调味酱等，2024年我国鸡精、火锅调料、菜谱式调料、其他复合调味料行业规模分别为307、269、216、473亿元，2020-2024年CAGR为5.0%、2.9%、10.5%、7.1%。
- **分渠道看：**2024年我国调味品行业B端、C端市场规模分别为3106、1875亿元，2019-2024年CAGR分别为2.9%、6.3%；2024年复合调味品行业B、C端市场规模分别为731、534亿元，2020-2024年CAGR分别为5.6%、6.9%，

2024年每年人均调味品消费额为354元，相比于美国、日本的每年人均1570元、960

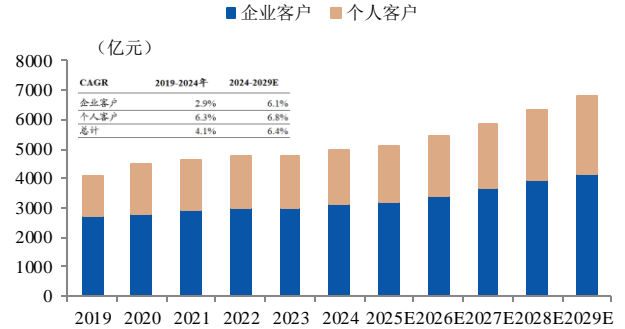
元仍有一定差距,其中中国复合调味品占比为 25.4%,大幅低于美国、日本的 54.3%、53.5%。我们认为,随着我国人均消费水平的持续提升,我国调味品行业在产品持续迭代、升级下,仍有成长空间;另外,复合调味品能够解决餐饮端标准化和家庭端便捷化的需求,在餐饮连锁化、人口老龄化、家庭小型化趋势下,复合调味品增速会快于基础调味品。

图 10: 我国调味品行业有望保持稳健增长, 预计复合调味品表现好于基础调味品



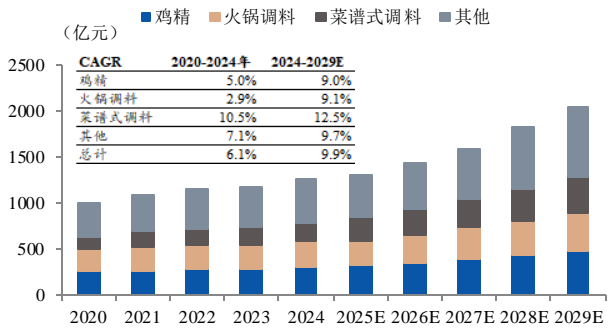
资料来源: 海天味业 H 股招股书, 天味食品 H 股招股书, 财信证券

图 11: 我国调味品行业 B 端和 C 端同步增长, 预计未来 C 端表现略快于 B 端



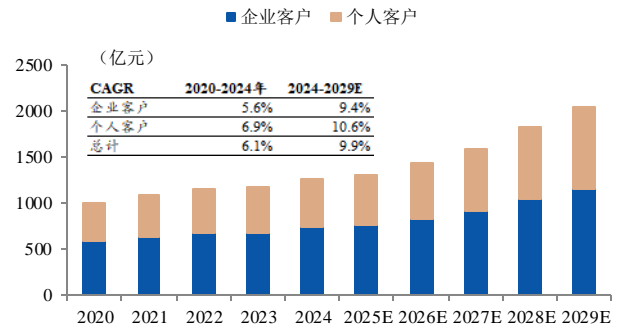
资料来源: 海天味业 H 股招股书, 天味食品 H 股招股书, 财信证券

图 12: 预计复调中菜谱式调料表现好于整体



资料来源: 海天味业 H 股招股书, 天味食品 H 股招股书, 财信证券

图 13: 预计复合调味料中 C 端表现好于整体



资料来源: 海天味业 H 股招股书, 天味食品 H 股招股书, 财信证券

表 1: 相比于美国、日本成熟国家, 我国复调占比、集中度均有较大提升空间 (2024 年)

	调味品规模 (亿元)	基调规模 (亿元)	基调占比	基调人均 (元/人)
美国	5,341	2,443	45.7%	718
中国	4,981	3,716	74.6%	264
日本	1,189	553	46.5%	446
	复调规模 (亿元)	复调占比	复调人均 (元/人)	复调 CR5
美国	2,898	54.3%	852	30%以上
中国	1,265	25.4%	90	15.9%
日本	636	53.5%	513	50%以上

资料来源: 天味食品 H 股招股书, 财信证券

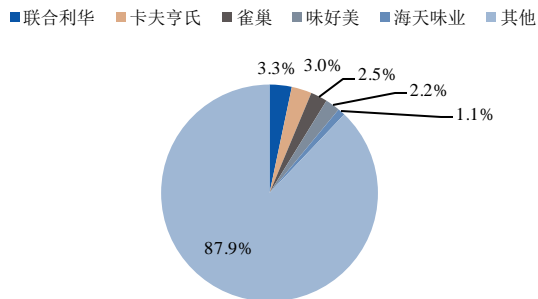
2.2 格局：仍有集中空间，龙头企业有望强者恒强

格局：我国调味品集中度仍低，头部企业内生+外延拓展下市占率有望提升。

- **全球来看：**根据海天味业 H 股招股书数据，2024 年我国调味品龙头海天味业全球市占率为 1.1%，排名为全球第五位，相比于全球龙头联合利华 3.3% 的市占率仍有一定差距，我国调味品行业尚未有全球性龙头企业。
- **国内来看：**海天味业、阜丰集团、李锦记 2024 年市占率分别为 4.8%、2.2%、1.4%，CR3 仅 8.4%，市场集中度仍处于较低水平。
- **分品类看：**其中海天味业在酱油、蚝油、基础调味酱细分市场市占率分别为 13.2%、40.2%、4.6%，远高于第二名的 3.3%、10.9%、3.4%，具有一定的领先优势。复合调味品方面，根据天味食品 H 股招股书数据，2024 年我国复合调味品行业 CR5 为 15.9%，远低于成熟市场美国、日本的 30%+、50%+。

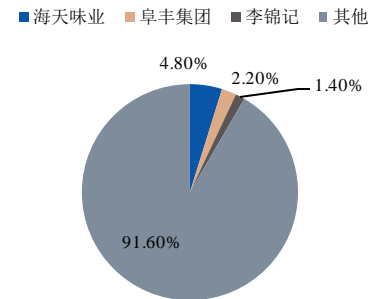
我们认为，调味品需求刚性和口味粘性、长产品生命周期以及规模化生产的资本投入壁垒为行业构建竞争优势，龙头企业长周期的产能建设和效率优化以及长期的研发、营销费用投入构建的产品质量优势和品牌优势，共同构建长期份额持续提升的基础。随着我国头部企业出海扩张，以及通过内生拓品拓渠+外延并购持续提升规模，有望走出强者恒强、份额提升的格局。

图 14：相比于国际龙头，海天味业全球市占率仍较低



资料来源：海天味业 H 股招股书，爱企查，Wind，联合利华、卡夫亨氏、味好美官网，财信证券

图 15：国内调味品市场格局仍较为分散



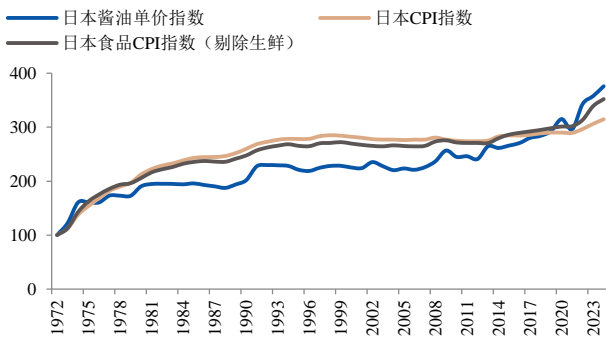
资料来源：海天味业 H 股招股书，阜丰集团、李锦记官网，财信证券

2.3 当下：价格端竞争趋缓，期待需求端改善

从长期维度来看，调味品赛道具备典型刚需消费属性，长周期下行业价格走势基本与 CPI 保持同步，而产品结构升级是拉动行业价增的核心抓手。调味品兼具口味高粘性、必选消费特征，且产品单次使用成本较低，多重属性共同赋予行业较强的提价与价格传导能力。伴随我国居民收入水平持续提升，国内消费者饮食诉求已从基础的“吃饱”向“吃好、吃得健康”升级，对调味品的健康性、风味品质提出更高要求，产品升级直接带动行业价格带上行。近两年零添加、有机等高端品类的推出，不仅推动行业整体产品结构优化升级，也带动部分企业实现吨价提升。参考日本调味品行业发展经验，日本酱

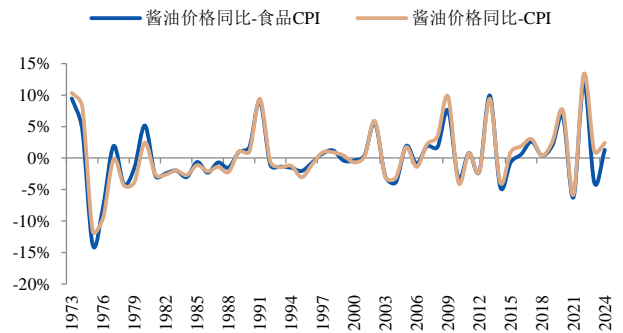
油先后完成薄盐、纯大豆、有机、生榨等多轮产品迭代，产品细分与结构升级持续驱动行业吨价中枢上移。

图 16：长期看，日本酱油价格指数基本跑平 CPI



资料来源：Wind，财信证券 注：1972=100

图 17：1990 年以来，日本酱油价格增速多年跑赢 CPI

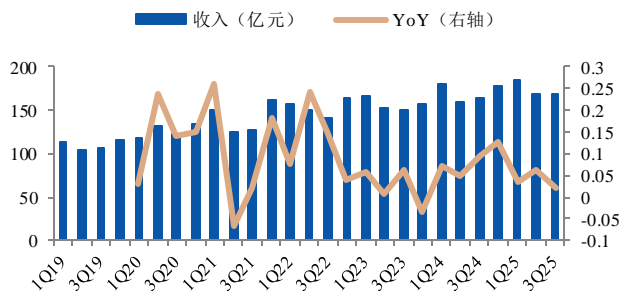


资料来源：Wind，财信证券

短期看，行业竞争趋缓，价格端压力缓解，期待需求改善。疫情之后调味品需求承压、供给端竞争加剧，导致板块上市公司收入增速放缓，价格、费用竞争导致盈利能力承压，但随下游餐饮、家庭需求逐步企稳，以及行业以价换量的边际效应递减，行业逐步进入到企稳改善阶段。当前以供给端的格局改善支撑的减促为主，而随着需求的进一步改善，随之行业盈利能力有望进一步恢复，支撑业绩端的进一步改善。

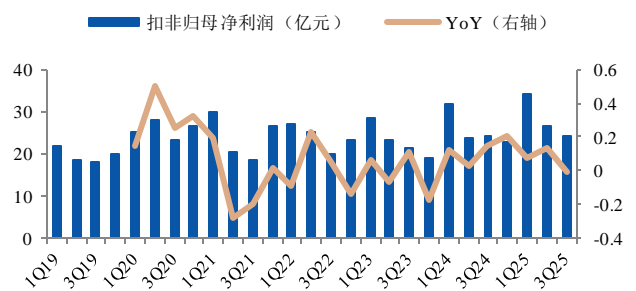
- **需求端：**2025 年调味品行业景气度延续 2024 年偏弱趋势，2025 年前三季度调味品板块收入同比增长 3.9%至 522.0 亿元，其中 2025Q3 同比增长 2.3%至 167.9 亿元；2025 年前三季度调味品板块扣非归母净利润同比+6.8%至 85.2 亿元，其中 2025Q3 同比增长-0.7%至 24.1 亿元。
- **供给端：**2025 年行业仍处于偏存量竞争的阶段，但受益于调味品需求刚性、企业经营周期分化、成本下行红利，调味品板块上市公司毛利率及净利率普遍仍有改善。龙头企业海天经历 2023 年的经营调整后，2025 年延续 2024 年经营改善趋势，而中炬高新、千禾味业则仍处于调整周期中。以海天味业为例，黄豆、包材原料价格下行趋势下，公司毛利率同比改善明显，同时公司经历 2023 年的经营调整后，产品、渠道、供应链理顺，围绕客户需求导向进行产品和市场开拓，费用率有所提升，但净利率仍有改善。

图 18：自 2023 年以来调味品板块收入增速放缓



资料来源：Wind，财信证券

图 19：成本红利下调味品板块利润稳健增长



资料来源：Wind，财信证券

表 2：原材料价格向下趋势下，调味品企业盈利能力普遍改善

公司	毛利率同比变动						期间费用率同比变动						扣非归母净利润率同比变动					
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	0.4pp	1.6pp	2.1pp	5.3pp	2.7pp	3.9pp	0.1pp	1.9pp	1.8pp	2.4pp	0.7pp	1.4pp	0.7pp	0.5pp	-0.1pp	1.3pp	1.5pp	
中炬高新	5.6pp	3.6pp	5.0pp	12.7pp	1.7pp	3.2pp	-1.3pp	8.4pp	-1.3pp	-6.9pp	3.0pp	4.3pp	10.8pp	5.4pp	-2.7pp	3.2pp	2.4pp	
千禾味业	-3.1pp	-2.3pp	0.7pp	4.7pp	2.9pp	-2.5pp	-2.1pp	2.1pp	2.5pp	-2.7pp	0.4pp	9.7pp	2.5pp	-0.7pp	-1.9pp	-1.9pp	3.5pp	
ST加加	1.0pp	10.6pp	2.5pp	5.7pp	4.2pp	4.2pp	2.8pp	15.1pp	9.4pp	-20.1pp	1.4pp	-4.5pp	-5.5pp	-1.5pp	-9.6pp	-8.8pp	1.6pp	
恒顺醋业	6.3pp	-4.0pp	9.5pp	-2.4pp	-5.9pp	9.6pp	7.5pp	0.2pp	7.1pp	-18.3pp	-2.9pp	5.9pp	-1.6pp	-1.7pp	-2.3pp	1.8pp	12.9pp	
天味食品	3.4pp	2.2pp	0.8pp	0.5pp	-3.3pp	3.6pp	1.4pp	-1.2pp	-8.0pp	-4.0pp	7.5pp	-2.0pp	1.4pp	1.7pp	1.2pp	7.2pp	2.5pp	
宝立食品	-3.1pp	-2.4pp	-1.1pp	4.6pp	0.6pp	2.6pp	-1.6pp	-0.8pp	1.0pp	1.0pp	-0.6pp	2.1pp	-0.1pp	-2.1pp	-2.1pp	-2.0pp	1.5pp	
仲景食品	4.4pp	1.9pp	-2.2pp	-3.2pp	1.4pp	1.1pp	5.2pp	1.5pp	-0.3pp	1.4pp	3.8pp	-2.8pp	0.8pp	0.9pp	-1.0pp	-1.5pp	-4.1pp	
日辰股份	-0.4pp	-2.5pp	0.6pp	1.7pp	0.9pp	-0.7pp	-1.1pp	-3.1pp	-7.2pp	5.5pp	-3.8pp	-2.6pp	1.3pp	1.0pp	1.2pp	6.6pp	-11.9pp	
安记食品	-2.0pp	-2.5pp	-0.1pp	1.1pp	-2.4pp	1.7pp	-0.6pp	0.9pp	2.2pp	-2.9pp	1.2pp	0.1pp	1.6pp	0.1pp	-3.5pp	-2.7pp	2.4pp	
佳隆股份	5.8pp	3.3pp	10.5pp	38.3pp	1.7pp	3.3pp	-0.5pp	0.3pp	-4.6pp	10.9pp	7.7pp	0.9pp	4.4pp	5.6pp	3.5pp	13.4pp	41.3pp	
朱老六	-5.2pp	-5.7pp	-0.1pp	-0.7pp	-2.4pp	-1.8pp	-3.5pp	7.0pp	-0.2pp	-9.3pp	0.2pp	-10.7pp	3.2pp	-1.4pp	-12.8pp	-0.3pp	7.5pp	
莲花控股	8.7pp	5.4pp	6.4pp	11.8pp	6.2pp	3.6pp	3.3pp	1.6pp	3.2pp	8.1pp	0.3pp	4.1pp	2.7pp	3.8pp	2.5pp	2.2pp	0.3pp	
安琪酵母	-0.7pp	0.3pp	-3.6pp	1.1pp	1.3pp	2.3pp	0.5pp	0.3pp	-2.0pp	1.3pp	-0.5pp	0.6pp	3.0pp	-1.3pp	-0.3pp	-0.2pp	0.2pp	
涪陵榨菜	-4.2pp	0.4pp	10.5pp	-7.3pp	3.8pp	2.8pp	-6.5pp	3.5pp	5.6pp	1.7pp	2.0pp	5.4pp	0.9pp	2.5pp	-2.9pp	4.4pp	-8.2pp	
板块整体	1.0pp	1.3pp	1.4pp	4.7pp	1.9pp	3.0pp	-0.1pp	1.8pp	0.3pp	0.0pp	0.5pp	1.4pp	2.4pp	0.7pp	-0.4pp	0.6pp	0.8pp	
公司	销售费用率同比变动						管理费用率同比变动						研发费用率同比变动					
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
海天味业	0.3pp	1.0pp	0.0pp	1.7pp	0.4pp	0.3pp	0.0pp	0.1pp	0.0pp	0.0pp	0.3pp	0.2pp	1.0pp	-0.4pp	0.3pp	1.0pp	0.0pp	
中炬高新	-0.9pp	6.4pp	-1.9pp	-1.8pp	0.9pp	4.0pp	0.0pp	1.5pp	1.1pp	-4.4pp	1.7pp	0.4pp	1.9pp	-0.3pp	0.1pp	-0.7pp	-1.0pp	
千禾味业	0.1pp	2.5pp	3.0pp	1.1pp	0.6pp	6.4pp	-0.9pp	-0.8pp	-0.7pp	-3.2pp	0.0pp	1.4pp	-0.2pp	-0.2pp	0.1pp	0.3pp	0.0pp	
ST加加	3.8pp	9.3pp	4.8pp	-13.5pp	0.2pp	-0.8pp	-0.6pp	4.8pp	3.2pp	-7.4pp	1.0pp	-3.2pp	-2.3pp	-0.6pp	0.7pp	1.2pp	0.6pp	
恒顺醋业	4.6pp	0.1pp	6.0pp	-16.8pp	0.1pp	3.1pp	1.7pp	0.2pp	0.0pp	-0.9pp	-2.3pp	0.2pp	0.0pp	1.3pp	0.0pp	0.9pp	-0.8pp	
天味食品	2.2pp	-0.7pp	-7.8pp	-3.2pp	5.2pp	-0.7pp	-0.8pp	-1.4pp	-0.7pp	-0.7pp	2.0pp	-0.8pp	-1.4pp	-0.1pp	0.6pp	0.2pp	-0.3pp	
宝立食品	-1.2pp	0.3pp	0.9pp	-0.7pp	-0.5pp	1.4pp	-0.1pp	-1.4pp	-0.1pp	1.3pp	-0.2pp	0.1pp	-0.1pp	-0.3pp	0.3pp	0.1pp	-0.1pp	
仲景食品	4.8pp	0.6pp	-0.7pp	1.9pp	1.8pp	-3.8pp	-0.3pp	-0.2pp	-0.2pp	-0.9pp	0.2pp	0.1pp	1.7pp	0.4pp	0.7pp	-0.1pp	-0.2pp	
日辰股份	0.5pp	-1.2pp	1.1pp	2.9pp	-2.8pp	-3.5pp	-1.7pp	-1.5pp	-7.9pp	3.1pp	-0.4pp	-0.8pp	5.7pp	-0.2pp	-0.4pp	-0.3pp	0.1pp	
安记食品	-0.3pp	0.8pp	1.5pp	-0.8pp	1.1pp	0.5pp	0.1pp	-0.1pp	0.7pp	-0.8pp	0.0pp	-0.1pp	0.0pp	-0.1pp	-0.2pp	0.0pp	-0.8pp	
佳隆股份	0.3pp	1.9pp	4.4pp	3.5pp	6.8pp	-0.7pp	-1.5pp	-2.1pp	-8.8pp	8.6pp	0.8pp	0.5pp	2.7pp	0.9pp	1.1pp	-0.3pp	-1.9pp	
朱老六	-3.2pp	0.2pp	-1.4pp	-7.1pp	-0.3pp	-5.0pp	-0.4pp	5.3pp	1.4pp	-1.2pp	0.5pp	-5.7pp	3.5pp	-1.2pp	-1.5pp	-0.9pp	-2.5pp	
莲花控股	1.7pp	0.0pp	0.0pp	6.5pp	-0.2pp	4.3pp	0.9pp	-0.2pp	1.0pp	0.4pp	-1.1pp	-0.5pp	-1.3pp	0.3pp	0.3pp	0.4pp	-0.6pp	
安琪酵母	-0.4pp	0.6pp	-0.1pp	0.8pp	0.7pp	0.1pp	0.4pp	-0.3pp	-0.9pp	0.1pp	-0.2pp	0.2pp	0.7pp	0.3pp	-0.6pp	-1.2pp	0.2pp	
涪陵榨菜	-5.6pp	2.7pp	5.5pp	-0.9pp	0.7pp	5.1pp	-0.6pp	0.6pp	-0.1pp	2.7pp	0.0pp	0.0pp	-0.3pp	0.2pp	0.0pp	0.3pp	0.4pp	
板块整体	0.1pp	1.3pp	-0.2pp	0.1pp	0.5pp	0.8pp	0.0pp	-0.1pp	-0.2pp	-0.4pp	0.0pp	0.0pp	0.5pp	-0.2pp	0.1pp	0.3pp	-0.1pp	

资料来源：Wind，财信证券

3 追求极致规模+效率，构建海天核心竞争优势

海天味业高 ROE 背后的支撑是公司管理红利与极致效率。除 2022-2024 年经营调整期外，海天味业 ROE 长期锚定在 30% 以上，不仅领跑调味品赛道，在整个食品饮料板块亦稳居第一梯队。

1. 盈利能力的确定性与超额收益。公司稳健的净利率表现（2014 年起维持在 20% 以上），主要得益于两端挤压出的利润空间：制造端通过规模效应与技术迭代实现极致降本增效；渠道端则凭借密集的网络覆盖与高周转下的低费用投入，构建了极强的经营杠杆。

2. 资产效能的持续提升。从营运效率看，虽然充沛的现金流储备拉低了总资产周转率，但反映核心生产效能的固定资产周转率已由 2013 年的 3.8 次翻倍至 2024 年的 5.6 次。同时，极高的存货与应收账款周转率印证了公司对上下游极强的议价能力及内部运营的精细化水平，体现了典型的“轻资产化”运营趋势。

3. 核心壁垒：战略定力与供应链护城河海天高 ROE 的底层逻辑在于其“管理溢价”。依托前瞻性的战略布局与高效的激励机制，公司构建了全行业覆盖最广、渗透最深的下沉渠道体系，并辅以高质量、低成本的供应链矩阵。这种“规模+效率”的深度融合，形成了难以逾越的竞争壁垒，使其在行业周期波动中表现出极强的增长韧性。

图 20：海天味业 ROE 在食品饮料龙头企业中排名第一，主要源于高净利率

	公司简称	所属行业	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年平均
ROE (%)	海天味业	调味品	42	37	31	30	32	34	35	35	31	25	20	21	30
	中炬高新	调味品	10	13	10	14	15	18	19	21	18	-17	44	17	16
	千禾味业	调味品	21	14	15	15	15	20	14	12	11	16	18	14	15
	天味食品	调味品	36	24	20	24	20	26	20	13	5	9	11	14	16
	涪陵榨菜	榨菜	14	12	13	17	24	30	23	25	14	12	10	9	18
	洽洽食品	零食	10	11	13	12	11	14	17	20	21	19	15	15	16
	伊利股份	乳品	27	24	24	26	25	24	26	25	22	19	20	16	23
	青岛啤酒	啤酒	15	14	11	6	8	8	10	11	14	15	16	15	12
	双汇发展	肉制品	30	27	26	28	30	36	37	31	21	25	24	24	28
	安琪酵母	酵母	5	5	10	17	24	21	19	25	21	16	13	13	18
	安井食品	速冻	20	21	17	19	15	14	16	19	16	13	12	12	15
	净利率 (%)	海天味业	调味品	19	21	22	23	24	26	27	28	27	24	23	24
中炬高新		调味品	10	11	10	13	14	16	17	19	15	-10	34	17	15
千禾味业		调味品	12	8	11	13	15	23	15	12	11	14	17	17	15
天味食品		调味品	20	17	16	21	17	19	17	15	9	13	15	19	16
涪陵榨菜		榨菜	17	15	17	23	27	35	30	34	29	35	34	33	30
洽洽食品		零食	9	9	11	10	9	11	12	15	16	14	12	12	12
伊利股份		乳品	7	8	8	9	9	8	8	7	8	8	8	7	8
青岛啤酒		啤酒	7	7	6	4	5	6	7	8	11	12	13	14	9
双汇发展		肉制品	9	9	10	9	9	10	9	9	7	9	8	8	9
安琪酵母		酵母	6	5	8	12	15	13	12	16	12	11	10	9	12
安井食品		速冻	6	6	5	6	6	6	7	9	7	9	11	10	8
总资产周转率		海天味业	调味品	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
	中炬高新	调味品	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7	0.8
	千禾味业	调味品	1.3	1.1	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	0.8
	天味食品	调味品	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	1.1	1.0	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8
	涪陵榨菜	榨菜	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5
	洽洽食品	零食	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
	伊利股份	乳品	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8	1.3
	青岛啤酒	啤酒	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.8
	双汇发展	肉制品	2.5	2.2	2.0	2.3	2.3	2.2	2.4	2.3	1.9	1.8	1.6	1.6	2.0
	安琪酵母	酵母	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8
	安井食品	速冻	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2	1.0	0.8	0.9	1.1
	权益倍数	海天味业	调味品	1.7	1.6	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
中炬高新		调味品	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.8	1.7	1.4	1.6
千禾味业		调味品	1.5	1.5	1.6	1.3	1.1	1.3	1.4	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
天味食品		调味品	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
涪陵榨菜		榨菜	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
洽洽食品		零食	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
伊利股份		乳品	2.2	2.1	2.0	1.8	1.8	1.8	2.0	2.3	2.2	2.4	2.7	2.9	2.2
青岛啤酒		啤酒	1.9	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9
双汇发展		肉制品	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.7	1.8	1.6
安琪酵母		酵母	2.2	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
安井食品		速冻	2.3	2.4	2.5	2.5	2.1	2.1	2.1	2.0	1.8	1.5	1.4	1.4	1.9

资料来源：Wind，财信证券

注：中炬高新 2022-2023 年 ROE、净利率波动主要是非经常性项目影响

3.1 规模效应、优质供应链、强运营，实现高质高效低成本

规模驱动的边际效率最优化，是海天构建成本护城河的底层逻辑。依托远超行业的产能基数，海天不仅通过技术溢价与工艺革新极致摊薄了单位制造与人工成本，更凭借其深厚的渠道网络密度，形成了极强的经营杠杆效应。这种“高人均产值、低费用率”

的运行模式，使其在成本端拥有比竞对更阔绰的战略纵深，从而在存量竞争时代，能够以更稳健的利润空间应对市场波动与品牌溢价的博弈。

- **生产端：规模效应与技术迭代共筑成本优势，海天通过极致的供应链管理与自动化改造，实现了显著优于同行的成本结构。**2024 年公司酱油制造费用及人工成本占比分别仅为 9.8% 和 2.5%，远低于中炬高新（10.8%/4.3%）及千禾味业（13.0%/3.8%）。这种竞争优势的核心在于，公司通过技术溢价与规模效应极度摊薄了单位固定成本，构筑了行业最高的毛利护城河。
- **效率端：人均产值折射出管理能力，在人员效能指标上，海天表现出压倒性优势。**2024 年生产人员人均产值高达 852 万元，分别是中炬高新（434 万元）和千禾味业（330 万元）的约 2.0 倍与 2.6 倍。这反映出公司在生产流程标准化、智能化领域的深厚积淀，将“管理颗粒度”转化为了真实的生产力指标。
- **费用端：强经营杠杆下的效率优势得益于成熟的渠道渗透率与精细化运营，海天的期间费用率长期处于行业低位。**2024 年其销售费用率（6.05%）与管理费用率（2.19%）均显著优于主要竞争对手。这种“低成本+低费用”的盈利模式，本质上是公司通过长期规模积累形成的经营杠杆红利，确保了其在行业毛利波动期仍能维持极强的利润韧性。

图 21：海天味业盈利能力高于同行

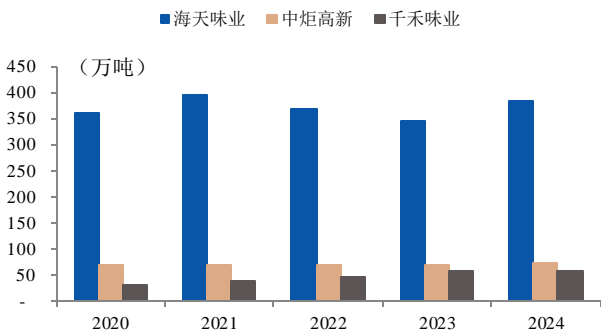
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
毛利率							
海天味业	46.47%	45.44%	42.17%	38.66%	35.68%	34.74%	37.00%
中炬高新	39.12%	39.55%	38.26%	34.87%	31.70%	32.71%	39.78%
千禾味业	45.74%	46.21%	43.85%	40.38%	36.56%	37.15%	37.19%
净利率							
海天味业	25.63%	27.06%	28.12%	26.68%	24.22%	22.97%	23.63%
中炬高新	16.35%	16.93%	18.96%	15.33%	-10.38%	33.80%	17.38%
千禾味业	22.53%	14.63%	12.15%	11.50%	14.12%	16.54%	16.73%
酱油单位成本（元/吨）							
海天味业	2642	2574	2885	3060	3353	3042	2944
中炬高新	3507	3562	3189	3585	3880	3692	3195
千禾味业	2655	2621	2681	2407	2756	2788	2648
酱油单位价格（元/吨）							
海天味业	5451	5356	5317	5333	5539	5499	5363
中炬高新	6443	6466	6232	5912	6016	5912	5600
千禾味业	5483	5500	5206	4485	4503	4559	4333
酱油单位制造费用（元/吨）							
海天味业	277	242	250	254	293	299	288
中炬高新	336	351	311	341	370	373	344
千禾味业	411	445	374	264	248	330	345
酱油单位人工成本（元/吨）							
海天味业	59	53	59	57	71	70	75
中炬高新	135	148	141	164	148	148	139
千禾味业	191	156	126	106	95	99	99

资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业公告，iFind，财信证券

规模优势的绝对领先,是企业实现低成本、低费用运营的核心支撑。公司已在广东、江苏、广西、湖北等多地完成生产基地布局,2024年公司酱油销量达257万吨(2025年为279万吨),同期中炬高新、千禾味业酱油销量分别为53万吨、45万吨,海天味业销量规模分别为二者的4.8倍、5.7倍。而从主要产品的总销量来看,海天味业亦远超竞争对手。公司突出的领先规模优势,既能有效摊薄固定成本,也能进一步推动生产效能提升。

生产端的资本投入壁垒与费用端的品牌、技术积累壁垒,共同构筑了企业的核心竞争屏障。从资本开支维度来看,调味品行业具备“小产品、重资本”的鲜明属性,行业资本投入门槛高、生产工艺技术复杂,产品酿造周期长达3-6个月甚至更久;土地、厂房、生产设备及营运资本的大规模投入,在生产环节形成了较高的行业进入壁垒。而长期投入的广告宣传与研发费用,逐步沉淀为企业的品牌价值与核心技术,无论是投入体量,还是由此积累的消费者认知、生产经营经验,均是中小规模企业短期内难以追赶的。2024年,公司广告宣传费用、研发费用分别为2.5亿元、8.4亿元,绝对投入规模远高于竞争对手,公司两项费用占营业收入的比重仅为0.9%、3.1%。

图 22: 海天味业销量规模领先于同行业其他企业



资料来源: 海天味业、中炬高新、千禾味业公告, 财信证券

图 23: 海天味业广宣、研发费用远高于同行

(百万元)	公司名称	2020	2021	2022	2023	2024
广告费用	海天味业	486	453	397	208	249
	中炬高新	87	103	74	71	67
	千禾味业	102	229	145	154	166
广告费用/收入	海天味业	2.1%	1.8%	1.6%	0.8%	0.9%
	中炬高新	1.7%	2.0%	1.4%	1.4%	1.2%
	千禾味业	6.0%	11.9%	6.0%	4.8%	5.4%
研发费用	海天味业	712	772	751	715	840
	中炬高新	154	170	179	181	165
	千禾味业	45	55	65	86	83
研发费用/收入	海天味业	3.1%	3.1%	2.9%	2.9%	3.1%
	中炬高新	3.0%	3.3%	3.3%	3.5%	3.0%
	千禾味业	2.7%	2.9%	2.6%	2.7%	2.7%

资料来源: 海天味业、中炬高新、千禾味业公告, iFind, 财信证券

海天味业通过“科技+数智化”深度赋能传统工业,将“传统酿造经验”转化为“标准化工业能力”,确立了全产业链的极致效率优势。2025年,公司生产人员人均产值达887万元,公司实现由规模驱动向数智化效率驱动的跨越。

- **制造端: 古法基因与前沿 AI 的深度融合。**(1) 工艺数字化: 依托 60 万平方米全球最大阳光晒场,引入 AI“豆脸识别”与“智能鼻”传感系统替代传统人工嗅闻,将风味控制由“经验驱动”转向“数据驱动”;(2) 极致效能: 塔式圆盘制曲设备效率达传统工艺的 20 倍,2025 年 1 月高明工厂入选全球调味品行业首家且唯一“灯塔工厂”,印证了其智能制造的国际领先地位;(3) 柔性生产: 产线可兼容 20+规格、130+SKU 切换,定制化产品交付周期缩短至 7 天,实现了规模化与个性化的最优平衡。
- **供应与物流端: 规模化协同与极速流转。**(1) 全链协同: 凭借规模采购优势,

通过订单种植与产业协同确保全黄豆（零豆粕）供应，实现原材料端的高质低成本；（2）智慧仓储：拥有超 500 万吨仓储能力，依托自研云仓与工业互联网，货物装车最快仅需 200 秒，实现了装卸搬运的全面无人化。

- **质控端：颗粒度极细的自动化监控体系。**（1）生命线管理：构建“农田到餐桌”全流程自动化质控，在生产中设置了 494 个质量监测点，并应用超 2,000 项检测指标；（2）损耗控制：采用红外快检仪与色选机替代人工，在提升筛选精度的同时极致降低物料损耗。
- **平台端：自研工业大数据平台驱动决策。**公司通过自研“工业大数据分析运营平台”打通生产全环节，实现经营过程的可视化与决策的数据化。这种“数据底座”能力确立了公司对生产要素实时、精准的调配权，形成了管理溢价。

图 24：海天味业“科技+数智化”深度赋能传统酿造经验



资料来源：公司公告，财信证券

3.2 以成本领先型大单品为基，布局健康化、便捷化、复合化

规模效应驱动的成本领先与大单品路径。在全国化扩张的战略进程中，公司通过“产能扩张+生产自动化”的协同，实现经营效率的极致提升，进而构建起坚实的成本领先护城河。这种以量为基石的竞争优势，驱动了酱油、蚝油等核心品类的快速放量，形成了生产、销售与品牌相互强化的“规模+效率”正向飞轮，并凭借高质价比优势实现了存量市场的深度渗透与增量市场的快速占领。早期如金标生抽、草菇老抽、味极鲜等产品率先跨过 10 亿元门槛，后续上等蚝油、黄豆酱依托高质价比及渠道势能，亦实现同级别规模突破。截至 2025 年底，公司已形成由 7 个 10 亿级大单品与 30 个亿元级系列产品组成的金字塔矩阵，2024 年公司亿元以上产品的收入贡献率已达 76.6%，显示出极强的业绩压舱石作用。

品类家族化布局与渠道生态构建。公司以“厨房全景”为核心，通过对品类、口味、

价格、规格等多维度的深钻，构建起极为系统的全品类产品矩阵。目前，公司已覆盖酱油、蚝油、调味酱、食醋等多个细分品类，截至 2024 年底，总 SKU 数量已突破 1450 个。其中酱油类 287 个、蚝油类 80 个、调味酱类 154 个，另有 956 个特色调味品及其他 SKU，实现了从家庭烹饪到餐饮加工、从经济型到高端市场的全方位渗透。差异化的产品组合不仅精准对接了从几十克至数升容量的多元场景需求，更在实操层面优化了经销商的毛利结构与销售规模。通过提升渠道端的盈利能力与经营稳健性，成功构建了极高的渠道粘性与竞争壁垒。

图 25：公司构建了成熟度的大单品矩阵



资料来源：公司公告，Wind，财信证券

深化平台化发展，聚焦“三化”趋势。公司紧扣调味品健康化、便捷化、复合化的趋势，持续深化平台化布局。坚持以用户为中心，通过研发端的持续投入实现产品矩阵的快速迭代，并依托成熟的渠道网络效应推动新品放量，构建业绩持续增长的核心引擎。

- 健康化：公司持续完善有机、减盐、减糖等系列产品矩阵。截至 2025 年，以有机和薄盐为代表的营养健康系列产品同比增速达 48.3%。
- 便捷化：公司自研“挤挤装”包装形式，有效破解传统玻璃瓶倒取难、挂壁残留及运输不便的行业痛点。截至 2024 年底，挤挤装蚝油累计销量已达 4.6 亿瓶。
- 复合化：顺应复合调味品渗透率提升趋势，公司相继推出酸辣凉拌汁、白灼汁等复合调味酱/汁产品，以满足消费者对烹饪效率与风味多样化的追求。

图 26：顺应健康化、便捷化、复合化趋势，海天持续推新



资料来源：公司公告，财信证券

3.3 搭建广覆盖、深下沉的立体渠道网络，以强管理能力构筑渠道高壁垒

公司拥有行业内覆盖广度最强、下沉深度最领先的渠道体系。通过多维度的终端触达与均衡的区域布局，确立了极高的渠道护城河。

- **广度与深度：实现全域下沉。**2025年，公司销售网络已实现全国地级城市100%的覆盖率，县级城市覆盖率达到90%，渠道触角正加速由县级市向镇、村等基层行政单元延伸。
- **终端掌控：网点体量居行业首位。**截至2025年，公司有效覆盖的终端网点数量达到300万个。其渠道形态呈现多元化特征，深度切入餐饮、商超、批发市场、零售小店等全业态终端，确保了产品的极高触达率。公司在餐饮（B端）、食品加工及零售（C端）三大核心渠道均保持领先地位，凭借强大的渠道惯性与渗透深度，具备极强的内生增长动能。
- **区域平衡：领先的全国化能力。**相比同业竞争对手，海天的区域收入结构更为均衡，展现出真正的全国化品牌实力。海天：全国各区域收入占比分布均衡，抗风险能力强；中炬高新：核心优势区域集中于南部、东部地区；千禾味业：优势区域集中于西部，目前仅处于泛全国化扩张阶段。

图 27：海天味业拥有覆盖最广、最深的渠道网络

梯队	代表企业	2024年收入 (亿元)	渠道结构	主要覆盖区域	区域收入占比
第一梯队	海天味业	269	餐饮、零售渠道平衡	全国化布局完全，省会、地级市、区县基本全面覆盖。 终端网点：300万个	北、中、南、东、西区： 24%、21%、19%、18%、12%
第二梯队	李锦记	-	餐饮渠道为主	泛全国化，侧重粤/苏/浙/沪等沿海发达地区，集中在高线城市。	-
	中炬高新	55	零售渠道为主	泛全国化，广东为基地市场，华东、华中、西北、华北、东北开拓中。 省会、地级市基本覆盖，区县市场开拓中。	南、东、中西、北部： 39%、21%、18%、11%
第三梯队	千禾味业	31	零售渠道为主	西南地区调味品龙头，西南已覆盖至镇村级市场，外埠在高线城市KA。	西部、华东、华北、华中、华南： 36%、23%、18%、14%、8%
第四梯队	地方性工厂、作坊	10亿元以下	传统渠道为主	当地市场。	地方性品牌，当地销售

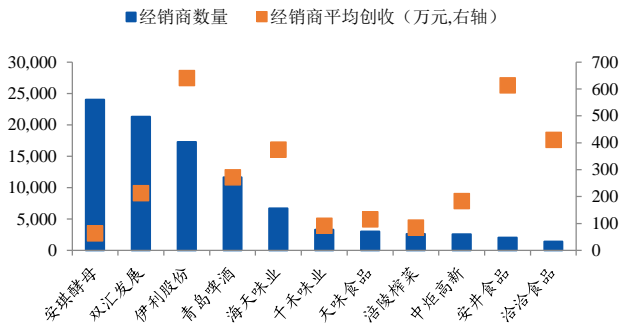
资料来源：Wind，公司公告，财信证券

渠道组织机制核心：以长期共赢为导向构建大商体系，通过全方位管理赋能，实现渠道精细化运作与高效落地，构筑渠道壁垒。

➤ **经销商体系：规模领先、质量优质，绑定核心伙伴实现长期共赢。**公司深耕渠道建设，凭借长期共赢的合作理念，搭建起规模与质量双重领先的经销商矩阵。截至2024年底，公司拥有经销商6,707家（2025年为6702家），显著高于中炬高新（2,554家）、千禾味业（3,316家），渠道覆盖广度与密度具备优势。从单商效能来看，2024年公司单商贡献收入达375万元，大幅领先于中炬高新（183万元）、千禾味业（91万元），凸显优质经销商的核心价值。具备丰富客户资源与较强经营管理能力的优质经销商属于行业稀缺资源，公司通过多年深度绑定、共赢发展，积累了大量稳定的核心合作伙伴。截至2024年底，与公司合作时长超过五年的经销商数量超3,000家，其收入贡献占比达65%以上；其中，销售规模突破1,000万元的经销商，贡献了公司40%以上的收入，渠道稳定性与盈利性表现突出。

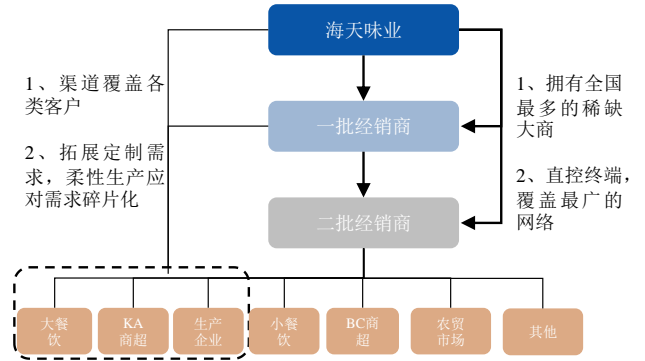
➤ **经销商赋能：多维度举措加持，助力经销商协同成长。**公司始终坚持“赋能经销商、实现共成长”的理念，通过直控终端、精细化管理、数字化工具三大维度，全方位提升经销商运营能力，强化渠道协同效应。（1）直控终端，深化深度分销：公司组建专业销售团队，协助一批商开拓二批商及终端客户，推动渠道持续下沉；同时，随着渠道布局的完善，逐步将二批商纳入公司统一管理体系，进一步强化对终端市场的掌控力，提升市场响应速度，实现渠道渗透的精细化。（2）精细化管理，强化协同赋能：公司指派专属销售团队与经销商深度协作，聚焦销售技能提升、运营效率优化、经营策略完善等核心环节，全程协助经销商落实品牌推广政策，提供针对性资源支持，助力经销商提升综合经营能力。（3）数字化赋能，提升运营效能：公司依托“小康买买平台”这一数字化营销工具，为经销商提供高效的订单管理、数据复盘等服务，有效提升经销商订单处理效率与整体经营效能，推动渠道运营向数字化、精细化转型。

图 28：海天经销商数量、单商贡献均领先调味品行业（2024）



资料来源：公司公告，财信证券

图 29：海天渠道深耕模式

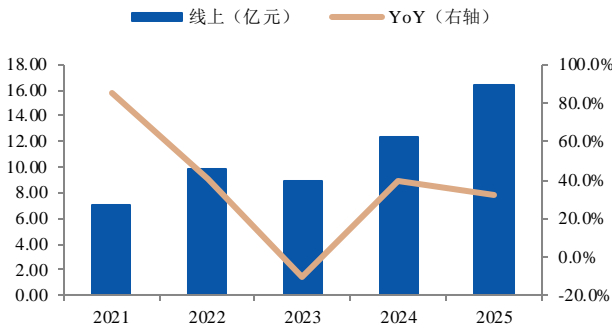


资料来源：财信证券

渠道市场地位：B 端粘性突出、C 端渗透领先，多元化布局把握行业趋势。公司在渠道端形成差异化竞争优势，B 端凭借高性价比与高粘性筑牢根基，C 端依托高渗透率抢占终端心智，同时通过渠道多元化布局，精准应对行业变化，进一步巩固市场地位。

- **B 端：餐饮渠道深耕细作，高粘性+高覆盖构筑壁垒。**餐饮渠道作为我国调味品市场占比最高的核心渠道，具备采购粘性强（核心为保障菜品口味稳定）、品类需求多元、终端分布分散等典型特征。公司精准把握餐饮渠道需求，通过“一揽子品类+丰富口味+多规格选择+高性价比”的产品组合，实现对餐饮客户的深度覆盖；同时，借助厨师赛事、行业活动等场景化合作，持续培育中国厨师群体对公司调味品的使用习惯，进一步强化客群粘性。
- **C 端：零售渠道全面渗透，品牌心智领先行业。**在居民零售渠道，公司凭借全方位的终端布局与强大的品牌影响力，实现高渗透率覆盖。根据公司年报，2025 年公司消费者触及数 7.54 亿，消费者渗透率达 80%，连续第 11 年入选中国消费者首选前十品牌。终端覆盖方面，公司实现全场景覆盖，既包含 KA 卖场、便利店、会员制超市、大型商超等传统零售渠道，也涵盖零售小店、农贸市场等下沉终端，同时布局电商、社区团购等新兴渠道，多触角触达消费者，提供便捷的购买体验。
- **渠道多元化：以客户为核心，抢抓行业分化机遇。**新冠疫情加速了中国调味品市场渠道的多元化变革，公司敏锐把握行业趋势，自 2023 年起从销售端启动组织变革，坚持以客户为中心，持续提升渠道服务能力，布局定制化渠道，有效应对渠道碎片化、需求多元化的行业挑战，精准抢抓渠道分化带来的发展机遇。线上渠道布局方面，公司持续加大投入，2025 年线上收入达 16.39 亿元，同比增长 31.9%，线上渠道已成为公司业绩增长的重要支撑。

图 30：海天味业线上渠道收入快速增长



资料来源：公司公告，财信证券

图 31：海天消费者触达数、渗透率为调味品品牌第一

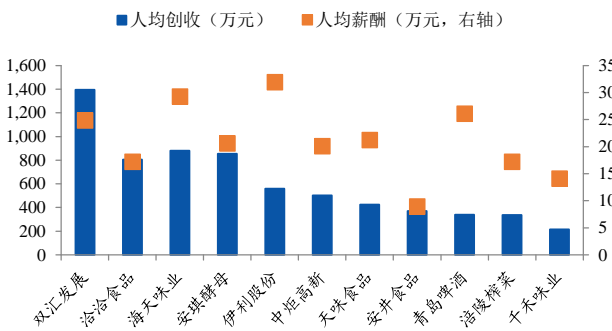
排名	品牌	2023消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	2023年均选择次数
1	伊利	1178.6	90	6.4
2	蒙牛	1022.4	87.9	5.7
3	康师傅	804.9	80.9	4.9
4	海天	732.4	80	4.5
5	心相印	498.9	65	3.8
6	维达	479.2	59.1	4
7	农夫山泉	435.9	66.6	3.2
8	金龙鱼	409.4	64.4	3.1
9	旺旺	399.6	62.8	3.1
10	统一	379	60.2	3.1

资料来源：凯度，财信证券

销售团队：精细化、高效率配置，构筑渠道落地核心支撑。公司打造了一支精细化、高效率的销售队伍，通过科学的人员配置与管理，为渠道力的持续强化提供坚实保障。截至 2024 年底，公司销售人员规模达 3,054 人，人均创收达 881 万元，显著领先于同行业可比企业；与此同时，公司销售费用绝对规模虽远高于同行，但销售费用率大幅低于同行业公司，展现出优秀的费用投放效率（费效比），体现了销售团队的高效运营能力。

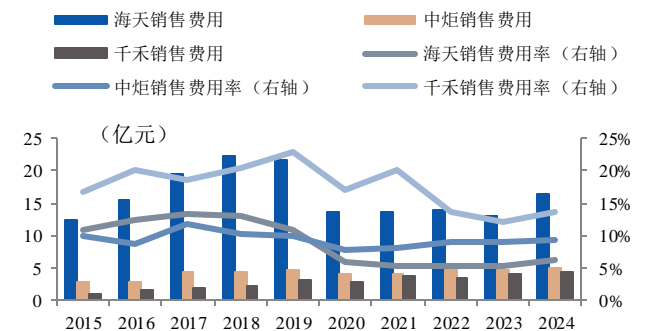
- **激励体系：高薪酬绑定核心人才，强化团队稳定性。**公司通过具有竞争力的薪酬体系，吸引并留存优质销售人才，激发团队积极性。2024 年公司销售人员平均薪酬达 29 万元，显著高于可比公司中炬高新(20 万元)、千禾味业(14 万元)，高薪酬水平有效提升了销售团队的归属感与战斗力，为团队稳定性奠定基础。
- **管理机制：扁平化+数字化，提升终端响应与运营效率。**公司采用扁平化、人员下沉的管理模式，推动销售人员贴近终端、贴近客户，实现市场需求的快速捕捉与敏捷响应；同时，依托数字化手段对经销商开展精益化管理，高效落实需求对接、便捷交付等核心环节，进一步提升渠道协同效率。具体来看，公司通过“一物一码”模式优化全链路运营管理，提升管理精细化水平；借助 AI 工具强化终端货架管理，精准提升产品投放效率与终端覆盖精准度，助力销售效能持续释放。

图 32：海天味业销售人员人均薪酬、人均创收能力高于同行业（2024）



资料来源：公司公告，Wind，财信证券

图 33：海天味业销售费用规模高于同行，但销售费用率明显低于同行



资料来源：Wind，财信证券

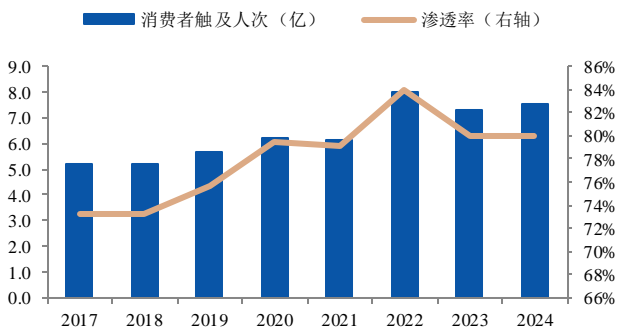
3.4 持续投入进行消费者教育，百年品牌打造国民级口碑

品牌优势：百年积淀+多维认证，构筑国民级品牌壁垒。海天作为拥有四百年历史的国民级超级品牌，经过多年现代化改制与全国化布局，已成为家喻户晓的调味品龙头品牌，同时也是首批荣获中国商务部认定的“中华老字号”企业，品牌底蕴深厚且市场认可度极高。从行业认证与品牌影响力来看，公司多品类稳居行业领先地位，优势显著：

- **消费者触达与渗透率领先：**根据公司年报，2025 年海天消费者触及数 7.54 亿，消费者渗透率达 80%，位列中国消费者十大首选品牌第四位、调味品行业第一位，充分彰显其国民级品牌的广泛影响力；
- **品类品牌力稳居第一：**根据 2025 年中国品牌力指数 C-BPI，海天在酱油（连续 15 年）、酱料（连续 6 年）、蚝油（连续 6 年）、食醋（连续 2 年）四大品类中均获评行业第一品牌，品类竞争力全面领先；
- **全球品牌价值突出：**根据 2024 年 Brand Finance 发布的全球食品品牌价值 100 强榜单，海天荣登十大最强食品品牌榜单第三位，且位列全球调味品品牌价值首位，品牌影响力已延伸至国际市场。

品牌营销：迭代升级，兼顾高举高打与年轻化渗透。公司始终重视品牌建设与消费者教育，构建了从高举高打到年轻化转型的全维度营销体系，实现品牌影响力的持续提升与客群的全面覆盖。早在 1997 年，公司便率先在央视黄金时段投放广告，彰显了对品牌打造的长远布局；随着时代发展与媒介形态迭代，公司营销媒介从传统央视黄金时段、农村墙体广告、地铁广告，逐步延伸至社交媒体、直播等新兴渠道，实现媒介组合的持续创新。同时，公司积极推进年轻化营销，通过冠名网络综艺、植入网剧等方式，培育并渗透年轻客群；此外，借助《中国美食大会》等文化 IP，将产品与中华饮食文化深度绑定，丰富品牌文化内涵，进一步提升品牌溢价能力，巩固国民级品牌地位。

图 34：海天味业消费者渗透率持续提升



资料来源：凯度，公司公告，财信证券

图 35：海天味业 C-BPI 多项产品品牌力得分第一

品类	2025 C-BPI 第一品牌 (得分)	连续年数
酱油	海天 (729.5)	15年
食醋	海天 (569.8)	2年
酱料	海天 (668.9)	6年
蚝油	海天 (754.4)	6年

资料来源：Chnbrand，财信证券

4 盈利预测及估值

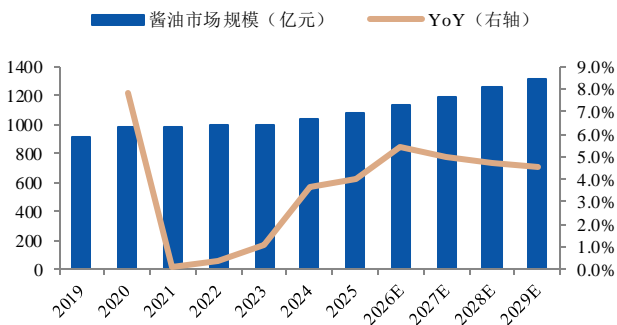
4.1 盈利预测

4.1.1 收入端

我们预计公司 2026-2028 年收入同比增长 9.1%、8.8%、8.7% 至 315.15、342.77、372.44 亿元。我们预计公司酱油、蚝油有望保持稳健增长，调味酱、特色调味品则有望保持快速增长，支撑公司保持大个位数稳健增长。

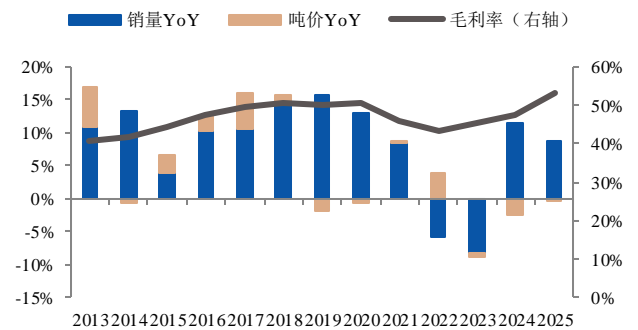
酱油：我们预计 2026-2028 年公司酱油收入同比增长 8.3%、8.0%、7.5% 至 161.7、174.6、187.7 亿元。酱油行业处于成熟期，总量增长放缓但集中度仍较低，海天味业持续推新、拓渠，我们认为有望获得市场份额，价格端主要受消费环境影响，需求不景气、成本下行不具备提价基础，市场竞争激烈以及公司产品持续下沉，吨价或短期小幅让位于销量份额的提升。

图 36：我国酱油市场规模有望保持稳健增长



资料来源：海天味业 H 股招股书，财信证券

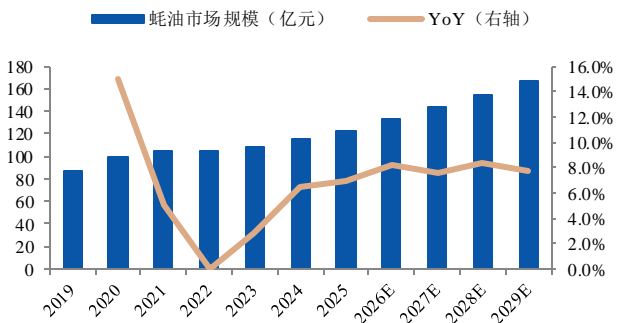
图 37：公司酱油产品量价拆分及毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券 注：为数据可比，图中毛利率为剔除成本中运费后计算结果

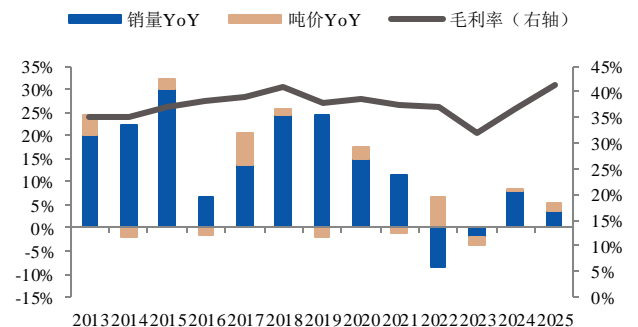
蚝油：我们预计 2026-2028 年公司蚝油收入同比增长 8.1%、7.0%、7.0% 至 52.6、56.3、60.2 亿元。蚝油行业仍处于成长期，尤其家庭端渗透率仍处于较低水平，随消费者培育和习惯养成，我们预计蚝油产品有望保持稳定增长。

图 38：我国蚝油市场规模有望保持稳健增长



资料来源：海天味业 H 股招股书，财信证券

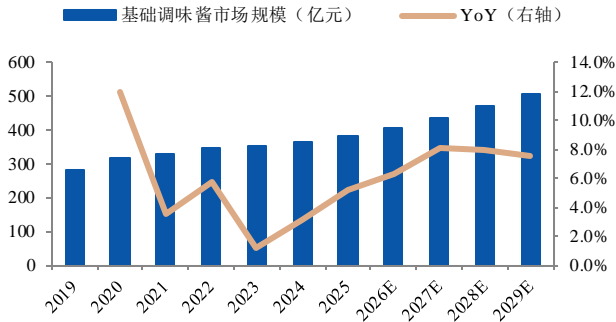
图 39：公司蚝油产品量价拆分及毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券 注：为数据可比，图中毛利率为剔除成本中运费后计算结果

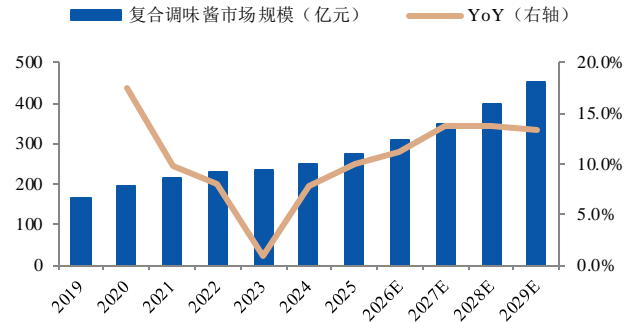
调味酱：我们预计 2026-2028 年公司调味酱收入同比增长 9.0%、9.0%、9.0% 至 31.8、34.7、37.8 亿元。调味酱广泛应用于各类场景，区域特色明显、差异化大，海天在大单品基础上进行迭代培育，凭借渠道网络优势，有望持续获取增量。

图 40：我国基础调味酱市场规模有望保持稳健增长



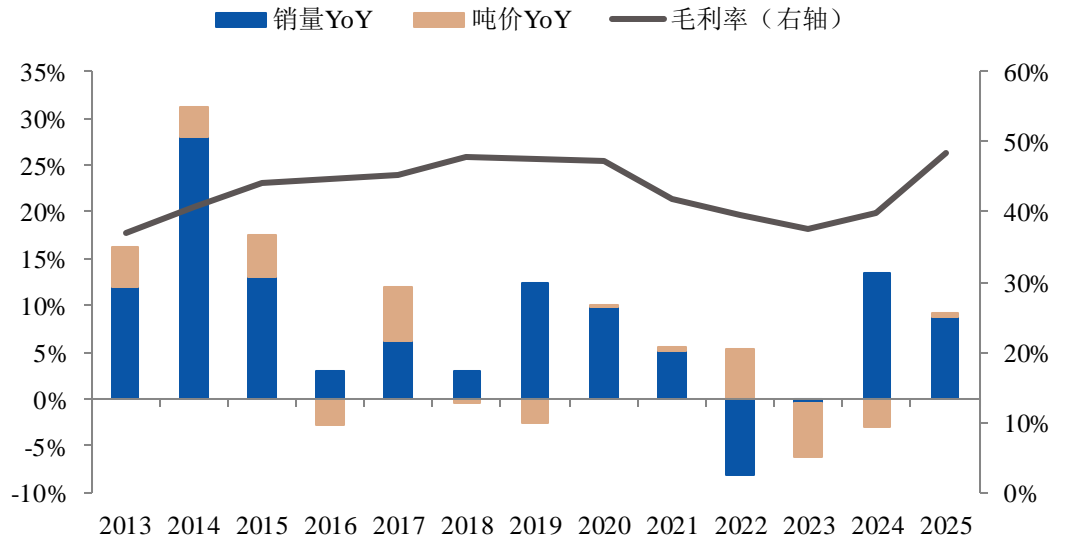
资料来源：海天味业 H 股招股书，财信证券

图 41：我国复合调味酱市场规模有望保持快速增长



资料来源：海天味业 H 股招股书，财信证券

图 42：公司调味酱产品量价拆分及毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券 注：为数据可比，图中毛利率为剔除成本中运费后计算结果

特色调味品等其他主营业务：我们预计公司 2026-2028 年特色调味品等其他主营业务收入同比增长 16.0%、15.0%、15.0% 至 54.3、62.4、71.8 亿元，其中主要包括醋、料酒、复合调味料等产品，随公司产品的不断推出，我们预计有望依托公司渠道网络快速放量，保持快速增长。

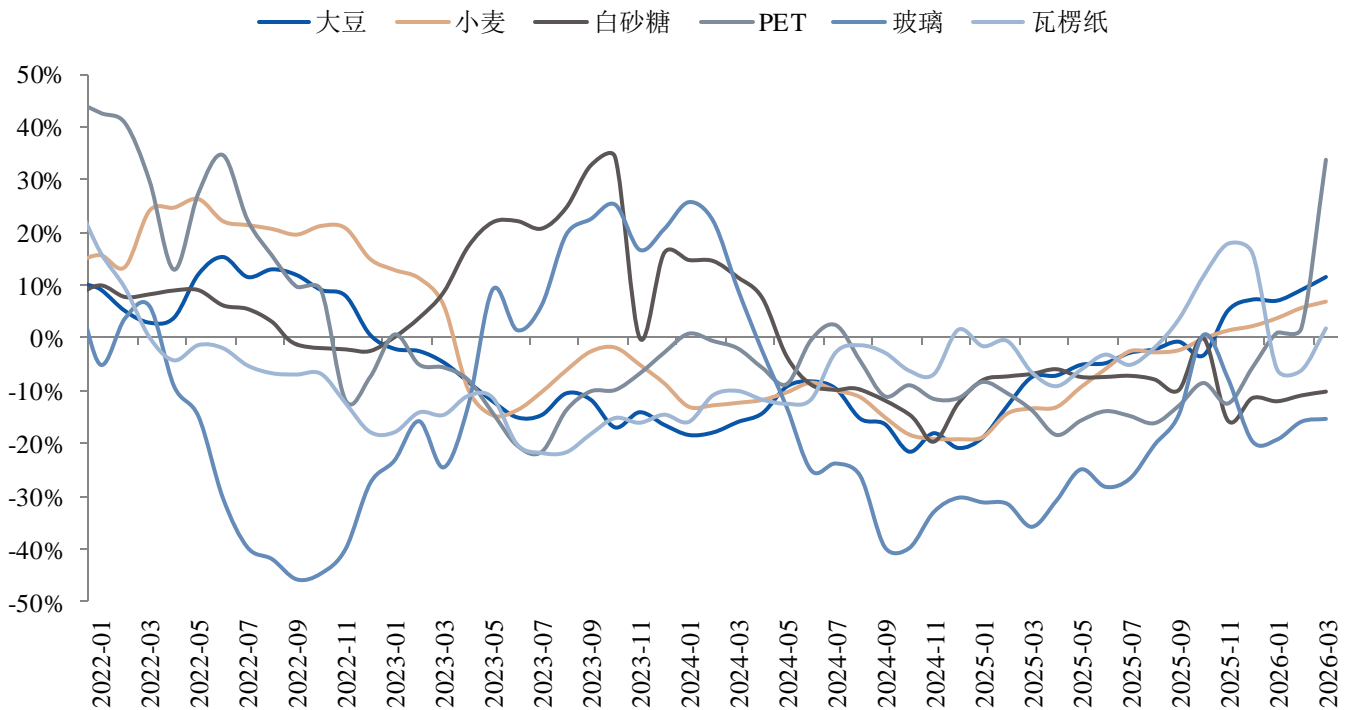
4.1.2 毛利率

我们预计公司 2026-2028 年毛利率分别为 40.3%、40.5%、40.6%。2025 年公司主营业务毛利率同比提升 3.15pp 至 41.78%，其中酱油/蚝油/调味酱/其他主营业务产品毛利率分别同比+4.03/+3.29/+7.61/-1.97ppt 至 48.73%/36.98%/45.05%/22.53%，我们认为成本红利

或有所减弱，竞争趋缓下价格端压力或有所降低，以及公司持续推进精益生产、规模效率继续提升，有望支撑公司产品毛利率整体平稳。

- **原料端：**2026年1月至3月，大豆、小麦、白砂糖、PET、玻璃、瓦楞纸均价分别同比+7.5%、+5.5%、-11.3%、+12.2%、-15.0%、-0.1%，大豆、小麦、PET价格有所抬升，考虑公司产品3-6个月的生产周期，我们预计2026年公司成本红利或弱于2025年。
- **价格端：**考虑行业竞争放缓，我们认为公司促销幅度或随着收紧，由此或对价格有所支撑，但仍需观察后续市场需求及供给端变化。
- **效率端：**公司持续推进供应链及生产等优化，随规模效应继续提升，或对毛利率有所支撑。

图 43：调味品部分原材料价格同比有所提升



资料来源：Wind，财信证券

4.1.3 利润端

我们预计公司 2026-2026 年归母净利润分别为 79.16、87.72、95.92 亿元，同比增长 12.5%、10.8%、9.3%。

- **销售费用率：**我们预计 2026-2028 年公司销售费用率为 6.7%、6.4%、6.2%，从绝对规模来看销售费用随收入提升，但考虑竞争趋缓、规模效应下，我们预计销售费用率有望逐步有所降低。
- **管理费用率：**我们预计 2026-2028 年公司管理费用率为 2.4%、2.2%、2.1%，整体随组织效率、规模效应提升，管理费用率缓步减低。

- ▶ **研发费用率：**我们预计 2026-2028 年公司研发费用率为 3.2%、3.1%、3.1%，公司将科技赋能放在发展战略的重要位置，我们预计研发费用率保持平稳。
- ▶ **归母净利率：**综合以上毛利率及费用率影响，我们预计 2026-2028 年公司归母净利率为 25.1%、25.6%、25.8%，相比于 2025 年的 24.4%，呈缓慢提升的趋势。

4.2 估值

考虑公司作为调味品龙头，竞争优势明显且组织团队优秀，未来公司自由现金流能够较好进行预测，我们采用 DCF 估值法对公司合理股价进行预测。基于 DCF 估值法，我们测算公司合理股价区间为 46.32-49.09 元/股，对应 2026 年 34.24-36.29 倍 P/E 估值。

我们的假设如下：

- ▶ **收入及利润：**我们预测公司 2025-2028 年收入增长 CAGR 为 8.9%，归母净利润增长 CAGR 为 10.9%；至 2035 年收入规模达到 579.7 亿元，归母净利润达到 148.6 亿元。
- ▶ **永续增长率：**我们预计公司永续增长率为 2.0%，主要因为调味品为刚需、高粘性，消费者对于品牌认可度高，价格上能够同 CPI 同步提升，海天作为行业龙头，亦应能够保持同步提价。
- ▶ **税率：**根据公司历史有效税率表现，以及公司享受的国家税率优惠政策，我们预计公司有效税率为 18.0% 左右。
- ▶ **目标负债率：**2015 年至今，公司带息负债率处于 0%-2% 之间，谨慎考虑，我们预计公司目标负债率为 10.0% 左右。
- ▶ **贝塔系数：**采用调味发酵品行业相较于沪深 300 的平均 β 系数为 1.0。
- ▶ **无风险收益率和风险溢价：**参考十年期国债收益率以及沪深 300 指数 PE 倍数，我们采用无风险收益率 1.8%、风险溢价 5.5%。
- ▶ **权益资本成本和债务资本成本：**根据资本资产定价公式，权益资本成本=无风险收益率+贝塔系数*风险溢价，得到权益资本成本为 7.3%；根据银行贷款利息及资本市场债券利率，我们假设公司的债务成本为 4.0%。根据上述假设计算，公司加权平均资本成本（WACC）为 6.9%。

图 44：海天味业 DCF 估值

人民币百万元											
自由现金流预测	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	28,873	31,515	34,277	37,244	40,290	43,037	45,986	49,153	51,922	54,857	57,970
YoY	7.3%	9.1%	8.8%	8.7%	8.2%	6.8%	6.9%	6.9%	5.6%	5.7%	5.7%
EBIT	8,139	8,955	9,986	10,931	11,770	12,517	13,315	14,167	14,910	15,693	16,521
YoY	16.2%	10.0%	11.5%	9.5%	7.7%	6.3%	6.4%	6.4%	5.2%	5.3%	5.3%
息税前利润率	28.2%	28.4%	29.1%	29.3%	29.2%	29.1%	29.0%	28.8%	28.7%	28.6%	28.5%
EBIT*(1-t)	6,672	7,340	8,186	8,960	9,647	10,260	10,914	11,612	12,221	12,863	13,541
+ 折旧及摊销	837	911	969	1,025	1,074	1,120	1,162	1,203	1,244	1,284	1,324
- 营运资金变化	912	572	591	645	666	602	647	696	609	646	685
- 资本支出	-1,169	-979	-879	-629	-629	-629	-629	-629	-629	-629	-629
自由现金流	7,252	7,844	8,866	10,000	10,759	11,352	12,094	12,882	13,444	14,164	14,921
YoY		8.2%	13.0%	12.8%	7.6%	5.5%	6.5%	6.5%	4.4%	5.4%	5.3%
DCF 分析											
预测期自由现金流现值	84,575								税率	18.0%	
自由现金流终值	310,157								目标负债比率	10.0%	
永续自由现金流现值	170,031								贝塔系数	1.00	
企业价值	254,606								无风险收益率	1.8%	
净现金	24,375								风险溢价	5.5%	
权益价值	278,981								权益资本成本	7.3%	
每股权益价值 (元)	47.67								债务资本成本	4.0%	
									税后债务资本成本	3.3%	
									WACC	6.9%	
									永续增长率	2.0%	

资料来源：Wind，财信证券

图 45：海天味业 DCF 估值敏感性测算

每股权益价值 (元)										
永续增长率		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	5.4%	48.94	52.09	55.96	60.82	67.10	75.55	87.51	105.73	136.91
	5.9%	45.00	47.52	50.56	54.28	58.96	65.01	73.15	84.66	102.21
	6.4%	41.69	43.74	46.16	49.09	52.67	57.18	63.01	70.84	81.93
	6.9%	38.86	40.54	42.52	44.86	47.67	51.13	55.47	61.08	68.63
	7.4%	36.41	37.82	39.45	41.35	43.60	46.32	49.65	53.83	59.23
	7.9%	34.29	35.47	36.83	38.39	40.23	42.40	45.01	48.22	52.25
	8.4%	32.42	33.42	34.56	35.87	37.38	39.15	41.24	43.76	46.85
对应2026年PE估值										
永续增长率		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	5.4%	36.18	38.51	41.37	44.96	49.61	55.85	64.69	78.16	101.21
	5.9%	33.27	35.13	37.38	40.13	43.59	48.06	54.07	62.58	75.56
	6.4%	30.82	32.33	34.13	36.29	38.94	42.27	46.58	52.37	60.56
	6.9%	28.72	29.97	31.43	33.16	35.24	37.80	41.01	45.15	50.73
	7.4%	26.92	27.96	29.16	30.57	32.23	34.24	36.70	39.79	43.79
	7.9%	25.35	26.22	27.22	28.38	29.74	31.34	33.27	35.65	38.62
	8.4%	23.96	24.71	25.55	26.52	27.63	28.94	30.49	32.35	34.63

资料来源：Wind，财信证券

5 风险提示

消费需求不及预期；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；海外市场拓展风险；食品安全问题等。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	主要指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	26900.98	28873.38	31514.60	34277.07	37244.15	营业总收入	26900.98	28873.38	31514.60	34277.07	37244.15
减: 营业成本	16948.32	17259.68	18809.95	20379.73	22141.26	增长率(%)	9.53%	7.33%	9.15%	8.77%	8.66%
营业税金及附加	227.59	247.91	270.59	294.31	319.79	归属母公司股东净利润	6344.13	7038.47	7915.91	8772.15	9591.51
营业费用	1628.60	1933.19	2110.03	2193.73	2309.14	增长率(%)	12.75%	10.94%	12.47%	10.82%	9.34%
管理费用	590.14	700.00	764.04	754.10	782.13	每股收益(EPS)	1.08	1.20	1.35	1.50	1.64
研发费用	839.53	914.99	998.69	1062.59	1154.57	每股股利(DPS)	0.86	1.36	1.08	1.20	1.31
财务费用	-508.97	-456.03	-710.85	-724.26	-779.34	每股经营现金流	1.17	1.32	1.48	1.64	1.79
减值损失	-100.59	-4.02	-1.19	-1.24	-1.33	毛利率	37.00%	40.22%	40.31%	40.54%	40.55%
加: 投资收益	18.51	18.38	18.38	18.38	18.38	净利率	23.63%	24.40%	25.14%	25.61%	25.77%
公允价值变动损益	218.85	217.35	217.35	217.35	217.35	净资产收益率(ROE)	20.53%	17.03%	19.17%	20.06%	20.71%
其他经营损益	194.04	158.96	159.24	159.24	159.24	投入资本回报率(ROIC)	229.77%	269.62%	93.13%	112.76%	138.55%
营业利润	7506.58	8664.30	9665.93	10710.60	11710.24	市盈率(P/E)	38.14	34.38	30.57	27.58	25.23
加: 其他非经营损益	6.50	-68.88	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	7.83	5.85	5.86	5.53	5.23
利润总额	7513.08	8595.42	9665.93	10710.60	11710.24	股息率(分红/股价)	2.08%	3.29%	2.62%	2.90%	3.17%
减: 所得税	1157.22	1549.97	1743.01	1931.39	2111.65	主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	6355.86	7045.45	7922.92	8779.21	9598.59	收益率					
减: 少数股东损益	11.73	6.99	7.01	7.06	7.08	毛利率	37.00%	40.22%	40.31%	40.54%	40.55%
归属母公司股东净利润	6344.13	7038.47	7915.91	8772.15	9591.51	三费/营业总收入	9.48%	10.71%	10.03%	9.59%	9.31%
资产负债表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EBIT/营业总收入	26.04%	28.19%	28.42%	29.13%	29.35%
货币资金	22114.74	24603.68	24979.80	28070.56	31665.15	EBITDA/营业总收入	29.40%	31.09%	31.31%	31.96%	32.10%
交易性金融资产	7617.58	10105.46	10105.46	10105.46	10105.46	净利率	23.63%	24.40%	25.14%	25.61%	25.77%
应收和预付款项	276.98	423.37	461.88	501.78	545.20	资产获利率					
其他应收款(合计)	18.55	45.02	49.14	53.44	58.07	ROE	20.53%	17.03%	19.17%	20.06%	20.71%
存货	2525.27	2407.72	2624.39	2843.79	3089.98	ROA	15.56%	13.50%	14.98%	15.64%	16.10%
其他流动资产	288.99	398.49	398.49	398.49	398.49	ROIC	229.77%	269.62%	93.13%	112.76%	138.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	资产负债率	23.14%	19.82%	20.93%	21.17%	21.46%
投资性房地产	3.44	3.12	3.12	3.12	3.12	投资资本/总资产	5.83%	14.47%	13.21%	11.12%	8.64%
固定资产和在建工程	6531.09	6872.96	6979.10	6921.28	6553.84	带息债务/总负债	3.76%	1.95%	1.54%	1.09%	0.76%
无形资产和使用权资产	1029.08	1089.83	1040.76	998.19	960.10	流动比率	365.49%	385.49%	365.77%	369.37%	373.96%
其他非流动资产	452.62	6234.21	6235.48	6236.12	6236.44	速动比率	334.17%	357.01%	337.14%	340.83%	345.52%
资产总计	40858.44	52183.94	52877.72	56132.34	59615.96	股利支付率	75.24%	112.95%	80.00%	80.00%	80.00%
短期借款	293.46	140.85	90.85	40.85	0.00	收益留存率	24.76%	-12.95%	20.00%	20.00%	20.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	8222.68	9191.84	10024.29	10879.79	11820.81	总资产周转率	0.66	0.55	0.60	0.61	0.62
长期借款	33.20	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	5.32	5.53	5.88	6.34	7.04
其他负债	907.15	1011.58	953.38	961.62	969.86	应收账款周转率	111.04	97.67	97.67	97.67	97.67
负债合计	9456.49	10344.27	11068.51	11882.26	12790.67	存货周转率	6.71	7.17	7.17	7.17	7.17
股本	5560.60	5851.82	5851.82	5851.82	5851.82	估值指标					
资本公积	142.50	9398.34	9398.34	9398.34	9398.34	EBIT	7004.11	8139.40	8955.08	9986.34	10930.90
留存收益	25192.31	26079.40	26045.32	28484.74	31058.53	EBITDA	7910.18	8976.04	9866.05	10955.40	11955.42
归属母公司股东权益	30895.41	41329.56	41295.49	43734.91	46308.69	NOPLAT	5582.99	6422.83	7031.58	7876.87	8651.11
少数股东权益	506.54	510.11	513.71	515.17	516.60	净利润	6355.86	7045.45	7922.92	8779.21	9598.59
股东权益合计	31401.94	41839.68	41809.20	44250.07	46825.29	EPS	1.08	1.20	1.35	1.50	1.64
负债和股东权益合计	40858.44	52183.94	52877.72	56132.34	59615.96	BPS	5.28	7.06	7.06	7.47	7.91
现金流量表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	PE	38.14	34.38	30.57	27.58	25.23
经营性现金净流量	6843.71	7745.95	8677.81	9597.53	10472.17	PEG	3.34	3.16	3.26	3.43	3.51
投资性现金净流量	-3776.14	-13729.76	-930.93	-830.93	-580.93	PB	7.83	5.85	5.86	5.53	5.23
筹资性现金净流量	-4002.40	3663.44	-7370.75	-5675.83	-6296.64	PS	8.99	8.38	7.68	7.06	6.50
现金流量净额	-934.25	-2370.25	376.12	3090.76	3594.59	PCF	35.36	31.24	27.88	25.21	23.11

资料来源: 财信证券, Wind, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和個人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 楼

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438