

海天味业 (603288.SH)

买入 (首次评级)

长青之基多维深筑，静水流深价值凸显

投资要点：

公司概况：中国调味品龙头企业，全品类全渠道覆盖

海天味业是我国调味品龙头企业，起源于1582年明朝万历年间，发展已逾四百年。在发展历程中，公司不仅在产能布局上领先同行，更在研发投入、品牌建设及数字化转型方面树立了行业标杆，确立了其在调味品板块中的龙头地位。海天的产品战略围绕巩固核心品类、多极增长的平台化思路，已构建起以酱油、蚝油、酱料为三大支柱，并向食醋、料酒及复合调味料延伸的全品类矩阵；而渠道端深度下沉的渗透力和掌控力或以成为公司最核心的竞争壁垒。

行业现状：规模稳健增长，结构持续分化

当前国内消费需求已步入逐步复苏通道。调味品行业需求端呈现从基础调味品向餐饮定制、功能调味、复合调味等方向进行结构优化。从供给侧来看，行业资本开支高峰已过、中小企业持续出清，行业竞争格局有望迎来实质性缓和，进入头部企业份额持续提升的格局优化阶段，行业集中度稳步提升的长期趋势明确。

核心看点：多维壁垒深筑，价值底色凸显

海天味业的核心竞争力首先体现在其庞大的业务规模所带来的极致成本控制与供应链效率，而渠道护城河不仅在于“广”，更在于“深”与“敏捷”。公司构建了遍布全国的“毛细血管”级深度分销体系。而从产品端看，公司“基础盘稳定”与“趋势盘引领”为核心产品战略，带动公司全品类矩阵协同，精准捕捉未来消费趋势。而公司治理角度，海天多年稳定的管理结构和员工激励，形成稳固的利益共同体，也是其基业长青的内在基因。同时，公司在稳定健康的现金流表现前提下，进一步强化股东回报，承诺25-27年分红比例不低于80%，凸显价值底色。

盈利预测与投资建议

海天味业作为当前中国调味品行业龙头，在品牌心智、产品矩阵、渠道精耕、生产能力、企业治理等方面均具备深厚积淀。历史财务表现也证明公司穿越周期、持续成长的优秀底色。基于当前行业增速放缓、需求逐步复苏的背景下，我们持续看好公司的经营能力带来市占率的持续提升。此外，公司在股东回报方面进一步强化，价值红利属性也进一步凸显。我们预计公司2026-2028年归母净利润为79.00/87.93/96.74亿元，同比+12%/+11%/+10%，当前市值对应PE分别为29x/26x/24x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

食品质量安全风险，消费需求不及预期，主要原材料价格波动风险，新品推广不及预期。

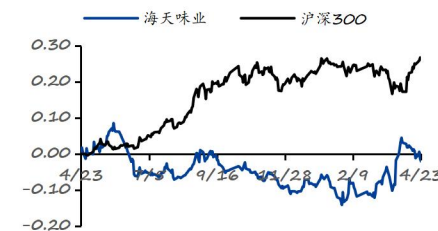
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,901	28,873	31,496	34,294	37,249
增长率	10%	7%	9%	9%	9%
净利润(百万元)	6,344	7,038	7,900	8,793	9,674
增长率	13%	11%	12%	11%	10%
EPS(元/股)	1.08	1.20	1.35	1.50	1.65
市盈率(P/E)	36.5	32.9	29.3	26.3	23.9
市净率(P/B)	7.5	5.6	5.2	4.9	4.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2026-04-23
收盘价:	39.58元
总股本/流通股本(百万股)	5,851.82/5,560.60
流通A股市值(百万元)	220,088.57
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	19.82
一年内最高/最低价(元)	45.75/34.83

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 龚源月(S0210526030001)

分析师： 童杰(S0210523050002)

tj30105@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 公司概况：中国调味品龙头企业，全品类全渠道覆盖	3
1.1 历史沿革：老字号品牌，调味品行业龙头	3
1.2 产品结构：三大核心品类，七个十余亿级系列	4
1.3 渠道布局：全国深度分销，海外加速扩张	5
2 行业现状：规模稳健增长，结构持续分化	5
2.1 需求侧逐步复苏，餐饮消费整体回暖	5
2.2 供给侧竞争格局优化，逐步转向量价齐升阶段	6
2.3 整体格局仍较为分散，集中度提升空间充足	6
3 核心看点：多维壁垒深筑，价值底色凸显	7
3.1 规模优势：极致效率与全产业链议价权	7
3.2 渠道优势：毛细血管级覆盖，全渠道生态重构	8
3.3 产品优势：全品类矩阵协同，精准捕捉消费趋势	8
3.4 治理优势：管理结构稳定，员工激励充沛	9
3.5 红利属性：充沛现金流带来稳健分红	10
4 盈利预测与投资建议	11
4.1 盈利预测	11
4.2 投资建议	12
5 风险提示	13

图表目录

图表 1：海天味业历史营收及增速表现	3
图表 2：海天味业历史归母净利润及增速表现	3
图表 3：海天味业历史毛利率及归母净利率表现	4
图表 4：海天味业近年各项费用率表现	4
图表 5：海天味业分产品主营构成（亿元）	4
图表 6：公司“有机”系列产品	4
图表 7：海天味业分渠道主营构成（亿元）	5
图表 8：海天味业分地区主营构成（亿元）	5
图表 9：2020 年以来调味品市场规模持续扩容	6
图表 10：“减盐、低钠”相关产品 SKU 和市场份额持续提升	6
图表 11：SW 调味品板块资本支出高点已过	6
图表 12：调味品细分品类 25H2 价格表现均优于 25H1	6
图表 13：调味品及其子品类 CR3 集中度情况	7
图表 14：调味发酵品板块毛销差开始修复	7
图表 15：海天味业三大品类单吨制造费用（元/吨）	8
图表 16：海天味业管理+销售费用率低于友商	8
图表 17：海天味业经销商数量近年远多于友商	8
图表 18：海天味业单商收入近年高于友商（万元）	8
图表 19：海天挤挤瓶系列产品	9
图表 20：海天部分复合调味品产品	9
图表 21：海天味业核心管理层均长期供职于公司	10
图表 22：海天味业近年股利支付率和股息率持续提升，25 年创历史新高	10
图表 23：海天味业收入拆分预测表	12
图表 24：可比公司估值表	12
图表 25：财务预测摘要	14



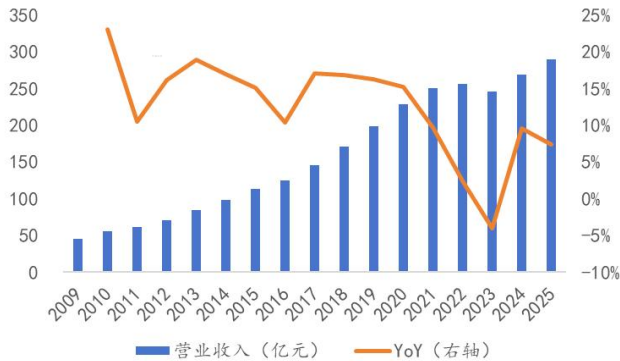
1 公司概况：中国调味品龙头企业，全品类全渠道覆盖

1.1 历史沿革：老字号品牌，调味品行业龙头

海天味业是我国调味品龙头企业，起源于1582年明朝万历年间，发展已逾四百年。作为调味品行业极具代表性的老字号企业，公司在1995年改制为有限责任公司，正式开启了工业化、规模化的扩张之路。2014年在上交所上市后，海天凭借卓越的治理结构和多次大规模股权激励和员工持股计划，实现了职业经理人团队与股东利益的深度绑定。在发展历程中，公司不仅在产能布局上领先同行，更在研发投入、品牌建设及数字化转型方面树立了行业标杆，确立了其在调味品板块中的龙头地位。

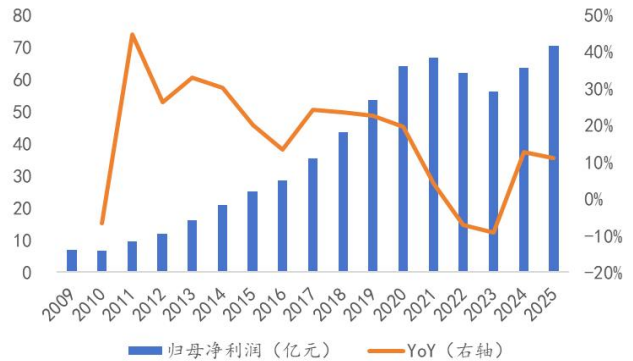
从财务表现来看，在外部消费环境波动的背景下，海天依然展现出了极强的业绩韧性。根据公司2025年年报，公司营业收入规模已稳健增长至288.73亿元，归母净利润达70.38亿元。这种规模效应不仅体现在绝对的营收体量上，或更体现在其对上游原材料的议价能力以及对下游渠道的掌控力上。作为典型的价值成长型标的，海天的品牌力已从单纯的产品符号演变为一种餐饮底色，成为其抵御行业周期波动、实现穿越周期的核心护城河。

图表 1：海天味业历史营收及增速表现



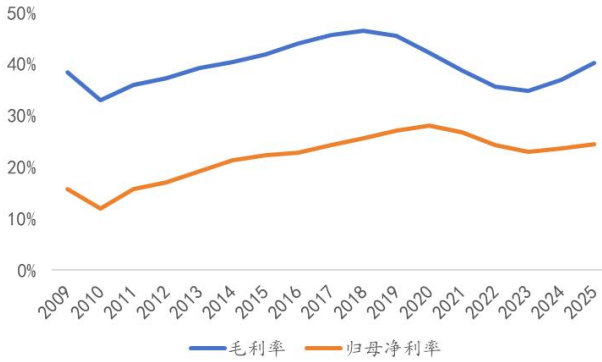
数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图表 2：海天味业历史归母净利润及增速表现



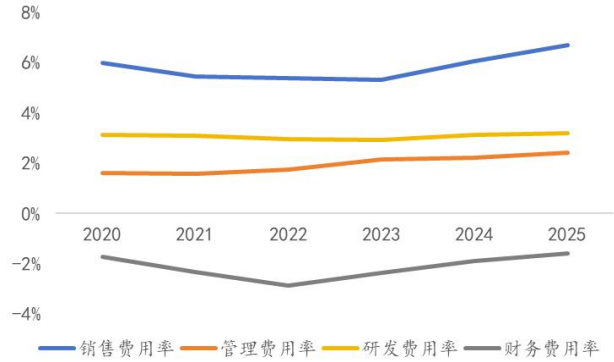
数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图表 3：海天味业历史毛利率及归母净利率表现



数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图表 4：海天味业近年各项费用率表现



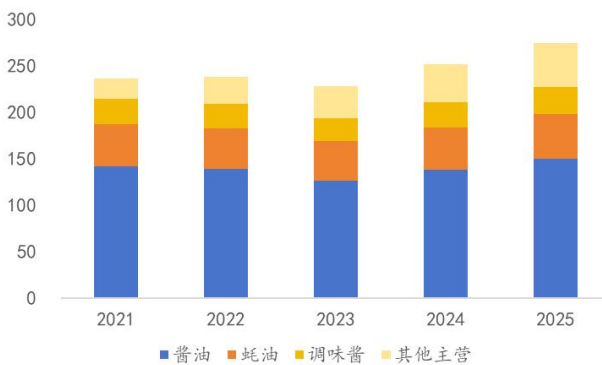
数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

1.2 产品结构：三大核心品类，七个十余亿级系列

海天的产品战略围绕巩固核心品类、多极增长的平台化思路，已构建起以酱油、蚝油、酱料为三大支柱，并向食醋、料酒及复合调味料延伸的全品类矩阵。截至 25 年，公司已有 7 个十亿级以上产品系列、超 30 个亿级以上产品系列。

酱油业务作为公司的第一增长曲线，常年维持 50% 以上的主营业务收入。在行业存量竞争阶段，海天通过精准的产品分级实现了对全价位段的覆盖。一方面，以“金标生抽”和“草菇老抽”为代表的基础款单品锁定了餐饮端的存量盘；另一方面，公司顺应消费升级趋势，重点发力“有机”、“薄盐”等高端营养健康系列产品，25 年同比增速达 48.3%，有效带动公司品类逐步升级。蚝油业务则凭借其强大的餐饮渠道惯性和高生产壁垒，根据公司港股招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，公司蚝油品类实现 40% 以上的细分品类市占率（以 2024 年收入计），成为公司业绩增长的稳压器。而品类扩张则是海天近年来最具看点的动作，公司利用其成熟的工业化生产流程，在食醋、料酒等新品类上迅速复制规模优势实现突破，在健康化、便捷化、场景化、定制化等创新产品加速增长，以及在复合调味料及周边领域加快拓展。

图表 5：海天味业分产品主营构成（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表 6：公司“有机”系列产品



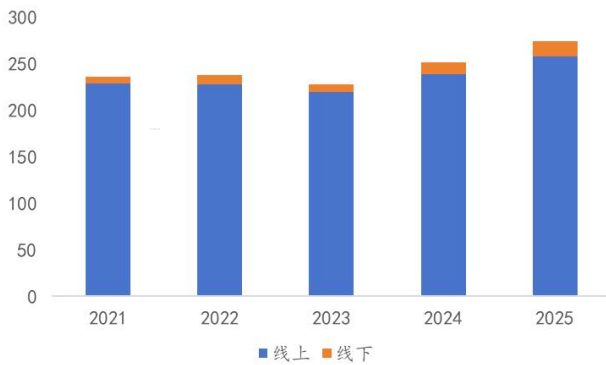
数据来源：公司公告，华福证券研究所



1.3 渠道布局：全国深度分销，海外加速扩张

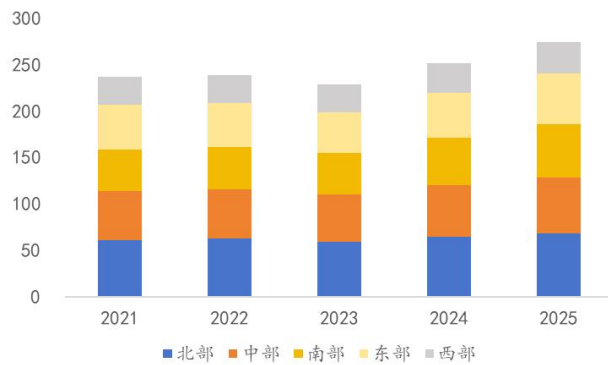
海天深度分销的渠道渗透力或为公司最核心的竞争壁垒。在国内市场，公司坚持“深度下沉、扁平化管理”的原则。截至 2025 年底，海天在全国范围内拥有的经销商数量 6702 家，覆盖约 300 万个终端网点，成功实现了对全国所有地级市的 100%覆盖，并在县级市场的覆盖率达到 90%以上。这种深度渗透确保了海天产品在 B 端（餐饮端）的主导地位。由于餐饮厨师对调味品存在极高的品牌粘性和操作习惯，海天通过长期的“厨师营销”和稳定的供应链支持，餐饮渠道成为公司最主要的收入来源，根据勤策消费研究数据，2024 年海天餐饮渠道收入占比达 58%。随着 2025 年线下餐饮链条的全面复苏，这种渠道先发优势有望再次转化为业绩弹性的体现。在多元化渠道方面，海天正积极应对零售业态的碎片化趋势。公司不再单纯依赖传统大卖场，而是快速布局如线上等新兴渠道，通过数字化系统实时追踪终端库存与流向，大幅提升了渠道链条的周转效率。同时，伴随公司 25 年 6 月于香港联交所成功上市，海外市场或可成为公司新的增长曲线，海天正试图从“中国的海天”向“全球调味品巨头”的角色完成跨越，产品出口至 80 多个国家和地区，连续两年入选“外国人喜爱的中国品牌”，公司品牌的国际影响力持续增强。

图表 7：海天味业分渠道主营构成（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表 8：海天味业分地区主营构成（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

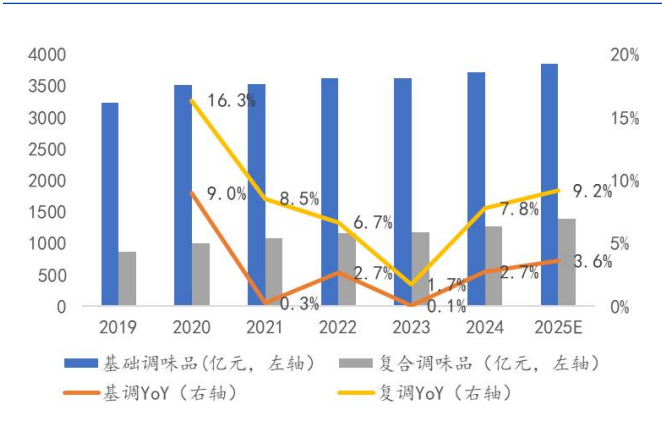
2 行业现状：规模稳健增长，结构持续分化

2.1 需求侧逐步复苏，餐饮消费整体回暖

在促消费政策持续发力与居民消费信心稳步回升的双重驱动下，国内消费需求已步入逐步复苏通道。调味品行业需求端呈现从基础调味品向餐饮定制、功能调味、复合调味等方向进行结构优化。餐饮端受益于餐饮复苏与连锁化率提升，对标准化、定制化调味料的需求持续高增，“去厨师化”趋势加速行业供应链适配；家庭端消费者健康意识觉醒，减盐、有机等健康属性成为核心决策因素；便捷型复合调味则满足当今“一人食”、“快手菜”等高效烹饪需求。结构上行业形成“基础调味品稳盘、复合调味品领跑”的行业发展态势，根据海天味业港股招股说明书转引弗若斯特沙利文数据，2024 年中国调味品整体市场规模达 4981 亿元，其中基础调味品规

模 3716 亿元 (19-24 年 CAGR 为 2.9%)，复合调味品规模 1265 亿元 (19-24 年 CAGR 达 8.1%)。

图表 9：2020 年以来调味品市场规模持续扩容



来源：弗若斯特沙利文，海天味业港股招股说明书，华福证券研究所

图表 10：“减盐、低钠”相关产品 SKU 和市场份额持续提升

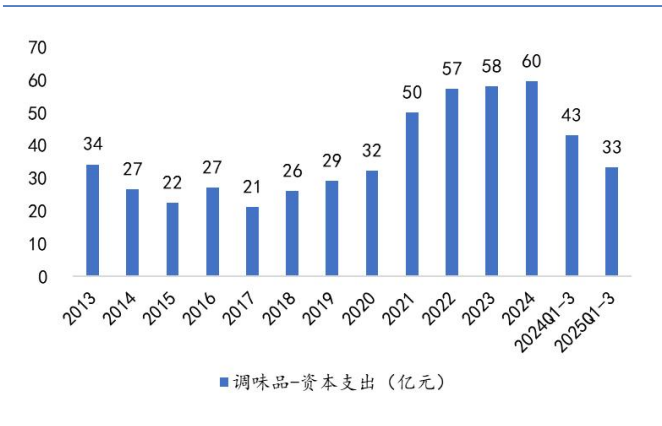


来源：马上赢情报站、华福证券研究所

2.2 供给侧竞争格局优化，逐步转向量价齐升阶段

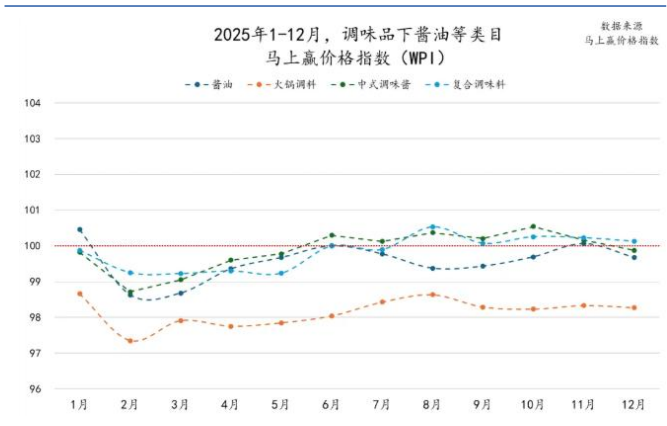
资本开支高峰已过，行业竞争格局有望迎来实质性缓和。经历了前期的产能扩张周期后，调味品板块的资本开支节奏已明显放缓。从调味品板块的资本支出轨迹来看：本轮行业资本开支的扩张从 2018 年开始，在 2022 年左右增长放缓，2023-2024 年达到阶段性高位，此后呈现较大幅度回落态势。这意味着前期行业集中扩产周期已基本结束，供给端压力逐步释放。随着资本开支强度的回落，行业竞争模式也有望迎来转变：单纯依靠价格战等恶性竞争手段抢占市场份额的必要性明显下降，行业有望从“规模扩张”转向“效率提升”的良性发展阶段。从细分品类的价格表现与企业动作来看：根据马上赢情报站数据，调味品板块多个核心品类的价格端呈现企稳回升态势，2025 年下半年价格表现整体优于上半年，行业价格策略逐步趋稳。

图表 11：SW 调味品板块资本支出高点已过



来源：iFind，各公司公告，华福证券研究所

图表 12：调味品细分品类 25H2 价格表现均优于 25H1

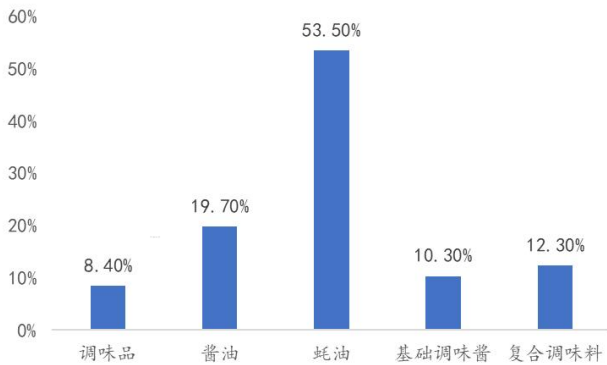


来源：马上赢情报站、华福证券研究所

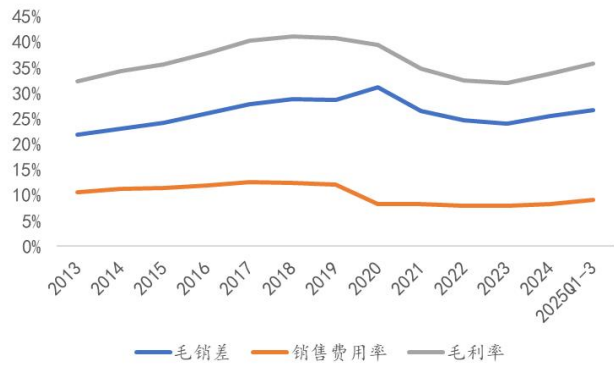
2.3 整体格局仍较为分散，集中度提升空间充足



当前行业已进入中小企业出清，头部企业份额持续提升的格局优化阶段，行业集中度稳步提升的长期趋势明确。2024年，中国调味品行业整体CR3仅为8.40%，其中细分品类CR3也多数低于20%，行业格局高度分散，存在较大的整合空间；根据调料家转引中国调味品协会信息部联合企查查共同发布的《2025年调味品行业工商数据分析报告》，2022-2025年调味品存续企业数量连续三年下降，共减少6.71万家，同时新注册企业持续减少。从经营表现看，调味品板块呈现毛销差持续优化的修复趋势，其毛利率在前期阶段性回落之后，2024年已显现回升态势，叠加销售费用率的稳定控制，毛销差逐步走阔，直观体现出企业成本管控能力与费用投放效率的双重提升。当前行业竞争模式向提产能利用率、抓运营效率的存量优化切换，具备规模壁垒、渠道掌控力与精细化管理优势的龙头企业，将更易在存量市场中实现市场份额的稳步提升，同时依托成本与效率优势推动盈利能力同步改善，盈利修复的确定性高于行业，有望进入经营质量持续改善的上行周期，成长能力进一步凸显。

图表 13：调味品及其子品类 CR3 集中度情况


来源：海天味业港股招股说明书，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

图表 14：调味发酵品板块毛销差开始修复


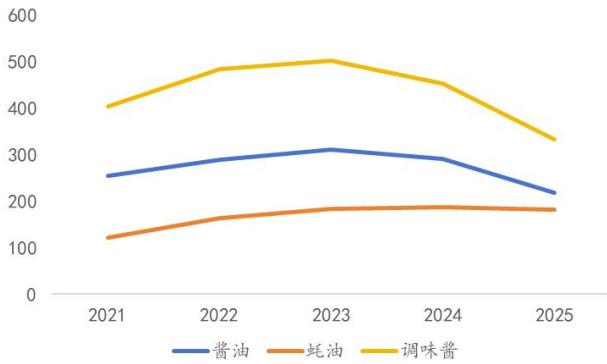
来源：iFind，各公司公告，华福证券研究所

3 核心看点：多维壁垒深筑，价值底色凸显

3.1 规模优势：极致效率与全产业链议价权

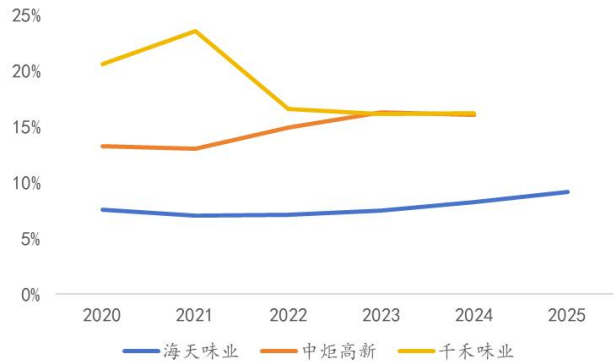
海天味业的核心竞争力首先体现在其庞大的业务规模所带来的极致成本控制与供应链效率。在调味品这一同质化程度较高的赛道，规模效应是决定毛利空间的关键。随着公司智能化工厂产能的全面释放，海天的单位生产成本持续下行。通过集中采购大豆、白糖、包材等大宗商品，海天对上游供应商拥有极强的议价权，能够有效对冲原材料价格波动的风险。此外，公司在全国布局的数个智能化生产基地，大幅降低了仓储与二次运输成本。海天的管理费用率与销售费用率长期低于友商，这种规模优势和精益管理带来的成本领先，不仅为公司提供了更深的价格缓冲带，也使其在发起市场防御或进攻时更具主动性。

图表 15: 海天味业三大品类单吨制造费用 (元/吨)



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 海天味业管理+销售费用率低于友商

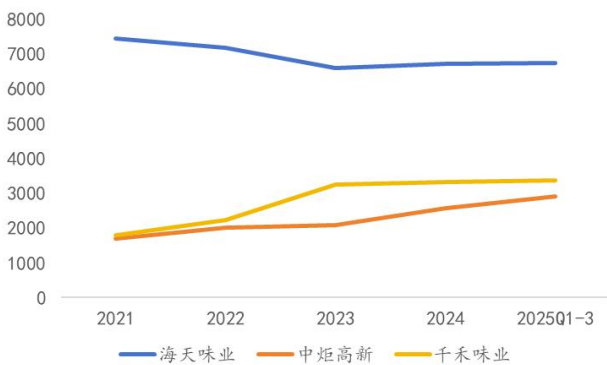


数据来源: iFind, 各公司公告, 华福证券研究所

3.2 渠道优势: 毛细血管级覆盖, 全渠道生态重构

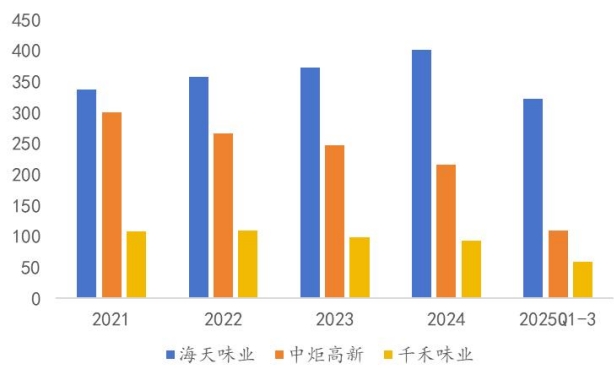
海天的渠道护城河不仅在于“广”，更在于“深”与“敏捷”。公司构建了遍布全国的“毛细血管”级深度分销体系。截至 2025 年末，公司经销商网络已进一步优化至高粘性、强执行的层级结构，地级市覆盖率达 100%，县级市场覆盖率超过 90%。在 B 端餐饮市场，海天通过深度的厨师心智占领，形成了极高的替代成本，这种渠道惯性确保了公司在餐饮复苏周期中能够率先获益。面对新零售冲击，海天展现了极强的进化能力。公司通过多元化渠道布局，在传统商超之外，大力拓展线上、即时零售等新兴渠道场景。同时，公司出海规划进入加速期，通过海外供应链本土化与产品定制化，力争未来将海外业务打造成新的业绩增长极。

图表 17: 海天味业经销商数量近年远多于友商



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 18: 海天味业单商收入近年高于友商 (万元)



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

3.3 产品优势: 全品类矩阵协同, 精准捕捉消费趋势

公司以“基础盘稳定”与“趋势盘引领”为核心产品战略。公司在构建完善产品矩阵的同时，精准捕捉健康化、便捷化、复合化的消费升级趋势，持续推进产品创新与结构升级，在巩固核心品类龙头地位的同时，不断打造新的增长极。

精准把握消费升级三大核心趋势，产品结构持续优化：

1. 健康化升级：公司提前布局有机、薄盐、零添加、无麸质等健康产品线，拥有 200 余款健康相关产品，以有机和薄盐为代表的营养健康系列产品营收同比大幅增长 48.3%，成为驱动产品结构升级的核心动力。

2. 便捷化升级：公司围绕用户使用痛点，推出挤挤瓶、易开盖、喷雾瓶、小分量包装等创新包装设计，同时开发针对不同烹饪场景的专用产品，大幅降低家庭烹饪门槛，提升用户使用体验。

3. 复合化升级：顺应餐饮工业化与家庭烹饪便捷化趋势，公司加速布局复合调味料赛道，推出红烧酱汁、酸菜鱼调料、火锅底料、海鲜捞汁等“一汁成菜”系列产品，同时为餐饮企业提供定制化复合调味解决方案，2025 年公司其他主营业务（除酱油、蚝油、调味酱外的产品）营收实现 14.55% 增长，成为公司重要的收入增量来源。

图表 19：海天挤挤瓶系列产品



数据来源：中国食品安全网，华福证券研究所

图表 20：海天部分复合调味品产品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.4 治理优势：管理结构稳定，员工激励充沛

海天味业在治理结构上的稳定和前瞻性是其基业长青的内在基因。海天味业的核心治理壁垒在于其长达十余年的管理层稳定与高度共识，核心创始团队长期掌舵，确保了战略执行的连贯性与定力，避免了因股权分散或代际更迭引发的经营波动。这种稳定的治理架构使得公司在面对行业周期波动时，能够坚持公司核心战略，不受短期市场波动干扰，为长期价值释放奠定了制度基础。

公司通过多轮员工持股计划和核心管理层激励，构建了稳固的利益共同体。这种“合伙人制”的精神极大提升了组织的执行力与应变速度。在当前行业存量博弈中，海天管理团队展现出的战略定力与战术灵活性，是支撑其市场占有率逆势扩张的关键。公司最新一期 2026 年 A 股员工持股计划目标，拟面向包括 6 名董高在内的不超过 800 名骨干员工，以每股 36.87 元的价格受让 500 万股股票，并针对管理层设置考核目标：以 25 年为基数，27 年归母净利润的年复合增长率不低于 11.5%，充分彰显公司管理层增长信心。

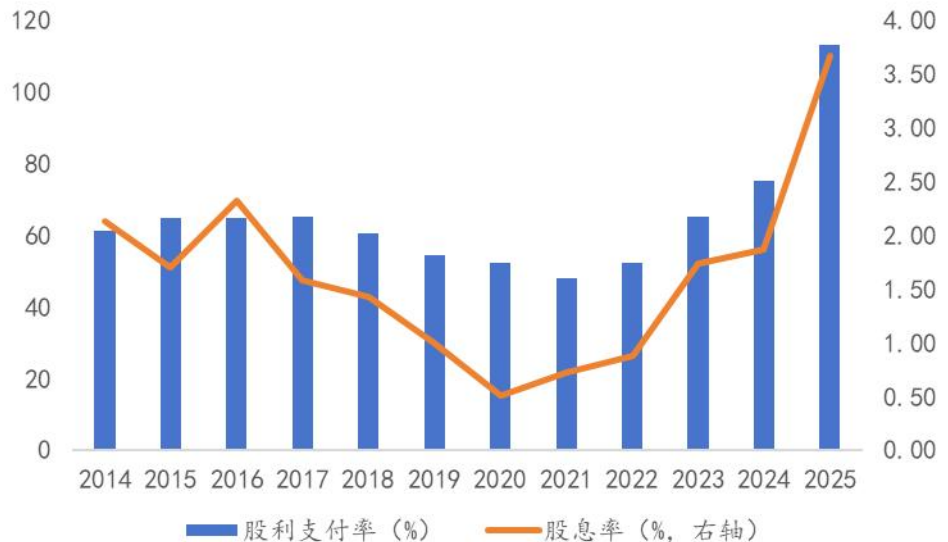

图表 21：海天味业核心管理层均长期供职于公司

姓名	职务	入司时间	薪酬 (万元)	持股数 (万股)	履历
程雪	董事长、执行董事	1992	996.26	17636.55	曾任企业策划总监、副总裁、常务副总裁、董事等职务
管江华	执行董事、总裁	1998	655.3	1540.97	曾任公司营业部经理、营销副总经理、营运总经理、助理总裁、副总裁等职务
廖长祥	执行董事	1999	282.57	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
代文	执行董事	2005	369.41	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
黄文彪	执行董事	1989	228.17	2898.49	曾任科技部经理、技术副总监、技术中心总经理、董事等职务
文志州	职工董事	1998	197.58	888.60	曾任公司酱油厂厂长、生产部经理、工程设备中心副总监、高明海天工会主席、公司监事会主席、公司董事等职务
桂军强	副总裁	1998	372.6	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
柳志青	副总裁	2007	310.42	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	2008	339.26	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	2006	245.4	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
柯莹	董事会秘书	2008	170.65	7.94	曾任办公室主任、人才发展中心副总监、公共关系中心副总监、营销人力中心总监、法律中心总监等职务

数据来源：Wind，华福证券研究所

3.5 红利属性：充沛现金流带来稳健分红

调味品作为民生刚需品类，具备较强的抗周期属性，分红率提升价值凸显。作为调味品行业的领军者，海天味业拥有健康资产负债表结构和经营性现金流，也为其通过分红回馈股东提供了坚实基础。股东回报方面，公司始终坚持高比例现金分红，持续回馈股东。2025 年度公司拟每 10 股分红 8 元（含税），合计现金分红金额 79.50 亿元，占本年度归母净利润的比例高达 112.95%，分红比例创历史新高；同时公司承诺 2025-2027 年每年现金分红比例不低于 80%，持续稳定的高分红政策，彰显了公司对自身经营的信心与对股东利益的重视，具备长期投资价值。

图表 22：海天味业近年股利支付率和股息率持续提升，25 年创历史新高


数据来源：Wind，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2026-2028 年公司营收做出以下假设：

(1) 酱油：考虑到酱油行业国内渗透率较高且整体增速放缓，公司持续通过产品结构升级、渠道精耕细作，凭借龙头优势有望实现市占率的进一步提升，因此我们预计公司 2026-2028 年酱油收入同比+8.54%/+8.34%/+8.04%。毛利率方面，伴随公司整体规模效应的持续强化和结构升级带来的提振，毛利率预计仍将有小幅上行机会，因此我们预计酱油品类未来三年毛利率分别为 49.24%/49.70%/50.10%。

(2) 蚝油：考虑到公司在蚝油品类中市占率已相对较高，但公司积极开拓挤挤瓶等创新单品带来升级成长增量，因此我们预计蚝油业务有望维持中个位数增长，预计公司 2026-2028 年蚝油收入同比+6.05%/+5.85%/+5.55%。毛利率方面，考虑到销量的稳步增长，规模效应带来固定成本摊薄，以及高市占率带来更优的竞争格局，因此我们预计蚝油品类未来三年毛利率分别为 37.29%/37.54%/37.73%。

(3) 调味酱：调味酱品类丰富、适用场景广泛，具备一定扩张弹性。公司积极推新，且有望通过渠道优势实现新品铺快速铺市，因此我们预计公司 2026-2028 年调味酱收入同比+9.55%/+9.04%/+8.54%。毛利端看，公司黄豆酱等大单品规模优势显著，且在持续扩容的阶段同样具备规模效应带来的毛利率提振，因此我们预计调味酱品类未来三年毛利率分别为 45.32%/45.59%/45.86%。

(4) 其他主营业务：公司其他主营业务中包括食醋、料酒、复调等产品，近年来增速快于公司整体，考虑到公司在食醋、料酒领域凭借自身品牌优势持续扩张，以及发力复调等创新品类，预计其他主营业务整体有望实现较快增长，因此我们预计公司 2026-2028 年其他主营业务收入同比+15.00%/+14.50%/+14.00%。而伴随快速增长同时，产能利用率提升带来的固定成本的摊薄带动毛利率上行，因此我们预计其他主营业务未来三年毛利率分别为 23.50%/24.50%/25.00%。

整体来看，我们预计公司 2026-2028 年营收增速分别为 9.08%/8.89%/8.61%，毛利率分别为 40.63%/41.00%/41.25%。


图表 23：海天味业收入拆分预测表

百万元	2025	2026E	2027E	2028E
酱油				
收入	14933.72	16209.06	17560.74	18972.18
同比	8.55%	8.54%	8.34%	8.04%
成本	7656.38	8227.55	8833.82	9467.86
毛利率	48.73%	49.24%	49.70%	50.10%
收入占比	51.72%	51.46%	51.21%	50.93%
蚝油				
收入	4868.20	5162.73	5464.65	5767.66
同比	5.48%	6.05%	5.85%	5.55%
成本	3067.91	3237.41	3413.17	3591.72
毛利率	36.98%	37.29%	37.54%	37.73%
收入占比	16.86%	16.39%	15.93%	15.48%
调味酱				
收入	2917.01	3195.44	3484.39	3781.95
同比	9.29%	9.55%	9.04%	8.54%
成本	1602.97	1747.24	1895.75	2047.41
毛利率	45.05%	45.32%	45.59%	45.86%
收入占比	10.10%	10.15%	10.16%	10.15%
其他主营业务				
收入	4680.38	5382.43	6162.89	7025.69
同比	14.55%	15.00%	14.50%	14.00%
成本	3625.68	4117.56	4652.98	5269.27
毛利率	22.53%	23.50%	24.50%	25.00%
收入占比	16.21%	17.09%	17.97%	18.86%
其他业务				
收入	1474.07	1546.15	1621.77	1701.08
同比	-16.87%	4.89%	4.89%	4.89%
成本	1306.74	1370.65	1437.68	1507.99
毛利率	11.35%	11.35%	11.35%	11.35%
收入占比	5.11%	4.91%	4.73%	4.57%
营业收入	28873.38	31495.82	34294.42	37248.57
同比	7.33%	9.08%	8.89%	8.61%
营业成本	17259.68	18700.40	20233.39	21884.25
毛利率	40.22%	40.63%	41.00%	41.25%

数据来源：iFind，公司年报，华福证券研究所

4.2 投资建议

相对估值分析：海天味业作为中国调味品行业龙头企业，因此我们选取同为调味品行业、以基础调味品销售为主的中炬高新、千禾味业、恒顺醋业作为可比公司。2026-2027年可比公司平均PE分别为31/27倍，而公司当前市值对应2026-2027年PE分别为29/26倍，考虑到公司在生产、规模以及渠道等领域的竞争优势显著，经营趋势稳定向好，应具备一定的龙头估值溢价，因此我们认为公司当前估值相对偏低。

图表 24：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）		EPS（摊薄）（元）				PE（倍）			
		2026/4/23	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600872.SH	中炬高新	21.20	0.70	0.89	1.01	1.16	30	24	21	18	
603027.SH	千禾味业	9.48	0.30	0.39	0.45		31	24	21		
600305.SH	恒顺醋业	7.46	0.13	0.16	0.19	0.19	57	46	40	40	
	平均值						40	31	27	29	
603288.SH	海天味业	39.58	1.23	1.35	1.50	1.65	32	29	26	24	

数据来源：Wind，华福证券研究所

注：可比公司EPS预测均采用Wind一致预期，其中千禾味业因未发布25年年报，因此25年EPS采用Wind一致预期，且暂无28年EPS预期。



投资建议：海天味业作为当前中国调味品行业龙头，在品牌心智、产品矩阵、渠道精耕、生产能力、企业治理等方面均具备深厚积淀。历史财务表现也证明公司穿越周期、持续成长的优秀底色。基于当前行业增速放缓、需求逐步复苏的背景下，我们持续看好公司的经营能力带来市占率的持续提升。此外，公司在股东回报方面进一步强化，价值红利属性也进一步凸显。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 79.00/87.93/96.74 亿元，同比+12%/+11%/+10%，当前市值对应 PE 分别为 29x/26x/24x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5 风险提示

食品质量安全风险：产品质量是食品加工企业的重中之重，一旦发生食安问题将对公司品牌名誉、未来销售业绩表现与市场地位造成影响。

消费需求不及预期：公司业务立足广大消费者以及餐饮、食品工业等客户，下游消费疲软、需求不及预期将影响公司销售与业绩增长。

主要原材料价格波动风险：公司主要产品中原料成本占比较高，上游原材料价格大幅波动将冲击公司短期盈利能力。

新品推广不及预期：公司针对品类持续迭代推新实现增长，如新品推广不及预期，将影响公司未来增长中枢，进而影响市场预期。



图表 25: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,604	28,264	30,937	34,198	营业收入	28,873	31,496	34,294	37,249
应收票据及账款	296	281	319	349	营业成本	17,260	18,700	20,233	21,884
预付账款	128	57	69	87	税金及附加	248	268	287	316
存货	2,408	2,791	3,041	3,217	销售费用	1,933	2,063	2,195	2,347
合同资产	0	0	0	0	管理费用	700	724	754	782
其他流动资产	10,549	10,454	10,559	10,581	研发费用	915	976	1,029	1,099
流动资产合计	37,984	41,847	44,925	48,432	财务费用	-456	-482	-541	-591
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-1	0	0	0
固定资产	5,223	5,233	5,240	5,247	资产减值损失	-3	0	0	0
在建工程	1,649	1,649	1,649	1,649	公允价值变动收益	217	216	216	216
无形资产	866	868	834	804	投资收益	18	18	18	18
商誉	113	113	113	113	其他收益	159	163	163	163
其他非流动资产	6,349	6,352	6,353	6,354	营业利润	8,664	9,644	10,734	11,809
非流动资产合计	14,200	14,215	14,189	14,168	营业外收入	7	10	10	10
资产合计	52,184	56,062	59,114	62,600	营业外支出	76	10	10	10
短期借款	141	0	0	0	利润总额	8,595	9,644	10,734	11,809
应付票据及账款	2,773	2,441	2,739	3,112	所得税	1,550	1,736	1,932	2,126
预收款项	0	0	0	0	净利润	7,045	7,908	8,802	9,683
合同负债	4,128	5,128	5,338	5,730	少数股东损益	7	8	9	10
其他应付款	883	883	883	883	归属母公司净利润	7,038	7,900	8,793	9,674
其他流动负债	1,929	2,044	2,106	2,166	EPS (按最新股本摊薄)	1.20	1.35	1.50	1.65
流动负债合计	9,853	10,496	11,066	11,890					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	491	491	491	491					
非流动负债合计	491	491	491	491					
负债合计	10,344	10,987	11,557	12,381					
归属母公司所有者权益	41,330	44,558	47,031	49,682					
少数股东权益	510	518	527	537					
所有者权益合计	41,840	45,076	47,558	50,219					
负债和股东权益	52,184	56,062	59,114	62,600					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,746	8,659	9,072	10,315
现金收益	7,398	8,304	9,142	9,971
存货影响	118	-384	-249	-176
经营性应收影响	-143	86	-51	-47
经营性应付影响	847	-332	297	373
其他影响	-473	985	-67	195
投资活动现金流	-13,730	-659	-621	-623
资本支出	-1,141	-890	-854	-855
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-12,589	232	233	233
融资活动现金流	3,663	-4,340	-5,779	-6,431
借款增加	-139	-141	0	0
股利及利息支付	-6,313	-6,329	-7,029	-7,732
股东融资	9,578	0	0	0
其他影响	538	2,130	1,250	1,301

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	7.3%	9.1%	8.9%	8.6%
EBIT 增长率	16.2%	12.6%	11.3%	10.1%
归母公司净利润增长率	10.9%	12.2%	11.3%	10.0%
获利能力				
毛利率	40.2%	40.6%	41.0%	41.2%
净利率	24.4%	25.1%	25.7%	26.0%
ROE	16.8%	17.5%	18.5%	19.3%
ROIC	31.6%	31.5%	32.3%	32.8%
偿债能力				
资产负债率	19.8%	19.6%	19.5%	19.8%
流动比率	3.9	4.0	4.1	4.1
速动比率	3.6	3.7	3.8	3.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	3	3	3	3
存货周转天数	51	50	52	51
每股指标 (元)				
每股收益	1.20	1.35	1.50	1.65
每股经营现金流	1.32	1.48	1.55	1.76
每股净资产	7.06	7.61	8.04	8.49
估值比率				
P/E	33	29	26	24
P/B	6	5	5	5
EV/EBITDA	50	44	40	37

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn