



评级

评级：买入；目标价：104.00人民币

公司简介

海天味业(海天)主业为调味品的生产和销售，产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋、鸡精、味精、料酒等调味品。多年来公司调味品的产销量及收入连续多年名列行业第一，其中酱油、调味酱和蚝油是最主要的产品。

投资亮点

收入稳定增长，有望完成2019年业绩目标

首季收入54.9亿(人民币，下同)符合预期，同比增长17%。公司有效减费、加大新品投放及管道深耕，令归属上市公司股东的净利润同比增长23%；业绩增长超越年度收入及利润实现按年上升16%和20%的目标。

消费升级助增长，具防御力

酱油为调味品收入规模最大的品类。尽管酱油渗透率已达99%，Euromonitor显示2018年中国酱油零售收入仍按年上升9%。消费升级带动餐饮业和高端产品销售旺盛，行业有望维持高单位数增长。此外，调味品为必需品，需求受宏观经济波动影响小，具较强防御性。

酱油行业龙头，集中度待提高

与日本相比，中国酱油行业集中度较低。海天的市场份额为15%，远高于同行，龙头地位显著。依赖规模、品牌等优势，大型企业销售管道下沉将促进行业整合，公司市占率具较大上升空间。

强大的销售网络优势

- (1)海天的经销网络规模远胜同行，首季增加186家经销商至全国4,989间。
- (2)有别于大部分调味品企业的区域性布局，海天经销商较均匀地遍布全国，各区域收入保持均衡增长。公司龙头地位难以撼动。

蚝油和复合调味品发展潜力巨大

- (1)公司首季蚝油收入同比升近25%，高于于酱油(15%)和调味品(6%)。2018年中国蚝油渗透率仅为22%，为调味品中最低，增长空间庞大，料公司将集中发展蚝油业务。
- (2)除单一调味品外，公司亦研发及推动功能性复合调味品(拌饭酱等)，进一步吸纳高端及年轻客户，有助进一步扩张市场份额。

风险因素

- (1)食品安全事故打击消费者信心的风险；
- (2)中美贸易不稳定性导致原材料价格波动之风险；
- (3)对手通过合并和收购，打破现有竞争格局之风险。

彭博盈利分析及预测

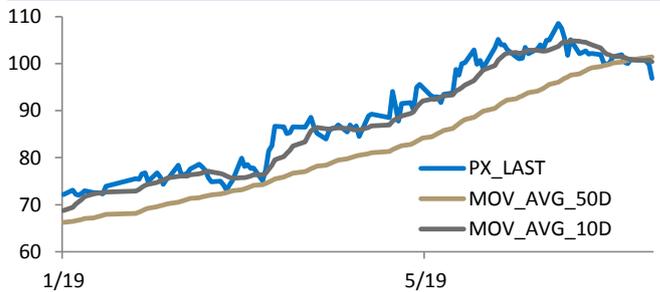
	FY17	FY18	FY19E	FY20E
毛利率(%)	45.1	45.9	47.1	48.0
EBITDA利润率(%)	30.7	31.1	31.6	32.2
经营利润率(%)	27.6	28.5	29.4	30.0
净利润率(%)	24.5	25.9	26.4	27.2
资产回报率(%)	22.9	22.8	24.4	25.0
股本回报率(%)	32.4	34.1	32.2	32.0
收入增长(%)	17.0	16.8	17.7	15.9
盈利增长(%)	24.2	23.6	19.9	19.5
每股盈利增长(%)	24.8	23.7	19.6	19.5
股息率(%)	1.0	1.0	1.2	1.4

数据来源：时富、彭博

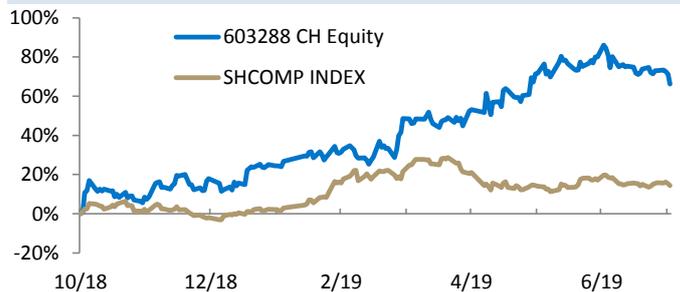
基本数据(人民币)

现价	97.45	市盈率(倍)	56.5
52周低/高	55.44-108.55	市帐率(倍)	17.1
市值(百万)	263,151	日均成交(股)	3,751,091

股价表现



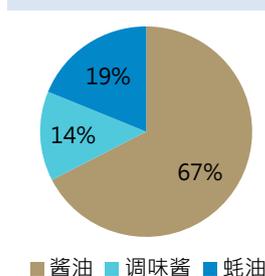
相对市场表现



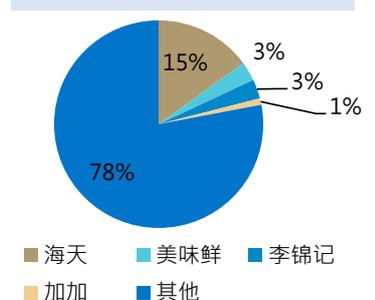
历史市盈率



最新按业务划分的收入贡献



2018年中国酱油行业集中度



数据来源：时富、公司年报

数据来源：时富、Euromonitor

2019年首季各地区经营情况

地区	季度末经销商数量	销售收入占比	收入按年增长
东部	638	21.4%	17.1%
南部	766	20.7%	11.1%
中部	1,147	20.5%	20.2%
北部	1,391	25.8%	10.3%
西部	1,047	11.6%	26.4%

数据来源：时富、公司年报



参考数据源

彭博、公司资料、年度报告、新闻稿、Euromonitor

联络数据

香港总办事处:	香港皇后大道中181号新纪元广场低座21楼	(852) 2287 8788
香港服务中心:	九龙旺角弥敦道683-685号美美大厦6楼	(852) 2748 0110
中国内地服务中心:	深圳市福田区福田街道滨河路北彩田东交汇处联合广场A座 A4809	(86-755) 2216 5888
	上海市黄浦区黄陂南路838号中海国际中心A座 2501室	(86-21) 3227 9888

免责声明:

上述数据由时富金融服务集团有限公司(「时富」)提供及分发。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见(无论为明示或暗示)均不应视作任何建议、邀约、邀请、宣传、劝诱、推介或任何种类或形式之陈述。此述资料均来自时富或其附属公司认为可靠之来源,但不代表其为准确或完整及应被依赖。时富对任何因信赖或参考有关内容所导致的直接或间接损失,概不负责。此述数据如有任何更改,恕不另行通知。报告中所提及的证券只限于合法的司法地域内交易。除非得到时富事先许可,客户不得以任何方式将任何此述数据分发予他人。时富对该些未经许可之转发不会负上任何责任。证券交易服务由时富证券有限公司(根据证券及期货条例获发牌进行第一类受规管活动之持牌法团)提供。