

評級

評級：買入；目標價：104.00人民幣

公司簡介

海天味業(海天)主業為調味品的生產和銷售，產品涵蓋醬油、蠔油、醬、醋、雞精、味精、料酒等調味品。多年來公司調味品的產銷量及收入連續多年名列行業第一，其中醬油、調味醬和蠔油是最主要的產品。

投資亮點

收入穩定增長，有望完成2019年業績目標

首季收入54.9億(人民幣，下同)符合預期，同比增長17%。公司有效減費、加大新品投放及管道深耕，令歸屬上市公司股東的淨利潤同比增長23%；業績增長超越年度收入及利潤實現按年上升16%和20%的目標。

消費升級助增長，具防禦力

醬油為調味品收入規模最大的品類。儘管醬油滲透率已達99%，Euromonitor顯示2018年中國醬油零售收入仍按年上升9%。消費升級帶動餐飲業和高端產品銷售旺盛，行業有望維持高單位數增長。此外，調味品為必需品，需求受宏觀經濟波動影響小，具較強防禦性。

醬油行業龍頭，集中度待提高

與日本相比，中國醬油行業集中度較低。海天的市場份額為15%，遠高於同行，龍頭地位顯著。依賴規模、品牌等優勢，大型企業銷售管道下沉將促進行業整合，公司市佔率具較大上升空間。

強大的銷售網絡優勢

- (1)海天的經銷網絡規模遠勝同行，首季增加186家經銷商至全國4,989間。
- (2)有別於大部分調味品企業的區域性佈局，海天經銷商較均勻地遍佈全國，各區域收入保持均衡增長。公司龍頭地位難以撼動。

蠔油和復合調味品發展潛力巨大

- (1)公司首季蠔油收入同比升近25%，高於於醬油(15%)和調味品(6%)。2018年中國蠔油滲透率僅為22%，為調味品中最低，增長空間龐大，料公司將集中發展蠔油業務。
- (2)除單一調味品外，公司亦研發及推動功能性復合調味品(拌飯醬等)，進一步吸納高端及年輕客戶，有助進一步擴張市場份額。

風險因素

- (1)食品安全事故打擊消費者信心的風險；
- (2)中美貿易不穩定性導致原材料價格波動之風險；
- (3)對手通過合併和收購，打破現有競爭格局之風險。

彭博盈利分析及預測

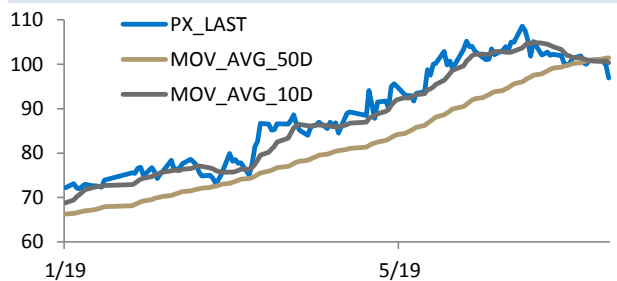
	FY17	FY18	FY19E	FY20E
毛利率(%)	45.1	45.9	47.1	48.0
EBITDA利潤率(%)	30.7	31.1	31.6	32.2
經營利潤率(%)	27.6	28.5	29.4	30.0
淨利潤率(%)	24.5	25.9	26.4	27.2
資產回報率(%)	22.9	22.8	24.4	25.0
股本回報率(%)	32.4	34.1	32.2	32.0
收入增長(%)	17.0	16.8	17.7	15.9
盈利增長(%)	24.2	23.6	19.9	19.5
每股盈利增長(%)	24.8	23.7	19.6	19.5
股息率(%)	1.0	1.0	1.2	1.4

數據來源：時富、彭博

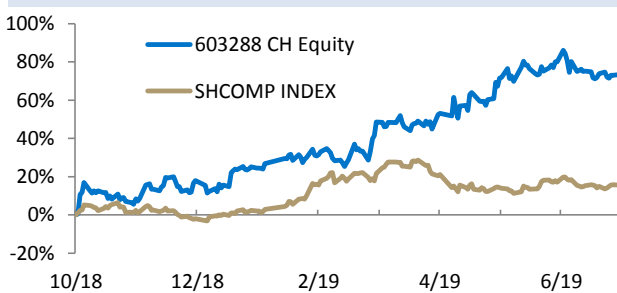
基本數據(人民幣)

現價	97.45	市盈率(倍)	56.5
52週低/高	55.44-108.55	市帳率(倍)	17.1
市值(百萬)	263,151	日均成交(股)	3,751,091

股價表現



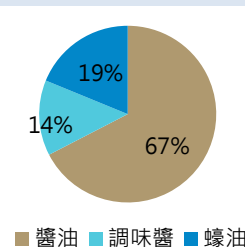
相對市場表現



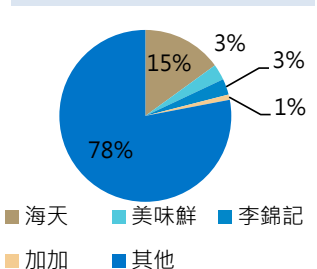
歷史市盈率



最新按業務劃分的收入貢獻



2018年中國醬油行業集中度



數據來源：時富、公司年報

數據來源：時富、Euromonitor

2019年首季各地區經營情況

地區	季度末經銷商數量	銷售收入佔比	收入按年增長
東部	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%

數據來源：時富、公司年報



參考資料來源

彭博、公司資料、年度報告、新聞稿、Euromonitor

聯絡資料

香港總辦事處:	香港皇后大道中181號新紀元廣場低座21樓	(852) 2287 8788
香港服務中心:	九龍旺角彌敦道683-685號美美大廈6樓	(852) 2748 0110
中國內地服務中心:	深圳市福田區福田街道濱河路北彩田東交匯處聯合廣場A座 A4809	(86-755) 2216 5888
	上海市黃浦區黃陂南路838號中海國際中心A座 2501室	(86-21) 3227 9888

免責聲明:

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源,但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失,概不負責。此述資料如有任何更改,恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可,客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。