

2025年6月11日
海天味业 (3288.HK)

IPO 点评

证券研究报告

海天味业 IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

海天味业是中国调味品领军者。据Frost-Sullivan数据，公司是全球第五大、中国第一大的调味品企业，主要品类包括酱油、蚝油、调味酱、特色调味品及其他。23全年/24全年/25一季度收入为245/269/83亿人民币，增速为-3.3%/10.4%/9%；净利润为56.3/63.4/22亿，增速为-9.2%/12.7%/14.7%。23年公司进行渠道优化导致业绩下滑，24年已经看到比较明显的改善，并且25年一季度增长延续。2025年3月末公司资产负债率为16%，24年ROE为21%。

手握多个大单品，渠道覆盖全面。公司成功培育了7个10亿级大单系列（金标生抽、草菇老抽等）、31个亿级以上产品系列。针对餐饮、食品加工企业及终端用户的需求，公司累计推出超过1,450个SKU，产品矩阵完善。公司有广泛的渠道布局，经销商数量达到6707家。凭借庞大的规模，公司的生产效率领先行业。公司未来的战略规划除了深耕国内外，还将探索出海至全球。

行业状况及前景

中国调味品市场增长潜力大。根据Frost-Sullivan数据，中国为全球调味品市场第三大的国家/地区，调味品市场规模从2019年的4081亿人民币增长至2024年的4981亿人民币，复合年增长率为4.1%。驱动因素其一为中国人均可支配收入增长、城镇化率提升，推动调味品多元化增长；并且餐饮连锁化带动中国调味品市场需求，同时因生活节奏加快，快捷多样的复合调味料快速发展。全球调味品市场规模达21438亿人民币，增速约3.2%。

调味品行业竞争格局较为分散，海天市占率中国第一。根据Frost-Sullivan数据，海天食品在全球调味品市场中市占率为1.1%，排名第五，与国际西式调味品公司还有一定差距。在中国调味品市场中，公司的市占率为4.8%，排名第一。在中国酱油市场中市占率13.2%，中国蚝油市场中市占率40.2%，中国基础调味酱市场中市占率4.6%，酱油、蚝油排名断层第一。

优势与机遇

强大的品牌影响力，公司在行业中断层领先，手握多个大单品，品牌为国民所熟悉；**打造极致的供应链**，依靠规模优势提升生产效率，降低成本；**全国范围的渠道渗透**，公司几乎覆盖100%的地级市和近90%的县级市，并且还在对经销商不断优化升级；**公司坚持简单务实、开放共享的企业文化**，为长期稳健发展提供了坚实基础。

弱项与风险

公司的业务及未来增长前景取决于市场对其产品的需求，而消费者口味、偏好及消费习惯的变化可能会对销售产生负面影响；调味品行业竞争激烈，公司需要持续投入资源以维持其市场地位；如果出现食品安全等问题会对品牌声誉造成影响。

投资建议

基石投资者阵容豪华，包括高瓴、GIC、RBC、源峰基金、博裕、UBS资管、佛山国资委，基石投资人约占此次发售股份的48.8%-50.66%（绿鞋前）。推荐人为中金、高盛、摩根士丹利。

公司此次IPO发行价为35-36.3港元，发行后H股市值约为92-95亿港元（不包括超额配售）。根据wind一致预期25年净利润约为70亿人民币，对应PE为29-30x，估值较为合理。相比A股最新股价折价约为20%-23%，定价较为吸引。近期港股市场打新热情较为高涨，综合考虑我们给予IPO专用评级“6.3”

调味品

股份名称：海天味业
股份代码：3288.HK

IPO专用评级	6.3
— 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	7
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	6
4. 市场情绪 (20%)	6

注：建议申购

主要发售统计数字

上市日期：	2025/6/19
发行价范围(港元)	35 -36.3
发行股数，绿鞋前(百万股)	263.24
— 香港公开发售：占比	15.79；6%
— 最高回拨后股数：占比	39.49；15%
发行后股本，绿鞋前(百万股)	6,603.52
— 本次发行的H股	263.24
— 已发行A股	5,560.60
集资金额，绿鞋前(亿港元)	92.13 -95.56
— 香港公开发售部分	5.53 -5.73
— 最高回拨后	13.82 -14.33
发行后总市值，绿鞋前(亿港元)	2786.95 -2790.37
发行后H股市值，绿鞋前(亿港元)	92.13 -95.56
备考每股有形资产净值(港元)	7.35 -7.4
备考市净率(倍)	4.76 -4.91

保荐人	中金、高盛、摩根士丹利
账簿管理人	中银国际、工银国际、交银国际、招银国际等12家
会计师	KPMG会计师事务所

资料来源：公司招股书

曹莹 消费行业分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010