

2025 年 6 月 11 日

新股报告

项目评分

市场因素

基本因素

预期时间表

截止认购日：6 月 16 日
分配结果日：6 月 18 日
正式上市日：6 月 19 日

招股概要

公开发售价（每股股数）：
总发行数股（公开/国际发售）：

公司市值（港币）：
保荐人：

发售前主要股东：

HK\$35.0-\$36.3 (100)
2.63 亿股（1579.4 万/2.47 亿）

2038.34 亿元-2114.05 亿元
中金公司，高盛，摩根士丹利

广东海天（58.26%）

财务概要（亿元人民币）

	2023	2024	2024 YoY
营收	245.6	269.0	10%
毛利	83.4	97.3	17%
归母净利润	56.3	63.4	13%
毛利率	33.9%	36.2%	
净利率	23.0%	23.6%	

资料来源：海天招股书、复星财富控股

复星财富控股 研究部

research@fosunwealth.com

海天味业：调味品龙头地位稳固，出海战略提速

公司简介：

海天味业是有着悠久历史传承的中国调味品龙头企业，致力于提供优质产品以服务家常烹饪及用餐体验的调味需求。海天味业的主要品类包括酱油、蚝油、调味酱、特色调味品及其他。根据弗若斯特沙利文报告，海天味业是中国调味品行业的领导者，按 2024 年的收入计，海天味业在中国调味品市场排行首位。2024 年中国调味品市场规模达人民币 4,981 亿元，海天味业的市场份额为 4.8%，是其最大竞争对手的两倍以上。2024 年全球调味品市场规模达人民币 21,438 亿元，海天味业的市场份额为 1.1%，位居全球第五。本次上市保荐人为中金公司，高盛，以及摩根士丹利。

主要催化剂：

国际化战略提速，海外市场有望成为新的增长点。

根据弗若斯特沙利文，2024-2029 年全球调味品行业市场规模的年复合增长率约为 6.2%，其中东南亚和拉美市场保持较快增速，分别为 9.1%和 7.8%。东南亚市场预计由 2024 年的 1,217 亿人民币增长至 2029 年的 1,881 亿人民币，拉美市场预计由 2024 年的 1,908 亿人民币增长至 2029 年的 2,778 亿人民币。

相较于国内其它调味品企业，海天味业拥有更完整的产品矩阵以及更突出的供应链能力。2022-2024 年，海天味业海外营收占比仅维持在 7%左右的水平，具有广阔的成长空间。海天味业已通过下级子公司在越南和印度尼西亚设立子公司，加速在东南亚市场的开拓。

此次港股 IPO 募集资金将部分用于海外市场的建设，包括树立全球品牌形象、丰富销售渠道以及提升海外供应链能力，未来海天味业计划提高差异化的产品能力，根据当地口味偏好定制策略，并积极拓展海外经销渠道，以提高市场渗透率。

我们预计公司 2025-2027 年的收入和净利润分别为 296/326/357 亿元人民币和 71/79/86 亿元人民币，对应 2025-2027 年收入和净利润增速分别为 10.1%/9.9%/9.7%和 11.5%/11.2%/9.8%。考虑到海天味业是行业龙头，大单品数量领先，供应链体系完善，且出海具有想象空间。我们认为公司的合理估值为 2025 年 30x PE，对应约 2322 亿港币市值。

打分表		海天味业	评分	标准
定量因素				
保荐人：	保荐人为中金公司、高盛、摩根士丹利。过去两年中金公司做保荐人的平均首日表现为+1.65%，过去两年中金公司为保荐人有41支新股上市。过去两年高盛做保荐人的平均首日表现为+15.6%，过去两年高盛为保荐人有8支新股上市。过去两年摩根士丹利做保荐人的平均首日表现为+17.6%，过去两年摩根士丹利为保荐人有11支新股上市。	6	保荐人过去三年首日挂牌表现，平均上升30%以上10分，20%以上8分，10%以上6分，往绩数量不足扣1分	
行业市场认可：	根据弗若斯特沙利文，2024-2029年全球调味品行业市场规模的年复合增长率约为6.2%，中国调味品市场规模预测到2029年将增加至人民币6,998亿元，预计2024年至2029年的复合年增长率为7.0%。	8	10分：生物科技、主要TMT公司 9分：医药、中型TMT公司 8分：消费 *按同业最近表现调整	
基石投资者：	海天味业共引入8名基石投资者，合共认购5.95亿美元（约47亿港元）股份，按招股价，占集资额比例约49.74%（假设超额配股权未获行使），包括HHLRA（3.5亿美元）、GIC（6千万美元）、RBC（5千万美元）、海峰基金（5千万美元）、UBS AM Singapore（3千万美元）、Super Cluster Universe Limited（3千万美元）、HSBC Growth（1500万美元）和佛山发糖（1千万美元）。	10	基石投资者占总发行% 9分或以上：40%以上 7-8分：20%以上 知名&具行业经验机构投资者占主要份额：加1-2分	
打破预期：	当前市场情绪较为乐观，一手中签率偏低，较多次新股累计表现亮眼。	8	预期超额倍数 9-10分：300倍以上 8分：100-300倍 7分：50-100倍 6分或以下：50倍或以下 调整参考最近同类新股表现+/-1分	
基本因素				
公司行业地位：	根据弗若斯特沙利文的资料，2024年以收入计算行业排名前三的调味品品牌总共占有84%的市场份额，其中海天占据48%，是第二名的两倍以上。海天是中国酱油市场占比最大的公司，占据13.2%的市场份额，远超过第二名的3.3%，以2024年销量计，海天占有40.2%的蚝油市场份额，接近整个行业的一半，第二名则仅拥有10.9%。	10	一钱龙头：9-10分 二钱龙头：7-8分 细分龙头：6分	
盈利增长/财务状况：	我们预计公司2025-2027年的收入和净利润分别为 296/326/357亿元人民币和 717/986亿元人民币，对应2025-2027年收入和净利润增速分别为 10.1%/9.9%/9.7%和 11.5%/11.2%/9.8%。	6	预期三年盈利增长 9-10分：50%以上 8分：30-50% 7分：20-30% 6分或以下：20%以下	
公司治理：	海天味业的公司治理呈现出股权集中与职业经理人治理结合、ESG治理领先行业、内部控制严格的特点目前，海天味业的董事长由程雪女士担任，程雪女士于1970年出生，于1992年加入海天，曾任企业策划总监、副总裁、常务副总裁、董事等职务，在2024年福布斯中国杰出商界女性榜单中排名第11位。	9	主要股东/创始人地位 加分项目：家族主导、中小型地方政府	
估值：	考虑到海天味业是行业龙头，大单品数量领先，供应链体系完善，且出海具有想象空间。我们认为公司的合理估值为 2025 年 30x PE，对应约 232.2亿港元市值。	7	30%以上空间：9-10分 10%-30%空间：7-8分 同业相若：5分	
总分（调整至100）			80	

资料来源：海天招股书、复星财富控股

截至 2024 年 12 月底海天的主要调味品品类及 SKU 数量

產品類別	產品圖片	SKU 數量
醬油產品		287
蠔油產品		80

投资亮点：

调味品行业龙头企业，品牌优势显著。

2024 年，海天是全国市场占比最高的调味品企业，占全中国调味品市场的 4.8%，是其最大的竞争对手市场份额的两倍以上。按销量计，海天已连续 28 年蝉联中国最大调味品企业。海天同时也是首批荣获中国商务部认定的「中华老字号」之一。根据 2024 年中国品牌力指数 SM（C-BPI®），海天连续多年蝉联酱油、蚝油及酱类品牌力指数榜首。根据 2024 年 Brand Finance 发布的「全球食品百强」榜单，海天位居「十大最强食品品牌」榜单第三位，以及「全球最具价值食品品牌 100 强」之调味品品牌榜单首位。

产品矩阵齐全，10 亿级大单品数量行业领先。

针对餐饮、食品加工企业及居民用户的需求、烹饪、凉拌、佐餐等不同使用场景，以及中国各个地区和各个国家的饮食特点，海天累计推出超过 1,450 个 SKU。根据凯度《2024 年品牌足迹报告》，在中国，海天拥有 80%以上的家庭渗透率，位居中国消费者首选品牌第四、调味品品牌第一。海天成功培育了 7 个 10 亿级大单系列、31 个亿级以上产品系列，横跨酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒等多个品类。其中，金标生抽、草菇老抽两大产品系列已畅销 60 余年，上等蚝油、黄豆酱两大产品系列连续 10 余年销售额超过人民币 10 亿元，海天也是中国调味品行业年收入 10 亿级大单品数量最多的企业。

规模效应下成本优势突出，技术驱动下生产效率提升。

海天凭借全国产销量第一的市场地位，拥有规模化采购所带来的成本优势，同时保持着行业领先的生产制造能力。海天于广东佛山、江苏宿迁、广西南宁以及湖北武汉建立了四大生产基地，合计年产能规模超 500 万吨，根据弗若斯特沙利文的资料，海天的生产能力为中国调味品行业第一。海天的生产基地建有全球最大的阳光晾晒场，覆盖功能面积相当于合共 60 万平方米。海天拥有全球先进的规模化塔式圆盘制曲设备，单个圆盘制曲量超过单个传统曲池的 20 倍，质量稳定性和原料利用率均大幅提升。生产效率上，海天最高可在同一条产线生产超 20 种规格、超 130 个 SKU 的不同产品，拥有最快 7 天的定制化产品交付周期。同时，海天于行业内率先建造了自动化无人操作立体仓库，总仓储发运能力超过 500 万吨，最快仅需 200 秒即能实现货物装车。

2024 年，海天的生产人员的人均产值约为人民币 850 万元，为调味品行业领先水平。此外，海天在成本结构优化方面成效显著，2024 年海天的制造开支及人工成本占总销售成本比例分别为 3.7%及 2.9%，低于中国调味品行业平均水平。

產品類別	產品圖片	SKU數量
調味醬產品		154
特色調味品及其他		956

资料来源：海天招股书、复星财富控股

管理层背景：

目前，海天味业的董事长由程雪女士担任。程雪女士于 1970 年出生，于 1992 年加入海天，曾任企业策划总监、副总裁、常务副总裁、董事等职务，在 2024 年福布斯中国杰出商界女性榜单中排名第 11 位。

总裁由管江华先生担任。他出生于 1974 年，并在 1998 年加入海天，拥有正高级经济师职称，曾在海天内部担任过多个岗位，并于 2024 年 9 月晋升总裁，拥有丰富的运营经验。

财务负责人李军先生，于 2008 年加入海天，2014 年取得中级会计师资格。他曾先后担任公司财务部主任、财务信息化经理、财务经理等职务，还担任过公司第四届监事会监事。

财务分析：

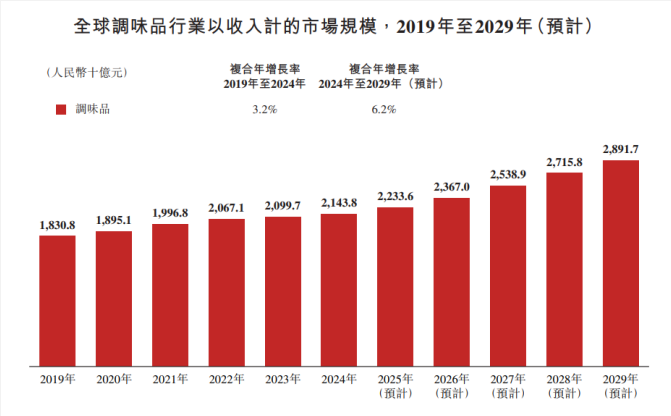
公司 2024 年收入和净利润分别为 269.01 亿元与 63.56 亿元，2022-2024 年 2Y CAGR 分别为 2.49%和 1.23%，2024 年毛利率和净利率分别为 36.2%和 23.63%。

收入结构：按照产品性质划分，2024 年酱油产品收入约 132.87 亿，占总收入的 51.1%；蚝油产品收入约 44.72 亿，占总收入的 17.2%；调味酱产品收入约 25.74 亿，占总收入的 9.9%；特色调味品及其他产品收入约 39.52 亿，占总收入的 15.2%；其他业务（原材料，物流，租金等）收入约 17.16 亿，占总收入的 6.6%。按地域划分，北部地区收入约 66.3 亿，占总收入的 25.5%；中部地区收入约 57.98 亿，占总收入的 22.3%；东部地区收入约 49.66 亿，占总收入的 19.1%；南部地区收入约 52.52 亿，占总收入的 20.2%；西部地区收入 33.54 亿，占总收入的 12.9%。

产品结构：截止 2024 年 9 月 30 日，海天共有超过 1450 个 SKU。其中酱油产品拥有 287 个，蚝油产品拥有 80 个，调味酱产品拥有 154 个，特色调味品及其他拥有 956 个。

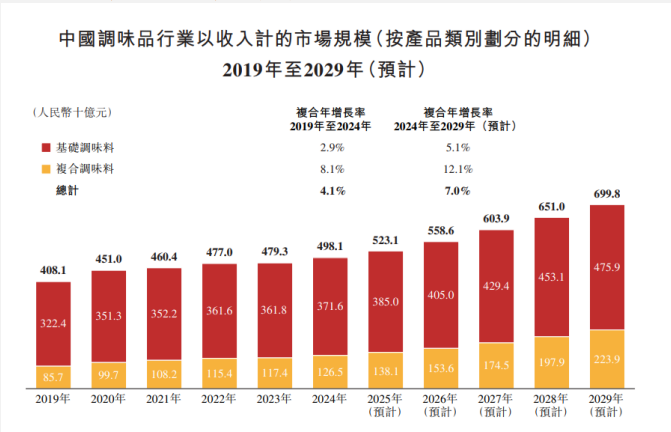
盈利能力：公司 2022-2024 年净利润分别为 62.0/56.4/63.6 亿，净利润率分别为 24.2%/23.0%及 23.6%。

2019 年至 2029 年（预计）全球调味品行业的市场规模（人民币十亿元）



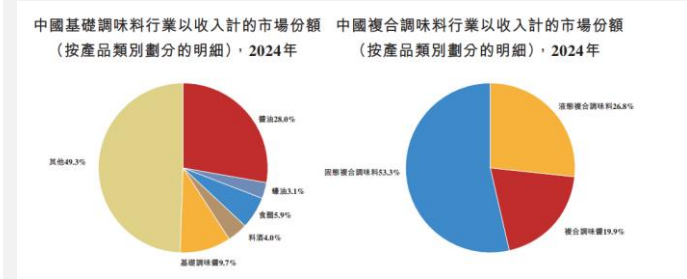
资料来源：海天招股书、弗若斯特沙利文、复星财富控股

中国调味品行业以收入计的市场规模（按产品类别划分的明细）2019 年至 2029 年（预计）



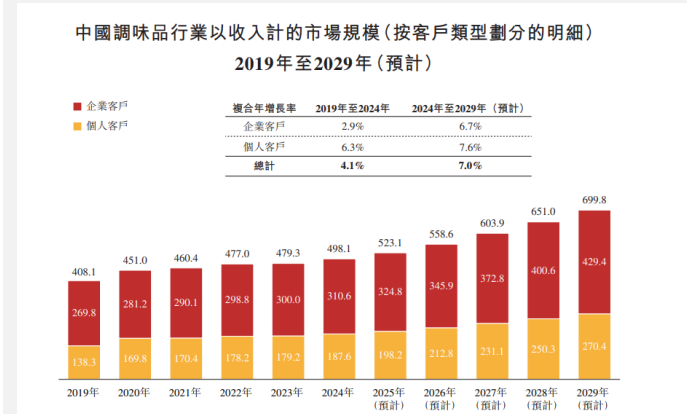
资料来源：海天招股书、弗若斯特沙利文、复星财富控股

2024 年中国基础/复合调味料行业以收入计的市场份额（按产品类别划分的明细）



资料来源：海天招股书、弗若斯特沙利文、复星财富控股

2019 年至 2029 年（预计）中国调味品行业以收入计的市场规模（按客户类型划分的明细）



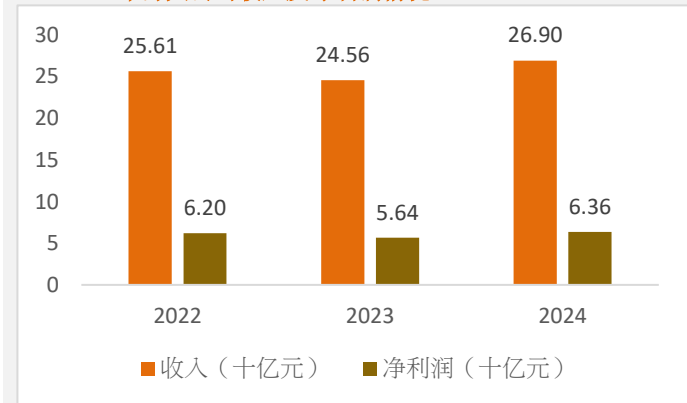
资料来源：海天招股书、弗若斯特沙利文、复星财富控股

全球调味品行业前五大公司（以 2024 年收入计）

排名	公司	主要经营的调味品品类	总部所在国	市场份额
1	联合利华	汤料, 菜谱调味料, 鸡精	英国	3.30%
2	卡夫亨氏	番茄酱, 蛋黄酱, 沙拉酱	美国	3.00%
3	雀巢	鸡精, 鸡汁调味料, 菜谱调味料	瑞士	2.50%
4	味好美	沙拉酱, 香辛料, 菜谱调味料	美国	2.20%
5	海天	酱油, 耗油, 调味酱, 食醋, 料酒及其他	中国	1.10%

资料来源：海天招股书、复星财富控股

2022-2024 年海天公司收入及净利润情况



资料来源：海天招股书、复星财富控股

竞争格局：

调味品行业抗周期韧性凸显，人均消费 + 集中度提升打开未来成长空间，海天味业龙头地位稳固。

调味品作为消费者每日餐饮中最为常用的产品之一，需求稳定且对经济环境变化的敏感度较低，有着较强的抗周期特性。中国调味品行业经历了快速发展，并已成为全球调味品行业第二大国。根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计算，2024 年中国调味品市场规模为人民币 4,981 亿元。但相较于美国和日本，中国的人均调味品消费金额仅为每年人民币 354 元，分别约为美国的 1/5 和日本的 1/3。

展望长期，受人均可支配收入增长、城镇化率提升、调味品品类和销售渠道多元化以及市场集中度提高推动，中国调味品市场规模预期到 2029 年将增加至人民币 6,998 亿元，预计 2024-2029 年的复合年增长率为 7.0%。

根据弗若斯特沙利文的资料，2024 年以收入计算中国调味品行业排名前三的品牌总共占有 8.4% 的市场份额，其中海天占据 4.8%，是第二名的两倍以上。

中国酱油市场稳步增长，海天味业以 13.2% 市占率领跑行业。

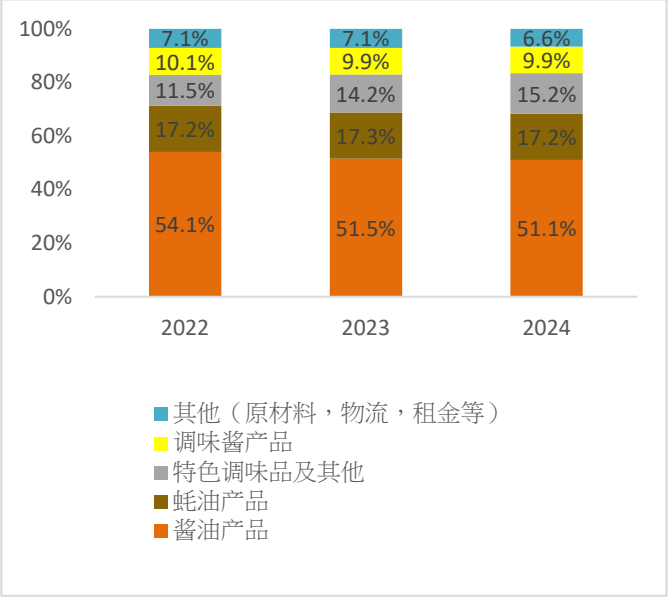
在中国，酱油有着稳定且庞大的消费需求。根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计算，2024 年中国酱油市场规模为人民币 1,041 亿元，2019-2024 年的复合年增长率为 2.6%，预计 2024-2029 年的复合年增长率为 4.8%。中国酱油市场相对分散，市场集中度远小于日本、美国市场。以 2024 年的收入计，中国、日本和美国酱油市场前五大参与者市场占有率分别为 25.1%、44.1% 和 40.6%，中国头部酱油企业的市场份额仍有巨大提升空间。截止目前，海天是中国酱油市场占有率最大的公司，占据 13.2% 的市场份额，远超第二名的 3.3%。

酱油产品稳定占据海天收入的 50% 以上，是海天的主要收入来源，2022-2024 年酱油产品分别创收 13.86 亿，12.64 亿以及 13.76 亿，营收占比分别为 54.1%，51.5% 和 51.1%。

蚝油行业全国化渗透加速，海天味业以 40%+ 市占率稳居全球龙头。

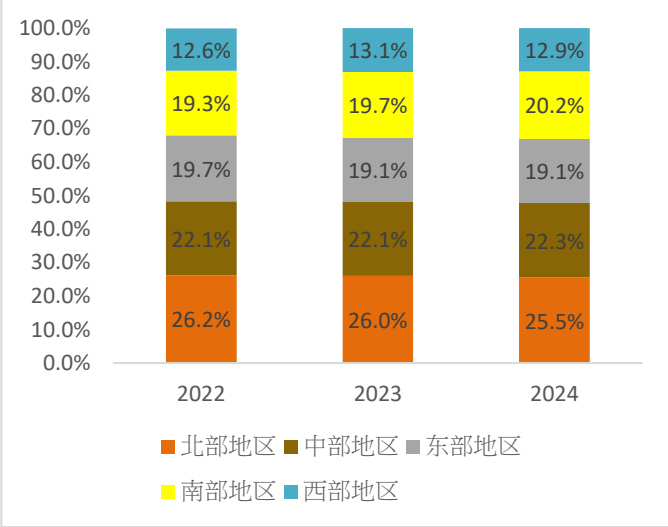
随着全国各地饮食习惯的相互渗透，蚝油已突破传统的南方产区，在全国餐饮消费场景中实现广泛覆盖。根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计，2024 年中国蚝油市场规模为人民币 115 亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率为 5.8%，预计 2024 年至 2029 年的复合年增长率为 7.7%。

2022-2024 年海天公司各类产品营收占比



资料来源：海天招股书、复星财富控股

2022-2024 年海天公司按地区划分的收入占比



资料来源：海天招股书、复星财富控股

历史财务数据

百万元人民币	2022	2023	2024		2023	2024
合计收入	25,610	24,559	26,901		-4.10%	9.54%
毛利润	8,931	8,337	9,725		-6.65%	16.65%
毛利润率	34.87%	33.95%	36.15%			
销售及营销开支	-1,378	-1,306	-1,629		5.22%	-24.73%
销售费用率	5.38%	5.32%	6.06%			
研发成本	-751	-715	-840		4.79%	-17.48%
研发费用率	2.93%	2.91%	3.12%			
净利润	6,203	5,642	6,356		-9.04%	12.66%
净利率	24.22%	22.97%	23.63%			

资料来源：海天招股书、复星财富控股

海天连续十二年在国内蚝油市场中保持销量第一的领先地位。根据弗若斯特沙利文的资料，以 2024 年销量计，海天占有 40.2% 的蚝油市场份额，接近整个行业的一半，第二名则仅占 10.9%。全球市场上，海天也拥有 24.1% 的市场占有率，同样为行业第一，2022-2024 年海天的蚝油产品收入分别为 4.42 亿、4.25 亿、4.62 亿人民币。

集资用途：

- 1) 产品开发以及前沿技术的研发和工艺升级（20%）；
- 2) 产能扩张、采纳新技术及供应链的数字化升级（30%）；
- 3) 通过建立全球品牌形象、拓展销售渠道以及提升海外供应链能力，以提升全球影响力（20%）；
- 4) 增强销售网络及提升其渗透能力（20%）；
- 5) 营运资金及其他一般企业用途（10%）。

主要风险点：

- 1) 调味品行业竞争激烈，且收入受到客户偏好影响较大；
- 2) 过于依赖经销商，无法直接把控销售过程；
- 4) 海外业务拓展不及预期。

基石投资者：

海天味业共引入 8 名基石投资者，合共认购 5.95 亿美元（约 47 亿港元）股份，按招股价，占集资额比例约 49.74%（假设超额配股权未获行使），包括 HHLRA（3.5 亿美元）、GIC（6 千万美元）、RBC（5 千万美元）、源峰基金（5 千万美元）、UBS AM Singapore（3 千万美元）、Super Cluster Universe Limited（3 千万美元）、HSG Growth（1500 万美元）和佛山发展（1 千万美元）。

利益披露声明

此研究报告是由复星财富国际控股有限公司（“复星财富控股”）的全资子公司复星国际证券有限公司的研究部团队成员（“分析员”）负责编写及审核。分析员特此声明，本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对报告内所述的公司（“该公司”）及其证券的个人意见。

根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有持有该公司的财务权益，也没有担任报告内该公司的高级人员。

免责声明

本报告乃由复星财富国际控股有限公司（“复星财富控股”）的全资子公司复星国际证券有限公司（以下简称“复星国际证券”）【具有香港证监会颁发的第1号（证券交易）及第4号（就证券提供意见）】发布。

本报告仅提供予接收人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予接收人信息并做作参考之用，不存有招揽或邀约购买或出售证券的意图。

未经复星国际证券事先书面许可，接收人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

复星国际证券相信本报告所载资料及观点的出处均属可靠，复星国际证券不会就本研究报告的真实、准确及完整性作出任何保证。

接收人在作出投资决定前，应自行分析或咨询专业顾问的意见。除非法律法规有明确规定，复星国际证券或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而导致的任何直接的、间接的损失承担任何责任。

复星国际证券及其成员企业及其董事、高级职员及雇员可不时就本报告所涉及的任何证券持仓。

本报告所载的资料及观点如有任何更改，复星国际证券并不会另行通知。

复星国际证券有限公司

香港中环花园道3号冠君大厦2101-2105室

电话：（852）2869 1318

传真：（852）2868 0699

电子邮件：info@fosunwealth.com

<https://www.fosunwealth.com>