

颐海国际控股 (1579.HK)

依托海底捞，具高成长性的火锅及复合调味料龙头

分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

核心观点：

● 公司是火锅调料市场的佼佼者

公司是中国市场上领先的火锅调味料生产厂商，其业务主要为生产以及销售火锅底料，火锅蘸料以及中式复合调味料。公司为餐饮服务供应商、食品行业公司提供烹饪调味料解决方案，并向中国家庭烹饪客户出售调味料产品。公司的全部产品均使用“海底捞”品牌。根据Frost & Sullivan的调查统计，公司在中国火锅调料市场份额第二、中高端火锅调料市场份额第一。

● 中国调味料市场空间大、增速高，其中复合调味料和火锅调味料产品受益消费升级，前景广阔。

Frost&Sullivan的调研数据显示，中国调味料市场2015年的销售总额为4130亿元人民币，过去6年平均年化增长率12.6%。在食品饮料的子行业中，调味品是近年增速较快的品种。Frost&Sullivan的数据显示，中国对调味料人均开支从2010年的169.8人民币元增长到2015年的300.4人民币元，增长率为77%。中国复合调味料占调味料比例约为18.2%，远低于美国和日本，同时人均复合调味料支出处于高速增长状态，但绝对值与美日差距较大。火锅调味料约占复合调味料市场的16.9%，底料比蘸料的前景更好。底料的Top5占全市场比例31%，高端底料的Top5约占51%。火锅行业是近年最受欢迎的餐饮业态之一，火锅底料和蘸料将受益于中国火锅业的发展。

● 颐海背靠海底捞集团，通过不断完善产品结构和优化渠道推动公司业绩发展

海底捞是中国知名连锁火锅餐饮企业，按销售额是中国最大连锁火锅餐厅。颐海由海底捞子公司拆分而来，具有独家的“海底捞”品牌使用权，以及独家的海底捞餐厅供应权，目前两项排他性协议稳固。早期颐海向海底捞的销售折价较高，新的定价政策使得定价的折价消失，保证了颐海和海底捞之间的利益分配公平合理。中高端火锅调料需要火锅餐厅品牌的支撑。消费者对海底捞品牌的认可成为了颐海产品的重要护城河。公司在16年3月推出10款新产品后已经形成了覆盖四季的产品组合。我们认为非辣营养锅底料和中式复合调味料是未来的潜在增长点。具体而言，公司产品的主要策略为：（1）坚持专注中高端市场（2）拓展复合调味料细分市场（3）保证产品品质。渠道上经过2016年1季度的渠道体系架构调整之后，公司的渠道铺设已经初步完成。面向海底捞的关联销售占比正在逐步减少，降低了公司的经营风险。考虑到同行业龙头公司的渠道布局，公司的渠道下沉和海外市场具有推动公司增长的巨大潜力。

● 颐海财务稳健，成长空间较大。给予买入评级，目标价 5.26 港币

颐海一方面受益于海底捞的成长，另一方面借助海底捞品牌扩张火锅调味料市场，其中式复合调味料产品结构合理，持续成长可期。公司通过渠道下沉和拓展海外市场将进一步优化渠道组合，有利于公司长期可持续发展。我们预测公司2016到2018年EPS分别为0.1559元、0.2568元和0.3352元人民币，其中2016年将可赎回可转换优先股对财务的影响剔除后的调整EPS为 0.1725元。首次覆盖给予其买入评级，目标价格5.26HKD，对应2017年预测EPS18倍。

风险提示：1、公司较为依赖海底捞集团，风险较为集中；2、“海底捞”品牌对公司的业务影响很大；3、公司的销售成本受到大豆价格波动影响。

目录索引

一. 公司是火锅调料市场的佼佼者	4
二. 中国调味料市场空间大, 增速稳定	6
(一)、调味料市场——受益消费升级, 增速较快	6
(二)、复合调味料市场——刚起步的市场	6
(三)、火锅调味料市场——最受欢迎的复合调味料	7
(四)、火锅行业剖析——中式餐饮中最接近汉堡的品类	9
三. 颐海竞争优势: 股东、产品和渠道三管齐下	10
(一)、背靠海底捞, 市场需求稳定, 品牌优势明显	10
(二)、产品结构合理、基本覆盖重点城市	11
四. 颐海与海底捞的关系: 共生共荣	16
(一)、定价公平政策使得盈利能力大幅提升	16
(二)、颐海国际带来了投资海底捞的机会	16
五. 财务分析	18
(一) 盈利能力稳定, 对海底捞的依赖程度在下降	18
(二) 销售成本受到原材料价格影响较大	19
(三) 销售开支——稳中有升	20
(四) 行政开支——趋于稳定	21
(五) 存货与贸易应收款项——风险较低	22
六. 盈利预测、估值分析与投资建议	24
(一) 销售预测	24
(二) 利润表预测	25
(三) 估值分析	26
(四) 投资建议	27
风险提示	28

图表索引

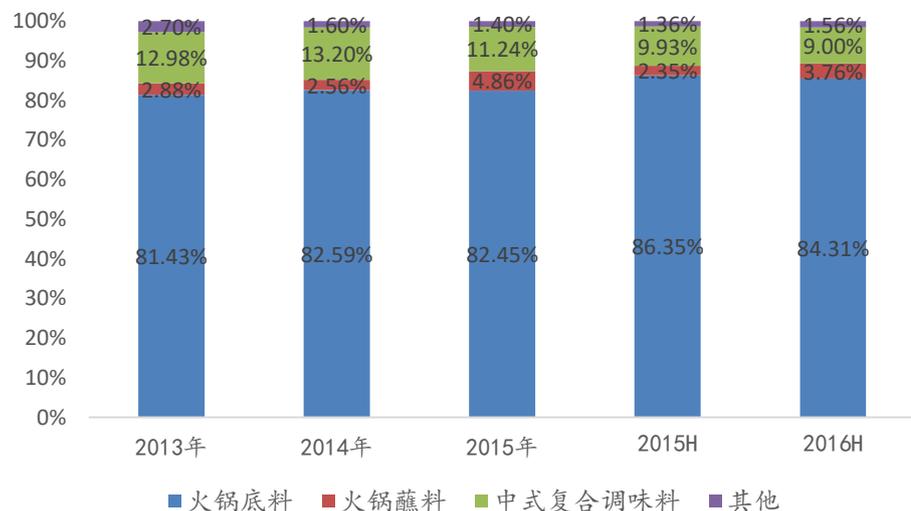
图 1: 颐海国际收入结构	4
图 2: 颐海国际股东结构 (2016 年 8 月)	5
图 3: 2015 年前 10 个月食品饮料子行业增速	6
图 4: 调味品行业销售额和增速 (人民币: 十亿元)	6
图 5: 2015 年火锅底料市场份额	9
图 6: 2015 年中高端火锅底料市场份额	9
图 7: 按渠道划分的颐海收入结构 (千元、对数横轴)	13
图 8: 按渠道划分的颐海收入结构百分比 (对数纵轴)	13
图 9: 按地域划分的收入 (千元)	14
图 10: 按地域划分的收入百分比	14
图 11: 新加坡海底捞营收 (百万美元)	14
图 12: 出国留学人数和增长率	14
图 13: 郑州生产基地产能利用率	15
图 14: 成都生产基地产能利用率	15
图 15: 颐海营收能力与海底捞店面数量比对	17
图 16: 价格政策调整后颐海的收入结构	18
图 17: 价格政策调整后的颐海盈利能力	18
图 18: 公司主要产品的毛利率 (价格政策调整前)	19
图 19: 公司主要产品按渠道的毛利率 (价格政策调整前)	19
图 20: 颐海销售成本 (千元)	20
图 21: 主要销售成本占营收比例变化趋势	20
图 22: 主原材料成本占营收比例变化趋势	20
图 23: 颐海经销开支结构	21
图 24: 颐海行政开支占比	21
图 25: 颐海国际的存货和存货周转天数 (千元)	22
图 26: 颐海国际的贸易应收款项 (单位: 千元人民币)	22
表 1: 中式火锅与美式快速休闲对比	9
表 2: 海底捞主要竞争对手影响力对比 (截至 11 月 8 日)	11
表 3: 颐海国际的经销商地域分布 (截至 2015 年 12 月 31 日)	15
表 4: 颐海国际销售预测 (人民币千元)	24
表 5: 颐海火锅底料销售预测 (人民币千元)	24
表 6: 颐海中式复合调味料销售预测 (人民币千元)	24
表 7: 颐海火锅蘸料销售预测 (人民币千元)	25
表 8: 颐海国际利润表预测	25
表 9: 颐海国际主要财务比率预测	25
表 10: 世界调味品生产销售企业估值 (截至 11 月 8 日)	26

一. 公司是火锅调料市场的佼佼者

公司是中国市场上领先的火锅调味料生产厂商，其业务主要为生产销售火锅底料，火锅蘸料以及中式复合调味料。公司的全部产品均使用“海底捞”品牌，主要为餐饮服务供应商、食品行业公司提供烹饪调味料解决方案，并向中国家庭烹饪客户出售调味料产品。根据 Frost&Sullivan 的调查统计，公司在中国火锅调料市场份额第二、中高端火锅调料市场份额第一。

公司产品分为三大系列：火锅底料、火锅蘸料和中式复合调味料。截至 2015 年 12 月 31 日，公司提供 56 种产品，分别是 38 款火锅底料，9 款火锅蘸料以及 9 款中式复合调味料。2016 年 3 月，公司又推出了泡椒酸汤鱼、麻辣小龙虾和重庆小面等 10 种新产品及改良产品，有效缓解了夏季产品不足的问题。截至 2016 年 6 月 30 日，公司的三大产品线：火锅底料，火锅蘸料，中式复合调味的销售占比分别为 84.31%、3.76%和 9.00%。

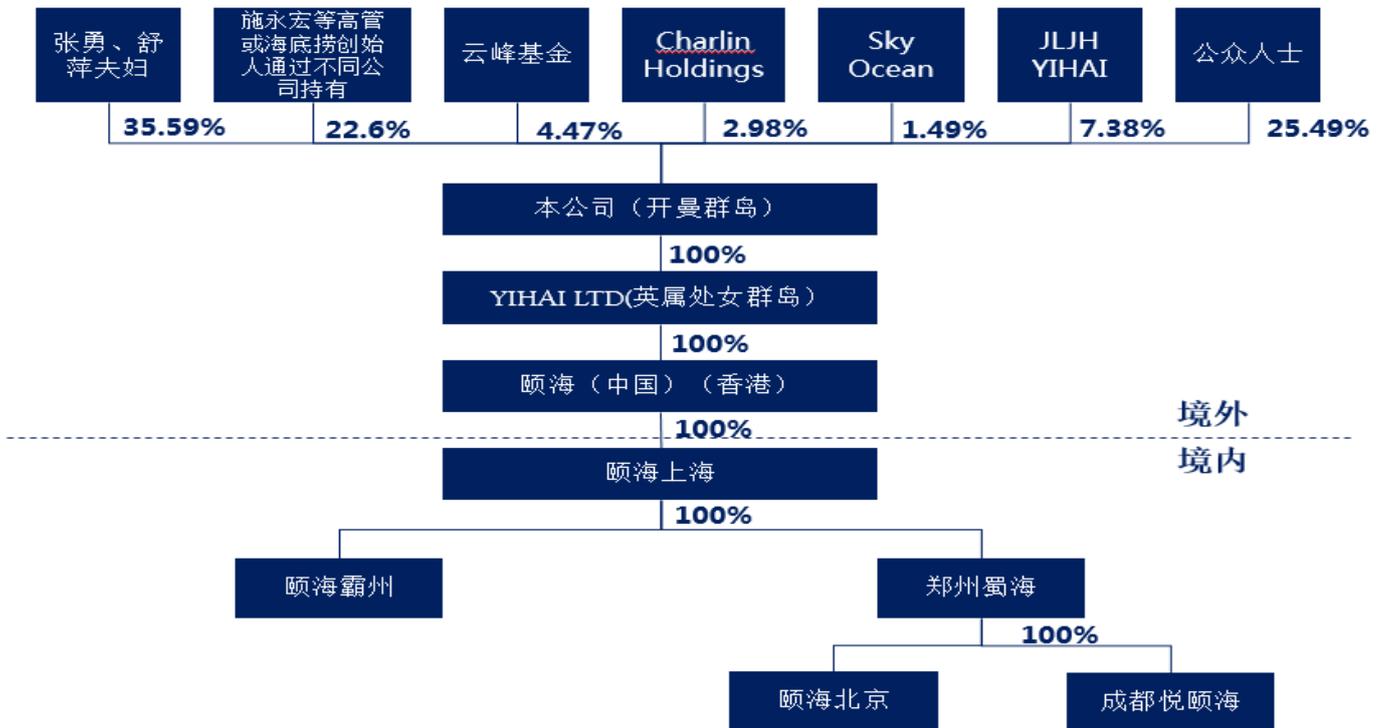
图1：颐海国际收入结构



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

股东结构方面：四川海底捞集团的实际控制人张先生和舒女士是颐海国际的实际控制人，二人合计持股约 35.59%；施永宏等多位海底捞高管和联合创始人通过不同公司共计持有 22.6%；云峰基金持有 4.47%。Sky Ocean 为 New Hope Agriculture and Food Fund II, L.P. 的全资子公司，后者主要出资方包括淡马锡、三井物产、IFC 和 ADM 等，新希望集团间接持有 19.6% 的基金出资份额。

图 2：颐海国际股东结构（2016 年 8 月）



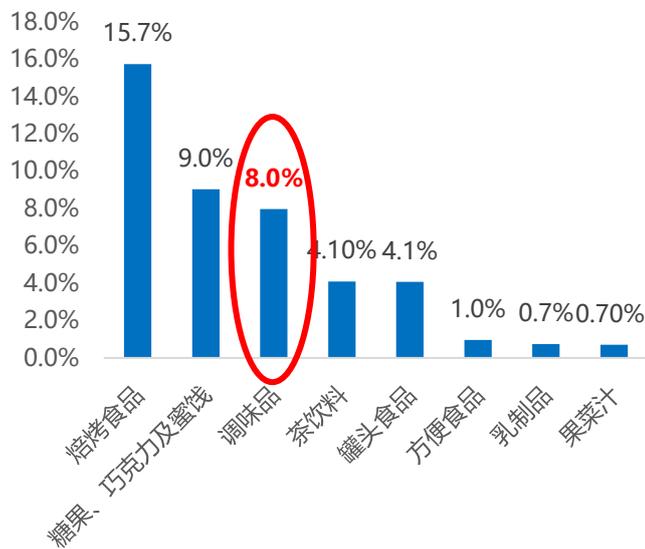
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二. 中国调味料市场空间大，增速稳定

(一)、调味料市场——受益消费升级，增速较快

Frost&Sullivan的调研数据显示，中国调味料市场的销售总额从2010年的2278亿元人民币增长至2015年的4130亿元人民币，平均年化增长率12.6%。国家统计局的统计则显示2009-2014年调味品行业规模复合增速为18.39%。在食品饮料的子行业中，调味品是近年增速较快的品种。Frost&Sullivan的调研数据显示，中国对调味料的人均开支从2010年的169.8人民币元增长到2015年的300.4人民币元，增长率为77%。

图 3：2015 年前 10 个月食品饮料子行业增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 4：调味品行业销售额和增速（人民币：十亿元）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

海外经验显示，中国调味品市场仍有巨大空间。2015年美国调味料销售价值为533亿美元，日本、英国和韩国的销售价值则分别为218亿美元、119亿美元和42亿美元。考虑到上述四国和中国巨大的人口差距，中国的调味料市场离饱和仍然很远。

我们认为在未来5年，调味品行业发展会呈现如下趋势：

1) 调味品行业集中度提升：无论是与海外调味品行业还是国内食品饮料其他子行业相比，中国调味品市场的集中度仍然很低。规模效应和食品安全诉求将推动行业集中度提升。

2) 消费者观念升级利好复合调味料市场：伴随信息开放，消费者对餐饮的需求向多元化、个性化和健康化发展。烹饪将会从专业技能向大众兴趣方向转变，复合调味料将受益。

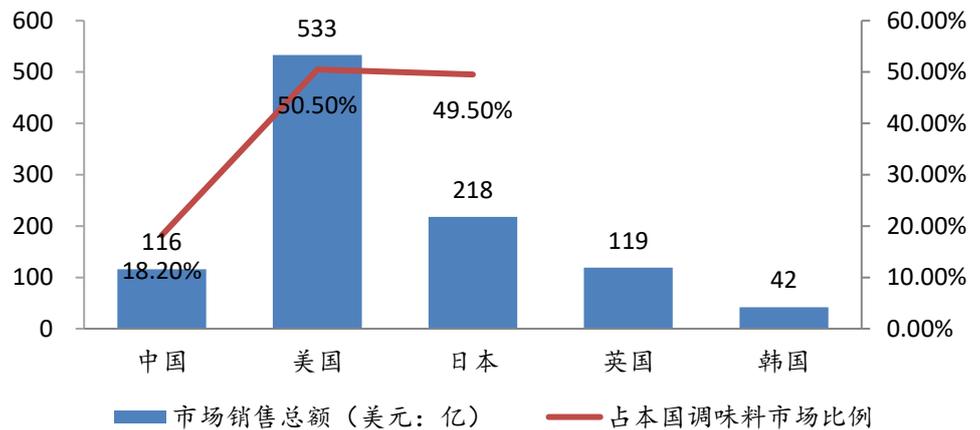
(二)、复合调味料市场——刚起步的市场

复合调味料的本质是将厨师制作菜品或者副食的部分技术打包出售给消费者。因此相比酱油、醋和食盐等单一调味料，复合调味料的受众更广，门槛更低。复合调味料能在降低烹饪难度的同时提升烹饪的乐趣，将烹饪的过程精简化，符合现代

人的生活方式。家庭消费者能扩大自己的烹饪范围，商业消费者可以降低雇佣厨师成本。

Frost&Sullivan统计口径下，2015年中国的复合调味品市场销售总额为751亿人民币，占调味料市场份额为18.2%。美国复合调味料的市场销售总额约为269.2亿美元，占调味料市场的50.5%；日本为107.9亿美元，占调味料市场的49.5%。复合调味料无论是绝对销售额还是占调味料的比例，与美国和日本都有一定差距。

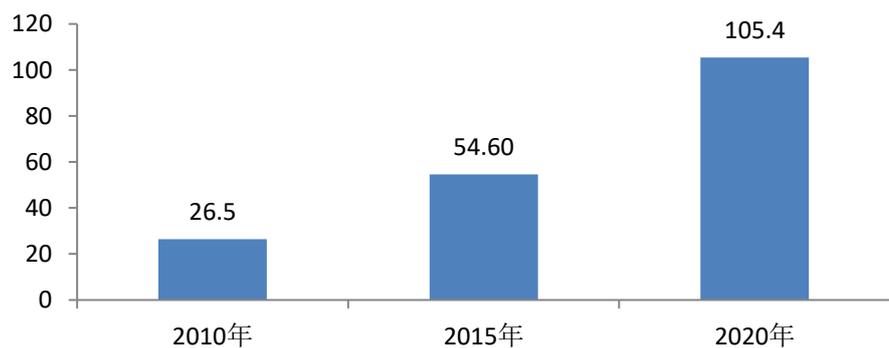
图10：2015年世界复合调味料市场销售总额



数据来源：Frost&Sullivan、广发证券发展研究中心

而在复合调味品的人均年度消费中，中国从2010年的26.5元每年增长到2015年为54.6元人民币每年，美国和日本分别为83.3美元和85.5美元每年。Frost & Sullivan估计2020年中国人均年度复合调味料支出能达到105.4元。在复合调味品市场上，中国与成熟的发达国家相比发展空间很大。

图11：中国复合调味料人均开支（元每年）

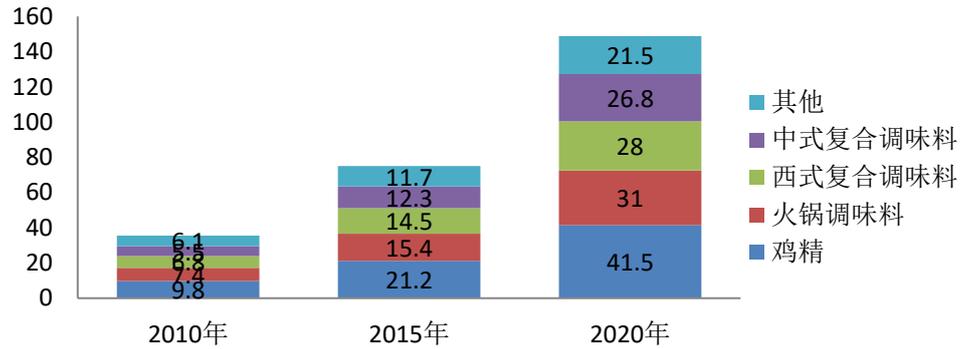


数据来源：Frost&Sullivan，广发证券发展研究中心

（三）、火锅调味料市场——最受欢迎的复合调味料

在中国，火锅调味料一直是复合调味料市场中占比仅次于鸡精的分部。其市场规模从2010年的74亿增长至2015年的154亿，占整个复合调味料市场的16.9%。

图12：中国复合调味料市场各分部规模（单位：十亿元人民币）



数据来源：Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

我们认为火锅调味料是复合调味料中最能迎合年轻人对食品偏好变化趋势的品类，其未来的增速要高于复合调味料。美国的经验显示，从千禧一代开始，年轻人对食物的偏好会更加偏向健康卫生、营养均衡和个性化。对消费者来说，火锅是中餐中符合这三个条件的饮食：1、作为半成品饮食，其原材料的健康卫生程度相比传统中餐更为可控；2、广泛的食材和丰富的口味和自由搭配的风格使得火锅可以满足营养均衡和个性化饮食的诉求。所以我们认为未来数年火锅调味料占复合调味料市场的比重会提升，其增速要高于复合调味料整体。

火锅调味料市场可分为火锅底料和火锅蘸料。Frost&Sullivan 数据估计，火锅底料的增速要比火锅蘸料高一些，市场规模也更大。我们认为火锅蘸料一般为一到三种原材料搅拌而成，相比火锅底料门槛更低，消费者选择品牌蘸料并没有比自己制作更有优势，底料的前景比蘸料要更确定。

图13：中国火锅底料及火锅蘸料市场规模及增速



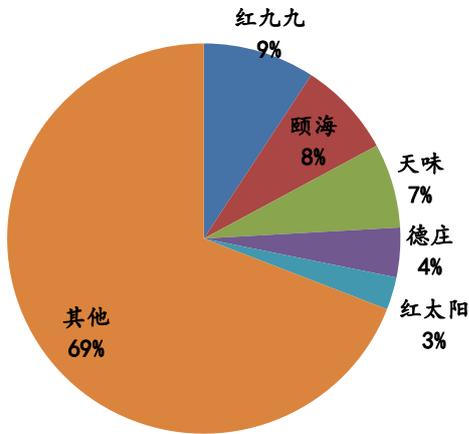
数据来源：Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

结构上，火锅底料市场可以分为中高端火锅底料市场和大众市场底料市场。两者之间主要的差异是用料选材的不同，中高端火锅底料普遍含有植物油或者动物油脂，大众火锅底料往往是干料。整体来看，中高端火锅底料更注重健康和品质。随着人们对于健康生活及品质的追求，在这类日常快销品的项目上，更愿意付出高价购买品牌火锅调味料。

中国火锅调味料市场集中度比复合调味料整体要高一些，但总体仍然较为分散。

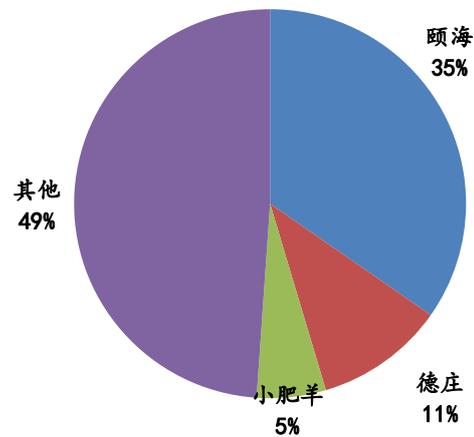
Frost&Sullivan 的数据显示,2015年五大火锅调味料公司占整体市场份额为 29.6%, 火锅底料市场亦呈现分散状态, 2015 年五大市场参与者总占比为 30.9%;

图 5: 2015 年火锅底料市场份额



数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

图 6: 2015 年中高端火锅底料市场份额



数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心

(四)、火锅行业剖析——中式餐饮中最接近汉堡的品类

火锅是中国店面数量最多的美食,是餐饮业最有可能达到汉堡高度的业态。美国大众点评研究院 2015 年 11 月的《中国火锅大数据报告》显示,大众点评收录火锅商户数量占全国餐饮商户比例达到 7.3%,为各类菜系之首。

火锅是相对健康的中餐: 火锅使用半成品食材由消费者亲自烹制,亲眼见证食材从生鲜转变为可食用的状态,降低了商家使用劣质食材的风险。总体上火锅的食品安全风险比传统中餐要低;**火锅是相对营养均衡的中餐:** 在中国传统饮食的体系里,消费者对火锅煲汤的印象一直和营养滋补联系紧密。另外通过对火锅食材的选择,消费者可以实现自我认可的营养搭配。**火锅满足了消费者对个性化的追求:** 火锅以炖煮为核心的烹饪方法在全国各地均有可吸纳的本土资源,也因此拥有最多样化的锅底搭配。浓油重酱、清汤寡水的爱好者都能在火锅店得到满足。另外自选式的食材也给了消费者充分的自由选择空间。

广泛的群众基础和灵活的定位使得火锅业具有在中国获得汉堡在美国的地位的可能。另一方面,火锅是中餐品类中最接近快餐的品种,克服了其他传统中餐品类“一厨一味”难以规模化生产的先天缺陷,将连锁餐饮经营者从繁重的后厨成本枷锁中解脱出来。

表 1: 中式火锅与美式快速休闲对比

中式火锅	美式快速休闲
自选锅底和配菜	个性化定制,选配菜
对后厨加工能力要求小	对后厨加工能力要求小
服务员数量需求不高(略多于美式)	服务员数量需求不高

数据来源: 互联网、广发证券发展研究中心

中国饭店协会火锅专业委员会的《2015-2016 中国火锅产业调查报告》的数据显示 2015 年全年火锅门店增长率为 21.58%,营业额增长率为 14.95%,均超过餐饮业总体的 11.7%。我们认为未来数年火锅仍然是餐饮行业中增长最快的细分业态。

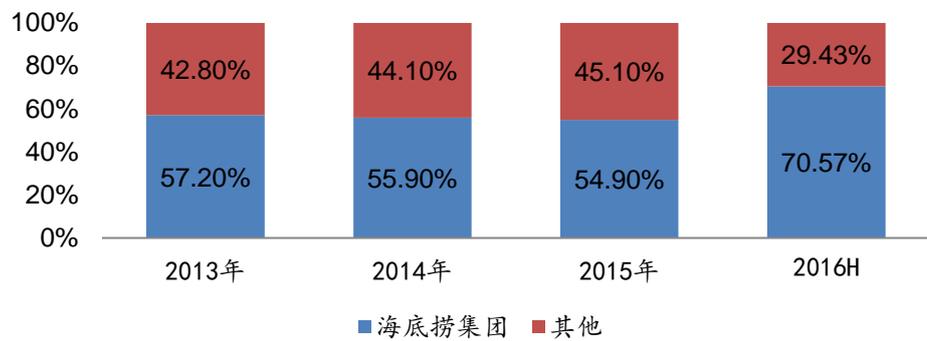
三. 颐海竞争优势：股东、产品和渠道三管齐下

(一)、背靠海底捞，市场需求稳定，品牌优势明显

1、海底捞集团占据销售额半壁江山，但颐海对其依赖程度在下降

海底捞集团贡献了颐海近半销售额，是颐海最重要的渠道。颐海历史上曾经是海底捞集团的子公司，目前是唯一向“海底捞”提供火锅底料以及火锅蘸料的企业。公司从“海底捞”获得的直接销售收入从2013年的180.6百万增至2015年的457.8百万，复合年增长率为59.21%，但占总销售收入比例由2013年的57.2%降至2015年的54.9%。2016年1-3月公司调整经销商渠道，导致第三方占比下降。截至2016年6月30日，公司的渠道调整已经结束。

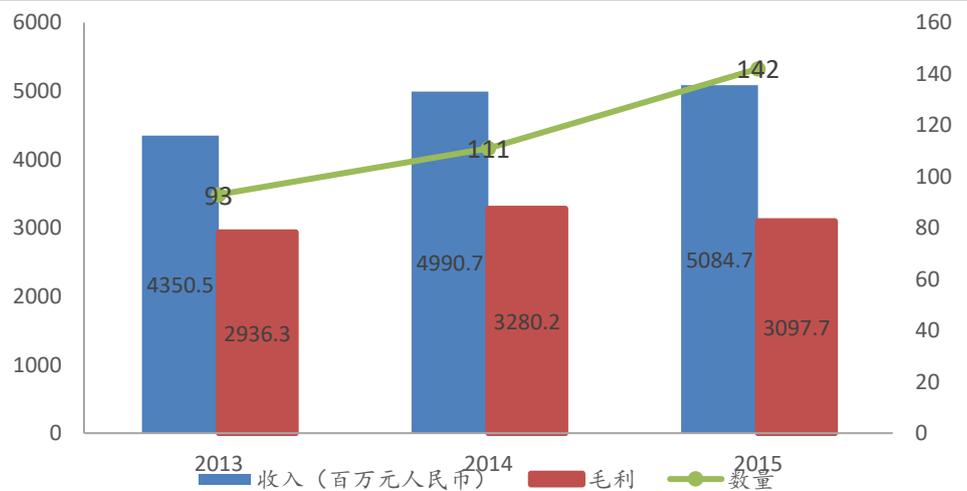
图4：颐海国际收入来源



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

“海底捞”火锅店从2013年的93家门店增设到2015年的142家门店，2016年中增加到150家门店，其中有7家门店铺设在5个海外国家。按销售额计算，海底捞是中国最大的连锁火锅餐厅。2015年，海底捞共接待超过5000万名顾客，其中会员数量为860万。未来数年，海底捞的扩张仍将继续推动颐海业务增长。

图4：海底捞收入、毛利和门店数量



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2、海底捞品牌是公司重要的护城河

海底捞品牌是公司重要的护城河。海底捞火锅是国内相当知名度的火锅品牌，截至 2016 年 6 月底，海底捞一共经营 150 家餐厅。在火锅品牌的传播和影响力上，海底捞相比竞争对手拥有压倒性的优势。市场已经证明，中高端火锅调料需要火锅店品牌的支撑，中高端火锅调味料市场份额前 3 名的企业，全部使用火锅店的品牌。考虑到吃火锅和在家制作火锅的人群具有相当的重叠，消费者对海底捞品牌的认可成为了颐海产品的重要护城河。

表 2：海底捞主要竞争对手影响力对比（截至 11 月 8 日）

品牌	近 30 天百度搜索指数	微博粉丝数	百度搜索结果数	门店数	出售火锅底料情况
海底捞	8,862	14 万	9,950,000	150	中高端底料市场市占率第一， 火锅底料市场市占率第二
东来顺	1,268	5 万	5,470,000	-	-
小辉哥	342	1 万	294,000	-	-
德庄	265	6 万	2,210,000	34	火锅底料市场市占率第四，中 高端底料市场市占率第二
刘一手	1,088	2 万	537,000	412	-
蜀九香	583	3 万	552,000	61	-
巴奴毛肚火锅	413	5 万	350,000	32	-
呷哺呷哺	2,446	7 万	2,150,000	554	-
小肥羊	1214	98 万	1,520,000	约 250	中高端底料市场市占率第三

数据来源：公开资料、官网、百度、公司公告、广发证券发展研究中心

公司拥有永久免特许权使用费使用“海底捞品牌”的权利。该合同终止需要得到颐海独立非执行董事同意，每三年自动续签。该项权利可以细化为：1、颐海是唯一向“海底捞”提供独家的火锅底料以及火锅蘸料的企业；2、颐海是唯一一家以“海底捞”品牌向零售市场以及其余第三方销售产品的调味品公司。

截至 2016 年 8 月，海底捞控股股东张勇夫妇和海底捞创始人和高管共计持有 58.19% 的颐海国际股票，其中仅张勇夫妇便持有 35.59% 的公司股票。现有股东结构下，公司不存在失去海底捞品牌使用权的风险。

（二）、产品结构合理、基本覆盖重点城市

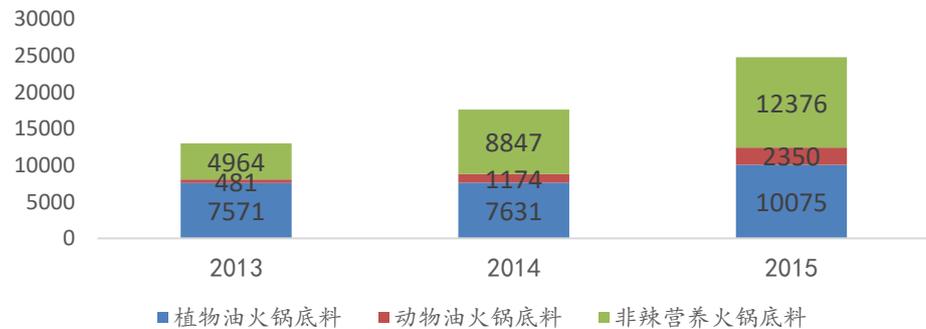
1、产品结构合理，定位明确

公司产品的主要策略为：（1）坚持专注中高端市场（2）拓展复合调味料细分市场（3）坚持对产品质量的保证。公司的核心计划为提高核心产品（中高端火锅底料）的渗透率，同时扩大及优化产品组合，利用火锅调味料市场的优势来拓展其他复合调味料市场。截止 2016 年 6 月底公司生产 40 款火锅底料、9 款火锅蘸料和 17 款中式复合调味品，并且在过往的 2013、2014 和 2015 年中各自推出了 1、4 和 10 款新产品。

经过多年发展，公司的火锅底料已经形成了植物油品类、动物油品类和非辣营养品类三大类产品线，基本覆盖了全国各地喜欢的锅底口味，且均为用料具有优势的中高端产品，符合现在社会正在经历的消费结构升级的趋势，为后持续发展提供了稳定的驱动力。中高端火锅底料调味料市场在过去的复合年增长率为 26.8%，超过中

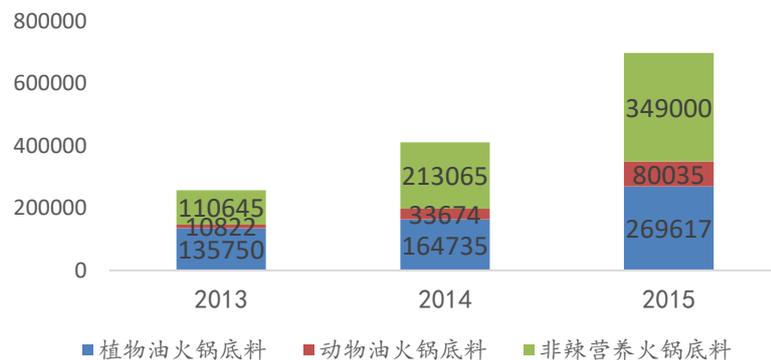
国整体复合调味料市场及火锅底料调味料市场的增速。其中动物油锅底品类和植物油锅底品类是传统的川式火锅底料，产品上较难创新。而非辣营养火锅底料目前已经包含三线、菌汤、清汤、番茄和海鲜，公司仍在探索开发新的口味。我们认为动物油脂火锅底料作为传统火锅中的高端品类目前销售占比仍然较低，非辣营养锅底料的细分市场仍然比较分散，是颐海未来主要的业务增长点。

图4：颐海火锅底料产品销量结构（单位：吨）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

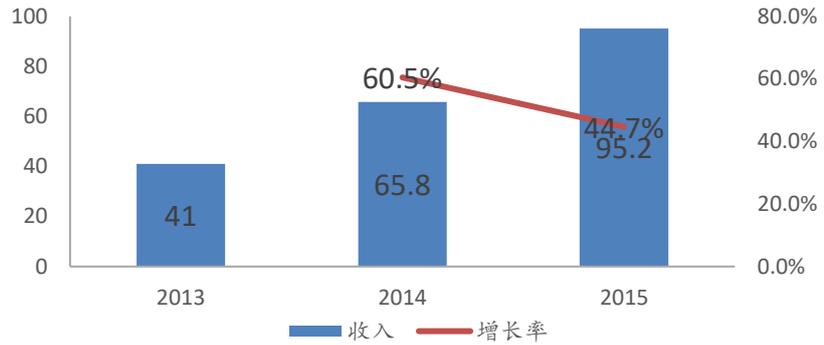
图4：颐海火锅底料产品收入结构（单位：千元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

中式复合调味品上，颐海的产品为两种海鲜口味调味品和7种麻辣混合调味品，16年3月又推出了重庆小面调料、麻辣小龙虾调料、泡椒酸汤鱼调料等新产品，实现了产品的全季节覆盖。其产品定位均为具有餐厅口味且家常烹饪困难较高的菜品调味料，如川味酸菜鱼和麻辣香锅等。此系列中式复合调味料一方面与颐海主业火锅底料非常接近使颐海能迅速利用其产能和技术储备，另一方面对应的菜品具有烹饪难度集中于调味又受大众欢迎的特点。精确的定位使得颐海在该业务上取得了快速增长。

图4：颐海中式复合调味料产品收入（单位：百万元）



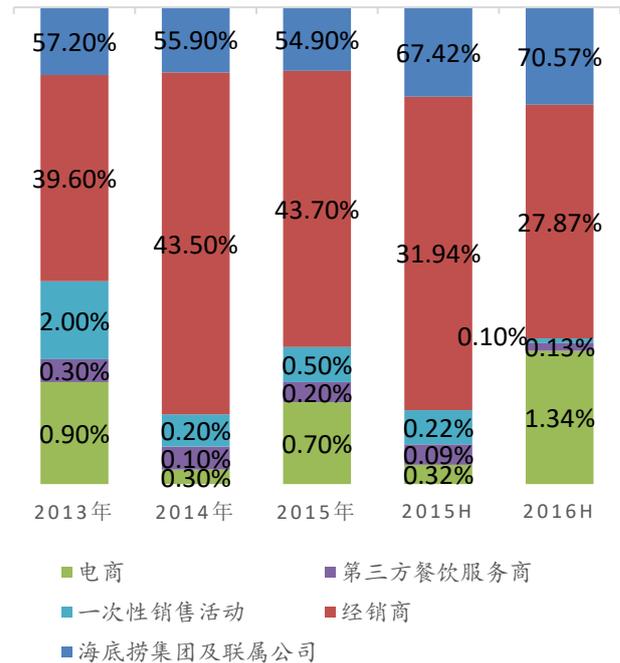
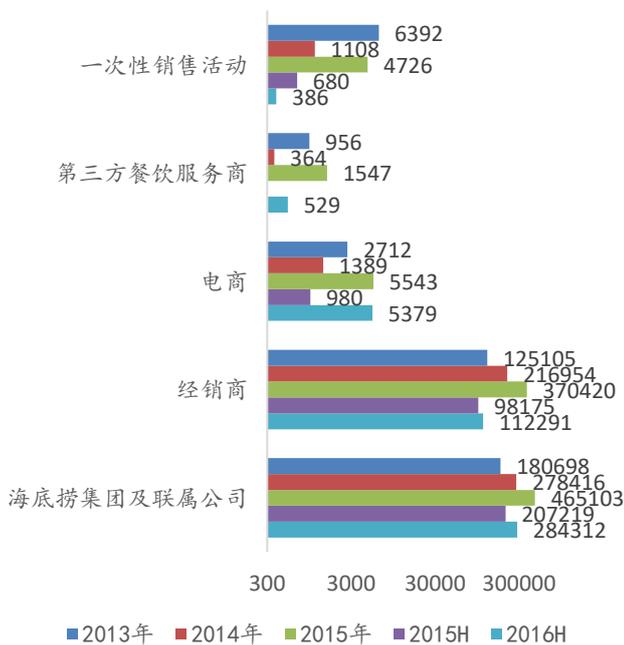
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2、初步完成重点城市渠道覆盖，渠道下沉和海外市场是潜在增长点

颐海的销售渠道由海底捞集团及附属公司、经销商、电商、第三方餐饮服务商和其他一次性销售的客户构成。目前公司的主要渠道为海底捞集团及附属公司和经销商，二者所占比例超过95%。近年来经销商渠道的收入正在提升，公司对海底捞集团的依赖正在减弱。2016年1-3月火锅旺季期间公司对经销商渠道结构进行了调整，使得2016年上半年的第三方销售略有下降，截至6月30日，公司的结构调整已经结束。

图 7：按渠道划分的颐海收入结构 (千元、对数横轴)

图 8：按渠道划分的颐海收入结构百分比 (对数纵轴)

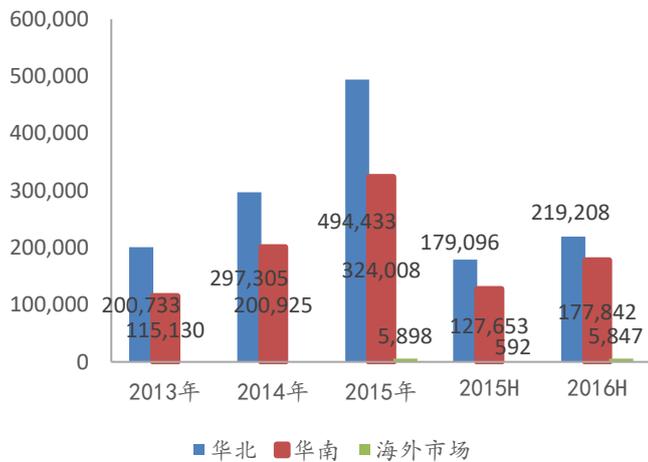


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

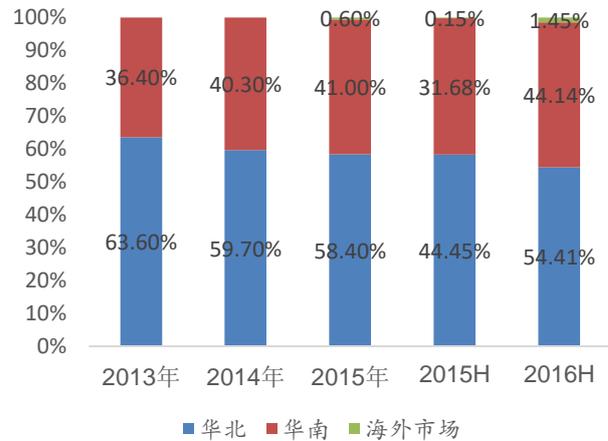
截至2016年6月30日，公司1095名员工中包含销售人员406名。526家经销商构成的全国销售网络覆盖了31个省级地区，所有的一线城市和32个二线城市以及231个三、四线城市，终端上已经进入6300多家大型超市，基本完成重点市场渠道覆盖。结构上看，北强南弱的区域不均衡正在改善。

图 9：按地域划分的收入（千元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

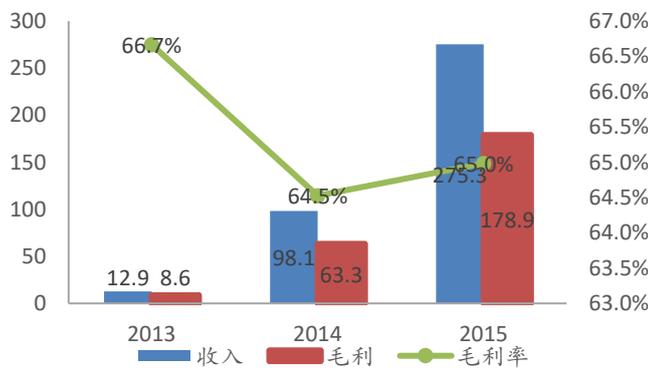
图 10：按地域划分的收入百分比



数据来源：招股说明书、公告、广发证券发展研究中心

公司同时积极拓展海外市场，目前渠道已经扩展到 11 个国家。海外渠道方面，2015 年 8 月开始将产品出口至海外市场。4 个月获得了接近 600 万的收入，是公司的潜在增长点。海底捞海外店目前处于高速发展的状态。海底捞海外店的主要客户是海外华人和出国留学人员。

图 11：新加坡海底捞营收（百万美元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图 12：出国留学人数和增长率



数据来源：教育部、广发证券发展研究中心

颐海的零售渠道在三、四线城市覆盖了 231 个，在二线城市覆盖了 32 个。横向比较来看，调味品行业龙头海天味业拥有 3000 家经销商、覆盖 320 个地级市、1500 多个县的终端渠道，公司的同行业竞争对手天味食品 2014 年末共有经销商 702 个、覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，销售网络覆盖 29.25 万个零售终端、4.79 万个商超卖场和 3.69 万家餐饮连锁单店。颐海的 526 家经销商渠道构成的网络仍然具有较大的拓展空间。

根据公司 2015 年底的数据，公司在上海拥有 15 家经销商，浙江全省却只有 12 家经销商。经销商不足 10 个的省级单位共有 13 个，主要集中在中西部地区。考虑到海底捞的店面数量部分代表当地消费者对海底捞火锅口味的接受度，经过计算得知，至少有 5 个省份存在经销商数量不足的状况。

表 3：颐海国际的经销商地域分布（截至 2015 年 12 月 31 日）

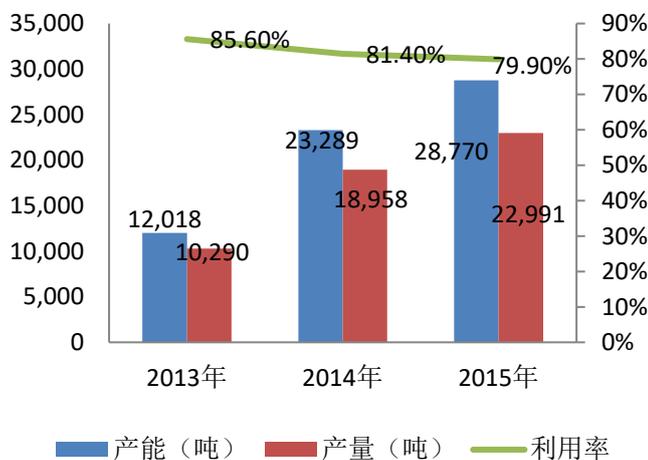
	北京	天津	河北	山西	内蒙古	吉林	辽宁	黑龙江	河南	湖北	湖南
经销商数量	28	11	19	10	10	10	19	11	12	13	9
海底捞餐厅数量	26	5	3	2	0	0	3	0	9	6	2
经销商数量/餐厅数量	1.08	2.20	6.33	5.00	-	-	6.33	-	1.33	2.17	4.50
	上海	江苏	浙江	安徽	江西	山东	福建	陕西	甘肃	青海	宁夏
经销商数量	15	19	12	7	7	29	18	2	5	2	2
海底捞餐厅数量	15	24	5	3	1	5	6	9	1	0	0
经销商数量/餐厅数量	1.00	0.79	2.40	2.33	7.00	5.80	3.00	0.22	5.00	-	-
	新疆	广东	广西	海南	四川	贵州	云南	重庆	西藏	总计	
经销商数量	6	22	3	2	12	3	4	2	1	325	
海底捞餐厅数量	0	17	0	0	3	0	1	0	0	146	
经销商数量/餐厅数量	-	1.29	-	-	4.00	-	4.00	-	-	2.23	

数据来源：公开资料、招股说明书、广发证券发展研究中心

3、产能提升助力市场扩张

公司目前拥有河南郑州和四川成都两座生产基地，产能利用率较高，已经无法满足公司的长期发展。IPO 募集资金中的 30%，约 2 亿 3260 万将用于兴建河北霸州生产基地，预计 2018 年 9 月完成一期建设。霸州生产基地一期设计年产能 35000 吨，与 2015 年总产能相当，为公司不断扩大的市场提供支撑。

图 13：郑州生产基地产能利用率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图 14：成都生产基地产能利用率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

其中成都生产基地产能利用率不断提升。2013 年 7 月开始翻新及改造生产线，2014 年 10 月改造完成，14 年的产能按照 2 个月计算相比 13 年大幅下降。由于改造过程中部分生产线调整为用于加工新鲜食材的集团外资产，15 年产能有所下降。15 年火锅底料和中式复合调味料生产线产能利用率达到 97.2%，而火锅蘸料产能利用率为 17.6%。

四. 颐海与海底捞的关系：共生共荣

(一)、定价公平政策使得盈利能力大幅提升

颐海 05 年成立时为海底捞集团内部调味品供应商，对海底捞销售的产品存在较大的折价使得毛利率较低。经过多次资产注入及重组后，海底捞集团已经不再持有任何调味品制造和销售的资产，海底捞和颐海成为了互利互补的上下游关系。自 2016 年 1 月开始，公司的定价政策转为使向海底捞销售定制产品和向其他第三方经销商销售产品的净利率相同为目标。定价每半年由独立非执行董事检查并重估。但由于产品包装和营销开支等差异，定价差异仍然存在。

表 2：颐海国际主要产品的毛利率

毛利率	2013 年	2014 年	2015 年	2015H	2016H
火锅底料（关联）	6.30%	9.70%	24.20%	20.90%	28.00%
火锅底料（第三）	44.30%	43.70%	51.60%	41.30%	53.90%
火锅底料（整体）	19.20%	21.70%	34.10%	26.00%	32.90%
火锅蘸料（关联）	—	5.20%	20.80%	19.40%	40.20%
火锅蘸料（第三）	34.60%	26.50%	32.30%	28.50%	34.10%
火锅蘸料（整体）	34.60%	26.20%	32.30%	28.40%	34.10%
中式复合调味料（关联）	1.80%	7.40%	26.60%	21.40%	33.50%
中式复合调味料（第三）	41.90%	42.50%	44.60%	33.40%	43.90%
中式复合调味料（整体）	39.40%	40.50%	43.20%	32.00%	42.60%
总体毛利率	22.00%	24.00%	34.70%	26.40%	33.60%

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

过去数年业绩受到向海底捞集团等关联销售的折价政策影响较大。公司在 2014 年 8 月开始对海底捞集团实行新的关联销售定价政策。在新政策下，公司的毛利和净利润均有所上升。

表 2：颐海国际对关联销售定价政策的敏感性

	2013			2014			2015		
	收入	毛利	净利润	收入	毛利	净利润	收入	毛利	净利润
旧价格政策	315863	69146	22064	485464	106711	32935	765457	212351	63299
改变比例	-	-	-	-2.6%	-10.7%	-22.5%	-9.7%	-27.8%	-49.2%
新价格政策	355145	108698	51526	542539	163786	75741	847339	294233	124547
改变比例	12.4%	56.6%	133.5%	8.9%	37.1%	78.2%	-	-	-

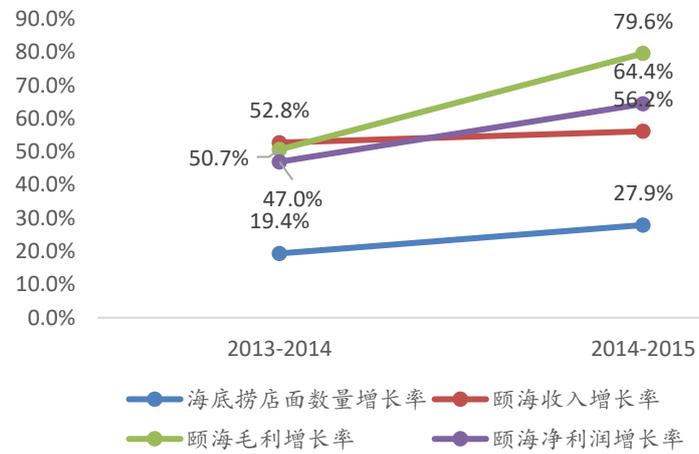
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

(二)、颐海国际带来了投资海底捞的机会

尽管近年来公司从海底捞获得的收入比例有所下降，但仍超过 50%。观察最近 3

年的盈利的增长，基本等同于海底捞店面数量增长率的 2 倍。考虑到颐海一半的收入来自海底捞，二者的收入具有高度相关性。海底捞作为餐饮业的龙头企业尚未上市，颐海实际上带来了分享海底捞成长的投资机会。

图15：颐海营收能力与海底捞店面数量比对



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

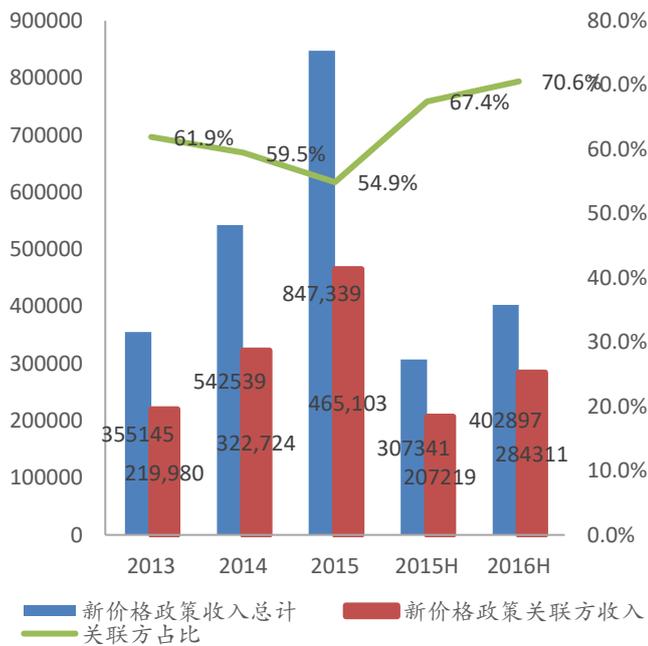
五. 财务分析

(一) 盈利能力稳定，对海底捞的依赖程度在下降

公司收入从 2013 年的 3.16 亿增长至 2015 年的 8.47 亿元，年复合增长率为 63.79%，调整价格政策后的年复合增长率为 54.5%。净利润从 2013 年的 2206 万增加到 2015 年的 1.25 亿元，复合年增长率为 137.6%，价格政策调整后的年复合增长率为 55.5%。海底捞贡献的销售收入提高源自海底捞门店数量的扩张和对海底捞销售价格的提升。第三方的增长源自公司加大市场销售拓展力度。公司对海底捞的收入依赖程度正在下降。

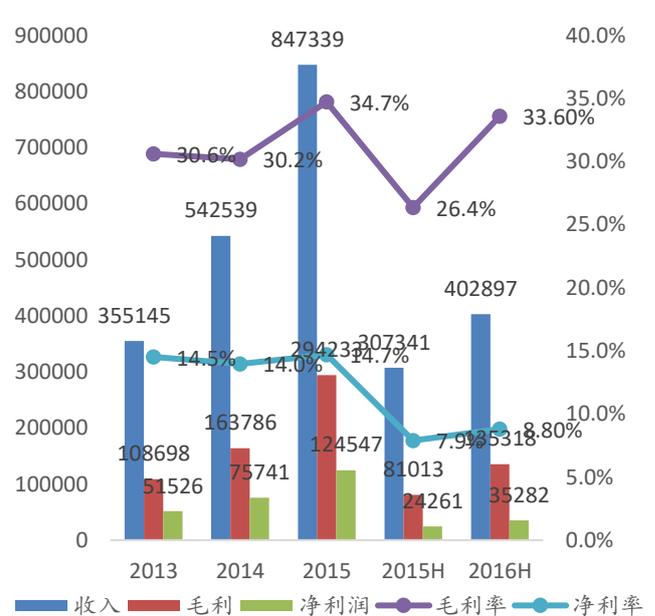
2016 年 1-3 月公司进行了经销商结构调整，由于正值火锅销售旺季，第三方火锅底料受影响较大，上半年收入同比下降 2.0%，同时关联方销售火锅底料收入增长 37.9% 导致关联方销售占比增加。该项渠道经销商调整已经结束，公司对海底捞的依赖程度下降的发展方向没有改变。

图 16: 价格政策调整后颐海的收入结构



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

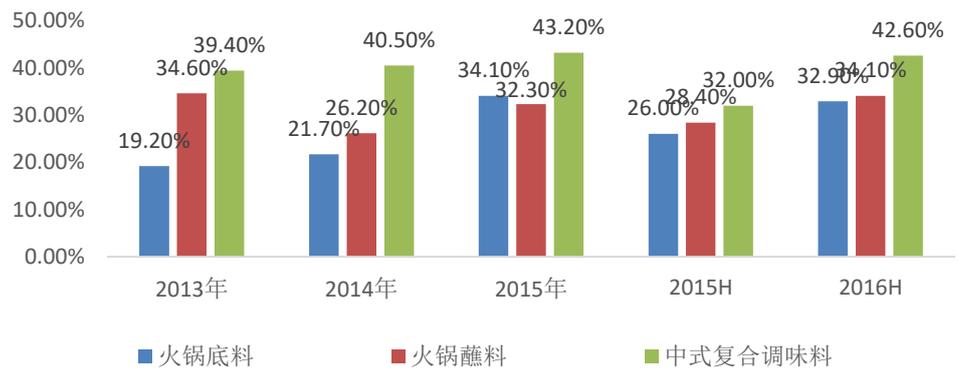
图 17: 价格政策调整后的颐海盈利能力



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

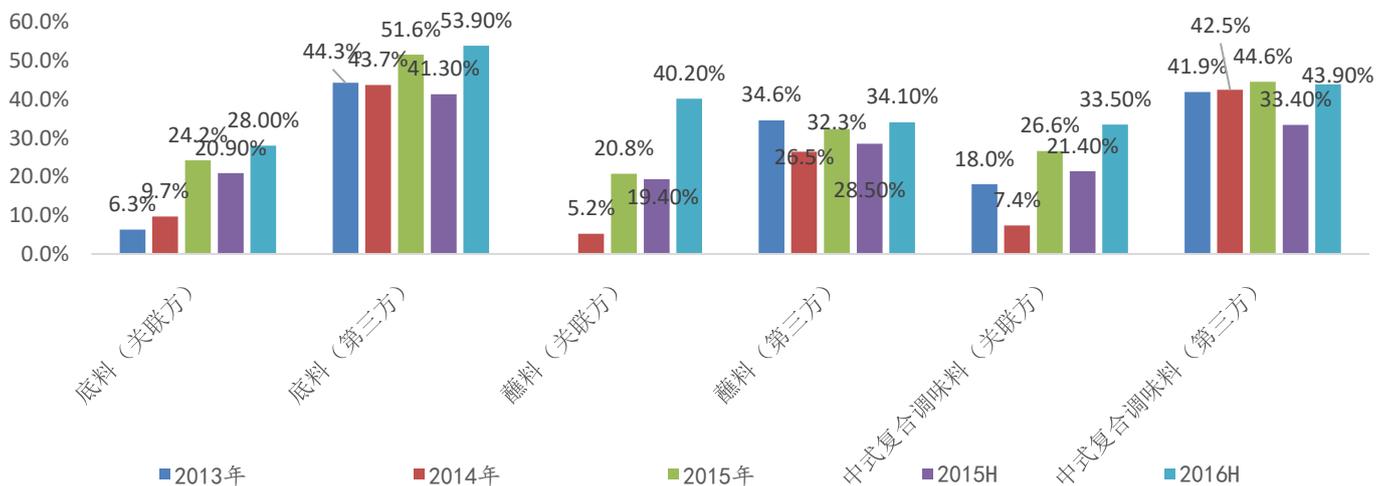
盈利能力上，经过价格政策调整后，公司的毛利率和净利率在过去 3 年保持稳定状态。毛利率稳定在 30%-35% 之间，净利率维持在 14% 左右。由于火锅存在明显的周期效应，公司 2016 年上半年的盈利能力有所下降，但考察 2015 年上半年同期，公司的盈利能力是增强的。结构上，中式复合底料的毛利率较高。鉴于火锅底料、尤其是高端火锅底料依然是颐海国际最主要的销售产品，公司坚持巩固中高端火锅底料市场路线。另一方面，中式复合调味料市场巨大，发展空间可观。公司未来将会积极拓展其余复合调味料市场。

图 18：公司主要产品的毛利率（价格政策调整前）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图 19：公司主要产品按渠道的毛利率（价格政策调整前）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

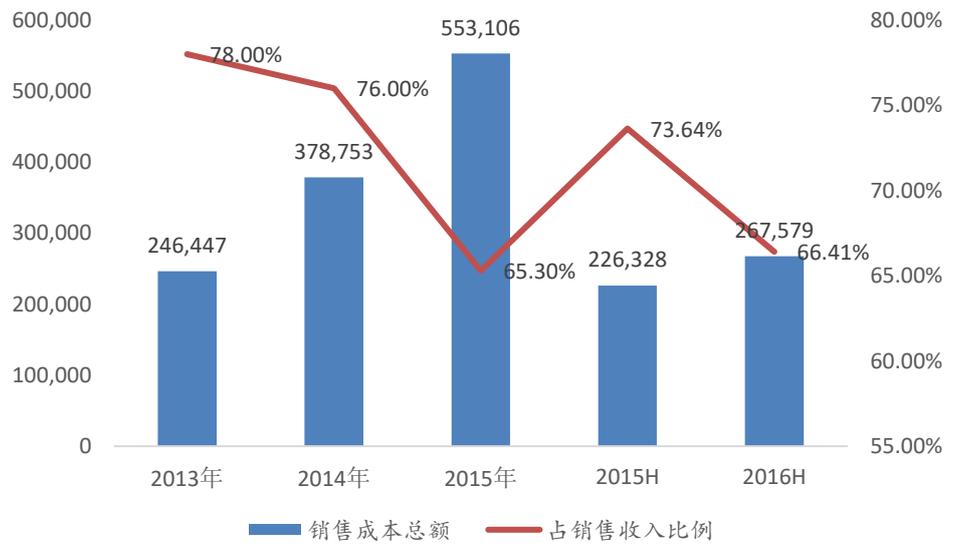
（二）销售成本受到原材料价格影响较大

颐海国际的销售成本主要由原材料、制成品及在制品的存活变动、雇员福利开支、折旧及摊销、公共事业和其他成分组成。

在原材料分部中，大豆油占原材料的比例最大，其绝对值从 2013 年到 2015 年随火锅底料需求的扩大而快速增长，但是其占销售成本的比例在下降，从 2013 年的 25.4% 下降到 2015 年的 18.08%，导致其下降的原因是公司对主要原材料实行了对冲交易以及大豆油近几年采购价下滑。近几年花椒的平均采购价轻微上升，伴随需求量增加，花椒和辣椒类的成本增长维持在一个较高的水平。

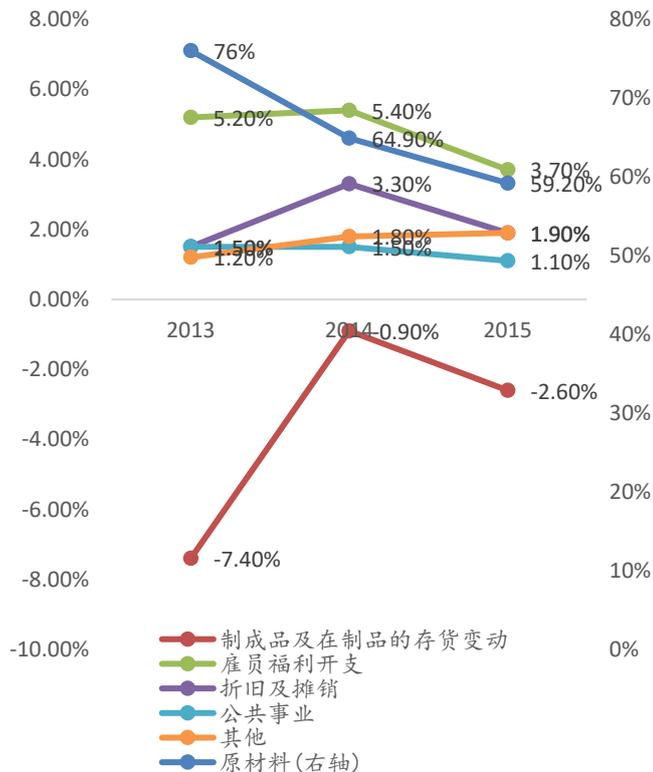
雇员福利开支在 2014 年增长速度较快，从 16 百万增长到 27 百万，复合年增长率为 64.2%，原因为产量提升，员工数量增长。

图20: 颐海销售成本 (千元)



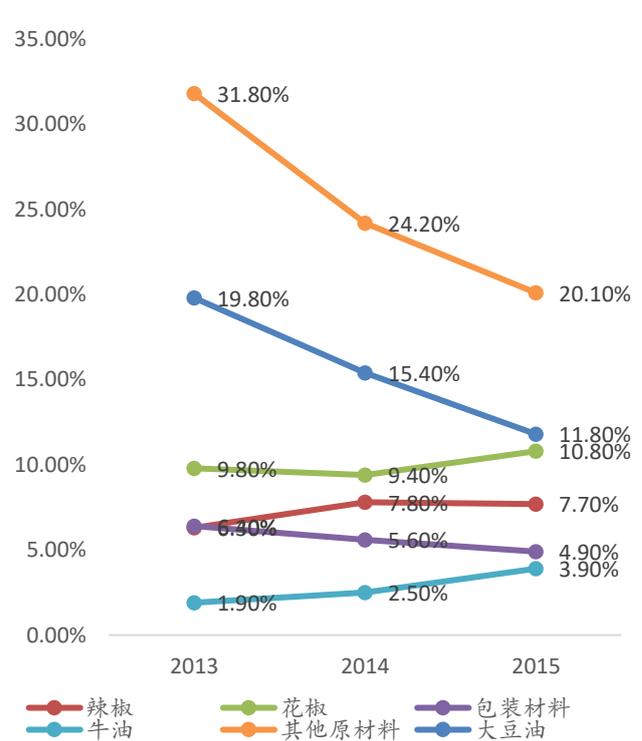
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 21: 主要销售成本占营收比例变化趋势



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 22: 主原材料成本占营收比例变化趋势



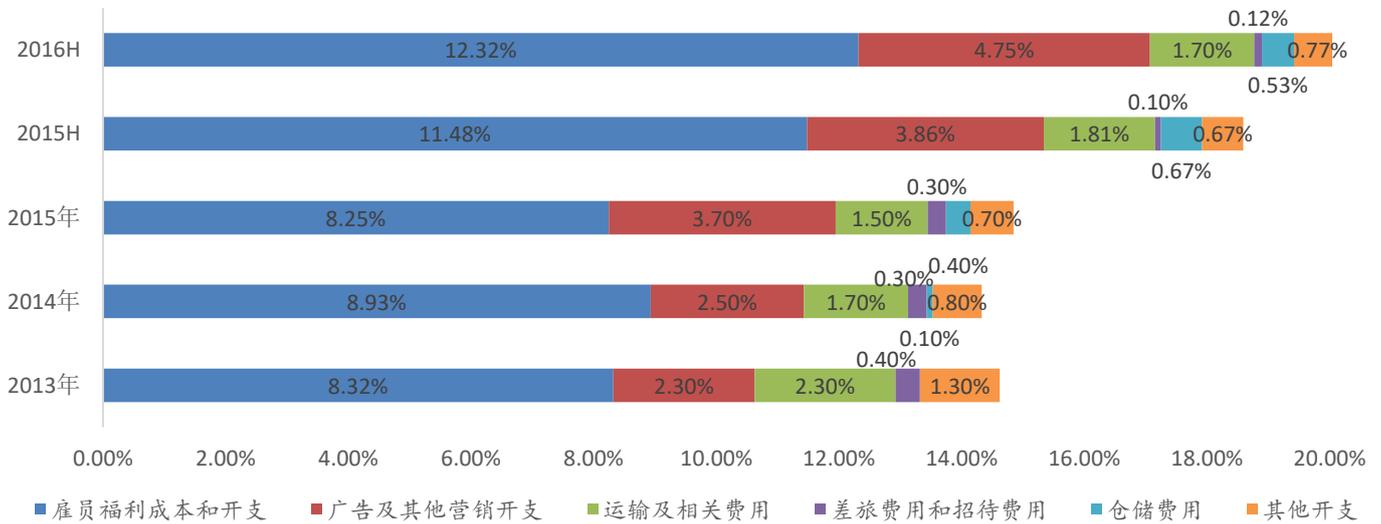
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

(三) 销售开支——稳中有升

公司 2013 年到 2015 年的经销开支分别为 29 百万, 93 百万和 93 百万人民币。其中雇员福利开支和广告及其他营销开支占总营收的比例最大。2013 年到 2015 年,

颐海国际为了产品的推广及营销，雇佣的销售人员从 2013 年的 110 名增加到 2015 年的 374 名，2016 年中达到 406 人，福利成本和开支也对应上升。广告及其他营销开支也在增长，符合公司减少关联方收入占比，提高第三方收入占比，提升品牌知名度的发展规划。

图23：颐海经销开支结构

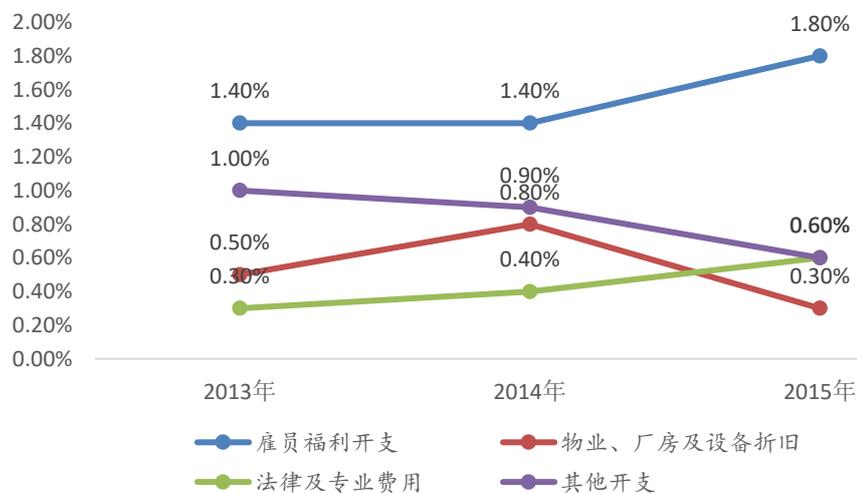


数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（四）行政开支——趋于稳定

颐海国际的行政开支从 2013 年的 10 百万增加到 2015 年的 38 百万，其中雇员福利开支从 2013 年的 400 万增加到 2015 年的 1500 万。福利开支的大幅增长主要原因是业务重组和增长导致总部雇员从 2014 年的 47 人增至 2015 年的 112 人。我们认为随着公司重组后架构的成熟和稳定，雇员福利开支将趋于稳定。

图24：颐海行政开支占比



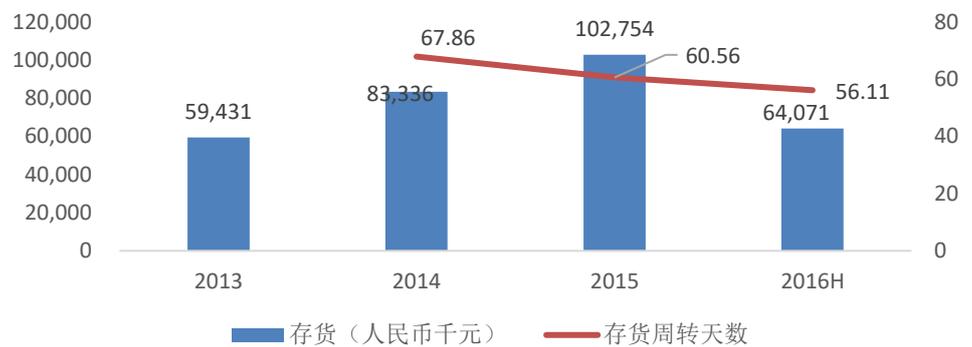
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（五）存货与贸易应收款项——风险较低

颐海的存货主要有原材料和在制品与制成品组成。大部分原材料的采购频率较高，通常维持足够 15 天生产的水平，另有部分原材料可以长期保存并且短期价格波动较大，公司会集中采购以获得成本优势。

对于制成品，已经出售给关联方的定制产品在公司的仓储时间通常维持在 30 天，对应的零售产品为 7 天。由于 4 季度的节假日较多并且温度较低，公司的业务会进入高峰，这期间库存会增加。

图 25：颐海国际的存货和存货周转天数（千元）

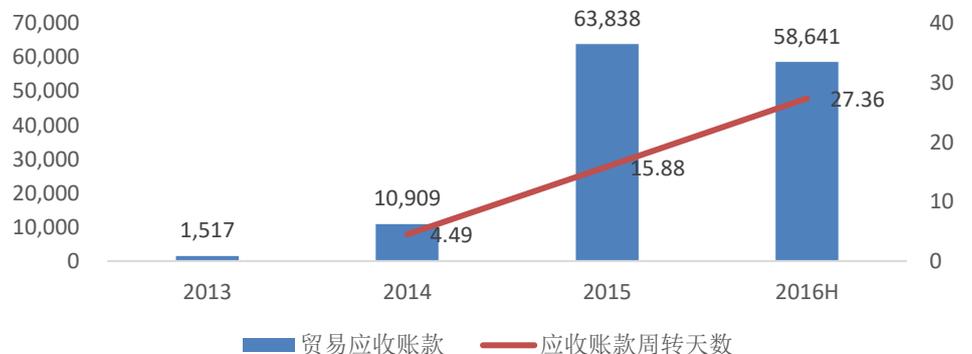


数据来源：公司招股说明书、公司公告、广发证券发展研究中心

公司与经销商的交易模式大部分为先款后货，应收账款较低。仅旺季时公司会酌情向部分经销商实行交货后 30-60 日付款的交易模式。产品送到经销商并验货完成后不可退货，经营风险全部由经销商承担。

公司与关联方的交易则一般采取先货后款的交易模式，账期通常为发票日后的 30 天。公司的贸易应收款项在 14 年开始大幅增加的原因是 13 年、14 年公司作为海底捞集团的一部分将对海底捞集团的应收账款和应付账款抵消。

图 26：颐海国际的贸易应收款项（单位：千元人民币）



数据来源：公司招股说明书、公司公告、广发证券发展研究中心

（六）可赎回可转换优先股对公司财务影响

公司于 2015 年 12 月 14 日分别向 Charlin Holdings 和云峰基金旗下 Glouris Future 发行可转换可赎回优先股 21688889 股和 32533333 股，总代价 186666700 元或等值美元。该优先股约定资本化发行及全球发售结束后将分别转换为普通股 31200000 股和 46800000 股。该系列优先股中至少 80% 拥有要求颐海赎回的权利，如果颐海 18 年 12 月 31 日前不能 IPO 或 2015 年财年除税扣非净利润少于 87.9 百万元则投资者可以要求颐海以原价加 10% 累计年度回报价格赎回。该部分优先股以按公允价值计量方式计入金融负债，其公允价值变动于利润表中确认。2016 年上半年该科目计入非经营性损益约 1038 万，2016 年 7 月 13 日公司完成资本化发行，优先股转换为普通股，当日公允价值变动产生亏损 2488 万 1000 元，计入 2016 财年非经营性损益，对公司 2016 财年业绩影响较大。

六. 盈利预测、估值分析与投资建议

(一) 销售预测

火锅底料是公司的主要产品，我们预计向关联方销售的增长将会逐步下降。而随着公司不断优化渠道，向第三方销售的产品增长率较高。2016 年一季度由于公司调整经销商渠道，导致旺季第三方销量下降，该调整已经结束。

表 4：颐海国际销售预测（人民币千元）

	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
关联方销售收入	172,256	270,196	203,167	454,307	280,689	588,319	738,707	912,713
第三方销售收入	135,040	219,794	99,986	380,786	115,906	539,094	859,936	1,132,974

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 5：颐海火锅底料销售预测（人民币千元）

	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
关联方销售收入	169,690	266,328	199,521	446,743	275,124	574,608	720,094	886,600
毛利率	6.30%	9.71%	20.90%	24.21%	28.00%	29.00%	29.00%	30.00%
销量（吨）	9,998	12,804	7,702	16,566	9,752	20,376	25,266	30,572
销量增长率	-	28%	-	29%	27%	23%	24%	21%
单价（元/公斤）	17.0	20.8	25.9	27.0	28.2	28.2	28.5	29
第三方销售收入	87,527	145,146	65,883	251,909	64,556	316,224	515,445	634,345
毛利率	44.27%	43.73%	41.30%	51.60%	53.90%	55%	54%	54%
销量（吨）	3,018	4,848	2,158	8,235	2,043	9,882	15,811	18,657
销量增长率	-	61%	-	70%	-5%	20%	60%	18%
单价（元/公斤）	29.0	29.9	30.5	30.6	31.6	32	32.6	34

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

复合调味料市场产品差异度较大，我们认为第三方销售量将会受益于公司不断优化渠道，取得比关联方销售更高的增长。

表 6：颐海中式复合调味料销售预测（人民币千元）

	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
关联方销售收入	2,566	3,715	3,597	7,511	5,510	13,654	18,552	26,046
毛利率	1.79%	7.38%	21.40%	26.63%	33.50%	35%	35%	37%
销量（吨）	222	233	189	383	242	594	742	965
销量增长率	-	5%	-	64%	28%	55%	25%	30%
单价（元/公斤）	11.6	15.9	19.0	19.6	22.8	23	25	27
第三方销售收入	38,429	62,064	26,935	87,720	36,271	129,348	181,087	253,521
毛利率	41.90%	42.54%	33.40%	44.65%	43.90%	44%	42%	42%
销量（吨）	1,500	2,291	1,069	3,338	1,601	5173.9	7243.46	10140.844
销量增长率	-	53%	-	46%	50%	55%	40%	40%
单价（元/公斤）	25.6	27.1	25.2	26.3	22.7	25	25	25

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 7：颐海火锅蘸料销售预测（人民币千元）

	2013	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
关联方销售收入	0	153	49	53	55	57	61	66
毛利率	-	5.23%	19.40%	20.75%	40.20%	40%	42%	42%
销量(吨)	0	8	3	3	3	3.15	3.31	3.47
销量增长率	-	-	-	-63%	0%	5%	5%	5%
单价(元/公斤)	-	19.1	16.3	17.7	18.3	18	18.5	19
第三方销售收入	9,084	12,584	7,168	41,157	15,079	93,523	163,405	245,107
毛利率	34.62%	26.47%	28.50%	32.33%	34.10%	34%	34%	34%
销量(吨)	503	719	382	2,259	846	5195.7	8832.69	13249.035
销量增长率	-	43%	-	214%	121%	130%	70%	50%
单价(元/公斤)	18.1	17.5	18.8	18.2	17.8	18	18.5	18.5

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（二）利润表预测

表 8：颐海国际利润表预测

利润表	单位：人民币千元				
至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	498,231	847,339	1,133,715	1,598,643	2,045,686
营业成本	378,753	553,106	699,081	973,343	1,237,679
毛利	119,478	294,233	434,634	625,300	808,007
其他经营收入	503	617	4,000	2,000	2,000
营业开支	61,620	132,153	170,057	244,592	327,310
EBIT	58,361	162,697	268,576	382,708	482,697
利息净损益	4	57	0	0	0
非经营性损益	-15	1,304	-31,411	3,424	0
非经常项目损益	-1,194	2,862	4,000	2,000	2,000
税前利润	57,156	166,920	233,165	384,132	480,697
所得税	14,646	42,373	69,950	115,240	129,788
少数股东损益	0	0	0	0	0
非持续经营净利润及其他	0	0	0	0	0
净利润	42,510	124,547	163,216	268,892	350,909
优先股利及其他	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	42,510	124,547	163,216	268,892	350,909
综合收益	42,510	125,061	163,216	268,892	350,909
EBITDA	78,730	182,215	296,344	427,082	543,871
EPS(稀释)	0.0406	0.1190	0.1559	0.2568	0.3352

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 9：颐海国际主要财务比率预测

主要财务比率

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	57.7%	70.1%	33.8%	41.0%	28.0%
营业利润	95.7%	178.8%	65.1%	42.5%	26.1%
归属母公司净利润	92.7%	193.0%	31.0%	64.7%	30.5%
获利能力					
毛利率	24.0%	34.7%	38.3%	39.1%	39.5%
净利率	8.5%	14.7%	14.4%	16.8%	17.2%
ROE	92.9%	87.8%	14.1%	18.9%	19.6%
ROIC	118.9%	130.0%	55.4%	57.0%	59.4%
偿债能力					
资产负债率	83.99%	75.92%	11.46%	12.24%	12.42%
净负债比率	-20.16%	-34.21%	-70.67%	-67.00%	-66.83%
流动比率	0.55	1.74	7.09	6.55	6.52
速动比率	0.20	1.34	6.32	5.74	5.71
营运能力					
总资产周转率	195.24%	193.68%	118.55%	107.93%	111.18%
应收账款周转率	80.19	22.67	13.52	13.52	13.52
存货周转率	5.31	5.94	5.98	5.98	5.98
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.0406	0.1190	0.1559	0.2568	0.3352
每股经营现金流	0.07	0.09	0.04	0.25	0.35
每股净资产	0.04	0.14	1.11	1.36	1.71
估值比率					
P/E	—	—	19.33	11.72	8.98
P/B	0.00	0.00	2.72	2.21	1.76
EV/EBITDA	-0.12	-0.27	7.88	5.15	3.60

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(三) 估值分析

我们选取世界范围内 25 家调味品生产销售上市公司作为颐海的可比公司。A 股的可比公司估值较高，港股较低。剔除估值较高的 A 股可比公司后的国际调味料可比公司 2016E 平均估值约为 18.4 倍，2017E 约为 16.21 倍。

表 10：世界调味品生产销售企业估值（截至 11 月 8 日）

代码	公司名称	股价	市值 (百万 HKD)	ROE			ROA		P/E		P/B		EV/EBITDA
				16E	16E	15A	16E	17E	16E	17E	16E		
	整体平均值	501.85	61,058.77	11.71	5.32	28.69	26.52	22.44	3.08	2.81	11.23		
600866 CH	*ST 星湖	7.70	5,073.04	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
600873 CH	梅花生物	7.14	22,298.09	8.78	4.30	28.22	22.80	18.03	2.04	1.91	9.20		
603027 CH	千禾味业	43.77	7,146.89	15.41	-	70.42	70.47	54.10	8.55	9.68	36.59		

600186 CH	莲花健康	6.43	6,865.47	-	-	-	-	-	-	-	-
600872 CH	中炬高新	19.64	15,604.57	12.47	6.66	40.75	40.00	33.81	4.90	4.50	21.53
600298 CH	安琪酵母	19.89	16,406.14	14.84	7.45	30.54	28.90	22.60	3.95	3.57	13.31
600305 CH	恒顺醋业	14.47	8,682.44	9.62	6.52	51.71	42.11	34.22	3.52	3.69	23.41
603288 CH	海天味业	35.94	97,396.53	29.82	22.25	31.38	29.41	25.32	8.66	7.48	19.49
002650 CH	加加食品	9.71	11,190.45	8.75	6.00	61.36	59.37	50.50	5.03	4.74	31.40
603696 CH	安记食品	58.08	6,977.56	-	-	86.14	94.11	79.41	-	-	-
	A股平均值	22.28	19,764.12	9.97	5.32	40.05	38.72	31.80	3.67	3.56	15.49
CPB US	金宝汤公司	417.66	128,582.30	60.22	11.69	18.38	18.11	17.60	10.93	10.11	10.78
SJM US	JM 斯马克	1,019.67	118,704.65	9.69	4.23	20.96	22.72	17.03	2.18	2.10	11.47
MKC US	味好美公司	730.92	92,122.83	26.02	10.57	25.45	24.91	22.89	6.34	5.82	15.94
KHC US	卡夫亨氏	667.24	812,190.54	6.64	3.43	28.74	26.32	21.98	1.85	1.79	15.62
	美股平均值	708.87	287,900.08	25.64	7.48	23.38	23.02	19.88	5.32	4.95	13.45
2801 JP	龟甲万	255.51	53,659.96	8.56	7.05	26.06	32.94	28.11	2.70	2.78	15.19
2292 JP	S FOODS	207.82	6,797.36	10.35	-	14.22	16.00	14.13	1.58	1.44	6.29
2815 JP	Ariake 日本	444.91	14,470.64	10.07	13.00	31.78	32.49	27.80	3.17	2.95	12.99
2818 JP	PIETRO	116.17	725.73	-	-	26.69	-	-	-	-	-
2819 JP	荏原食品	145.51	1,677.79	-	-	19.70	19.43	20.95	-	-	-
	日股平均值	233.98	15,466.30	5.80	4.01	23.69	20.17	18.20	1.86	1.43	6.90
001040 KS	希杰集团	1,150.75	34,184.99	7.61	2.55	22.81	18.05	15.03	1.34	1.21	6.49
001680 KS	大象株式会社	187.04	6,630.24	9.77	3.63	14.59	11.92	10.41	1.16	1.07	7.60
007310 KS	不倒翁公司	4,501.15	15,653.38	12.40	8.00	19.35	18.60	18.68	2.19	2.00	10.69
097950 KS	CJ 第一制糖	2,471.22	33,453.14	9.38	2.97	25.04	15.60	12.65	1.50	1.36	8.37
	韩股平均值	2,077.54	22,480.44	9.79	4.29	20.45	16.04	14.19	1.55	1.41	8.29
2226 HK	老恒和酿造	4.43	2,552.29	11.70	7.30	8.74	8.76	7.53	1.19	1.05	-
546 HK	卓丰集团	3.50	7,422.13	10.68	5.26	14.31	10.07	8.28	1.03	0.94	4.37
	港股平均值	3.96	4,987.21	11.19	6.28	11.53	9.41	7.90	1.11	0.99	2.18

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(四) 投资建议

颐海一方面受益于海底捞的成长, 另一方面借助海底捞品牌扩张火锅调味料市场, 其中式复合调味料产品结构合理。渠道上颐海在一季度的大调整已经结束, 下半年的促销活动将增强。随着 4 季度火锅旺季的到来, 公司高成长性可期。我们预测公司 2016 到 2018 年 EPS 分别为 0.1559 元、0.2568 元和 0.3352 元人民币, 其中 2016 年将可赎回可转换优先股对财务的影响剔除后的调整 EPS 为 0.1725 元。首次覆盖给予其买入评级, 目标价格 5.26HKD, 对应 2017 年预测 EPS18 倍。

风险提示

1、公司较为依赖海底捞集团，风险较为集中。

公司有约一半的收入来自海底捞集团,如果海底捞集团的海底捞餐厅门店拓展不及预期或者单店业绩下滑,可能使颐海的经营受到负面影响。

2、“海底捞”品牌对公司的业务影响很大。

公司以“海底捞”品牌销售及营销产品,消费者对“海底捞”品牌的认同对公司的增长至关重要。倘若“海底捞”品牌因客户服务不佳、消费者投诉或媒体负面报道等原因受到损害,公司的业绩可能受到重大影响。

3、公司的销售成本受到大豆价格波动影响。

公司生产的主要原材料之一大豆油的价格于过去十年一直上下波动,公司使用若干对冲工具以限制未来大豆油价格变动的风险。虽然该等对冲活动能就市价的不利变动提供保障,但也可能令公司错失受惠于有利市场变动的机会。

广发海外可选消费行业研究小组

欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。