

颐海国际 (01579.HK) 跟踪快报

海底捞开店指引超预期，收入有望加速 进击



中信证券研究部

2018年5月23日

戴佳娴

电话: 0755-23835428

邮件: daijiaxian@citics.com

执业证书编号: S1010516080004

方振, CFA

电话: 021-20262103

邮件: fangzhen@citics.com

执业证书编号: S1010517120001

投资评级

买入 (维持)

当前价: 13.02 港元

事项:

2018年5月17日海底捞发布招股说明书,从核心经营数据上看,公司无论是在开店速度、盈利周期,还是在费用控制等方面,均表现优异。我们认为,颐海国际作为上游主要底料供应商,将充分受益于海底捞的强劲增长,预计2018-2020年关联方收入将维持高速增长;另外,根据我们最新的调研跟踪,公司第三方业务也颇有亮点,其中方便火锅需求旺盛,增长迅猛,预期将拉动公司2C业务快速增长,具体的跟踪和点评内容如下:

评论:

海底捞增长超预期,带动公司关联方收入快速增长

门店扩张加速+同店销售稳健提升共促海底捞收入高增。拆分海底捞的收入增长,可来自于以下两个方面:

1) 门店扩张,由于海底捞的核心在于服务,因此其扩张的主要资源在于店长。海底捞设计了人员的垂直培养体系,优秀员工可以逐步晋升为店长,不仅增强了对员工的激励,而且加快了公司店长的培养速度。目前公司已经累积了超过200名后备店长,收到227份来自现有店长的开店申请,为公司门店的快速增长奠定坚实基础。2017年底公司门店总数达273家,同增36%,截至目前公司共有320家门店,2018年计划开店180-220家,以中位数200家计,同增73%,呈现加速增长趋势,超市场预期;

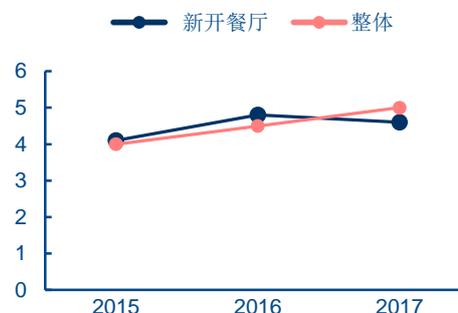
2) 单店增长,2015-2017年海底捞实现单店收入3943万/4436万/3896万,2016/2017年分别同增12.5%/-12.2%,2017年单店收入下降主要系开店速度较快;而从同店收入的同比增速来看,2016-2017年海底捞同店销售额分别同增14.1%、14.0%,增长稳健;从翻台率来看,2015-2017年海底捞的整体翻台率分别为4.0次、4.5次、5.0次,餐桌的利用率持续提升,经营质量向好。具体从新开门店的翻台率看,2015-2017年分别为4.1次、4.8次、4.6次,整体均维持较高水平。

图1: 2013-2018E 海底捞门店数量及增速



资料来源: 公司官网, 海底捞公司招股书, 中信证券研究部预测

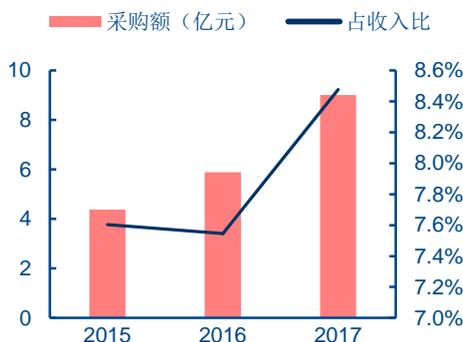
图2: 公司同店增速及翻台率变化



资料来源: 海底捞公司招股书, 中信证券研究部

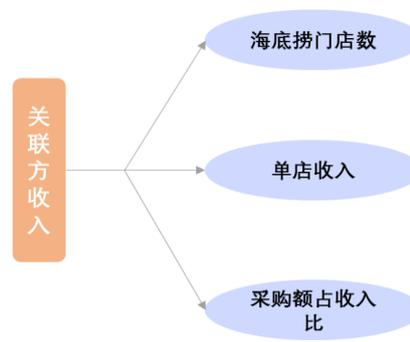
颐海国际为公司主要火锅底料供应商，海底捞收入高增带动公司关联方收入快速增长。海底捞向颐海国际采购火锅底料，从采购额占原材料的占比上看，2015-2017 年呈现逐步提升的趋势，分别为 16.8%、18.5%、20.9%。且 2015-2017 年采购额占收入比例分别为 7.6%、7.5%、8.5%，2017 年同增 1pct，主要系 2017 年 3 月公司提升关联方结算价 3%-4%。根据关联方收入=海底捞门店数量*单店收入*底料采购额占收入比的计算公式来看，假设：1) 底料成本占比维持稳定约 8.5%；2) 储备店长 200 人，2018 年海底捞新开 200 家门店，同增 73%；3) 今年开店数量较大，预期新开门店拖累同店增长，但由于海底捞门店盈利周期较短（1-3 月实现盈亏平衡，1 年达到销售峰值稳定水平），估计 2017 年开设的次新店逐步进入成熟阶段，因此单店收入下降幅度可控制在 25%左右（2017 年门店同增 36%，单店同降 12%）。最终预期 2018 年颐海公司关联方收入同增约 45%，维持快速增长。

图 3：火锅底料采购额占海底捞收入比



资料来源：海底捞公司招股书，中信证券研究部

图 4：颐海国际关联方收入拆解

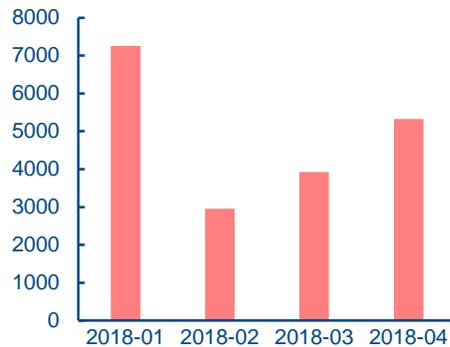


资料来源：公司官网，中信证券研究部

方便火锅需求旺盛，渠道加速扩张，2C 业务放量可期

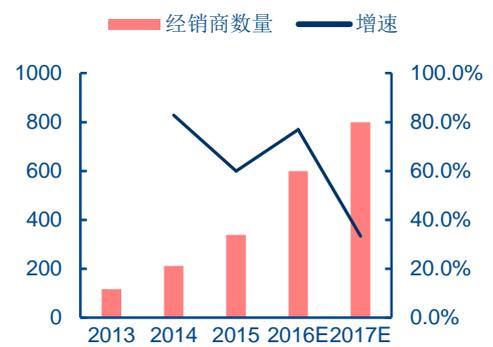
新品上市叠加渠道下沉，2C 端快速放量；方便火锅需求旺盛，预计 2018 年贡献 2 亿收入。公司致力于 2C 业务的快速发展，产品端，公司注重新品研发，2017 年新研麻辣鱼、加麻加辣牛油火锅底料两大新品，同时公司精确把握方便火锅市场的品类发展红利，2017 年下半年新推麻辣嫩牛、脆爽牛肚等五款自热火锅，仅 6 个月即实现 6000 万销售收入，目前来看，方便火锅市场正处于快速发展期，根据淘宝网的数据，2017 年 1-4 月阿里平台共实现销售额 1.95 亿，其中四月实现收入 5327 万，环增 35.8%，根据公司指引，2018 年公司将增强线下的投放力度，预计方便火锅业务将实现 2 亿销售额，同增 200%以上；渠道端，公司持续推进 2C 的渠道下沉，提高终端数量和覆盖范围，截至 2017 年底，公司已开拓超过 800 家经销商，覆盖 31 个省会和 23 个海外国家地区，同时公司自建电商团队，2017 年电商销售突破 1 亿。

图 5: 2018 年 1-4 月阿里平台方便火锅销售额 (万元)



资料来源: 淘宝网, 中信证券研究部整理

图 6: 公司经销商数量



资料来源: 公司年报, 公司调研, 中信证券研究部。注: 2016、2017 年数据为估算数

风险因素

食品安全风险, 渠道推广不及预期风险。

投资建议:

首先, 关联方业务方面, 海底捞门店扩张加速, 同店增长稳健, 预期将带动公司关联方业务快速增长, 预计 2018 年关联方收入同增 45% 左右, 2019-2020 年维持 30% 左右的增长; 其次, 第三方业务方面, 渠道下沉促进产品放量, 且方便火锅受益于旺盛的下游需求和线下渠道的铺货, 2018 年有望实现 2 亿销售, 预计未来 2-3 年可维持 30% 以上收入增长。综上, 上调 2018-2020 年 EPS 预测为 0.39/0.51/0.64 元 (单位: 人民币, 原预测 0.34/0.43/0.59 元), 扣非后同增 37%/32%/24%, 扣非同增 56%/32%/24%, 对应 2018-2020 年 27/21/17 倍 PE, 维持“买入”评级。

表 1: 颐海国际盈利预测简表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	1088	1646	2258	2923	3613
增长率 YoY %	28.4%	51.3%	37.1%	29.5%	23.6%
净利润(百万)	187	261	408	538	666
增长率 YoY%	49.9%	39.6%	56.4%	31.8%	23.8%
每股收益(元)	0.18	0.25	0.39	0.51	0.64
毛利率%	38.32%	37.26%	37.25%	37.50%	37.67%
净资产收益率%	131.56%	20.59%	24.36%	24.31%	23.13%
P/E	59.16	42.38	27.09	20.55	16.60
P/B	6.60	4.99	3.84	3.33	2.91
EV/EBITDA	50.41	29.29	22.71	16.82	13.22

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测 股价为 2018 年 5 月 22 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	1088.0	1646.2	2257.8	2923.5	3613.2
销售及劳务成本	-671.1	-1034.4	-1416.8	-1827.2	-2252.3
毛利	416.9	611.8	841.0	1096.3	1361.0
其它收入	9.7	21.3	68.9	84.8	101.2
销售及推广费用	-127.9	-164.6	-259.6	-330.4	-408.3
其它经营费用	-53.8	-76.4	-106.1	-131.6	-162.6
其他收益及亏损	11.7	22.5	0.0	0.0	0.0
经营利润	256.7	414.5	544.1	719.1	891.2
应占联营公司溢利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	255.1	369.1	543.7	716.9	887.4
所得税开支	-68.4	-108.0	-135.9	-179.2	-221.8
少数股东权益	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
股东应占利润	186.7	260.7	407.8	537.6	665.5
EBITDA	274.6	435.9	549.7	724.2	896.8
EBIT	255.1	421.2	543.7	718.2	890.8

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	255.1	369.1	543.7	716.9	887.4
营运资金变动	-58.9	10.7	-22.0	-102.0	-109.1
折旧及摊销	19.5	14.7	6.0	6.0	6.0
其他	-126.0	-170.5	-184.9	-242.7	-299.6
经营现金流	89.6	224.0	342.9	378.1	484.7
资本支出	-22.9	-49.9	-4.8	-123.4	-231.4
资产变卖	0.3	5.5	0.0	0.0	0.0
其它	0.0	0.0	15.7	-2.3	-3.7
投资现金流	-22.6	-44.4	10.9	-125.7	-235.1
发行普通股的所得款项	204.3	716.0	0.0	0.0	0.0
借贷变化	0.0	0.0	0.0	74.4	100.9
已付股息	47.1	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	-93.8	-141.6	48.9	63.5	77.7
融资现金流	157.6	574.4	48.9	137.9	178.6
外汇汇率变动之影响	1.3	32.8	0.0	0.0	0.0
变动净现金流	226.0	786.8	402.7	390.3	428.2
自由现金流	66.8	174.1	338.1	254.7	253.3

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	235.2	1022.0	1424.7	1814.9	2243.1
应收贸易账款及其他应收款项	115.3	105.3	175.0	218.5	257.0
存货	102.8	130.5	203.0	271.0	345.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	453.3	1257.8	1802.7	2304.4	2845.5
物业、厂房及设备	120.5	116.1	114.0	108.0	102.0
权益性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
商誉及无形资产	0.8	2.8	3.7	127.2	358.6
其他非流动资产	14.8	46.9	31.3	33.6	37.3
非流动资产合计	136.1	165.9	149.0	268.7	497.9
总资产	589.4	1423.7	1951.7	2573.2	3343.4
应付账款票据及其他应付款	167.6	64.3	87.2	70.4	34.1
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0.0	0.0	0.0	74.4	268.6
其他流动负债	93.2	93.2	190.5	216.7	256.8
流动负债合计	260.8	157.5	277.7	361.5	559.5
长期借贷	186.7	0.0	0.0	0.0	-93.3
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债合计	186.7	0.0	0.0	0.0	-93.3
总负债	447.4	157.5	277.7	361.5	466.2
普通股股本	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	141.9	1266.1	1673.9	2211.6	2877.1
股东权益合计	141.9	1266.2	1674.0	2211.7	2877.2
总负债及总权益	589.4	1423.7	1951.7	2573.2	3343.4

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
毛利	41.7	46.7	37.5	30.4	24.1
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	46.6	58.7	26.1	31.7	23.8
除息、税前利润 (不计联营贡献)	52.8	65.1	29.1	32.1	24.0
股东应占利润	49.9	39.6	56.4	31.8	23.8
利润率 (%)					
毛利	38.32	37.16	37.25	37.50	37.67
除息、税、折旧及摊销前利润 (不计联营贡献)	25.2	26.5	24.3	24.8	24.8
除息、税前利润 (不计联营贡献)	23.4	25.6	24.1	24.6	24.7
股东应占利润	17.2	15.8	18.1	18.4	18.4
其它 (%)					
有效税率	26.8	29.3	25.0	25.0	25.0
已动用资本回报率	56.8	20.6	24.4	24.3	23.9
股东回报率	199.0	37.0	27.7	27.7	26.2
资产回报率	42.7	25.9	24.2	23.8	22.5

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。