



品牌+管理优势下，持续快速发展

——颐海国际（1579.HK）深度报告

2019年02月21日

强烈推荐/维持

颐海国际

深度报告

报告摘要：

颐海国际是中国领先的复合调味料生产商，分属火锅产业链中游。公司业务聚焦于火锅调味料市场，是唯一一家主要专注于中高端市场的火锅调味料生产商。

公司主要优势在于广受认可的“海底捞”品牌，广泛的渠道网络覆盖，以及独特的销售人员管理模式和产品创新模式。

- “海底捞”的顾客基础及品牌认可度通过两方面带动公司业务发展：海底捞的迅速扩张增加了对公司火锅底料产品的需求；海底捞品牌的影响力有利于公司全线产品打开市场。
- 第三方销售渠道覆盖广泛，并持续下沉。公司销售网络覆盖全国31个省、港澳台地区以及24个海外国家，并拥有5家线上自营旗舰店。公司利用海底捞品牌深耕C端渠道；迎合标准化定制产品需求，将2B业务作为未来发展重点；优化电商渠道，扩充线上产品组合，增强营销推广力度。
- 产品与销售两条腿走路，公司独创销售人员“合伙人制”和研发“产品项目制”。颐海国际以类似海底捞“店长制”的模式在销售团队中实行“合伙人制”，提高销售人员积极性，使其获得充分授权。同时新产品研发采取“产品项目制”，让员工成为创业者，自上而下的压力式销售变为自下而上的反馈式销售，并通过净利润永续分成方式激发产品的不断创新。

公司的产能受限和成本费用控制问题正在逐步得到改善。

- 未来三年有新建工厂陆续释放产能，将有效缓解公司产能不足的问题。四川、郑州两大现有工厂增设生产线，舒缓现实压力。马鞍山、霸州工厂陆续投产，充分增加产能。
- 秋季锁价控制成本，经销商整合控制营销费用。公司在秋季锁定原材料采购价格，并选择东北豆油减小价格波动风险。公司进行销售体系改革，给予固定比例的渠道费用，销售人员的提成与业务单元的净利润挂钩。

盈利预测：我们预计公司2018-2020年营业收入分别为人民币23.9亿元、34.8亿元、47.1亿元，当前股价对应PE分别为46X、35X、25X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：工厂投产延后，原材料价格波动超预期，关联方风险。

财务指标预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,088	1,646	2,390	3,477	4,712
增长率（%）		51.3%	45.2%	45.4%	35.5%
净利润（百万元）	187	261	447	587	831
增长率（%）		39.8%	71.4%	31.2%	41.5%
每股收益（元）	0.234	0.269	0.461	0.605	0.856
PE	21.6	30.8	46.0	35.1	24.8

分析师：谭可

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120013

研究助理：王紫

010-66554016

wangzi@dxzq.net.cn

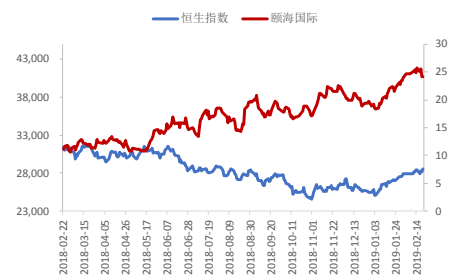
执业证书编号：

S1480118060012

交易数据

52周股价区间（元）	10.52-25.70
总市值（亿元）	254.40
流通市值（亿元）	254.40
总股本/流通股（万股）	104,690
52周日均换手率（%）	0.3196

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 海底捞（6862.HK）：海底捞出征港股，火锅江湖风云再起（2018.08.22）
- 颐海国际（1579.HK）：渠道拓展第三方业务大幅提升，新产品开发迎合市场需求——2018中报点评（2018.08.24）

目录

1. 拥有独特优势的复合调味品生产商	5
1.1 定位中高端, 优势突出.....	5
1.2 火锅底料为王, 营收保持较高速增长.....	5
2. 火锅产业链中游, 最大的中高端火锅底料生产商	7
2.1 复合调味料市场增长潜力大.....	7
2.2 火锅调味料行业分散, 底料产品为主导, 中高端产品增长迅速.....	8
2.3 中高端火锅底料市场相对增长更快, 行业较集中.....	10
3. 多品牌模式发展, 设立“产品项目制”推动新品研发	11
3.1 产品组合多元化, 多品牌模式发展.....	12
3.2 激励研发创新, 形成“产品项目制”.....	16
4. 关联方: 公司受益于海底捞的快速扩张	17
4.1 预计海底捞仍将持续高速扩张, 拉动公司关联方收入.....	17
4.2 给海底捞的定价机制.....	18
5. 开拓第三方客户, 推进渠道下沉	19
5.1 C 端: 把握需求变化趋势, 借助品牌优势深耕销售渠道.....	19
5.2 电商业务: 唯一自营渠道, 建立华东分仓提升效率.....	21
5.3 第三方餐饮定制: 迎合餐饮行业标准化、连锁化趋势.....	22
6. 产能持续释放, 将有效缓解产能压力	23
7. 原材料成本与营销费用是影响公司盈利水平的主要因素	25
7.1 原材料受价格波动影响较大.....	25
7.2 “合伙人制”有效控制营销费用, 销售人员通过“师徒制”沿袭.....	26
8. 盈利预测与评级	27
9. 风险提示	27

插图目录

图 1: 颐海国际营业收入及其同比	6
图 2: 颐海国际净利润及其同比	6
图 3: 颐海国际毛利率	6
图 4: 颐海国际净利率	6
图 5: 颐海国际各产品线收入占比	6
图 6: 火锅产业链	7
图 7: 2013-2018E 中国复合调味品市场规模	8
图 8: 复合调味料市场规模明细	9

图 9: 2010-2020E 火锅底料及火锅蘸料市场规模.....	9
图 10: 2015 年火锅调味料市场竞争格局.....	10
图 11: 2015 年火锅底料市场竞争格局.....	10
图 12: 2010-2020E 火锅底料市场规模明细.....	11
图 13: 2015 年中高端火锅底料市场竞争格局.....	11
图 14: 颐海国际历年新增产品数量.....	12
图 15: 颐海国际推出新产品种类及数量明细.....	12
图 16: 颐海国际火锅底料销量及其同比.....	13
图 17: 颐海国际火锅底料销售收入及其同比.....	13
图 18: 颐海国际火锅底料 ASP 及其同比.....	13
图 19: 颐海国际火锅蘸料销量及其同比.....	14
图 20: 颐海国际火锅蘸料销售收入及其同比.....	14
图 21: 颐海国际火锅蘸料 ASP 及其同比.....	14
图 22: 颐海国际中式复合调味料销量及其同比.....	14
图 23: 颐海国际中式复合调味料销售收入及其同比.....	14
图 24: 颐海国际中式复合调味料 ASP 及其同比.....	15
图 25: 颐海国际的多品牌模式.....	15
图 26: 颐海国际的研发“产品项目制”.....	16
图 27: 海底捞餐厅数量及其同比.....	17
图 28: 海底捞服务顾客数量及其同比.....	17
图 29: 颐海国际第三方销售收入各渠道占比情况.....	19
图 30: 颐海国际经销商数量.....	20
图 31: 颐海国际来自经销商渠道销售收入.....	20
图 32: 颐海国际经销费用及其同比.....	20
图 33: 颐海国际经销网络覆盖范围.....	21
图 34: 颐海国际来自电商渠道收入及其同比.....	21
图 35: 颐海国际来自电商渠道收入占总收入比重.....	21
图 36: 颐海国际 2B 业务服务客户数目.....	22
图 37: 颐海国际 2B 业务收入.....	22
图 38: 颐海国际产能.....	23
图 39: 颐海国际全生产线产销量.....	23
图 40: 郑州火锅底料及中式复合调味品产能.....	24
图 41: 成都火锅底料及中式复合调味品产能.....	24
图 42: 颐海国际各原材料成本变化.....	25
图 43: 颐海国际各原材料占总成本比重变化.....	25
图 44: 颐海国际营销体系员工数量.....	27
图 45: 颐海国际广告及其他营销开支及其同比.....	27

表格目录

表 1: 复合调味料市场分部复合增长率	8
表 2: 颐海国际产品明细	12
表 3: 颐海国际产品单价概览	18
表 4: 颐海国际生产事件概览	23
表 5: 部分原材料成本敏感性分析	26
表 6: 盈利预测	27
表 7: 公司财报及预测	28

1. 拥有独特优势的复合调味品生产商

1.1 定位中高端, 优势突出

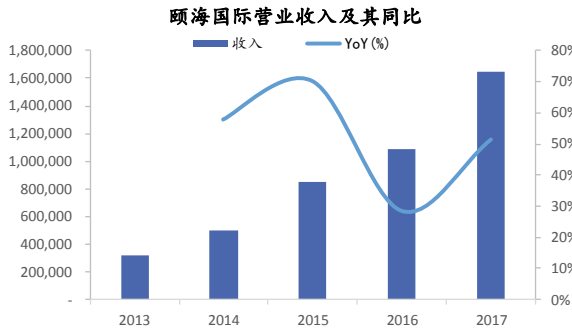
颐海国际是中国领先的复合调味料生产商, 分属火锅产业链中游。公司业务聚焦于火锅调味料市场, 是唯一一家主要专注于中高端市场的火锅调味料生产商。根据 2015 年数据, 颐海国际是中国最大的中高端火锅底料调味料生产商, 市场份额超过 30%, 是第二大市场参与者的三倍; 同时它也是中国第二大火锅调味料生产商和火锅底料生产商, 在这两个市场中分别占 6.8% 和 7.9% 的市场份额。公司专注于中高端市场, 坚持产品质量, 致力于成为中国领先的烹饪调味料解决方案供应商。截至 2018 年 06 月 30 日, 公司有四大类主要产品, 共计 81 个细分品类。

公司主要优势在于广受认可的“海底捞”品牌, 广泛的渠道网络覆盖, 以及独特的销售人员管理模式和产品创新模式。

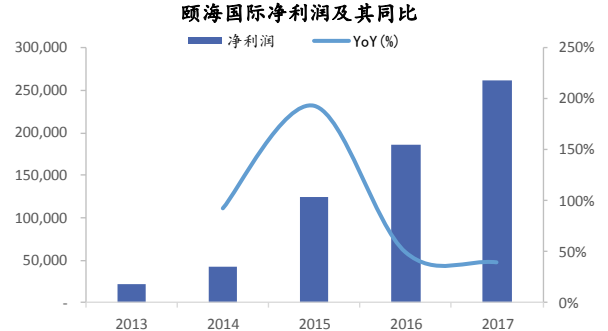
- ◆ “海底捞”的顾客基础及品牌认可度通过两方面带动公司业务发展: 海底捞的迅速扩张增加了对公司火锅底料产品的需求; 海底捞品牌的影响力有利于公司全线产品打开市场。
- ◆ 第三方销售渠道覆盖广泛, 并持续下沉。公司销售网络覆盖全国 31 个省、港澳台地区以及 24 个海外国家, 并且拥有 5 家线上自营旗舰店。公司利用海底捞品牌深耕 C 端渠道; 迎合标准化定制产品需求, 将 2B 业务作为未来发展重点; 优化电商渠道, 扩充线上产品组合, 增强营销推广力度。
- ◆ 产品与销售两条腿走路, 公司独创销售人员“合伙人制”和研发“产品项目制”。颐海国际以类似海底捞“店长制”的模式在销售团队中实行“合伙人制”, 提高销售人员积极性, 使其获得充分授权。同时新产品研发采取“产品项目制”, 让员工成为创业者, 自上而下的压力式销售变为自下而上的反馈式销售, 降低了沟通成本和试错成本, 并通过净利润永续分成方式激发产品的不断创新。

1.2 火锅底料为王, 营收保持较高速增长

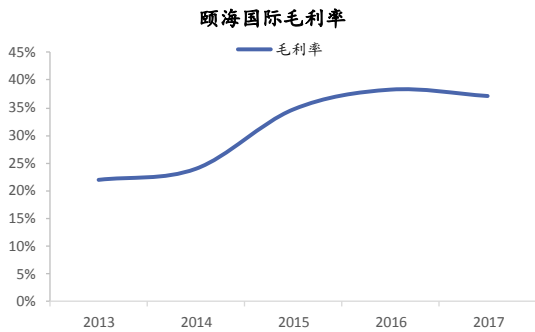
2013-2017 年, 颐海国际营业收入及净利润维持较高速增长。受海底捞门店扩张及第三方销售渠道完善的积极影响, 公司在 2017 年的营业收入和净利润同比增长率高达 50% 和 40%。五年来毛利率及净利率稳中有升, 毛利率维持在 35%-40% 之间, 净利率在 15%-20% 间。

图 1: 颐海国际营业收入及其同比


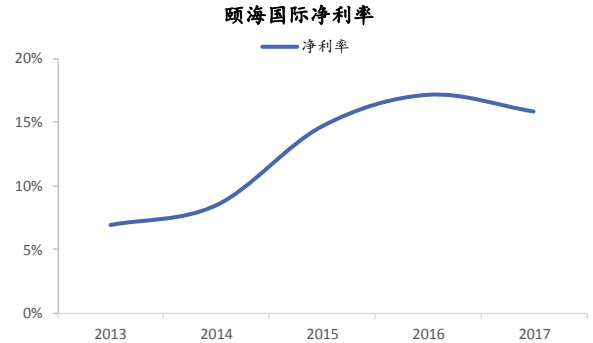
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 颐海国际净利润及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

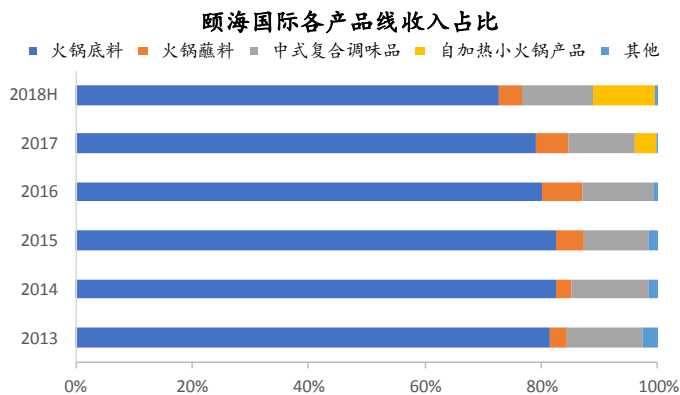
图 3: 颐海国际毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 颐海国际净利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

火锅底料产品是公司营收的主要贡献者, 占比约为 80%, 近两年受开拓新产品影响, 收入占比小幅下降。2017 年后半年, 公司进入自热火锅市场, 仅一年时间, 自加热小火锅产品的收入占比超过 10%, 几乎赶上中式复合调味料, 未来将有更好的发展。

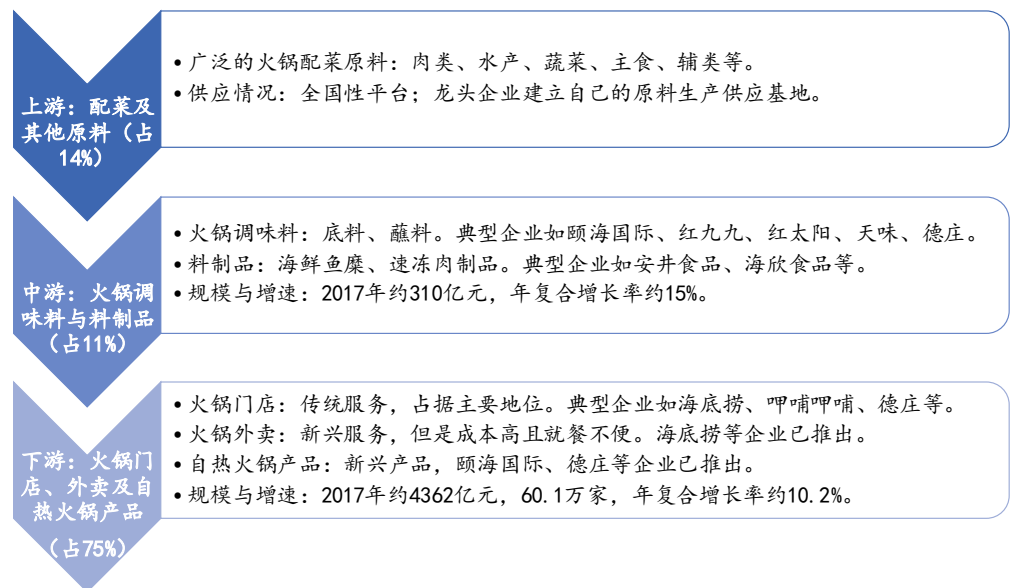
图 5: 颐海国际各产品线收入占比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 火锅产业链中游, 最大的中高端火锅底料生产商

公司业务分属于火锅产业链中游。火锅产业链中游包括火锅调味料与料制品, 其中调味料包括火锅底料与蘸料, 料制品则是海鲜鱼糜、速冻肉制品等。近些年, 由于火锅门店经营表现良好而开始涉足火锅中游领域的企业不在少数, 纵向一体化发展不仅能够降低自身餐厅的供应成本, 更是看中火锅调味料市场的巨大潜力。作为海底捞火锅底料的最主要供应商, 颐海国际是国内领先的复合调味料生产商, 公司主营火锅底料业务, 约占总收入的 80%, 定位中高端。

图 6: 火锅产业链



资料来源: 中国产业研究院, 东兴证券研究所

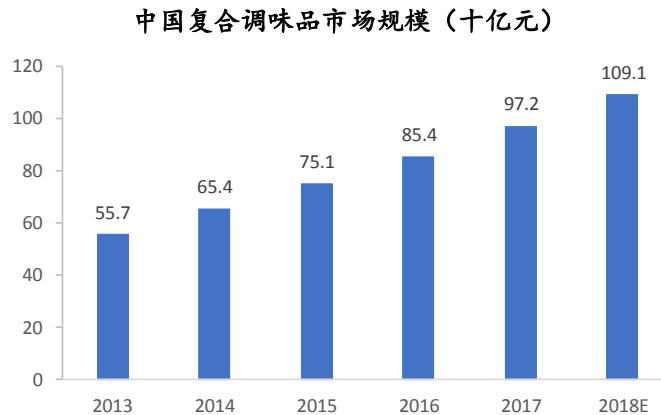
2.1 复合调味料市场增长潜力大

从大行业来看, 颐海国际属于复合调味料行业。调味品市场分为单一调味料和复合调味料。前者以酱油、食盐、醋为代表; 后者是指用两种或两种以上的调味品配制的, 以鸡精、火锅调味料、中西式复合调味料为主。由于中国人习惯使单一调味料烹饪, 因此复合调味料市场规模要远远小于前者, 仍有较大的市场增长空间。

复合调味料市场集中度低, 有品牌优势的竞争者较少。2013-2017年, 复合调味料的市场规模 CAGR 为 14.94%; 人均年度开支由 2010 年的 26.5 元增至 2015 年的 54.6 元, 占到调味料总市场规模 18.2%, CAGR 为 15.6%。由于家庭消费者会越来越多地使用符合调味品, 并且规范化的复合调味料越发适合餐饮服务企业使用, 未来的复合调味料市场将取得快速发展。据 Frost & Sullivan 预测, 复合调味料的市场规模将于 2020 年达到 1488 亿元, 占中国调味料总市场规模的 22.1%; 复合调味料的人均

开支预计在 2015 年至 2020 年间实现 93% 的增长, 于 2020 年达到 105.4 元。2015 年, 颐海国际在复合调味料市场的市场占有率为 1.7%, 增长潜力较大。

图 7: 2013-2018E 中国复合调味品市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

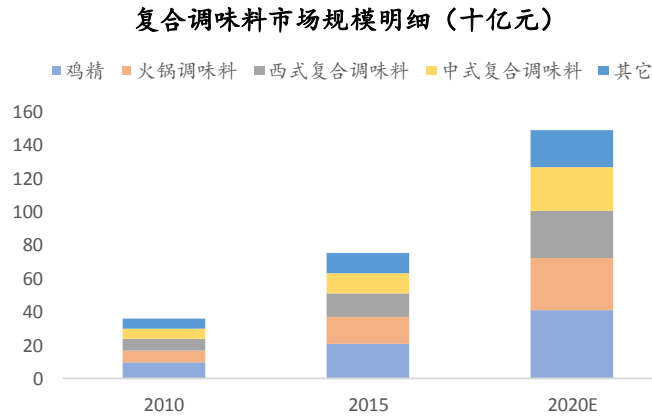
2.2 火锅调味料行业分散, 底料产品为主导, 中高端产品增长迅速

火锅调味料为复合调味料市场的第二大细分市场。复合调味料市场可分为五个分部, 包括鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式调味料及其他。在 2015 年, 鸡精占复合调味料市场比重最大, 与消费者的烹饪习惯有很大的关系; 火锅调味料次之, 从侧面反映出中国火锅文化的持续盛行。Frost & Sullivan 估计, 中式复合调味料会是复合调味料市场增长最迅速的部分, 在 2015 年至 2020 年间的 CAGR 将达 16.9%, 且火锅调味料市场同期增速约为 15.0% 的 CAGR。带动此趋势的主要因素是城市居民需求的提高, 这部分人群购买力强但通常不擅于烹饪, 而中式复合调味料恰好可以简化多种菜肴的烹饪, 迎合了消费者对高效和便捷的需求。

表 1: 复合调味料市场分部复合增长率

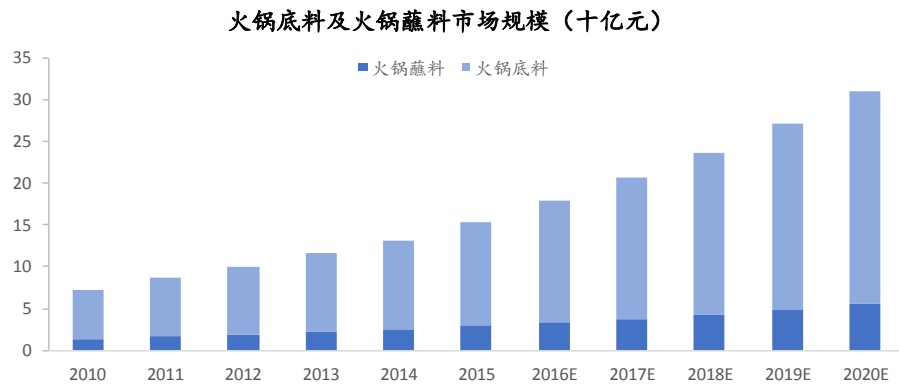
	2010-2015	2015-2020E
鸡精	16.7%	14.4%
火锅调味料	15.8%	15.0%
西式复合调味料	16.4%	14.1%
中式复合调味料	17.5%	16.9%
其它	13.9%	12.9%
总计	16.1%	14.7%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 复合调味料市场规模明细


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

火锅调味料市场平稳增长, 其中火锅底料产品约占整个市场 80%。就历年情况看, 火锅都是种深受喜爱的餐饮选择, 于是越来越多的餐饮服务供应商开始采购火锅调味料; 同时, 火锅这种餐饮形式也从门店走入了家庭, 家庭购买火锅调味料用于自家煮火锅或者烹饪中式菜肴。这种趋势推动着火锅底料和火锅蘸料市场规模不断扩大, 2010-2015 年两种产品总市场规模增长一倍有余, 达到 154 亿元。相对于火锅底料, 火锅蘸料的产业化和品牌发展相对滞后一些, 规模相对较小, 不足火锅底料市场规模的 1/4。

图 9: 2010-2020E 火锅底料及火锅蘸料市场规模


资料来源: Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

火锅调味料及底料市场较为分散, 集中度有增大趋势。火锅调味料市场包括火锅底料及火锅蘸料, 由于竞争激烈导致格局较为分散。

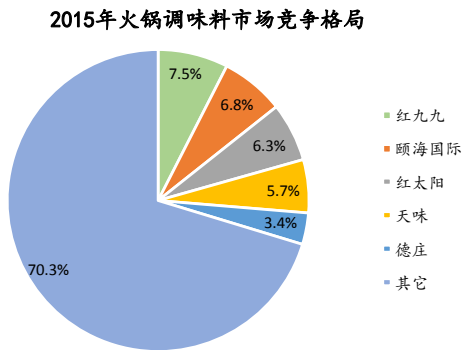
- ◆ 根据 Frost & Sullivan 提供的数据, 火锅调味料市场在 2015 年 CR5 市占率为 29.6%, 其中颐海国际以 10.5 亿元销售收入位于全市场第二, 市占率为 6.8%, 比第一名红

九九低 0.7 个百分点。

- ◆ 火锅底料市场亦十分分散, 2015 年 CR3、CR5 分别为 24.1%、30.9%, 颐海国际处于第二名, 销售收入 9.9 亿元, 市占率 7.9%, 较第一名红九九低 1.3%。

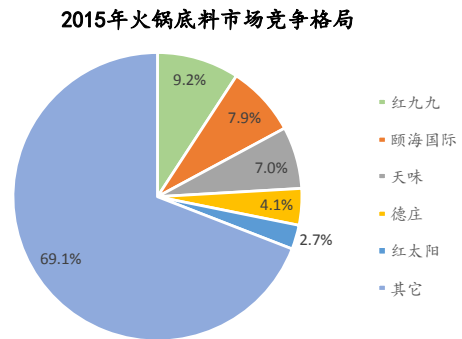
红九九与颐海国际定位与发展历程迥异, 前者以销售单品为主, 自底料发家且专注底料研发, 单班年生产能力 10 亿元, 居于全国第一; 而后者聚焦中高端市场, 崛起之路离不开海底捞的品牌效应, 收入主要来自和海底捞的关联合作。淘数据显示, 截至 2018 年 2 月, 火锅底料市场 CR3、CR5 分别为 30.4%、37.4%, 比 2015 年的情况有所提升, 说明经过三年行业洗牌, 市场更为集中。

图 10: 2015 年火锅调味料市场竞争格局



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 11: 2015 年火锅底料市场竞争格局



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

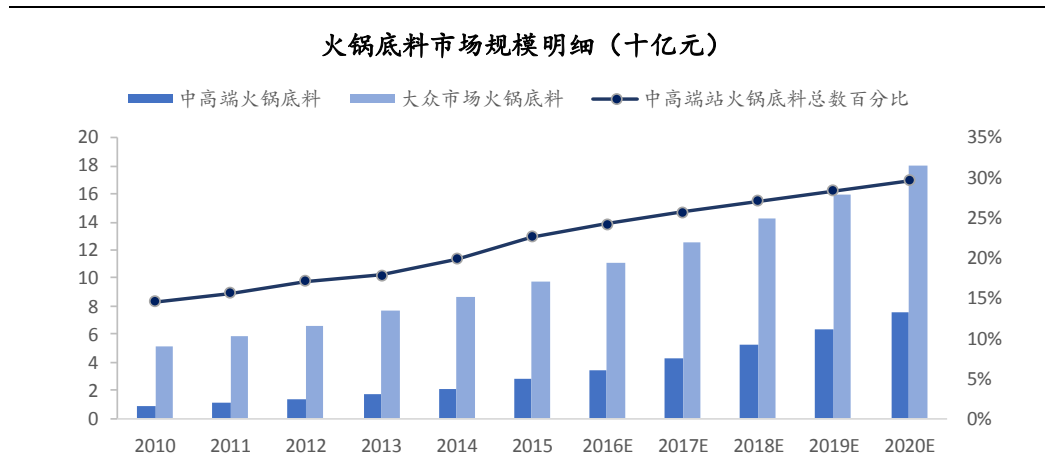
2.3 中高端火锅底料市场相对增长更快, 行业较集中

火锅底料市场又可进一步细分为中高端火锅底料市场和大众底料市场, 区别主要体现在成分和销售价格。中高端火锅底料含有植物油, 且产品价格每包不高于 10 元 (2015 年)。

生活条件变好引发消费者对食品质量的要求提升, 优质品牌的产品具有安全 and 质量双重保障, 更加具有吸引力, 因此中高端火锅底料产品占全市场比重逐年上升, 由 2010 年的 14.6% 增长至 2015 年的 22.6%, 预计将持续增长。

除了火锅餐饮市场不断增长的带动作用 and 消费者对高品质饮食的追求外, 另外一个推动火锅底料市场增长的原因就是餐厅对底料的标准化管理要求。2015 年之前仅部分火锅餐厅和家庭使用包装火锅底料产品, 自制复合火锅调味料居多, 但随着火锅餐厅连锁化以及向三四线城市进军, 越来越多的火锅餐厅因标准化及便利目的而选择包装火锅调味料, 包装火锅调味料越来越受欢迎可能刺激火锅调味料市场的进一步增长。

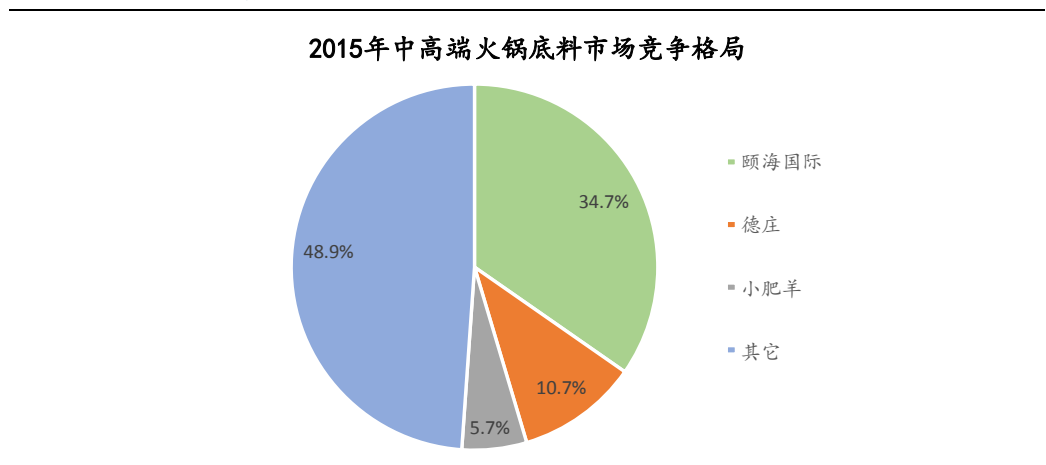
图 12: 2010-2020E 火锅底料市场规模明细



资料来源: Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

相较而言, 中高端火锅底料市场份额较集中, CR3 达到 51.5%。作为唯一一家主要专注于中国快速增长的中高端市场的火锅调味料生产商, 颐海国际以 9.9 亿元销售额居于第一, 占全市场 34.7%, 领先第二名德庄 24%, 具有压倒性优势。

图 13: 2015 年中高端火锅底料市场竞争格局

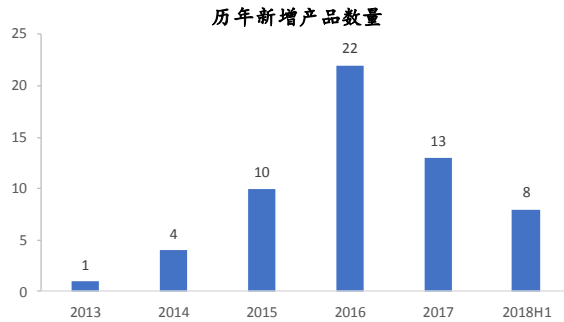


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

3. 多品牌模式发展, 设立“产品项目制”推动新品研发

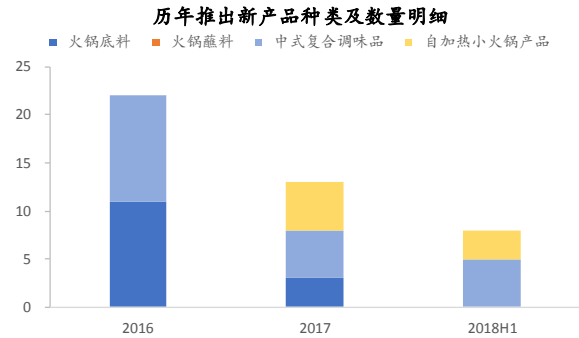
公司产品主要分为火锅底料、火锅蘸料、中式复合调味品、自加热小火锅 4 类。公司注重产品研发, 新设新产品项目组制度推动新品研发上市。公司改良现有产品的配方及包装、补充现有品类, 2017 年新增了 3 款火锅底料产品及五款中式复合调味料产品; 另外, 为迎合市场需求, 开始从事自加热小火锅产品的生产与销售, 并于 2018 年上市佐餐酱系列产品, 扩大现有业务, 补充多样化就餐场景。

图 14: 颐海国际历年新增产品数量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 15: 颐海国际推出新产品种类及数量明细



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.1 产品组合多元化, 多品牌模式发展

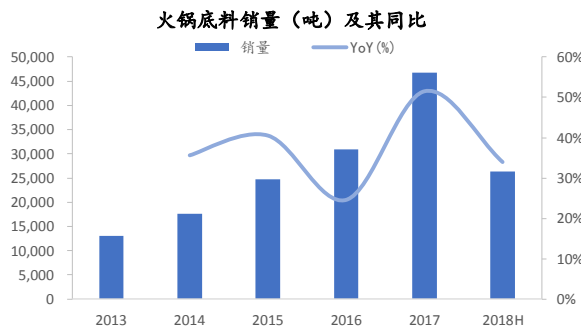
多元化产品组合, 迎合更多市场需求。截至 2018 年 6 月 30 日, 颐海国际共拥有 4 大类共 81 个产品类别。包括 48 种火锅底料、16 种中式复合调味料、9 种火锅蘸料和 8 种自加热小火锅。并于 2018 财年三季度继续新增了 1 种火锅底料、2 种自加热小火锅、2 种非即食复合调味料, 以及新款即食佐餐酱的 2 个产品。

表 2: 颐海国际产品明细

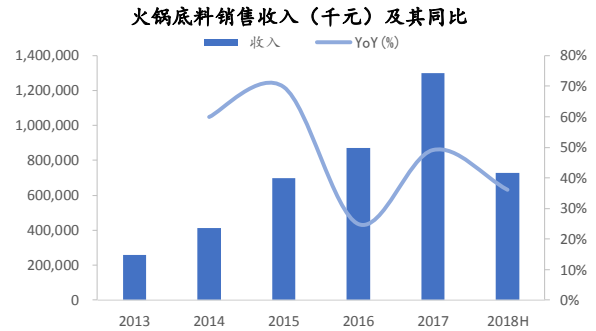
主要产品	分类明细	产品数量 (截至 2018 年 6 月 30 日, 佐餐酱系列未计入)
火锅底料产品	动植物油火锅底料产品	48
	动物油火锅底料产品	
	多种不同口味的非辣营养火锅底料产品, 包括三鲜、菌汤、清汤、番茄及海鲜等	
火锅蘸料产品	精品蘸料产品, 包括醇香味及香辣味等	9
	普通蘸料产品, 包括原味、香辣味、鲜香味及海鲜味等	
中式复合调味品	海鲜调味品, 包括上汤酸菜鱼等	16
	麻辣混合调味品, 包括麻辣香锅、清真麻辣香锅、毛血旺及清油麻辣烫等	
自加热小火锅产品	自煮速食火锅产品, 包括麻辣味、酸辣味、番茄味、咖喱味等	8

资料来源: 公司公告, 官网, 东兴证券研究所

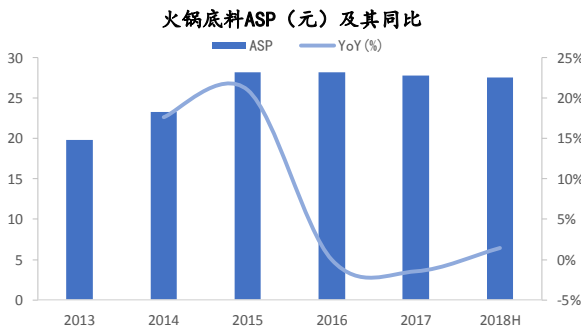
- ◆ **火锅底料：中高端定位，品牌效应加持。**公司于 2007 年推出优质植物油火锅底料产品，引领了中高端火锅底料市场的发展。海底捞门店扩张、第三方销售渠道完善推动了火锅底料销量及收入迅速增长。2017 年公司火锅底料分部销售收入达到 13 亿，成为火锅底料市场上唯一一家年销售额超过 10 亿的公司。颐海向海底捞供应定制底料产品，而在零售市场上提供的底料不同于前者，主要体现于配方及味道不同，且包装更有吸引力，尺寸更小。

图 16：颐海国际火锅底料销量及其同比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

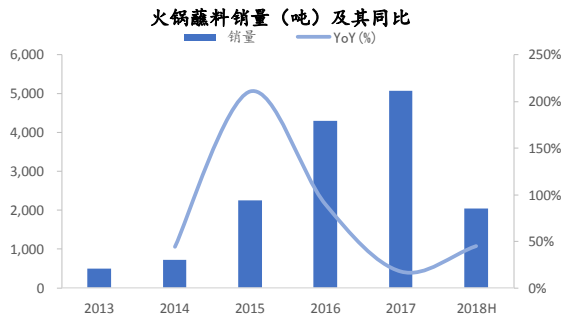
图 17：颐海国际火锅底料销售收入及其同比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

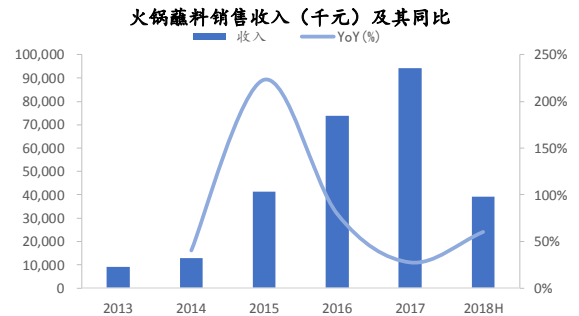
图 18：颐海国际火锅底料 ASP 及其同比


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

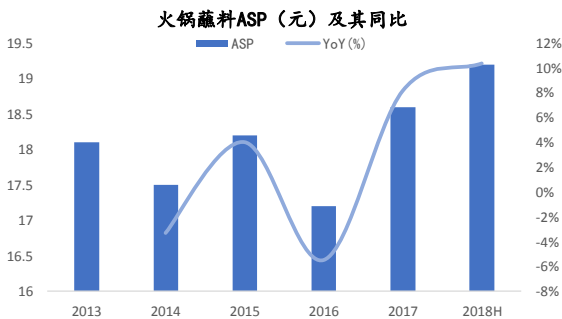
- ◆ **火锅蘸料：主打健康，口味多元化。**公司认为，家用购买的消费者更愿意为味道浓郁和配方健康的火锅蘸料产品支付溢价，因此推出芝麻酱含量更多而钠含量更少的精品火锅蘸料产品，平均单价要比普通款高 3 元。为了满足家用消费者的更多口味需求，公司的蘸料产品提供多种口味，包括麻辣味、鲜香味、原味及海鲜味。火锅蘸料产品销量及收入快速增长，ASP 增速较快。从销量及销售收入看，火锅蘸料能够维持较快的增长速度，主要得益于集团重点营销推广的产品取得了市场的认可。

图 19: 颐海国际火锅蘸料销量及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

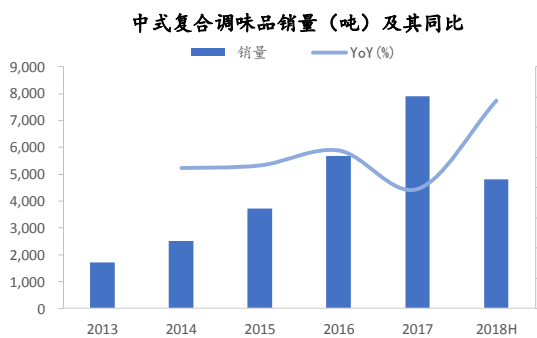
图 20: 颐海国际火锅蘸料销售收入及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

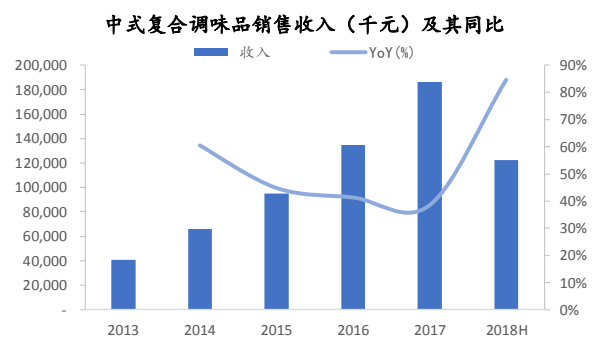
图 21: 颐海国际火锅蘸料 ASP 及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ **中式复合调味料: 顺应行业趋势, 涉足佐餐酱领域。**近年来, 越来越多消费者更喜爱具有餐厅口味又方便烹制的家常菜。公司凭借生产具备餐厅般口味的家常烹调火锅调味料的优势扩展此市场领域。公司与关联方蜀海的部分餐饮客户开展合作, 开发新的收入增长点。2018年三季度, 公司尝试性进入佐餐酱市场, 能否成为强势产品有待观察。该产品目前只在线上销售, 月销量数千瓶, 仍处于试销阶段, 计划在产品较为丰富时再进入线下市场。

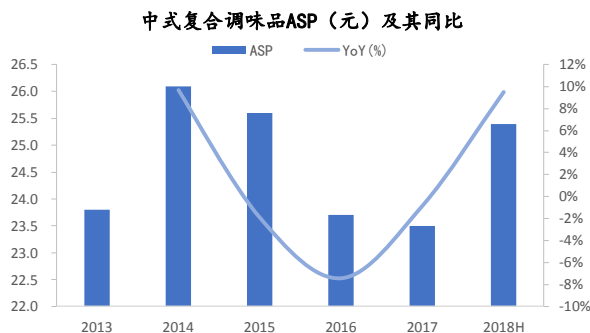
图 22: 颐海国际中式复合调味料销量及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 23: 颐海国际中式复合调味料销售收入及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 24: 颐海国际中式复合调味料 ASP 及其同比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ **自加热小火锅: 迅速崛起占领市场**, 公司顺应市场开发自热小火锅产品, 销售排名第一。在生活节奏日益加快的背景下, 人们对便利性有前所未有的追求, 生活条件变好、购买力提高推动了对优质饮食的需求, 同时“一人食”文化崛起, 多种因素共同作用下, 自热小火锅市场诞生。公司于 2017 年下半年进驻自热火锅市场, 凭借海底捞品牌的认可度, 产品一经上市便获得热烈反响, 海底捞旗舰店在 2017 年“双十二”即食火锅销售排名中位列第一, 2017 年销量达到 1361 吨, 为公司带来 6.1 千万元销售收入, ASP 为 45.1, 居于公司全产品线首位。

图 25: 颐海国际的多品牌模式



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

多品牌模式深化业务发展, 不完全依赖“海底捞”品牌。公司根据不同的消费场景和品类定位确定品牌, 通过多品牌的方式深化其业务发展。目前公司拥有 5 大品牌, 其

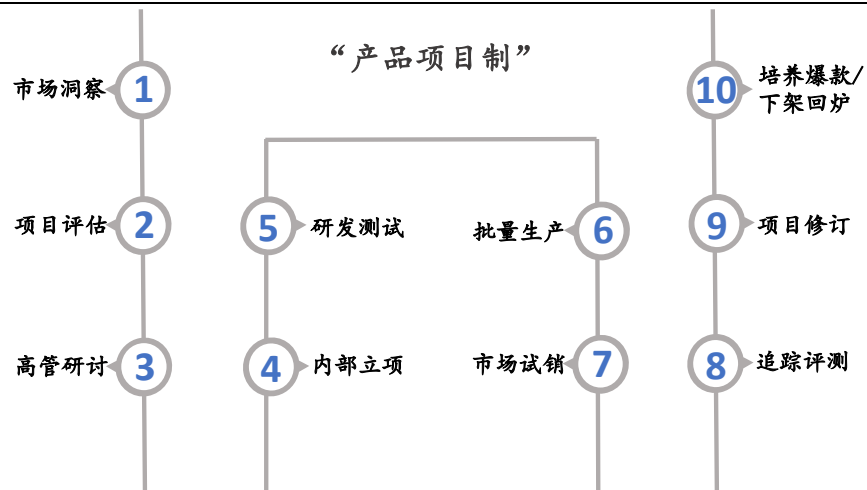
中仅火锅调料和自加热小火锅等类火锅产品使用“海底捞”品牌, 第三方餐饮使用“悦颐海”品牌, 非即食类复合调味品使用“快手小厨”品牌, 即食类拌饭酱使用“好好吃饭”品牌, 清真调味料等清真食品使用“伊特”品牌。

3.2 激励研发创新, 形成“产品项目制”

公司注重产品研发。正是由于海底捞扩张给予公司需求端一个稳定的推力, 公司可以较竞争对手在产品研发方面给予更多侧重。2013-2015 年公司研发成本总额分别为 20 万元、90 万元及 510 万元。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司雇用 12 名专业研发人员, 均具有食品科学及消费者行业的相关教育或工作经验; 同时, 公司与其他机构开展研发方面的合作, 包括学术机构及餐饮服务供应商。公司研发活动主要专注于开发新产品、更新现有产品、优化生产流程及设备三个领域, 以市场为导向, 定期进行市场调查, 从销售及市场营销团队、合约生产商及原材料供应商收集市场资料, 以协助开展研发活动。

公司从 2018 年 1 月开始实行新品项目制。只要满足公司产品的整体规划, 每位员工均可以作为新产品项目组的成员参与整个产品研发上市流程。员工在发现新需求、产生新产品创意后, 在公司内部自行发起成立产品项目组, 组内需包含研发、销售、品牌市场、供应链等各个重要节点的专业人才。项目组进行产品设计、打样, 在通过公司产品委员会的可行性审核后方可上市销售, 项目组成员在公司就职期间可以得到其产品销售净利润的永续分成。此外, 项目制还有严格的下市机制作为补充, 根据销售额等市场反馈的数据排名, 若不被市场接受, 就直接下市。

图 26: 颐海国际的研发“产品项目制”



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

新品项目制在激励员工、提升凝聚力、提高研发效率的同时, 还能降低试错成本, 将研发费用压缩至净利润 1% 以内。此外, 在传统的研发销售流程中, 虽然销售部门最接近市场、最了解市场需求, 但不得不受到产品和研发部门的压力, 进行可能并不符

合真实市场需求的销售活动。在公司“产品项目制”下，项目组中就有销售人员，会在分属区域预先进行试销售，也会让相熟的同事帮卖，很快就能测试到市场的反馈。这样一来，由自上而下的压力式销售，变为自下而上的反馈式销售，及时对产品与需求之间的不足做出完善，降低沟通成本，新产品的差异化和成功率也会增加。

4. 关联方：公司受益于海底捞的快速扩张

受益于海底捞的不断加速扩张，颐海国际获得来自海底捞集团及其联署公司关联方的收入持续维持较高速增长，关联方收入占总营收比约为 55%，该比例近段时间有小幅下行趋势。

4.1 预计海底捞仍将持续高速扩张，拉动公司关联方收入

公司是海底捞集团火锅底料的最主要供应商。受益于海底捞在全中国及海外市场的不断扩张，公司的业务迅速增长，主要为火锅底料业务分部。

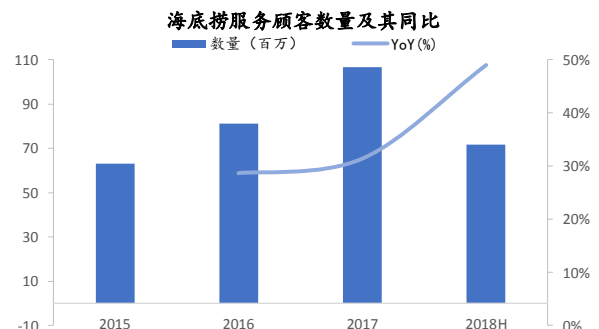
海底捞有合理的餐厅扩张计划，门店数量由 2016 年前的平稳扩张期到近年的迅速扩张期，2013-2017 年五年 CAGR 为 24%，截至 2018 年 6 月已有 341 家门店。受此影响，颐海国际的关联方收入，尤其是火锅底料分部收入，也在 2016 年迎来增速的反弹。

图 27：海底捞餐厅数量及其同比



资料来源：海底捞招股说明书，东兴证券研究所

图 28：海底捞服务顾客数量及其同比



资料来源：海底捞招股说明书，东兴证券研究所

- ◆ **火锅餐饮行业增长潜力巨大。**火锅餐饮受欢迎程度高，且具有可扩张性及高度标准化的独特业务模式，因此相比其他类型的中式餐饮拥有更大的增长潜力。
- ◆ **海底捞具有领先的市场地位及经营模式。**就目前来看，海底捞在高度分散的中式餐饮市场 (CR5=0.8%) 中具领先地位，在 2015-2017 年的中国中式餐饮市场中排名第一，年客流量也属最高，2017 年约有 1.03 亿人次。此外，公司也是火锅餐厅市

场的领军者, 2015-2017 年在中国火锅餐厅市场中排名第一, 市场份额为 2.2%。不仅在国内, 海底捞在海外扩展中也有明确的领先地位, 以收入计, 海底捞是 2015-2017 年全球最大的中式餐饮公司。

根据海底捞的扩张计划, 2018-2020 年三年将有大量新店开业, 预计 2020 年海底捞门店将超过 800 家。此外, 由于海底捞近两年新开店普遍集中在四季度, 新开店对于火锅底料需求或将部分迁移至次年, 因此对于颐海国际来讲, 关联方收入的高速增长将反映在 2019-2021 年。

4.2 给海底捞的定价机制

公司与海底捞关联方的定价政策主要由四个因素决定: 原材料成本、历史价格、市场价、对标第三方零售同类产品净利率, 以前三个因素为主, 对于没有市场价格的产品通过对标净利率水平定价。公司并不向关联方提供大额购买折扣, 该净利率与向独立第三方销售所产生的净利率相近, 同时仍能够与海底捞集团及其联属公司培养互利、公平及长期的合作关系。

然而, 向海底捞集团及其联属公司销售的定价仍然有别于向第三方销售的定价, 主要是因为向前者销售无需重大包装成本或销售及经销开支, 而有关销售及经销开支却构成向第三方销售的成本结构的主要部分。

此外, 在海底捞上市后, 受上报关联交易额度限制, 让利风险有所降低。

表 3: 颐海国际产品单价概览

产品大类	产品明细	海底捞集团单价范围 (截至 2015 年 12 月)	零售市场单价范围 (截至 2015 年 12 月)
火锅底料产品	植物油麻辣火锅底料产品	7.4-54	9.5-35.5
	动物油麻辣火锅底料产品	12.9-62.6	5.5
	非辣营养火锅底料产品	0.4-29	9-12.8
火锅蘸料产品	精品火锅蘸料产品	-	7.8-8.8
	普通火锅蘸料产品	-	3.8-6.5
中式复合调味品	海鲜调味品		11.9-13.8
	麻辣混合调味品		13.7-14.8

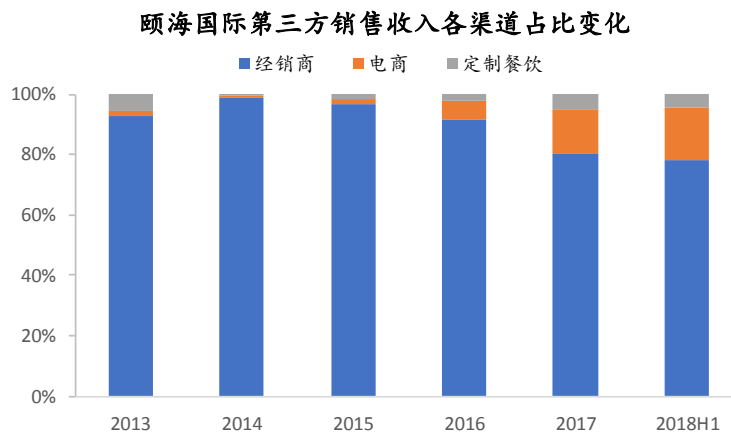
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

5. 开拓第三方客户, 推进渠道下沉

公司的第三方销售占总收入的 45%左右。按销售渠道类型划分:

- ◆ 经销商为最主要渠道, 不过受到电商和定制客户收入的挤压, 占比近年来有小幅下滑, 目前占第三方销售的近 80%;
- ◆ 电商渠道的销售占比近年来不端攀升, 截至 2018 年上半年, 占比已经超过 15%;
- ◆ 第三方定制餐饮的销售收入占比较少, 目前仅为第三方销售收入的 5%左右。

图 29: 颐海国际第三方销售收入各渠道占比情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司拥有专门的营销团队, 负责制定销售计划、扩大经销网络及推广品牌、以及管理销售及营销活动。公司营销主要针对新品上市, 通过线下渠道促销和多类型的互联网营销联动共同推广。

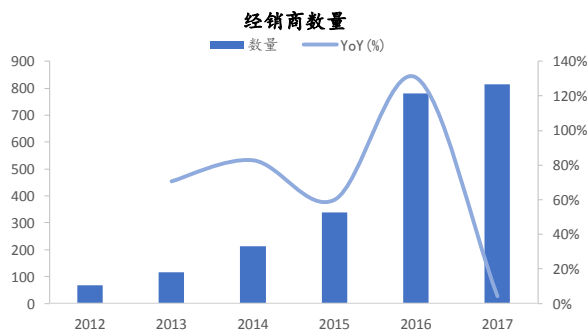
5.1 C 端: 把握需求变化趋势, 借助品牌优势深耕销售渠道

利用海底捞品牌影响力, 深耕 C 端渠道。海底捞的品牌优势体现在客户对产品的认知程度以及公司对经销商的议价能力上。

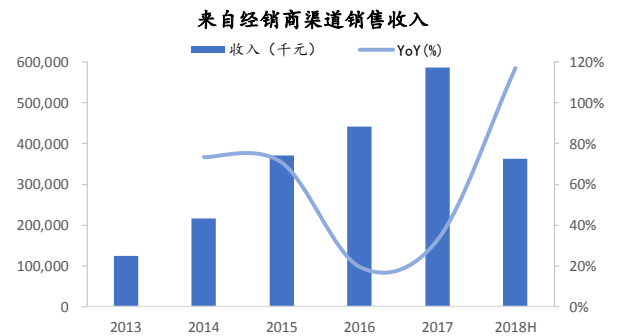
- ◆ 自 2007 年 1 月 1 日起, 公司永久免费享有在调味品市场独家使用“海底捞”品牌的权利, 广泛的知名度及良好的品牌效应间接地对公司的全部上市产品起到带动作用。在海底捞火锅餐厅展示及出售的产品每年让公司接洽到超过 1 亿人次的用餐人员, 其中包括 2500 万海底捞注册会员, 提高了客户对公司产品的接受度。
- ◆ 在品牌的加持下, 公司对经销商具有一定的谈判优势。根据经销协议, 应“交货前付款”, 只有旺季的若干情况例外, 且公司通常不会向经销商提供贸易信贷, 降低信用风险。除了信用风险外, 公司关注经销商的串货风险, 对串货这种非规范的销

售行为严格把控, 有专门的稽查人员, 一经发现, 经销商和销售人员都会受到处罚。

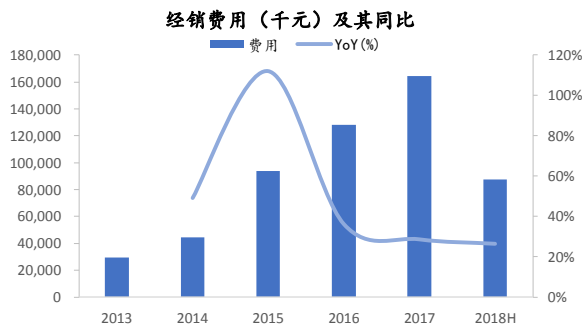
推行销售人员“合伙人制”, 控制营销费用。 公司有自己深耕渠道的能力, 通过长期股权激励、业绩与薪酬挂钩等方法, 优化员工激励措施, 提高销售人员积极性, 更好地落实销售渠道。现阶段营销费用控制方面, 公司多次进行贴近消费者的活动, 鉴于海底捞的知名品牌, 公司举行的活动多属于小型推广活动, 比如超市试吃、满赠等, 与消费者产生多元化互动。

图 30: 颐海国际经销商数量


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 31: 颐海国际来自经销商渠道销售收入


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 32: 颐海国际经销费用及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

继续优化经销渠道, 加强经销商交流管理。 截至 2018 年 06 月 30 日, 公司超过 1000 家经销商覆盖了中国 31 个省级地区、港澳台地区以及 24 个国家及海外城市, 产品可送达超过 6000 家大型超市及超级市场, 以及传统零售渠道 (如杂货店、社区门店等)。公司的经销商只有一层, 通过将大型经销商代理制拆分为小型经销商的方式提升销量, 但对具体渠道而言不尽相同, 传统渠道以地级市大小划分, KA 渠道由多个经销商负责。经销商的利润空间来看, KA 渠道毛利水平 25%-30%, 零售渠道在 15%-20%左右。

图 33: 颐海国际经销网络覆盖范围

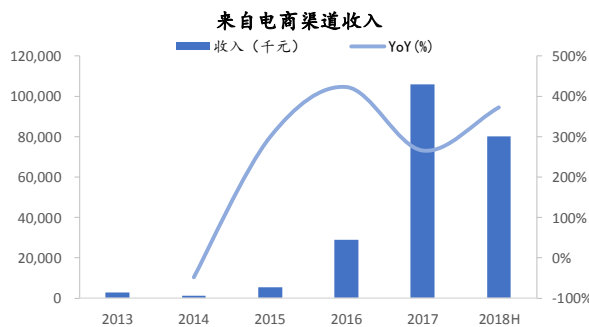


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5.2 电商业务: 唯一自营渠道, 建立华东分仓提升效率

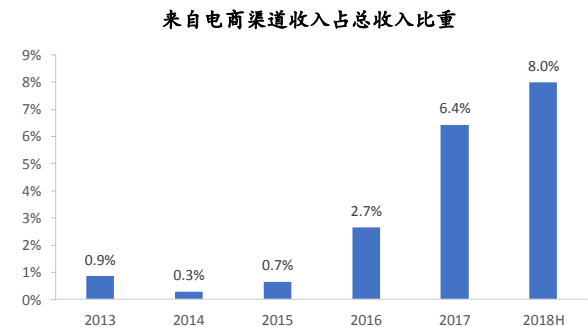
线上渠道是目前公司唯一直接对客户的渠道, 公司电商业务近两年起迎来爆发式增长。截至 2018 年 06 月 30 日, 公司在天猫、京东等电商平台拥有 5 家自营旗舰店。自 2015 年起, 公司电商渠道销售收入一直维持在 200% 以上的增速, 在公司各渠道销售收入占比由 2015 年的不足 1% 增长至 2018 年上半年的 8%。

图 34: 颐海国际来自电商渠道收入及其同比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 35: 颐海国际来自电商渠道收入占总收入比重



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司线上管理的提升效果明显, 建立分仓提升消费体验。在电商销售方面, 公司通过三个方面持续加强渠道的发展及优化:

- ◆ 扩充线上新产品组合, 拓展可带动消费者粘性的多重消费情景, 推出自热小火锅产

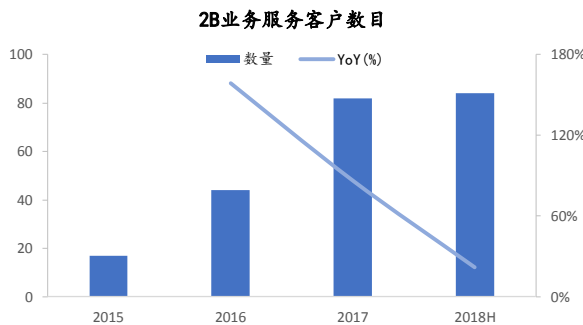
- 品、拌饭酱等产品在线试销;
- ◆ 增强营销推广力度, 增加促销活动;
- ◆ 完善进货渠道的梳理及物流网络管理。公司 2018 年上半年在华东地区建立分仓, 加速华东地区消费者收货时效; 2018 年下半年计划开设华南分仓, 以进一步提升广东、福建、广西、云南、海南等地区消费者的线上购物的收货时效。

5.3 第三方餐饮定制: 迎合餐饮行业标准化、连锁化趋势

受益于服务海底捞多年的经验, 公司积累了对中国餐饮服务行业的丰富经验; 随着餐饮行业回暖, 公司于 2015 年 3 月开始开拓第三方餐饮渠道, 为更多餐饮企业提供定制化的产品及服务。

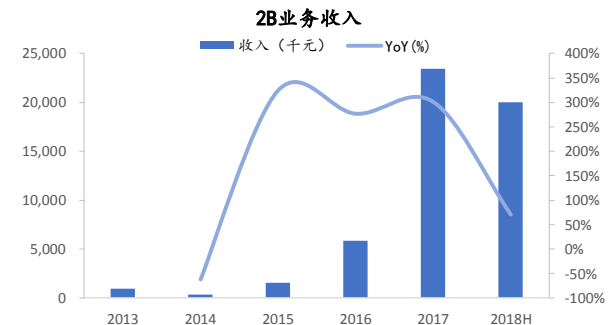
公司的 2B 业务以复合调味品居多, 第三方定制客户涉及多类型的餐饮业态, 主要是麻辣香锅、烤鱼及其他中小地方连锁餐厅。公司于 2017 年上半年通过关联方蜀海获得部分客户, 截至 2017 年 12 月 31 日, 公司定制客户数达到 82 家, 较 2016 年同比增长 86.4%, 销售收入为 2343 万元, 较 2016 年同比增长 304.0%。

图 36: 颐海国际 2B 业务服务客户数目



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 37: 颐海国际 2B 业务收入



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

虽然公司 2B 业务增长迅速, 预期 2018 年实现业务收入翻倍, 但其在全部收入中占比仍然很小, 且体量很难短时间扩大。正是因为第三方餐饮服务供应商对标准化定制产品的需求与日俱增, 该业务将成为公司日后的主要重点。至于公司对 2B 业务的发展策略, 预期将继续以服务、定制为主, 进行 OEM、ODM, 保证产量; 也会联合关联方公司尝试性进行餐饮链条各式服务、HR 咨询等, 多方面发展。

在拓展第三方餐饮渠道及客户方面, 2018 年上半年, 公司通过举办论坛等推广活动, 以及通过持续提升定制业务服务质量和扩充餐饮产品组合等方式, 增加了合作客户的数量, 未来将继续保持, 并继续在蜀海的客户里发掘需求。

6. 产能持续释放, 将有效缓解产能压力

公司的火锅底料生产业务从 2006 年开始, 经过十三年发展, 从只为海底捞集团供应底料, 到开始向独立第三方经销商供应产品, 再到走出国门走向海外; 从拥有成都一条生产线, 到布局成都、郑州、马鞍山、霸州四大生产基地。

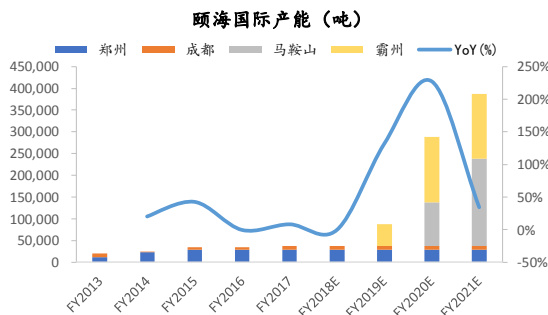
表 4: 颐海国际生产事件概览

时间	生产事件概览
2006	第一条火锅底料生产线在成都投入运营, 生产火锅底料及中式复合调味品, 供应于四川海底捞集团火锅餐饮
2007	开始向独立第三方经销商供应火锅底料产品
2013	郑州生产线开始投入运营, 生产火锅底料及中式复合调味品
2014	经翻新的成都生产线开始投入运营
2015	开始向海外市场出口产品; 透过电商渠道及向餐饮服务供应商提供定制服务; 成都工厂开始引入火锅蘸料生产线

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

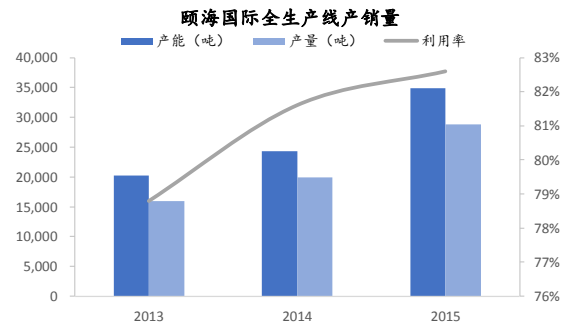
2013-2015 年, 公司郑州生产线产能利用率保持在 80% 左右的健康水平, 随着海底捞业务扩张, 公司产能压力不断增大, 产销量比值不断降低, 成都生产线利用率已至 97%。截止到 2017 年, 公司可实现产能共 37829 吨。未来三年有新建工厂陆续释放产能, 将有效缓解公司产能不足的问题。

图 38: 颐海国际产能



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 39: 颐海国际全生产线产销量

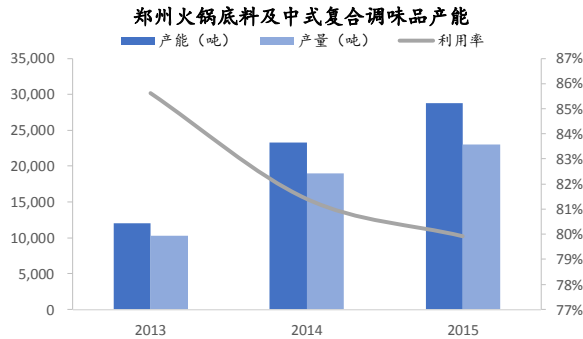


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

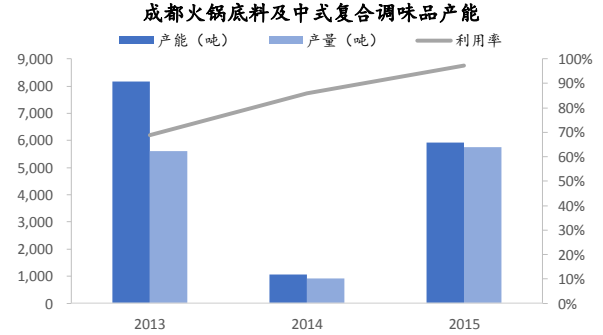
四川、郑州两大现有工厂增设生产线, 舒缓现实压力。

- ◆ **四川成都工厂:** 成都工厂原生产线生产火锅底料及中式复合调味品两种产品, 2015 年引入火锅蘸料的生产。新设生产线已于 2017 上半年投产, 及时带来 3000 吨新产能, 达到 9059 吨, 有效的舒缓了现时的生产压力。
- ◆ **河南郑州工厂:** 郑州工厂生产火锅底料及中式复合调味品, 2013 年配备精益工程

师, 专门负责精益生产规划、组织与推进工作。2017 年产能达到 28770 吨。

图 40: 郑州火锅底料及中式复合调味品产能


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 41: 成都火锅底料及中式复合调味品产能


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

马鞍山、霸州工厂陆续投产, 充分增加产能。

- ◆ **安徽马鞍山工厂:** 该工厂现有员工 300 人, 立足华东、辐射华南, 在降低物流成本的同时, 更能有效缓解日益增加的消费需求对产品供应的压力。公司于 2017 年上半年与安徽马鞍山当地政府签署租赁协议, 截至 2017 年 12 月 31 日, 马鞍山生产基地已开始试生产。马鞍山二期工程预期将在 2020 年、2021 年分别释放 10 万吨产能。
- ◆ **河北霸州工厂:** 霸州生产基地总厂房面积约为 66,667 平方米, 可容纳产能约 10 万吨的生产设施, 初步阶段的建设将分两期进行。一期主要包括建设生产设施, 预期于 2019 年竣工及投产。一期完成后, 霸州生产基地的生产设施将拥有年产能约 5 万吨。二期工程主要包括建设储存及研发设施以及其他配套设施, 预期于 2020 年竣工及投产, 届时约新增 10 万吨产能。霸州生产基地的初步阶段将(i)提高产能并降低对合约生产商的需求, 特别是旺季时; (ii) 安装能够制造瓶装复合调味品的新生产及包装设施, 从而生产新产品、运用新包装材料; (iii) 升级仓储设施; (iv) 有助于依托华北腹地更好地管理物流成本。

逐步推动自动化改造。为了交付质量稳定的火锅底料产品, 公司已在炒锅上安装了全套自动化设备, 监察生产流程的时间、压力和温度, 并进行瓶颈工序自动化改造, 以改善作业环境, 降低员工疲劳度, 提高生产制造效率。

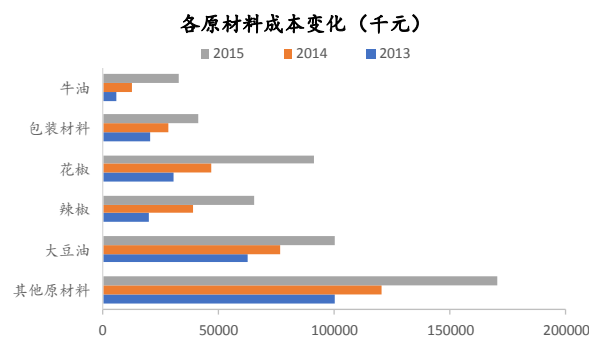
7. 原材料成本与营销费用是影响公司盈利水平的主要因素

7.1 原材料受价格波动影响较大

原材料构成复杂, 花椒超越大豆油成为占比最大原材料。一个火锅底料构成较复杂, 大概需要 20 种原材料, 成本主要包括植物油(大量大豆油及少量菜籽油)、动物油(牛油)、辣椒、花椒等调配料以及包装材料(包括塑料袋、包装纸、纸盒及产品标识)。根据 2013-2015 年原材料成本, 大豆油为占比最大的原材料, 其成本分别占总销售成本的 25.4%、20.2%及 18.1%。

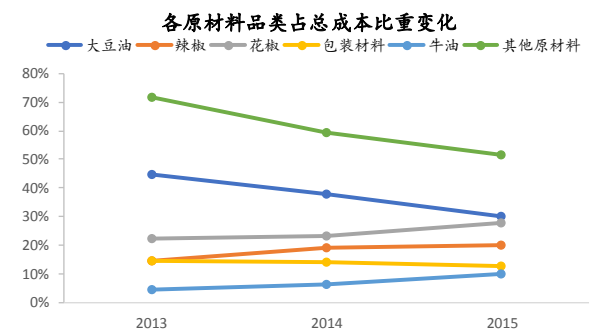
随着成本结构及单价调整, 2017 年各原材料占比有所变化, 公司主要原材料大豆油的平均采购价稳步下降, 而另一主要原材料花椒的平均采购价近年来轻微上升, 已超越大豆油, 约占成本 16-17%, 另外辣椒约占 12%-13%, 牛油和大豆油各占 10%, 包材占 8%左右。

图 42: 颐海国际各原材料成本变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 43: 颐海国际各原材料占总成本比重变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

秋季锁价, 选择东北豆油减小波动。公司与供应商会在每一年秋季锁定未来一年的价格, 再根据公司需求进行原材料采购。原材料价格会因当年收成情况、市场供需、气候、环境状况、商品价格波动、货币波动、政府政策变动及自然灾害而出现价格波动。根据敏感性分析, 原材料成本增加 5%, 最高可为公司带来 40.4%的净利损失。

其中, 对于大豆油, 前几年公司曾在交易所进行对冲活动, 对冲降低了大豆油价格上涨对生产的影响, 因此可免受不利短期价格上涨, 但又限制了短期价格下调带来的裨益。不过对冲的管理成本较高, 对专业人才有一定要求, 目前公司选择采购东北产的非转基因大豆油, 价格较进口大豆油贵, 但降低了价格大幅波动的风险。

表 5: 部分原材料成本敏感性分析

原材料成本假设波动	净利率变动		
	2013	2014	2015
+5%	-40.4%	-9.5%	-14.6%
+3%	-24.1%	-5.6%	-8.6%
+0%	0.0%	0.0%	0.0%
-3%	24.8%	6.1%	9.6%
-5%	41.1%	10.0%	15.6%
大豆油成本假设波动			
+15%	-31.6%	-20.2%	-8.5%
+8%	-16.7%	-10.8%	-4.3%
+0%	0.0%	0.0%	0.0%
-8%	17.4%	10.9%	5.3%
-15%	32.3%	20.3%	9.6%
花椒成本假设波动			
+30%	-31.1%	-24.9%	-16.0%
+15%	-15.4%	-12.4%	-7.7%
+0%	0.0%	0.0%	0.0%
-15%	16.1%	12.5%	8.8%
-30%	31.8%	24.9%	17.0%

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

选择大型供应商采购优质原料, 不依赖单一供应来源。为维持高标准的产品质量及食品安全, 公司的原材料采购一般来自于声誉卓著的大型供应商, 基本不直接从农户采购。公司有超过三家供应商, 为降低供货风险, 公司尽量减少依赖任何单一的供应来源, 就每类原材料维持至少两名供应商, 另外实行多种措施监察供应商的表现, 包括抽样检查及实地检查。

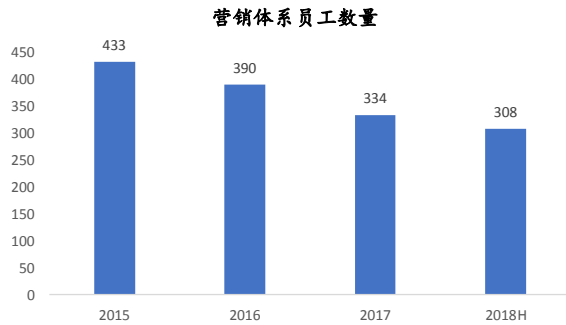
7.2 “合伙人制”有效控制营销费用, 销售人员通过“师徒制”沿袭

前两年在公司推进外部经销商整合的背景下, 公司营销体系员工数量逐年递减, 余下的销售人员更加认同公司文化, 业务能力更加优秀。

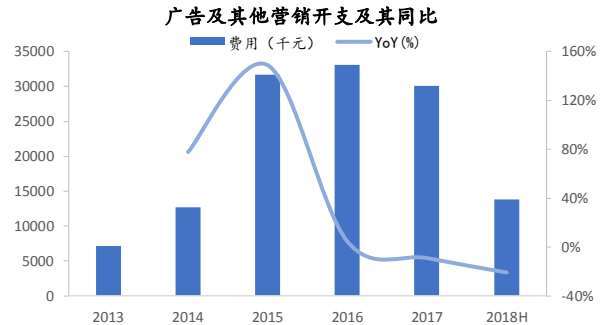
销售体系有合伙人激励机制, 销售人员以其负责的经销商作为自己的业务单元, 公司给予固定比例的费用作为渠道费用, 销售人员的提成与业务单元的净利润挂钩。经销商也是由销售人员择优筛选的, 有充分的自主权。

根据历年情况, 经销商数量的年增长率约为 20%。公司现有销售人员 210 左右, 平均一个省约由五六名销售人员负责, 通过“师徒制”沿袭, 即销售人员自行招募销售助

理, 再将一部分下沉的区域分给助理, 助理的工资由销售人员负责, 同时后者也可得到前者的业绩提成, 极大地提高销售人员的自主性和积极性。

图 44: 颐海国际营销体系员工数量


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 45: 颐海国际广告及其他营销开支及其同比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

8. 盈利预测与评级

鉴于公司广受认可的“海底捞”品牌、广泛的渠道网络覆盖, 以及独特的销售网络扩张模式和产品创新模式。我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为人民币 23.9 亿元、34.8 亿元、47.1 亿元, 每股收益分别为人民币 0.46 元、0.61 元、0.86 元, 当前股价对应 PE 分别为 46X、35X、25X, 维持“强烈推荐”评级。

表 6: 盈利预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,088	1,646	2,390	3,477	4,712
增长率 (%)		51.3%	45.2%	45.4%	35.5%
净利润 (百万元)	187	261	447	587	831
增长率 (%)		39.8%	71.4%	31.2%	41.5%
净资产收益率 (%)	26.5%	18.8%	26.1%	26.4%	28.0%
每股收益 (元)	0.234	0.269	0.461	0.605	0.856
PE	21.6	30.8	46.0	35.1	24.8

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

9. 风险提示

工厂投产时间拖延, 原材料价格波动超预期, 关联方方面风险。

表 7: 公司财报及预测

资产负债表	单位:人民币百万元					利润表	单位:人民币百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1258	1519	1955	2636	3756	营业收入	1088	1646	2390	3477	4712
货币资金	1022	1130	1417	1894	2642	营业销售成本	-671	-1034	-1503	-2237	-3008
贸易应收款项	67	131	217	366	613	毛利	417	612	887	1240	1704
预付款项及其他应收款	38	77	115	173	259	经营开支	-128	-165	-222	-360	-466
存货	130	148	173	204	242	行政开支	-54	-76	-112	-166	-222
按公允价值计入损益的金融资产	0	33	33	0	0	其他收入及收益净额	21	44	68	106	153
非流动资产合计	166	288	407	496	579	可赎回可转换优先股的公允价值亏损	-35	0	0	0	0
土地使用权	32	35	39	43	47	融资(成本)/收入净额	34	-45	12	0	0
物业、厂房及设备	116	180	260	320	370	所得税前利润	255	369	633	820	1170
无形资产	3	5	8	12	17	所得税开支	-68	-108	-185	-233	-339
递延税项资产	7	11	15	21	29	净利润	187	261	447	587	831
物业、厂房及设备预付款	9	57	86	101	116	本公司拥有人	187	261	447	586	830
资产总计	1424	1807	2363	3132	4335	非控股权益	0	0	1	1	1
流动负债合计	157	301	437	613	912	其他税后全面收入	-1	0	0	0	0
贸易应付款项	73	137	239	417	660	全面收入总额	186	261	447	587	831
其他应付款项及应计费用	55	115	122	97	112	EPS (元)					
即期税项负债	29	49	76	98	140	基本	0.234	0.269	0.461	0.605	0.856
非流动负债合计	0	0	0	0	0	摊薄	0.234	0.267	0.457	0.600	0.849
可赎回可转换优先股	0	0	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	157	301	437	613	912		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	4	1	1	1	成长能力					
股本	0	0	0	0	0	营业收入增长	28.4%	51.3%	45.2%	45.4%	35.5%
储备	1266	1501	1925	2518	3422	EBIT增长	52.8%	44.7%	71.4%	29.7%	42.6%
负债和所有者权益	1424	1807	2363	3132	4335	净利润增长	49.9%	39.8%	71.4%	31.2%	41.5%
现金流量表	单位:人民币千元					盈利能力					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	38.3%	37.2%	37.1%	35.7%	36.2%
经营活动现金流净额	223993	353202	476925	534753	649818	净利率(%)	17.2%	15.9%	18.7%	16.9%	17.6%
经营所得现金	283242	438681	632587	820498	1170075	ROA(%)	18.6%	16.2%	21.5%	21.4%	22.3%
已收利息	933	6651	10172	12756	17045	ROE(%)	26.5%	18.8%	26.1%	26.4%	28.0%
已付所得税	-60182	-92130	-165834	-298501	-537302	ROIC(%)	23.4%	18.8%			
投资活动现金流净额	-44378	-162669	-89672	-51716	-32819	偿债能力					
购买土地使用权	-24911	-4187	-3515	-3867	-4253	资产负债率(%)	11.1%	16.7%	18.5%	19.6%	21.0%
购买物业、厂房及设备	-22649	-127989	-80000	-60000	-50000	流动比率	8.0	5.0	4.5	4.3	4.1
购买无形资产	-2352	-3260	-2591	-3887	-5830	速动比率	7.2	4.6	4.1	4.0	3.9
出售物业、厂房及设备以及无形资产所得	5534	460	7000	0	0	营运能力					
购买金融资产	0	-32934	-20000	0	0	总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3
金融资产的利息收入	0	5241	9434	16037	27264	应收账款周转率	9.9	10.5	8.9	8.0	6.7
筹资活动现金流净额	574409	-29996	-58175	-76329	-108019	应付账款周转率	2.3	3.2	2.9	2.8	2.7
非控股权益注资	0	4000	0	0	0	每股指标(元)					
其他应付关联方款项减少/增加	-141633	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.2340	0.2674	0.4570	0.5996	0.8485
发行普通股所得款项净额	720208	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.7515	0.1034	0.4384	0.6160	0.8336
发行可转换可赎回优先股所得款项净额	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.2095	1.4341	1.7892	2.3239	3.1051
购回股份	-4166	0	0	0	0	估值比率					
向本公司股东派付股息	0	-33996	-58175	-76329	-108019	P/E	21.6	30.8	46.0	35.1	24.8
现金净增加额	754024	160537	329078	406708	508979	P/B	16.9	5.2	11.6	9.1	6.6

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

分析师简介

谭可

海外研究组组长, 2007年加盟东兴证券研究所, 曾外派香港研究港股市场。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所海外组, 从事港股大消费领域研究及部分港股策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。