

# 颐海国际 (01579.HK)

## 线下渠道快速扩张, 第三方业务超预期

颐海国际发布半年报。19H1 公司营收 16.6 亿元, 同比+64.9%; 净利润 2.92 亿元, 同比+54.1%; 归母净利润 2.70 亿元, 同比+46.5%。

**毛利率提升明显, 利润率受营销费用及销售激励增加有所下降。**毛利率 37.7%, 同比+1.6pct, 主要系高毛利率的第三方收入占比提升导致, 19H1 第三方收入占比为 57.2%, 同比+11pct。营业利润率 22.9%, 同比-1.7pct, 主要系公司加强了线上推广活动及销售人员激励, 导致销售/管理费用分别 +1.2pct/+1.3pct。净利率 17.7%, 同比-1.2pct。

**火锅调料稳步增长, 第三方零售业务增速超预期。**分业务看, 火锅调料/中式复合调料/方便快餐/其他业务分别实现收入 10.9/2.00/3.41/0.27 亿元, 同比+41.4%/+63.5%/+216.8%/456%。其中火锅调料关联方/第三方收入分别为 6.94/3.94 亿元, 同比+32.6%/+60.3%。关联方收入增长主要系海底捞门店数增加, 19H1 海底捞餐厅增加了 127 家 (+27.3%); 此外关联方收入增长较慢还受到清水锅及海底捞其他供应商占比提升的影响; 第三方的收入增长主要受益渠道扩张。火锅调料/中式复合调料/方便快餐/其他业务毛利率分别为 37.8%/47.8%/32.8%/20.1%, 同比+2.6pct/+0.2 pct /+2.6 pct /-11.1 pct。火锅调料毛利率上升主要系高毛利率的第三方收入占比提升及售价提高的影响, 19H1 火锅调料第三方收入占比 36.2%, 同比+4.2pct, 产品价格同比提高 2.0%。方便快餐毛利率提升主要系产品售价提高, 19H1 方便快餐单位售价为 45.4 元/kg, 同比+21.4%。其他业务毛利率下滑较多, 主要系公司上线了低毛利率的零售, 如虎牙脆、锅巴等。

**线下渠道持续扩张, 电商渠道快速增长。**分渠道看, 关联方/第三方渠道分别实现收入 7.09/9.47 亿元, 同比+31.2%/+104.2%。第三方渠道中, 经销商/电商/第三方餐饮/一次性销售活动分别实现销售额 8.06/1.18/0.11/0.12 亿元, 同比+121.9%/+46.8%/-43.4%/+2298%。线下经销的快速增长得益于渠道下沉和激励提升, 目前公司正向广阔的三四线城市下沉; 19H1 公司在销售人员中引入“合伙人裂变”机制(类似海底捞“师徒制”), 师傅可以分享徒弟业务单元的利润, 解决了人才瓶颈和激励延续性问题。电商渠道的增长主要系公司加强了营销节点的推广活动, 并提升了消费者消费体验。公司战略调整第三方餐饮业务, 未来不直接服务第三方餐饮企业, 产品销售将转由蜀海进行, 故销售额同比下降。

**产能持续释放, 产能压力得到缓解。**19H1 霸州工厂已经开始试产, 预计一期南车间 8 月量产, 北车间年底量产, 新增产能超过 7 万吨。新签漯河生产基地, 预计 19H2 开始建设, 一期 20 年底试产, 产能 8~10 万吨; 二期 21 年建成试产, 产能 20 万吨。

**盈利预测、估值与投资建议: 维持“增持”评级。**我们预测 19/20/21 年公司归母净利润分别为 7.0/10.0/13.1 亿元, 2019-2021 年 CAGR 为 37.3%, EPS 分别为 0.67/0.96/1.25 元, 对应当前股价 PE 分别为 61/43/33 倍。考虑到调味品行业整体估值水平高于市场, 且公司作为细分行业龙头, 理应享受一定的估值溢价, 我们认为 2020 年公司合理市值为 515 亿港元, 对应 PE 为 50 倍, 2020 年目标价 54.65 港币。

**风险提示:** 关联方变动、食品安全问题、原料涨价的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,646	2,681	4,310	6,266	8,213
增长率 yoy (%)	51.3	62.9	60.7	45.4	31.1
归母净利润(百万元)	261	518	700	1,004	1,310
增长率 yoy (%)	39.6	98.6	35.1	43.5	30.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.25	0.49	0.67	0.96	1.25
净资产收益率(%)	17.3	26.9	27.3	28.4	27.1
P/E(倍)	164.0	82.6	61.1	42.6	32.6
P/B(倍)	28.5	21.3	15.8	11.5	8.5

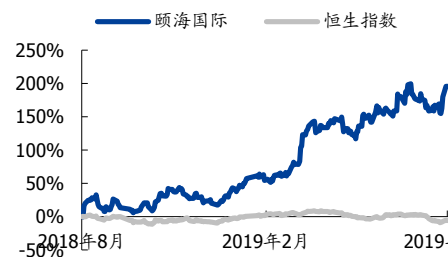
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 增持(维持)

#### 股票信息

行业	食品制造业
前次评级	增持
最新收盘价	46.30
总市值(百万元)	48,152.00
总股本(百万股)	1,040.00
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	

#### 股价走势



#### 作者

分析师 焦俊

执业证书编号: S0680518060003

邮箱: jiaojun@gszq.com

研究助理 张泽

邮箱: zhangze@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《颐海国际 (01579.HK): 复合调料细分行业龙头, 方便食品业务快速增长》2019-06-11



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,519	1,881	2,592	3,609	5,058
现金	1,130	1,180	1,623	2,336	3,518
应收账款	131	207	337	454	583
其他应收款	77	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	148	276	414	600	739
其他流动资产	33	219	219	219	219
<b>非流动资产</b>	288	581	788	978	1,138
长期投资	0	12	24	36	48
固定投资	180	309	503	681	827
无形资产	5	5	6	7	8
其他非流动资产	103	255	255	255	255
<b>资产总计</b>	1,807	2,462	3,380	4,587	6,196
<b>流动负债</b>	301	422	575	672	825
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	137	189	341	438	591
其他流动负债	164	234	234	234	234
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	301	422	575	672	825
少数股东权益	4	35	100	207	353
股本	0	0	0	0	0
资本公积	922	903	903	903	903
留存收益	518	1,015	1,780	2,891	4,347
归属母公司股东收益	1,501	2,005	2,705	3,709	5,019
<b>负债和股东权益</b>	1,807	2,462	3,380	4,587	6,196

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	353	329	676	948	1,391
净利润	261	548	765	1,111	1,456
折旧摊销	0	0	41	64	87
财务费用	-7	-19	-15	-21	-37
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-116	-206	-115
其他经营现金流	99	-201	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-163	-260	-248	-255	-247
资本支出	0	0	195	179	148
长期投资	0	0	-12	-12	-12
其他投资现金流	-163	-260	-65	-88	-111
<b>筹资活动净现金流</b>	-30	-48	15	21	37
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-34	-19	0	0	0
其他筹资现金流	4	-29	15	21	37
<b>现金净增加额</b>	108	50	443	713	1,182

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1,646	2,681	4,310	6,266	8,213
营业成本	1,034	1,642	2,674	3,933	5,195
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	165	241	419	559	705
管理费用	76	163	254	356	451
财务费用	-7	-19	-15	-21	-37
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-47	30	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	347	688	978	1,439	1,899
营业外收入	22	42	42	42	42
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	369	731	1,020	1,481	1,941
所得税	108	183	255	370	485
<b>净利润</b>	261	548	765	1,111	1,456
少数股东收益	0	30	66	107	146
<b>归属母公司净利润</b>	261	518	700	1,004	1,310
EBITDA	335	695	1,020	1,485	1,940
EPS (元/股)	0.25	0.49	0.67	0.96	1.25

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	51.3	62.9	60.7	45.4	31.1
营业利润 (%)	24.4	98.6	42.1	47.0	32.0
归属母公司净利润 (%)	39.6	98.6	35.1	43.5	30.5
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	37.2	38.7	38.0	37.2	36.7
净利率 (%)	15.8	19.3	16.2	16.0	15.9
ROE (%)	17.3	26.9	27.3	28.4	27.1
ROIC (%)	15.8	26.0	27.1	28.7	27.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	16.7	17.2	17.0	14.6	13.3
净负债比率 (%)	-75.1	-57.8	-57.9	-59.7	-65.5
流动比率	5.0	4.5	4.5	5.4	6.1
速动比率	4.6	3.8	3.8	4.5	5.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.02	1.26	1.48	1.57	1.52
应收账款周转率	16.6	15.8	15.8	15.8	15.8
应付账款周转率	10.0	10.1	10.1	10.1	10.1
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.49	0.67	0.96	1.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.37	0.35	0.65	0.91	1.33
每股净资产 (最新摊薄)	1.43	1.92	2.58	3.54	4.79
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	164.0	82.6	61.1	42.6	32.6
P/B	28.5	21.3	15.8	11.5	8.5
EV/EBITDA	-3.4	-1.6	-1.5	-1.4	-1.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com