



方便速食带动新一轮业绩，第三方收入首超关联方

——颐海国际（1579.HK）FY2018 点评

2019年03月28日

强烈推荐/维持

颐海国际

财报点评

谭可	分析师	执业证书编号：S1480510120013
	Email: tanke@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554011
王紫	研究助理	执业证书编号：S1480118060012
	Email: wangzi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554104

事件：

颐海国际(1579.HK)发布截至2018年12月31日业绩，该集团于2018年实现营业收入人民币26.8亿元，同比增长62.9%。毛利人民币10.4亿元，同比增长69.8%。录得净利润人民币5.5亿元，同比增长109.9%，归母净利润人民币5.2亿元，同比增长98.6%。每股基本盈利人民币0.53元。

公司财务指标：

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,646	2,681	3,778	5,273	7,240
增长率（%）	51.3%	62.9%	40.9%	39.5%	37.3%
净利润（百万元）	261	548	717	1029	1415
增长率（%）	39.8%	109.9%	30.9%	43.4%	37.5%
基本每股收益（元）	0.269	0.534	0.701	1.006	1.383
PE	25.2	33.9	35.9	25.0	18.2

观点：

- **营收增速超预期，第三方占比首次超过关联方。**颐海国际2018年收入人民币26.8亿元，同比增长62.9%，增速较上一财年上升11.6个百分点。

 - 按业务类别来看，火锅调料业务占总营收的72.9%，销售额实现同比40.1%的增长，同比增速较上年放缓7.3个百分点。方便速食如自热小火锅自2017年推出投放市场后，2018年销售额占总营收的16.8%，获得超六倍涨幅，成为公司第二大营收来源。中式复合调味占比营收下降约2个百分点，增速放缓1.2个百分点。得益于公司关联方海底捞集团扩张，公司的火锅底料业务持续发展。
 - 按销售渠道来看，第三方经销商跃居第一，销售额同比增速达到115.2%，占销售份额的47.1%，成为最主要销售渠道。关联方客户销售渠道营收同比增速28.4%，增速较上年同期放缓22.8个百分点，营收占比下降11.7个百分点。电商渠道2018财年增长显著，增速超100%，占比达到8.1%。2018年，颐海国际来自第三方（包括经销商和电商）的营业收入首次超过关联方收入，公司对关联公司依赖进一步减少。
- **经销费用率持续改善，净利率提升显著。**公司2018年毛利润人民币10.3亿元，同比增长69.8%。由于毛

利率较高的电商和第三方销售占收入比例提高, 以及生产流程化带来生产成本的降低, 公司实现毛利率38.7%, 较上年同期提升1.5个百分点。营销费用率为9%, 较上一财年下降1个百分点; 行政费用率为6.1%, 较上年同期上升1.5个百分点。净利率20.4%, 较上年同期提升4.5个百分点。

- ◆ 其中经销开支的增加是由于业务拓展、渠道建设和管理的伴随性开支。费用率的下降是由于营收大幅上升抵消的结果。
 - ◆ 行政开支增加是由于霸州工厂和马鞍山工厂正式开业运营有关。同时公司因为期内计划批准151万份受限制股份单位而增支。激励机制意味着公司在人员奖励的开支上升。
 - ◆ 另外, 由于港币和美元升值产生的汇兑收益, 使得融资收入净额转负为正, 达到3980万元。
- **经销商渠道持续下沉, 电商呈现不俗表现。**2018财年, 公司致力于提升第三方零售渠道销售能力。除了经销商数量的稳定增长以及覆盖城市的持续下沉外, 内部销售人员作为合伙人获得更直接的激励和充分授权, 提高终端销售点的销售效率。“合伙人激励机制”主要是将销售人员业绩提成转变为与其负责业务单元的经营利润挂钩, 使得销售额增速提升显著。2018财年针对自加热产品作为方便速食的特点, 除了之前已经成熟的铺货路径外, 开辟了便利店、公路服务站等调味品为进入的新渠道。截至报告期末, 公司在主要电商平台拥有6家旗舰店, 进行重点促销以及新品试销。会员极致服务、多个电商物流分仓致力于优化消费者网上消费体验。此外, 得益于累积下来的中国餐饮行业服务经验, 2018财年公司共计拥有94家定制餐饮客户。
- **多品牌协同, 新品开发持续推进。**公司引入了多个子品牌, 为了最大效率实现多品牌协同作用, 公司对于每个子品牌的产品定位进行了明确划分。2018财年上半年推出的3款小龙虾口味调料不仅抓住了小龙虾产品的季节性需求, 还有效缓解了火锅底料产品的季节性销售波动。同时, 2018年对于热销的番茄口味火锅底料的配方和包装的升级, 进一步巩固了核心产品的市场领先地位。截至18年末, 公司新增5款中式复合调味产品、3款火锅底料、5款自加热小火锅和12款标准化餐饮装产品; 共计公司拥有以52款火锅调料、19款中式复合、7款速食产品为主的产品矩阵。
- **新工厂投产, 不断缓解产能压力。**2018年初公司投产了安徽马鞍山的新工厂, 并且年底基本完成了位于河北的霸州工厂一期厂房建设。预计新工厂会缓解业务快速发展带来的产能压力, 逐渐引入新产品生产线和自动化生产线。

结论:

颐海国际致力于不断的产品创新, 引进差异化新品类完善细分格局。公司不局限于向关联公司海底捞输出火锅底料产品, 开辟的自热小火锅业务板块同样销售涨幅迅猛。随着新工厂的日益完工、新生产线的投入使用, 未来颐海国际的发展值得进一步期待。我们预计公司2019-2021财年营业收入分别为人民币37.8亿元、52.7亿元、72.4亿元, 净利润分别为人民币7.2亿元、10.3亿元、14.2亿元, 净利润增速分别为31%、43%、38%, 当前股价对应PE分别为36X、25X、18X, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

宏观经济下滑导致公司销售不及预期, 新产品业务开展不及预期, 食品安全问题及餐饮政策超预期。

公司盈利预测表

利润表	单位:百万人民币				
	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	1,646	2,681	3,778	5,273	7,240
货品销售成本	-1,034	-1,642	-2,321	-3,260	-4,453
毛利	612	1,039	1,458	2,012	2,787
经销开支	-165	-241	-340	-475	-652
行政开支	-76	-163	-197	-280	-401
其他收入及收益净额	44	56	87	132	196
可赎回可换股优先股的公平值	-	-	-	-	-
融资(成本)/收入净额	-45	40	-24	22	-8
除税前利润	369	731	983	1,411	1,922
所得税开支	-108	-183	-266	-382	-507
净利润	261	548	717	1,029	1,415
本公司拥有人	261	518	680	975	1,341
非控股权益	0	30	37	54	74
其他税后全面收入	-	-	-	-	0
全面收入总额	261	548	717	1,029	1,415
EPS (元)					
基本	0.27	0.53	0.70	1.01	1.38
摊薄	0.27	0.53	0.70	1.00	1.37

资料来源: 公司财报、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, 我公司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法律责任。

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。