

**评级: 增持**

市场价格: 47.25 港元

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

香港执业证书编号: BEY885

电话: 010-59013900

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

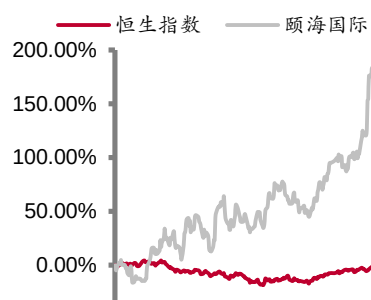
研究助理: 高乐彬

电话: 010-59013900

Email: gaolb@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|            |       |
|------------|-------|
| 总股本(百万股)   | 1047  |
| 流通股本(百万股)  | 1047  |
| 市价(港元)     | 47.25 |
| 市值(百万港元)   | 49470 |
| 流通市值(百万港元) | 49470 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

| 指标 (人民币)     | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万人民币) | 1646.22 | 2681.37 | 3999.18 | 5318.44 |
| 增长率 yoy%     | 51.31%  | 62.88%  | 49.15%  | 32.99%  |
| 净利润          | 260.67  | 517.79  | 744.92  | 1000.83 |
| 增长率 yoy%     | 40.21%  | 98.64%  | 43.86%  | 34.35%  |
| 每股收益 (元)     | 0.25    | 0.49    | 0.71    | 0.96    |
| 净资产收益率       | 0.17    | 0.25    | 0.27    | 0.26    |
| P/E          | 30.79   | 45.04   | 59.64   | 44.39   |
| PEG          | 0.77    | 0.46    | 1.36    | 1.29    |
| P/B          | 5.24    | 10.29   | 15.86   | 11.56   |

**投资要点**
**事件:**

截至 2019 年 6 月 30 日, 公司实现总收入 16.6 亿人民币, 同比增加 64.9%, 其中火锅调味料收入同比增加 41.1%至 10.9 亿元, 中式复合调味料同比增加 63.4%至 2 亿元, 方便速食收入同比增加 216.7%至 3.4 亿元, 三类产品收入占比分别为 65.7%12.1%/20.6%。盈利能力方面, 2019 年上半年公司毛利率由去年同期的 36.1% 上升至 37.7%, 毛利同比增加 72%至 6.24 亿元; 公司净利率由去年同期的 18.9% 降低至 2019 年上半年的 17.7%, 净利润同比增加 54.1%至 2.9 亿元, 归母净利润同比增加 46.5%至 2.7 亿元。

**点评:**

■ **收入持续高速增长: 渠道下沉加密、销售效率提高、SKU 不断丰富。**公司持续提高第三方渠道的销售能力, 期内公司第三方收入总额为 9.5 亿元, 其中经销商收入为 8 亿元, 同比增速达到 121.9%, 占总收入的 48.7%, 该渠道的高速发展, 一方面来自经销渠道的下沉及销售网络的加密 (经销商达到 2000 多家), 另一方面, 公司的“合伙人”机制通过将合伙人收入与经营利润挂钩的方式提高销售效率, 而 19 年新引入的“合伙人裂变”机制提高了合伙人区域拓展的动力; 期内公司电商渠道的销售收入占总收入的 7.1%, 同比增加 46.9%至 1.2 亿元, 主要由于多个分仓提升了消费体验, 持续的线上推广增强了品牌形象; 此外, 公司将部分第三方餐饮服务转至蜀海, 因此该分布业务较去年同期减少 43.5%至 1131 万元。关联业务方面, 公司营收增长了 31.2%至 7.09 亿元, 增速低于同期海底捞的 59%, 除了海底捞收入增速受客单价提升等综合因素影响外, 第三方底料供应商的引进及清水锅的持续影响也是主要原因。同时, 公司多产品多品牌矩阵的不断丰富, 也推动营收的快速增长, 19 年上半年公司推出了 3 款火锅调味料、7 款中式复合调料、1 款自热小火锅、3 款自加热米饭及 3 款即食酱, 其中方便速食品类持续取得 216.7%的高增速。

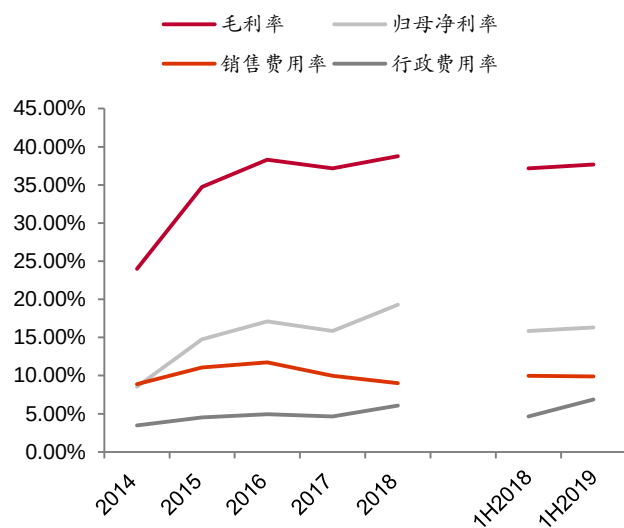
■ **毛利率持续提高, 净利率小幅下滑。**2019 年上半年公司的毛利率提高了 1.6 个百分点, 主要得益于收入结构的优化, 公司第三方收入占比持续提高, 期内达到 57.2% (第三方/关联方底料毛利率 57%/26.9%); 同时, 增值税下调间接提高了产品售价; 此外, 伴随规模效应, 公司原材料议价能力及生产效率均有提高。费用率方面, 公司的销售费用率提高了 1.2 个百分点至 9.9%, 主要由于经销网点的拓展费用及多区域分仓而提高了储运费用; 公司的行政费用率提高了 1.4 个百分点至 6.9%, 主要是由于新工厂的开办及筹建支出上升, 由此, 公司净利率下滑 1.2 个百分点至 17.7%。

■ **新工厂投建, 产能扩张得到保证。**2019 年上半年公司的产能并未增加, 郑州工厂、马鞍山工厂及成都工厂产能分别为 3/6/1.3 万吨, 总产能保持 10.3 万吨, 霸州南车间及北车间将分别于 2019 年 8 月及 2019 年底投产, 总产能 7 万吨; 马鞍山二期将于 2022 年试产, 新增产能 20 万吨; 漯河工厂一期及二期将分别于 2020 年底及 2021 年试产, 预计产能分别为 8-10 吨及 20 万吨, 公司产能压力未来将得到有效缓解。

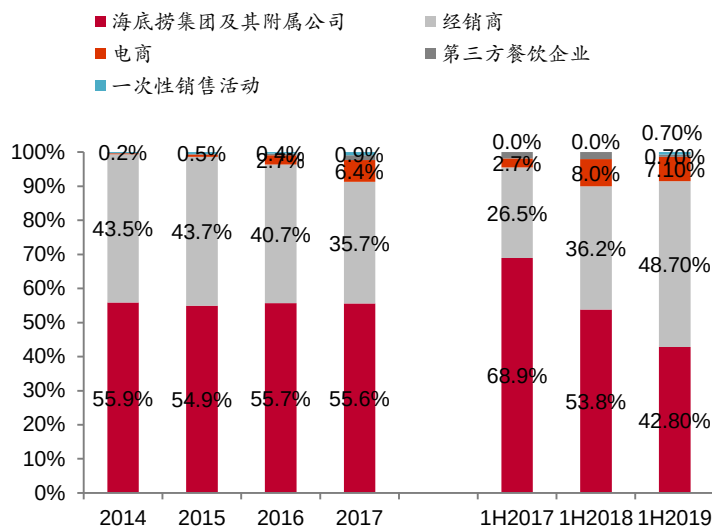
■ **盈利预测与估值与建议:** 我们预计公司 2019-2020 年的营收分别为 39.99 亿、53.18 亿人民币, 同比增速分别为 49%、33%; 归母净利润分别为 7.5 亿、10 亿人民币, 同比增速分别为 44%、34%, 每股盈利分别为 0.71、0.96 元人民币, 目前公司股价对应 2019-2020 年市盈率分别为 59.64x、44.39x。考虑与其他港股食品企业相比, 公司具有更好的成长能力, 我们选取 DCF 法进行估值, 假设负债率为 0%, 加权资本成本为 8.36%, 永续增长率为 2%, 得

到 2019 年公司的参考市值为 507 亿港元,对应 2019 年的市盈率为 61.2x,维持“增持”评级。

- 风险提示。海底捞门店扩张不及预期;新产品增速不及预期;渠道下沉及拓展不及预期;原材料价格上涨,员工及广告推广费用失控;食品安全问题,与公司原材料、产品甚至行业相关的食品安全问题都会对公司产品销售造成影响。

**图表1：公司费用率及利润率拆分**


来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表2：公司收入结构**


来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表3：营业收入拆分 (百万元)**

| 百万元     | 2016A    | 2017A    | 1H2018A  | 2018A    | 1H2019A  |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入    | 1088.014 | 1646.221 | 1003.952 | 2681.373 | 1655.755 |
| 增速      | 28.4%    | 51.3%    | 59.1%    | 62.9%    | 64.9%    |
| 火锅底料    | 872.523  | 1301.203 | 729.766  | 1955.520 | 1087.759 |
| 增速      | 24.9%    | 49.1%    | 36.1%    | 40.1%    | 49.1%    |
| 第三方     | 288.745  | 429.921  | 206.426  | 812.277  | 393.870  |
| 增速      | 14.6%    | 48.9%    | 80.8%    | 55.1%    | 90.8%    |
| 关联方     | 583.778  | 871.282  | 523.340  | 1143.243 | 693.889  |
| 增速      | 30.7%    | 49.2%    | 24.0%    | 31.2%    | 32.6%    |
| 中式复合调味品 | 134.545  | 186.273  | 122.372  | 255.515  | 200.018  |
| 增速      | 41.3%    | 38.4%    | 84.6%    | 37.2%    | 63.5%    |
| 第三方     | 116.351  | 142.860  | 110.192  | 228.731  | 186.488  |
| 增速      | 32.6%    | 22.8%    | 103.5%   | 60.1%    | 69.2%    |
| 关联方     | 18.194   | 43.413   | 12.180   | 26.784   | 13.530   |
| 增速      | 142.2%   | 138.6%   | 0.2%     | -38.3%   | 11.1%    |
| 自加热小火锅  | 0.000    | 61.445   | 107.688  | 449.273  | 341.126  |
| 增速      |          |          | 75.3%    | 631.2%   | 216.8%   |
| 第三方     | 0.000    | 61.341   | 104.457  | 444.569  | 339.967  |
| 增速      |          |          | 70.3%    | 624.8%   | 225.5%   |
| 关联方     | 0.000    | 0.104    | 3.231    | 4.704    | 1.159    |
| 增速      |          |          | 3006.7%  | 4423.1%  | -64.1%   |
| 其他      | 6.986    | 3.095    | 4.832    | 21.065   | 26.852   |

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表4：财务报表预测**

| 百万元      | 2016 | 2017 | 2018A | 2019E | 2020E | 百万元        | 2016  | 2017  | 2018A | 2019E | 2020E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 1088 | 1646 | 2681  | 3999  | 5318  | 税前利润       | 255   | 369   | 731   | 1051  | 1412  |
| 营业成本     | 671  | 1034 | 1642  | 2450  | 3243  | 折旧及摊销      | 15    | 16    | 23    | 48    | 62    |
| 毛利润      | 417  | 612  | 1039  | 1549  | 2076  | 财务费用       | -34   | 45    | -40   | -21   | -27   |
| 经销开支     | 128  | 165  | 241   | 360   | 479   | 营运资金变动     | -92   | 42    | -118  | -176  | 76    |
| 行政费用     | 54   | 76   | 163   | 243   | 324   | 已付所得税      | -60   | -92   | -183  | -263  | -353  |
| 其他收益净额   | 21   | 44   | 56    | 84    | 112   | 其他         | 199   | 58    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用     | -34  | 45   | -40   | -21   | -27   | 经营活动所得现金净额 | 283   | 439   | 414   | 639   | 1171  |
| 除税前溢利    | 255  | 369  | 731   | 1051  | 1412  | 资本支出       | -50   | -135  | -287  | -209  | -197  |
| 所得税开支    | 68   | 108  | 183   | 263   | 353   | 其他         | 6     | -27   | -6    | -4    | -2    |
| 期内溢利     | 187  | 261  | 548   | 788   | 1059  | 投资活动所用现金净额 | -44   | -163  | -292  | -213  | -199  |
| 其他收入     | -1   | 0    | 0     | 0     | 0     | 向本公司股东派付股息 | 0     | -34   | -48   | -74   | -100  |
| 净利润      | 186  | 261  | 548   | 788   | 1059  | 其他         | 574   | 4     | 88    | 0     | 0     |
| 归母净利润    | 186  | 261  | 518   | 745   | 1001  | 融资活动所得现金净额 | 574   | -30   | 40    | -74   | -100  |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 30    | 43    | 58    | 现金及现金等价物增加 | 754   | 161   | 128   | 351   | 872   |
|          |      |      |       |       |       | 净额         |       |       |       |       |       |
|          |      |      |       |       |       | 年初现金及现金等价物 | 235   | 1022  | 1022  | 1180  | 1531  |
|          |      |      |       |       |       | 现金及现金等价物汇兑 | 33    | -52   | 30    | 0     | 0     |
|          |      |      |       |       |       | 收入         |       |       |       |       |       |
|          |      |      |       |       |       | 年末现金及现金等价物 | 1022  | 1130  | 1180  | 1531  | 2403  |
| 百万元      | 2016 | 2017 | 2018A | 2019E | 2020E |            | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E |
| 土地使用权    | 32   | 35   | 75    | 115   | 141   | 毛利率        | 38.3% | 37.2% | 38.7% | 38.7% | 39.0% |
| 物业、厂房及设备 | 116  | 180  | 309   | 423   | 527   | 归母净利率      | 17.1% | 15.8% | 19.3% | 18.6% | 18.8% |
| 无形资产     | 3    | 5    | 5     | 7     | 7     | ROE        | 14.7% | 17.3% | 25.4% | 26.6% | 26.0% |
| 非流动资产总值  | 166  | 288  | 581   | 662   | 794   | ROA        | 13.1% | 14.4% | 21.0% | 22.1% | 21.8% |
| 存货       | 130  | 148  | 276   | 547   | 542   | 收入增长率      | 28.4% | 51.3% | 62.9% | 49.1% | 33.0% |
| 贸易应收款项   | 67   | 131  | 207   | 304   | 405   | 归母净利润增长率   | 48.9% | 40.0% | 98.6% | 43.9% | 34.4% |
| 其他流动资产   | 38   | 77   | 213   | 318   | 423   | 资产负债率      | 11.1% | 16.7% | 17.2% | 17.1% | 16.3% |
| 现金及现金等价物 | 1022 | 1130 | 1180  | 1531  | 2403  | 流动比率       | 8.0   | 5.0   | 4.5   | 4.7   | 5.1   |
| 流动资产总值   | 1258 | 1519 | 1881  | 2716  | 3798  | 速动比率       | 7.2   | 4.6   | 3.8   | 3.8   | 4.4   |
| 贸易应付款项   | 71   | 137  | 189   | 261   | 345   | 现金比率       | 6.5   | 3.8   | 2.8   | 2.7   | 3.2   |
| 其他流动负债   | 57   | 115  | 149   | 270   | 357   | 每股净利润（元）   | 0.18  | 0.25  | 0.49  | 0.71  | 0.96  |
| 流动负债总额   | 157  | 301  | 422   | 576   | 748   | 每股经营现金流    | 0.29  | 0.42  | 0.40  | 0.61  | 1.12  |
| 非流动负债总值  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产      | 1.21  | 1.44  | 1.95  | 2.68  | 3.67  |
| 股本       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | PE         | 21.58 | 30.79 | 45.04 | 59.64 | 44.39 |
| 储备       | 1266 | 1506 | 2005  | 2802  | 3844  | PB         | 16.93 | 5.24  | 10.29 | 15.86 | 11.56 |
| 权益总额     | 1266 | 1506 | 2040  | 2802  | 3844  | EV/EBITDA  | 7.86  | 13.51 | 24.69 | 31.75 | 25.41 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|                                                                                                                                                                          | 评级 | 说明                                 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|------------------------------------|
| <b>股票评级</b>                                                                                                                                                              | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|                                                                                                                                                                          | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|                                                                                                                                                                          | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|                                                                                                                                                                          | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| <b>行业评级</b>                                                                                                                                                              | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                          | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                                          | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**分析师承诺：**

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。