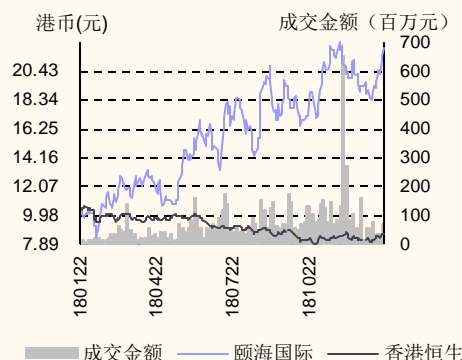


市价(港币): 22.35元
目标(港币): 22.34-22.34元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 1,046.90
总市值(百万元) 23,136.49
年内股价最高最低(元) 22.500/8.400
香港恒生指数 27090.81



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 28.04 28.64 109.28
相对香港恒生 22.06 32.65 125.29

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

孙玮 联系人
sunwei1@gjzq.com.cn

业务突破边界, 品牌提升价值

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	1,646	2,727	4,539	6,447
同比增长	51.3%	65.7%	66.4%	42.1%
母公司股东溢利(百万)	261	429	675	915
同比增长	39.6%	64.5%	57.4%	35.5%
毛利率	37.2%	37.9%	36.7%	36.2%
净利润率	15.8%	15.7%	14.9%	14.2%
每股收益	0.27	0.41	0.64	0.87
每股经营现金流	0.36	0.57	0.67	0.85
市盈率(倍)	71.9x	47.2x	30.0x	22.1x
市净率(倍)	12.4x	10.7x	8.2x	6.2x

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

公司简介

颐海国际是领先的复合调味料生产商,也是海底捞的火锅底料独家供应商。公司定位中高端市场,专注于火锅底料、蘸料、中式复合调味品及自热小火锅。2013-17年营收和净利 CAGR 分别为 51%和 85%, 1H18 营收和净利同比分别增长 59%和 163%。

投资逻辑

- 顺应饮食健康化趋势, 差异化策略奠定产品基础。在产品方面, 颐海顺应饮食健康化趋势, 差异化定位健康饮食。主打产品火锅底料聚焦中高端市场, 采用植物油, 避开竞争激烈的传统牛油火锅底料市场; 同时凭借完善的产业链开发多元化口味, 辐射不嗜辣区域, 覆盖更多人群。
- 借力海底捞品牌影响力, 深耕渠道加速三方业务拓展。公司被授权永久免费使用“海底捞”品牌, 品牌力有助于提升其 C 端产品的市场认知度。同时公司深耕渠道, 提高其产品渗透率。未来推进销售网络进一步下沉, 经销商数目有望增至 2000 家。
- 短期增长动力强劲, 业绩确定性强。公司短期增长动能充足, 餐饮服务源自海底捞门店扩张(2020年门店预期增长至 809 家)。To C 端业务自热小火锅单品表现强劲, 1H18 营收贡献占比迅速提升至 11%。未来有望拉动第三方业务收入, 占比进一步提升。
- 中长期发展两种战略。中长期颐海在 to B 端预期将聚焦餐饮供应链服务, 通过三方餐饮服务业务跑量。而在 to C 端发力品牌零售化业务, 对标日本咖喱食品公司好侍(House Foods), 通过新品类、自有品牌成为调味品细分行业领军者。

估值与投资建议

- 我们预测 2018-20 年 EPS 分别为人民币 0.41/0.64/0.87 元, 采用 PEG 估值法, 目标价 22.34 港元, 对应 19/20 年 30x/22xPE, 首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示

- 1) 食品安全 2) 上下游价格波动及 3) 新品推广及渠道下沉不达预期风险。

内容目录

一、不为众人所知的颐海，海底捞底料独家供应商	5
二、难以模仿的崛起之路	6
2.1 顺应复合调味品行业健康化趋势，中高端底料市场一枝独秀	6
2.2 差异化产品，定位健康饮食	7
2.3 完善的火锅产业链有助于口味多元化	8
2.4 借力海底捞品牌，顺势拓展三方业务	9
三、短期增长确定性强，三方业务能力逐渐被证明	10
3.1 海底捞门店天花板未到，但仍需关注“结构性”产品经营情况	10
3.2 产品结构优化，利于 to C 业务延伸	11
3.3 客户群以年轻消费者为主，结构优质	12
3.4 方便自热小火锅：爆款单品有望驱动短期业绩增长	13
3.5 品牌零售化业务加速	15
四、中长期展望：两种战略选择	19
4.1 C 端渠道深耕+品类扩充双轮驱动	19
4.2 B 端聚焦餐饮供应链服务，战略布局餐饮紫海市场	20
五、财务分析与盈利预测	21
5.1 收入端-核心假设	21
5.2 成本端-核心假设	23
六、估值与投资建议	23
6.1 颐海与海底捞谁可享更高估值？	23
6.2 投资建议	24
七、风险提示	24
附录：三张报表预测摘要	26

图表目录

图表 1：2013-1H18 营收和净利润及增速 (Rmb mn)	4
图表 2：毛利率及净利率趋势	4
图表 3：销售拆解 (1H18 按渠道)	4
图表 4：销售拆解 (1H18 按产品)	4
图表 5：现金流与资本支出趋势	4
图表 6：营业周转天数趋势	4
图表 7：颐海处于快速发展阶段	5
图表 8：颐海主要产品矩阵 (1H18)	5
图表 9：过去几年来自海底捞门店的收入贡献超过 50%	5
图表 10：颐海主要向海底捞门店供应火锅底料	5
图表 11：颐海与天味火锅底料营收对比	6

图表 12: 中国调味品整体市场规模 (Rmb bn)	7
图表 13: 中高端火锅底料市场不断扩大 (Rmb bn)	7
图表 14: 火锅底料市场整体格局分散	7
图表 15: 中高端火锅底料集中度较高	7
图表 16: 颐海火锅底料拆解-按销量	8
图表 17: 不同品牌的火锅底料品类、口味汇总	8
图表 18: 颐海的产品品类不断扩充	9
图表 19: “海底捞”品牌热度高	10
图表 20: 1H18 火锅底料增速	10
图表 21: 2018-20 海底捞门店进入快速扩张期	11
图表 22: 近三年火锅底料产品 ASP 对比	11
图表 23: 公平公开的定价策略	11
图表 24: 三方业务营收占比上升	12
图表 25: 产品矩阵逐渐多元化	12
图表 26: 海底捞门店密集分布图	13
图表 27: 颐海网购客户分布图	13
图表 28: 20-39 岁的人群占比超过 70%	13
图表 29: 来自二三线城市的购买人群比例达 68%	13
图表 30: 颐海客户男女比例较为均衡	13
图表 31: 爆款单品——方便自热火锅	14
图表 32: 自热小火锅销售额占比迅速提升	14
图表 33: 三方业务中小火锅营收占比超 20% (1H18)	14
图表 34: 颐海的小火锅产品组合丰富, 口味多元	15
图表 35: 颐海线上销售数据	16
图表 36: 颐海不断推出新品	16
图表 37: 新品牌孵化加速	17
图表 38: 颐海的渠道网络对比	17
图表 39: 1H18 各渠道收入占比	18
图表 40: 最新经销商突破 1000 家	18
图表 41: To B 及 To C 餐饮供应链企业利润率情况对比	20
图表 42: 2017 年餐饮市场份额 (按收入规模)	20
图表 43: 火锅菜系具有丰富的场景	21
图表 44: 颐海对海底捞的收入及预测	22
图表 45: 预测零售端业务未来三年 CAGR 维持在 65%	22
图表 46: 预测三方餐饮业务总体缓慢推进	22
图表 47: 盈利能力情况预测	23
图表 48: 颐海业绩预测 (2018-20E)	23
图表 49: 估值对比	24
图表 50: 海底捞食品安全相关负面舆情统计	25

公司一览

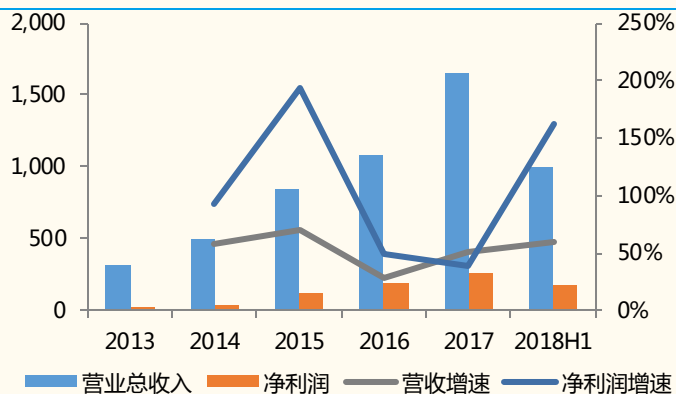
公司沿革：2013年成立。主要研发、生产及销售中高端火锅底料、火锅蘸酱、中式复合调味品及方便自热小火锅。

管理团队：施永宏是公司的核心人物，目前任执行董事兼董事长，也是海底捞创始人之一。公司核心管理及销售团队具备多年餐饮供应链及渠道建设等工作经验。

股权结构：张勇及施永宏分别持股 35.59%、16.93%。公司的股权结构较为集中稳定。

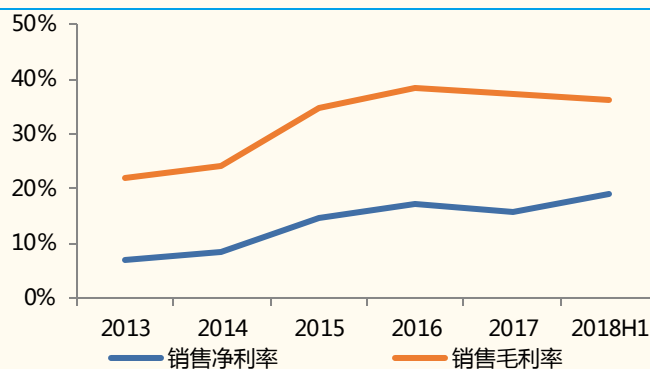
融资历史：公司自成立以来主要依靠自有资金和借款扩张，没有对外股权融资经历。公司于2016年7月在港交所IPO上市，合计融资人民币7.81亿。

图表 1: 2013-1H18 营收和净利润及增速 (Rmb mn)



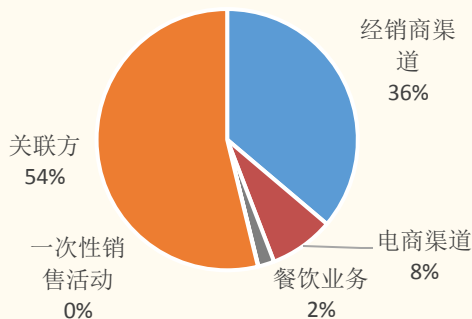
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 2: 毛利率及净利率趋势



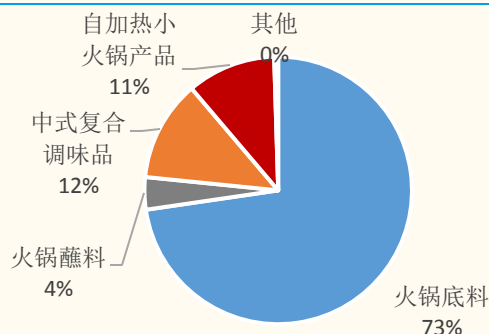
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 3: 销售拆解 (1H18 按渠道)



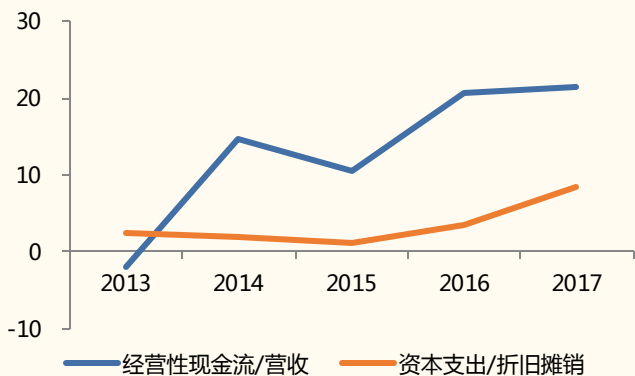
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 4: 销售拆解 (1H18 按产品)



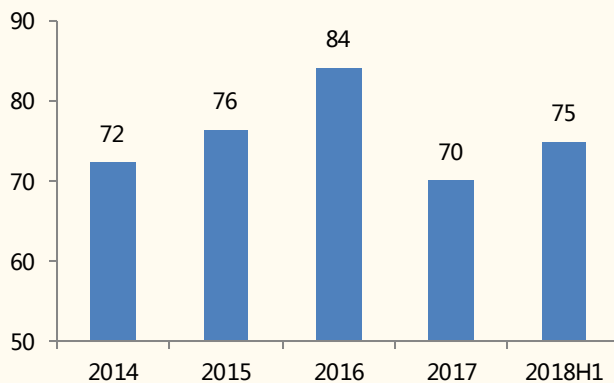
来源：公司财报，国金证券研究所

图表 5: 现金流与资本支出趋势



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 6: 营业周转天数趋势



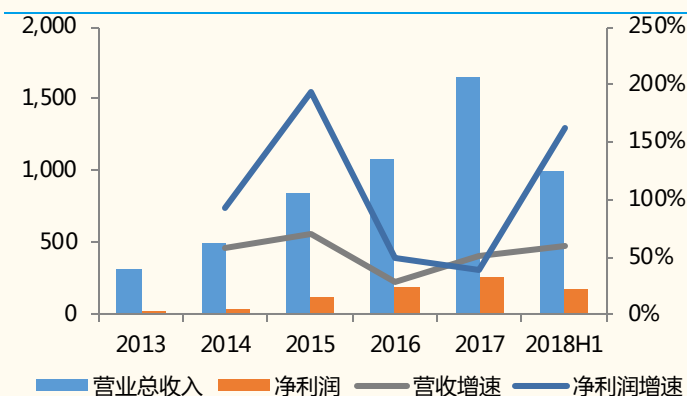
来源：公司财报，国金证券研究所

一、不为众人所知的颐海，海底捞底料独家供应商

颐海是中式餐饮巨头海底捞（6862.HK）的火锅底料独家供应商，也是整个海底捞体系尝试向中式餐饮业输出标准化产品和服务的重要一环。除了服务海底捞火锅门店，近年来颐海也在积极尝试站在巨头的肩膀上探索面向 C 端的餐饮品牌零售化业务，售卖火锅调味品和自热小火锅等，以及为 B 端的第三方餐饮企业研发和提供定制化的产品和服务。

颐海主要销售中高端复合调味品，包括火锅底料、蘸料以及中式复合调味料。2013-17 年收入和净利润 CAGR 分别达到 51%和 85%，且 1H18 业绩继续保持高速增长：营收同比增长 59%，净利润同比增长 163%。

图表 7：颐海处于快速发展阶段



来源：公司公告，国金证券研究所

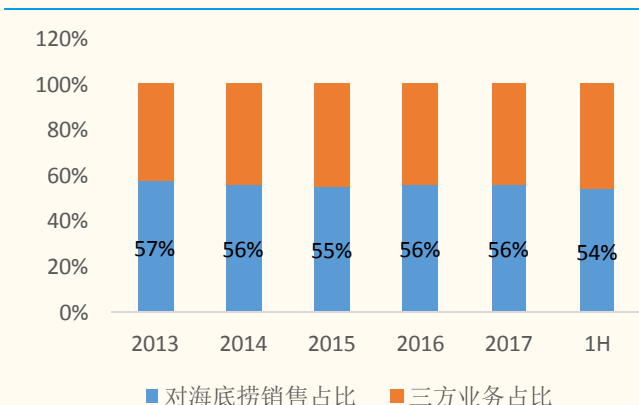
图表 8：颐海主要产品矩阵 (1H18)



来源：公司公告，国金证券研究所

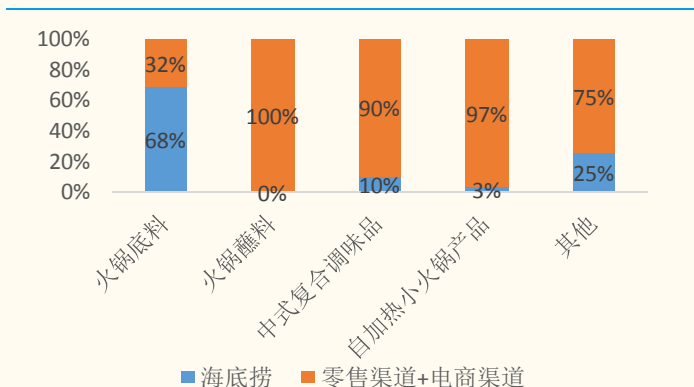
颐海在复合调味品领域的快速发展得益于其餐饮终端需求（即海底捞火锅门店）的稳定拉动。颐海的业务最早可追溯至 2005 年，初期定位为海底捞集团火锅底料产品的内部供应商。作为复合调味品领域的后起之秀，颐海依托海底捞餐饮门店的稳步扩张以及良好运营，收入和利润端保持高速发展。并随着规模扩大、运营经验积累以及产能的扩张逐渐向第三方经销商及餐饮服务供应商开放，提供多种复合调味料产品。

图表 9：过去几年来自海底捞门店的收入贡献超过 50%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：颐海主要向海底捞门店供应火锅底料



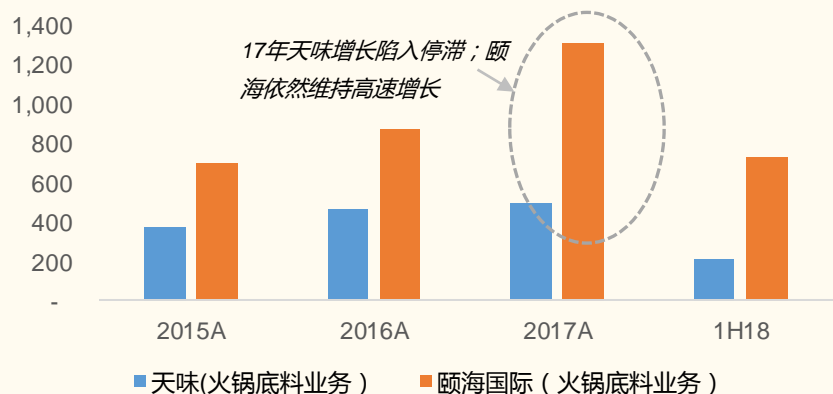
来源：公司公告，国金证券研究所

我们认为正因为海底捞门店稳定需求的拉动，颐海的成长路径显著快于同行业其他对手：相比于绝大多数火锅调味品厂家在早期发展阶段需要投入大量的物力及人力拓展、维护销售渠道、扩大品牌影响力，颐海可以集中资源研发、生产产品，并在形成规模优势后，再借力不断拓展业务边界。

案例分析：

天味食品是一家从事调味品研发、生产、销售的企业，所生产产品包括火锅底料和川菜复合调味品。其在 2013 年营收是颐海的两倍，净利润则是三倍多，然而由于缺少稳定的餐饮终端释放产能拉动营收，以及渠道拓展不如预期，天味 1H18 的火锅底料收入为 2.15 亿元，仅为颐海的 30%。

图表 11：颐海与天味火锅底料营收对比



来源：公司财报，天味招股说明书，国金证券研究所

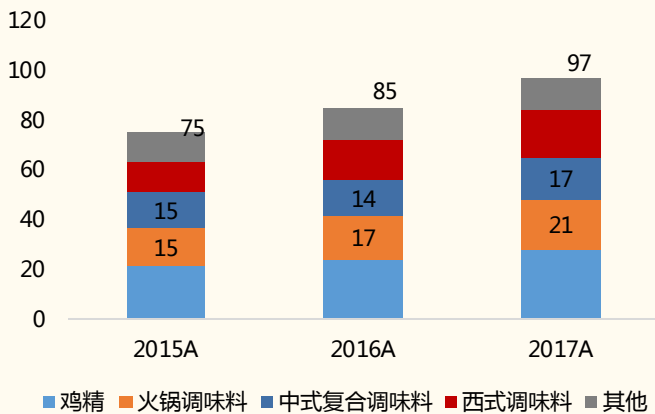
后起之秀颐海如何在红海市场中后来居上，除了海底捞门店需求的拉动外，我们认为既有海底捞品牌为其背书，也得益于其产品策略。

二、难以模仿的崛起之路

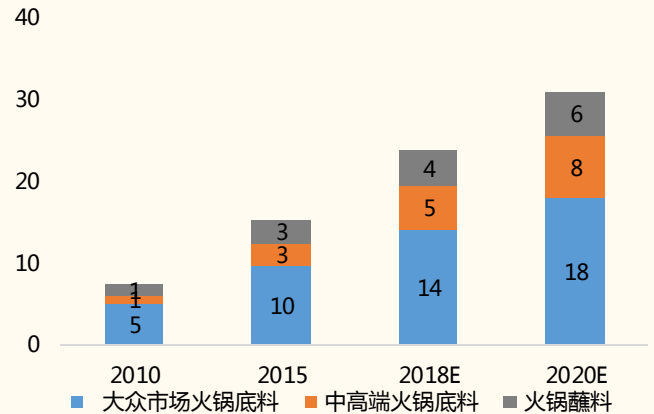
2.1 顺应复合调味品行业健康化趋势，中高端底料市场一枝独秀

颐海的高速成长也归因于其精准定位于中高端复合调味品市场。颐海所处的复合调味料市场近几年出现了一些结构性的机会：由于海底捞火锅、德庄火锅等定位相对中高端的火锅餐饮持续火热，市场规模的扩张拉动了中高端火锅底料的需求。颐海所处的中高端火锅调味料以及中式复合调味料细分市场，按 2017 年销售数据统计占整体复合调味料市场的 39%，较 2016 年占比提升 1.6 个百分点。中高端复合调味料市场 2015-18 年维持 13% 的年复合增速，整体市场规模 2020 年预计突破 1,000 亿。

图表 12: 中国调味品整体市场规模 (Rmb bn)



图表 13: 中高端火锅底料市场不断扩大 (Rmb bn)



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

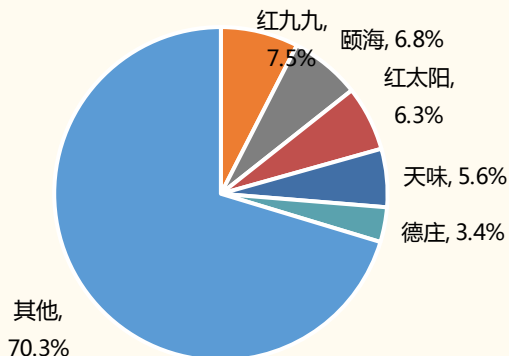
来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

我们测算与颐海业务关联度高的中高端火锅底料、火锅蘸料以及中式复合调味料在 2018 年的市场空间约为 290 亿。颐海 1H18 三大类产品销售额为 8.91 亿，未来的增长空间还很充沛。

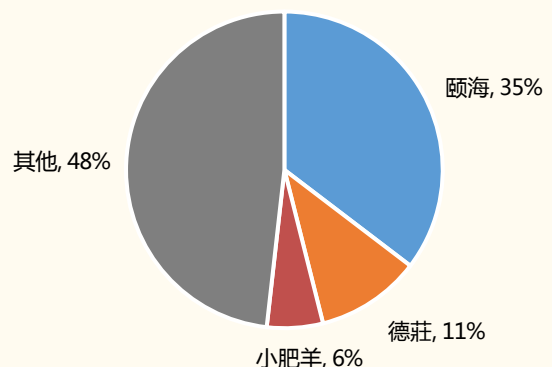
颐海高速成长的另一个原因是抓住了消费者关注火锅底料健康的趋势。中高端火锅底料区别于低端火锅底料主要的点在于其采用植物油代替动物油。传统的老油火锅采用牛油反复熬制，味道醇厚，但是动物油包含饱和脂肪酸，胆固醇含量非常高，对人体健康不利，而新派火锅底料产品采用的是植物油，比如油菜籽、大豆压榨出的食用油脂，含不饱和脂肪酸和植物固醇，且植物固醇不仅不能被人体吸收，还能阻止人体吸收胆固醇。因此植物油的火锅底料顺应了消费者越来越注重饮食营养健康的趋势。

聚焦于中高端火锅底料市场使颐海避开了传统低端火锅底料市场的激烈竞争，在中高端市场迅速崛起。火锅底料市场整体竞争格局分散，CR5 的市场份额不到 30%，且前三名的市场份额相差不大，竞争极为激烈。但在中高端火锅底料市场，集中度较高。根据颐海招股说明书披露的数据 2015 年 CR3 的市场份额达 51.5%，颐海的市场份额达到 34.7%，超过第 2 名三倍以上。

图表 14: 火锅底料市场整体格局分散



图表 15: 中高端火锅底料集中度较高



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

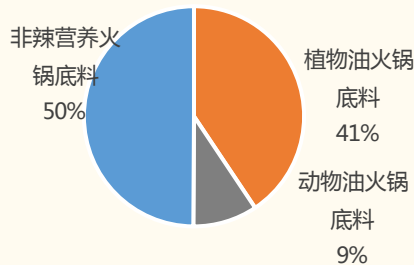
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

2.2 差异化产品, 定位健康饮食

在火锅底料产品方面，颐海采取了差异化的定位，从健康而非仅仅口味刺激的角度为消费者提供了区别于传统火锅底料以外的选择，既避开了大众火锅底料市场激烈的竞争，又巧妙地提高了产品的价格区间。

首先如前面所述，颐海主打的火锅底料产品顺应了饮食健康化趋势，采用植物油，而非传统的牛油制成，在该细分市场中获得先发优势。其次，颐海的火锅底料产品打破了大众对川式火锅锅底只有一种口味即麻辣的印象。颐海目前推出的火锅底料口味多达 48 种，其中非辣的营养锅底占了 50%，传统的动物油锅底仅占 9%。横向比较同类火锅底料产家，颐海不仅是推出产品组合最多的，而且也是口味选择上最多元化的。我们认为多元化的口味不仅有利于颐海避开传统以麻辣为主的川式火锅底料市场激烈的竞争，而且有助于在不吃辣的地区推广，覆盖更多不吃辣的消费群体。

图表 16：颐海火锅底料拆解-按销量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：不同品牌的火锅底料品类、口味汇总

在售火锅底料品类	品牌	SKU 数量	口味选择
颐海		48	口味多样，包括猪肚鸡/酸菜鱼锅底
德莊		34	26 款不同辣度的牛油锅底，以及 8 款清汤类锅底
小肥羊		8	清汤/辣汤/菌菇/麻辣/番茄

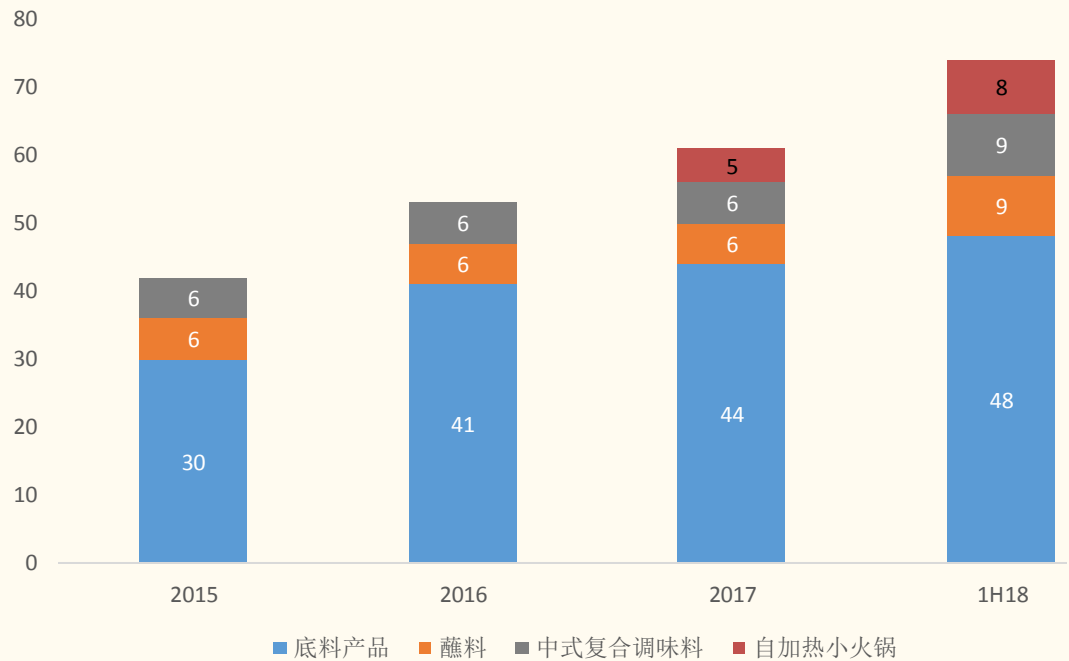
来源：天猫，国金证券研究所

2.3 完善的火锅产业链有助于口味多元化

颐海火锅底料的产品口味选择众多，SKU 明显高于同行，我们认为这并不是颐海盲目的品类扩张，而是基于其在火锅调味品市场上多年深耕细作积累的经验，对不同偏好消费者口味需求的观察，以及所搭建的完善火锅产业链的合理延伸。

产业链支撑新品研发。截至 18 年上半年，颐海推出的产品包括火锅底料 48 款，火锅蘸料 9 款，中式复合调味料 16 款以及自热小火锅 8 款。每年在已有的产品基础上保持快速有序的新口味扩充，同时颐海也在积极尝试突破火锅调味品类的限制，密切关注市场热点，比如夏季热度较高的小龙虾，近期餐饮市场大受欢迎的酸菜鱼等，利用自身在调味料领域的经验发展中式复合调味料。

图表 18：颐海的产品品类不断扩充



来源：公司公告，国金证券研究所

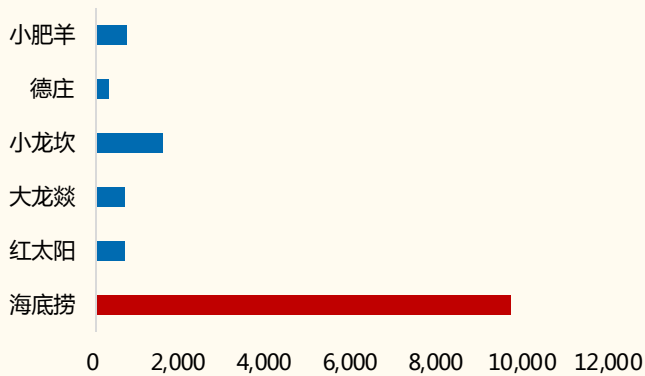
以市场为导向，不断打磨产品。颐海推广新品的策略一般是通过其直营的电商渠道推出新品，再根据消费者的反馈评价，对口味做升级改良，待产品打磨成熟后则推广至线下渠道。颐海的产品升级更新非常快，比如 17 年下半年才推出的方便自热火锅到目前已经是 3.0 版本，而对方便自热火锅的不断打磨也为颐海带来了更广泛的客户认可，和更为火爆的销售业绩。

2.4 借力海底捞品牌，顺势拓展三方业务

“海底捞”品牌助力颐海由餐饮服务拓展至零售业务。颐海不仅是海底捞火锅在中国的独家火锅底料产品供货商，而且被授权永久免费使用“海底捞”品牌和商标。线上线下渠道所售卖的“海底捞”品牌的包装类火锅底料、调味料产品均是由颐海负责生产、销售。从百度指数的品牌热力图来看，得益于海底捞火锅餐厅的良好口碑和消费者美誉度，“海底捞”品牌整体的知名度远高于同行，这将有助于颐海推广零售端产品。

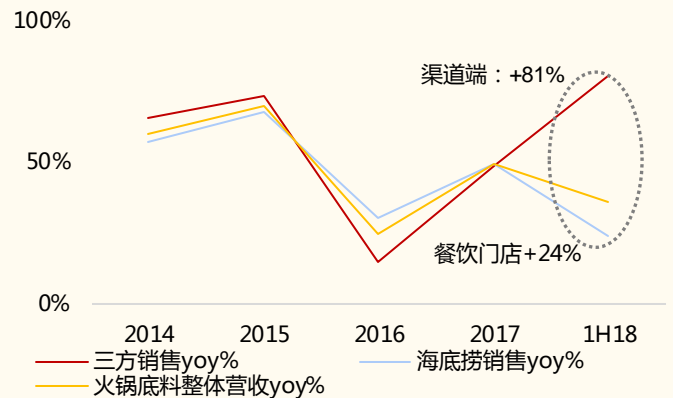
渠道端的强劲增长验证了消费者对“海底捞”品牌的认知度和接受度。18 年上半年由于海底捞门店对颐海火锅底料的规格进行调整，外加抖音“清汤锅”影响，颐海对海底捞门店的火锅底料销售整体增速不及预期，但是来自渠道端的增速依然强劲，拉动了整体火锅底料业务的增长。因而我们认为“海底捞”品牌的背书，有利于颐海进一步推进渠道下沉，扩大零售业务规模以及转化为更大的品牌影响力和更多的市场份额。另外，由于张勇夫妇是海底捞和颐海国际共同的实际控制人，我们认为颐海充当着整个海底捞集团餐饮品牌零售化尝试的先锋部队，因此在“海底捞”品牌的使用权上，颐海是高度自由的。

图表 19：“海底捞”品牌热度高



来源：百度搜索指数，国金证券研究所

图表 20：1H18 火锅底料增速



来源：公司公告，国金证券研究所

三、短期增长确定性强，三方业务能力逐渐被证明

鉴于当前的业务布局，我们认为颐海短期的发展机遇较为清晰，to B 餐饮服务业务受益于海底捞门店扩张（我们预测 2020 年门店扩展至 809 家），to C 业务则受益于“自热小火锅”带来的产品品类持续优化以及渠道加速下沉带来的增量。18 年上半年渠道收入占比已升至 46%，颐海的实力被逐渐证明。

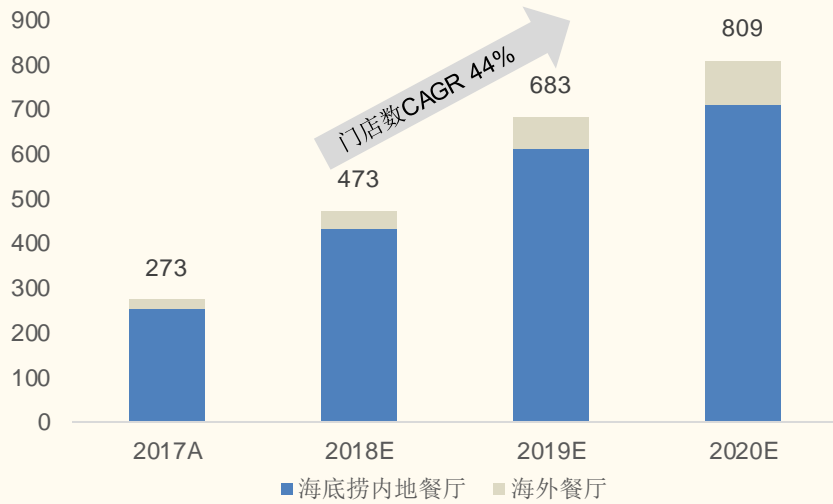
除了颐海与海底捞及其附属公司的关联交易外，投资者更加关心颐海的三方销售能力，这是支撑其公司估值的重要一环。近年来颐海的业务重点也是降低其对单一客户的依赖，“继续深耕全国销售网络”并加速拓展第三方餐饮渠道。我们将三方销售业务简单划分为面向 C 端的渠道业务（To C 业务）和面向 B 端餐饮客户的餐饮服务业务（To B 业务）。

To C 业务方面，目前颐海通过经销商体系、直营的电商渠道售卖标准化包装的零售产品；To B 业务颐海则希望凭借其在餐饮供应链领域多年积累的经验为众多中小餐饮客户提供定制化的调味料产品及服务，以及输出中式餐饮的标准化方案。财报显示，17 年经销商、电商和三方餐饮服务渠道分别实现销售额 587.1/105.9/23.4 百万元，合计占比为 45%。18 年上半年延续增长，第三方销售占比上升至 46.2%。

3.1 海底捞门店天花板未到，但仍需关注“结构性”产品经营情况

我们在海底捞报告中详细分析了其开店策略及天花板预测，核心观点是门店进行城市下沉不会大幅影响翻台率、经营效率等核心指标，天花板为 1009 家，同时预测至 2020 年开店数量达 809 家。2015-17 年，颐海与海底捞火锅的交易额 CAGR 达 38%，而海底捞方面的营收 CAGR 为 36%，两者增速保持一致。未来三年颐海背靠海底捞门店高速扩张期，并且颐海新增的霸州、马鞍山工厂可确保稳定供给，因此此块业务的销售确定性高。

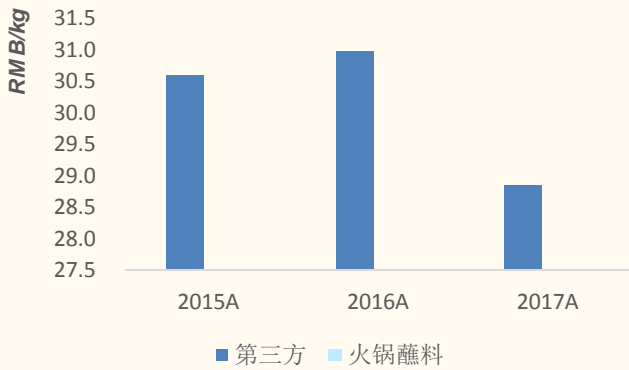
图表 21：2018-20 海底捞门店进入快速扩张期



来源：海底捞公司公告，国金证券研究所预测

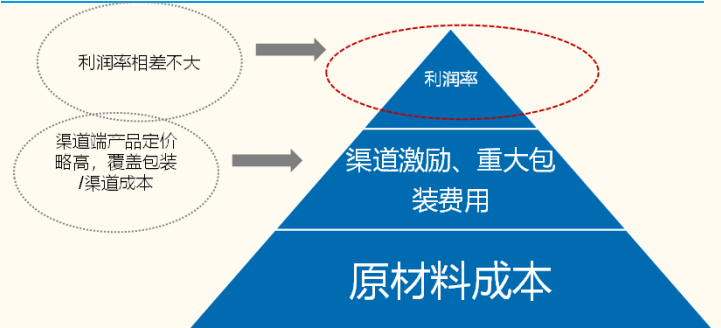
利润率方面，自 2014 年开始，颐海采用公平定价策略，近三年毛利/净利率基本维持在 35%/15% 以上。具体来说，颐海对海底捞终端门店的销售产品主要是定制化的火锅底料产品，由于定制化产品无需重大包装成本及经销开支，所以定价上每吨的售价略低于通过零售渠道售卖的标准化产品，但在扣除包装、营销费用后利润水平相差不大。此外海底捞门店也会展示、出售颐海的零售产品，如中式复合调味料、自热小火锅等，这些产品的定价则与渠道端基本一致。

图表 22：近三年火锅底料产品 ASP 对比



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 23：公平公开的定价策略



来源：国金证券研究所

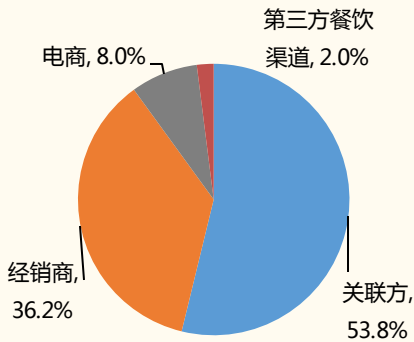
但我们未来仍需持续跟踪海底捞门店经营情况，包括门店翻台率以及“结构性”的产品经营情况。例如 18 年上半年由于“抖音清汤锅”的风靡及“大学生折扣”活动的推广，清汤锅底在海底捞门店的销量排名上升至第三。虽然海底捞方面翻台率、客单价等核心指标未受影响，但相应的对颐海提供的火锅底料需求减少，导致其上半年火锅底料业务关联方收入增速未达预期。

3.2 产品结构优化，利于 toC 业务延伸

除了核心火锅底料供应业务，颐海也在不断地尝试优化产品矩阵，拓宽其业务边界，从而降低其对单一客户的依赖。具体来看，2018 年上半年，按经销网络分，53.8% 的收入来自于海底捞集团及其联属公司（出售火锅底料、蘸

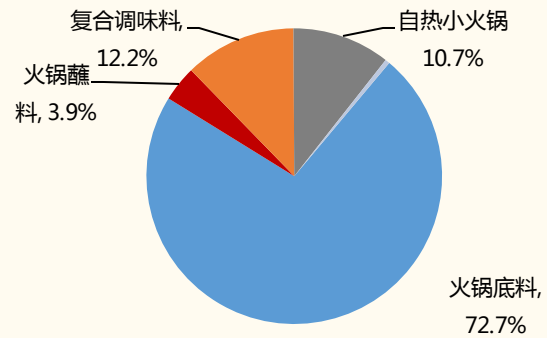
料及其他)；44.2%是通过经销商、电商渠道销售给 C 端零售客户；最后收入的小部分(约占 2%)为销售给第三方餐饮企业(截止 1H18 达到 86 家，实现收入 2000 万)。按产品来分，73%的收入来自于销售火锅底料、12%为中式复合调味料(如酸菜鱼料、麻辣香锅料等)、4%为火锅蘸料、11%为自热方便小火锅产品(从 17 年的 3.7%增至 1H18 的 11%)。整体而言，产品端围绕着火锅延伸出火锅蘸料、中式复合调味料以及方便自热火锅等产品，销售拓展零售业务、三方餐饮定制服务，且三方零售业务收入占比在不断提升，短期业绩增长动能充沛。

图表 24：三方业务营收占比上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：产品矩阵逐渐多元化



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 客户群以年轻消费者为主，结构优质

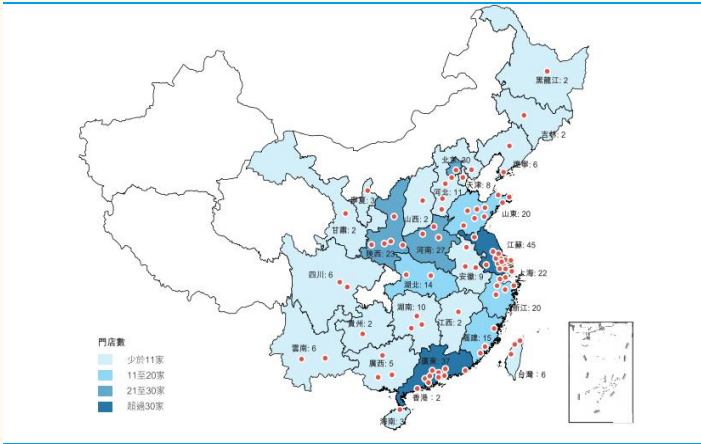
颐海产品辐射更多不嗜辣的消费群体。如前文所述，得益于公司差异化的产品策略以及海底捞的品牌影响力，颐海的产品辐射了更多不吃辣的消费群体。我们通过自有监控数据，验证了这一观点。我们的监测数据显示：通过网购途径购买颐海调味料产品的前五大城市依次是广东、北京、浙江、江苏、山东，均属于不嗜辣地区。而这也与我们对海底捞餐饮终端开店策略的观点一致(海底捞门店多分布在不嗜辣区域)。此外我们发现颐海的用户整体而言年轻且消费意愿强。

二三线青年群体偏好颐海产品。我们的数据进一步显示：受益于产品“大众化的口味”，颐海的消费群体结构优质，购买力较强，且受众分布均衡：

- 1) 来自二三线城市的购买人群比例达 68%；
- 2) 20-39 岁的人群占比超过 70%；
- 3) 男女比例较为均衡(45%、55%)。

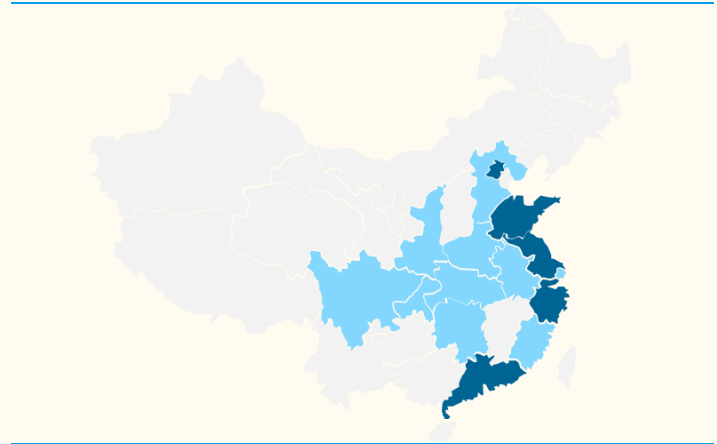
我们认为，这将有利于颐海产品突破火锅品类的限制，推广更多的泛口味系调味料，持续优化品类。

图表 26: 海底捞门店密集分布图



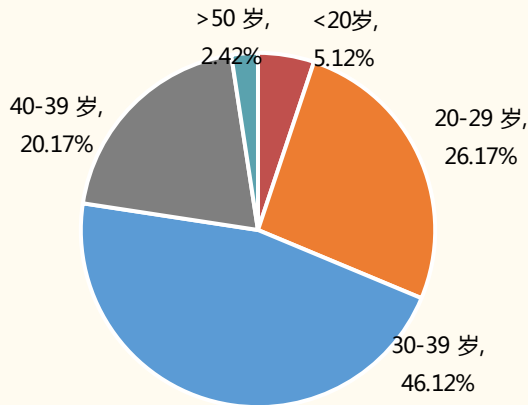
来源: 海底捞招股书, 国金证券研究所

图表 27: 颐海网购客户分布图



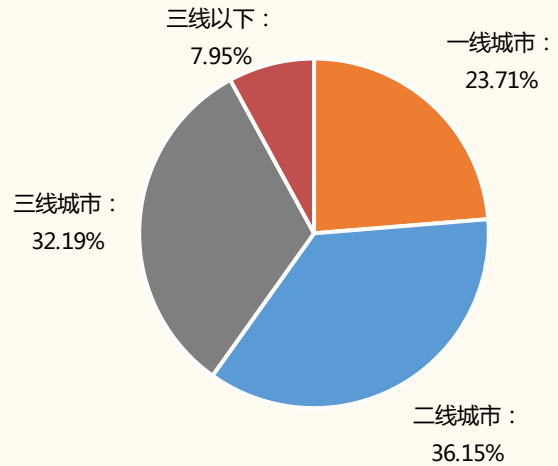
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 28: 20-39 岁的人群占比超过 70%



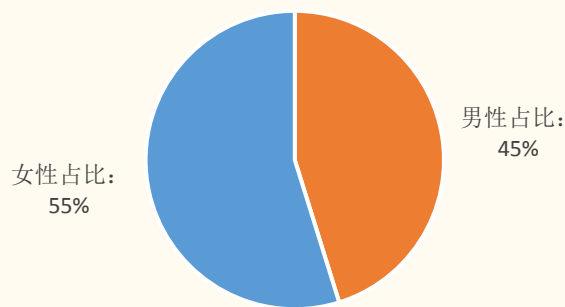
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 29: 来自二三线城市的购买人群比例达 68%



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 30: 颐海客户男女比例较为均衡



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

3.4 方便自热小火锅: 爆款单品有望驱动短期业绩增长

方便自热小火锅于 2015 年问世，最初通过微商渠道售卖，主要参与者是杂牌+OEM 模式，2017 年春季糖酒会期间大众关注度迅速上升，在年轻消费群体中走红。颐海开发的“海底捞牌自热小火锅”其实入市较晚，于 17 年下半年正式推出。

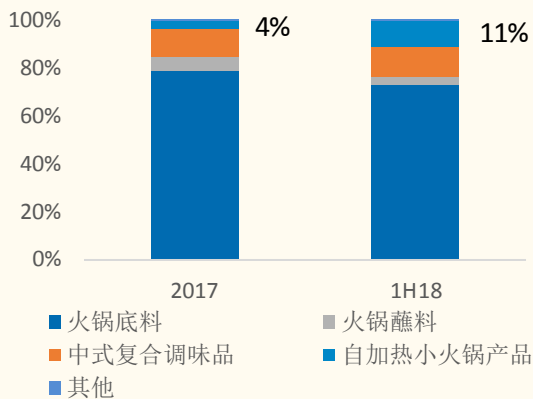
自推出以来，自热小火锅销量增长强劲。17 年贡献营收 6100 万，18 年上半年销售额迅速突破 1 亿，管理层预计全年线上销售额将超过 2 亿。从销售占比来看，18 年上半年自热小火锅的营收占比从 17 年底的 4% 迅速提升至 11%。如果单独看三方业务，小火锅的营收贡献比重超过了 20%，随着自热小火锅向线下便利店等渠道进一步下沉，自热火锅的收入贡献值得期待。

图表 31：爆款单品——方便自热火锅



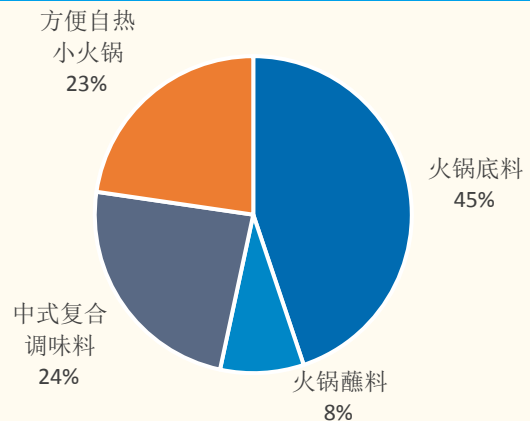
来源：天猫，国金证券研究所

图表 32：自热小火锅销售额占比迅速提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：三方业务中小火锅营收占比超 20% (1H18)



来源：公司公告，国金证券研究所

我们认为方便自热小火锅的成功源自颐海核心能力下的合理延伸。颐海所借力的“海底捞”品牌影响力以及在火锅底料上所积累的核心能力（差异化策略+完善的火锅产业链）通过方便自热小火锅这一爆款产品证明了其在业务边界突破的可能性。

1) 产品组合多，推陈出新快。得益于完善的火锅产业链，颐海于 17 年下半年迅速推出 5 款小火锅，18 年增至 8 款。根据我们对产品规格和价格的统计发现，方便自热小火锅的锅底也延续差异化策略，一方面开发多种口味覆盖不

同人群（多种锅底口味+丰富食材组合）；另一方面也迎合市场，近期推出客单价在 25 元左右的健康素食小火锅，目的是定位素食低消费人群，从而进一步抢占市场份额。

图表 34：颐海的小火锅产品组合丰富，口味多元

	规格	ASP	2018 双 11 价
麻辣嫩牛	435g	34.9	29.9
麻辣素食	400g	26.9	23.3
番茄牛腩	365g	39.9	32.3
番茄小酥肉	415g	39.9	29.9
酸辣什锦蔬菜	410g	26.9	23.3
香浓咖喱	472g	39.9	32.3
网红酸辣粉	330g	17.9	14.9
螺蛳粉	268g	14.9	13.0

来源：天猫，国金证券研究所（同一品类不同版本仅计算一次）

2) 基于用户反馈做适时的产品改良，灵活调整保利润率的平衡。据我们的了解，虽然颐海进入方便小火锅市场仅一年多，但产品的升级改良速度非常快。小火锅产品团队根据线上销售数据和用户评价不断调整口味和搭配，目前的小火锅产品已是 3.0 版本。同时公司也契合多种渠道的发展变化，推出适合不同受众的新品，如小规格低价的产品。另一方面公司凭借背后完善的火锅产业链，所售产品通过规格、食材品类搭配灵活调整，也可动态平衡毛利率水平，进而实现利润率的稳定。我们认为细节的小进步是其产品不断受欢迎的根源，也是公司自身核心竞争力的体现。

另外，我们认为方便自热火锅进一步优化了产品品类。我们认为方便自热火锅的热销不仅助力于颐海的产品进一步渗透，而且有效地优化了整体的产品品类，并进一步俘获年轻消费群体。相对于火锅调味品消费频次低，聚会属性强的特点，自热即食小火锅有效地提高了复购频次，且剥离了火锅的慢餐属性，更强调便利性、即食性，消费不受场地限制，更贴近年轻消费者市场，尤其是烹饪条件优先的学生群体以及年轻白领群体。而从公司的布局来看，颐海和海底捞成立合资公司馥海专门从事自热小火锅的研发生产，预计公司层面将倾斜更多的资源开发即食小火锅市场。我们认为如果颐海能够证明其持续优化产品结构的能力，不断丰富产品品类，则其投资价值将进一步提升。

3.5 品牌零售化业务加速

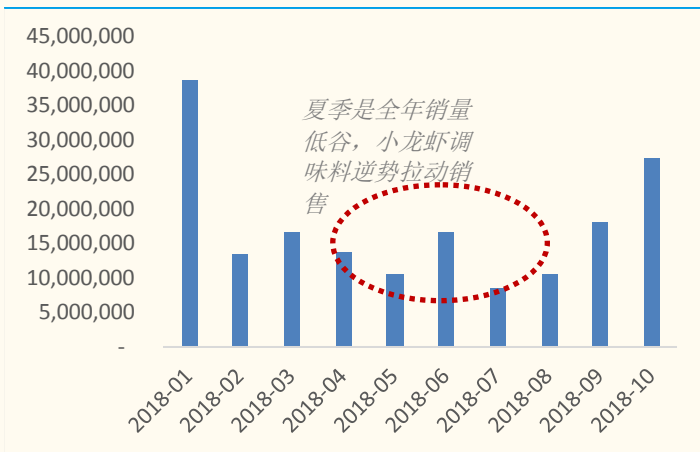
上半年支撑主产品火锅底料高速增长的主要驱动力源自第三方销售，火锅底料产品实现收入 2.06 亿元，同比增长 80%（对应的关联方销售额为 5.23 亿，同比增长 24%）。而第二大产品，中式复合调味料得益于新品小龙虾调味料，在第三方销售渠道的增速达 103%。

另外公司在爆款单品小火锅上也大力发展符合年轻人消费趋势的渠道，如便利店等。我们相信产品的不断改进和更新升级有助于复购率的提升，从而支撑短期业绩的增长。

总体而言我们认为颐海在积极推进品牌零售化业务，不断证明其三方业务的能力。主要体现在三个方面：

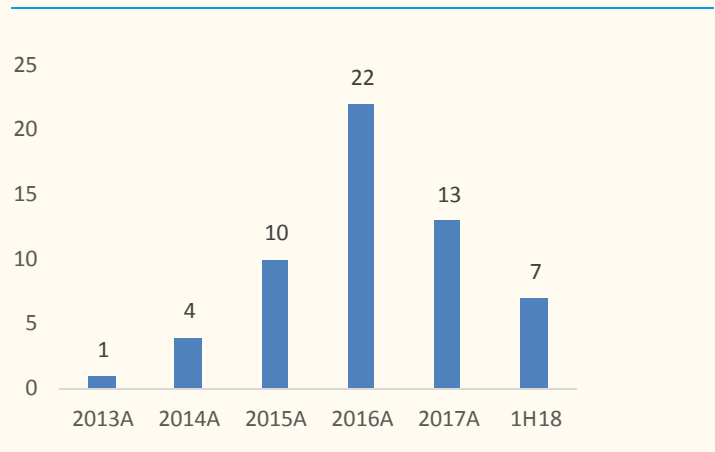
第一、新品推广速度在加快。近年来颐海尝试通过“产品项目制”加快新产品培育，即提拔有新品创意并具备统筹管理能力的员工作为项目负责人，并统筹资源协助完成新品开发。新品不仅仅只是简单围绕核心品类火锅调味料横向扩充口味选择，而是通过聚焦年轻市场的需求，贴合年轻消费者的喜好推出具有一定话题度的产品。比如“世界杯”期间应季推出的小龙虾调味料等。不断推新除了有助于保持“海底捞”的品牌热度，更重要的是平衡了供应链端季节间的产能平衡：诸如小龙虾调味料、酸菜鱼调味料等产品的热销使得原本淡季、旺季的产量比例从 3:7 上升至 4:6，有效地提升了全年产能利用率，进一步释放规模化生产的边际效益。

图表 35：颐海线上销售数据



来源：国金研究创新中心，国金证券研究所

图表 36：颐海不断推出新品



来源：公司公告，国金证券研究所

第二、多品牌开发加速。颐海对海底捞的依赖，除了显性的门店终端拉动其超 50% 的需求，还有隐性的“海底捞”品牌的价值。而“海底捞”品牌短期虽能助力颐海的产品快速推向市场，获得消费者认可，但其短板也很明显——我们认为“海底捞”品牌的火锅属性过于鲜明，如果颐海推广其他品类的产品极有可能会被消费者视为不专业，反而不利于颐海未来突破火锅品类做延伸。“海底捞”品牌的方便自热火锅可以看作一个火锅场景的自然延伸，但如果“跨界”到其他火锅相关度低的品类，则反而会影响“海底捞”专业做火锅的形象。一个积极的信号是颐海 18 年开始在直营电商渠道推广自有品牌，低调开展多品牌战略，突破“海底捞”的标签。

18 年颐海在电商渠道推出了新品牌“好好吃饭”即食拌饭酱，以及“筷手小厨”系列复合调味料。其中拌饭酱是针对无做饭条件的学生党，口味上（目前有燕麦青椒/精品牛肉/红葱黄豆三种口味）也是明显迎合年轻人的偏好；而“筷手小厨”系列复合调味料，则主打创新菜，针对烹饪经验较少的年轻群体，

口味上如燕麦蕃茄鱼/番茄香锅口味既顺应了年轻人越来越注重饮食健康、营养的趋势，也与“海底捞”品牌的传统中式复合调味料产品区分开来。

在新品牌推广上，颐海整合产业链、渠道的优势资源以及运营“海底捞”品牌多年积累的经验，通过买赠营销、试吃活动等推广新品牌。不过我们认为目前而言颐海对新品牌的推广相对克制，且仍然需要用海捞 logo 作为背书。新品牌还需时间加以培育，但我们认可其战略方向。

图表 37：新品牌孵化加速

颐海旗下品牌	产品特点
“海底捞”品牌系列	围绕火锅底料、蘸料、自热火锅以及川菜调味料
“好好吃饭”品牌系列	拌饭酱，针对学生党 燕麦青椒口味/精品牛肉/红葱黄豆口味
“筷手小厨”品牌系列	创新菜调味料，针对烹饪经验较少的年轻群体 燕麦蕃茄鱼/番茄香锅口味

来源：天猫，国金证券研究所

第三、全国渠道布局加快。颐海的渠道建设目前属于扩张期，渠道的扩张是其短期战略重点。相对于调味品行业巨头海天味业（603288.SS）完善的销售网络，颐海目前在渠道上还有非常大的发展空间。未来公司工作重心是加速渠道下沉，完善销售网络，扩大消费人群覆盖力度，从而拉动销量。

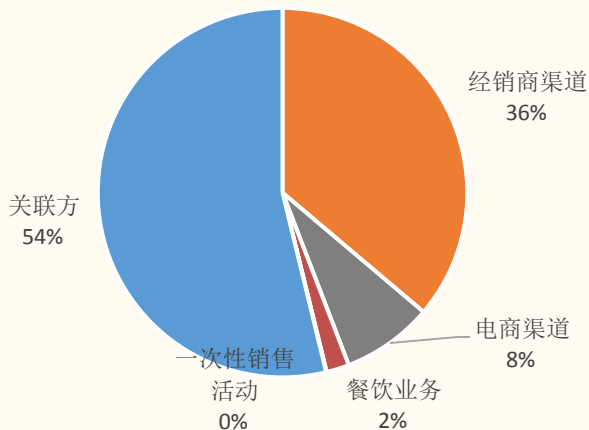
图表 38：颐海的渠道网络对比

	海天味业	颐海国际
销售网络结构	经销商、分销商/联盟商两级架构	小区域代理制
覆盖区域	省份 31 地级市 320 县份 1,400	31
渠道网络	经销商 2,600 联盟商 16,000 直销终端 500,000	1,000

来源：公司官网，国金证券研究所

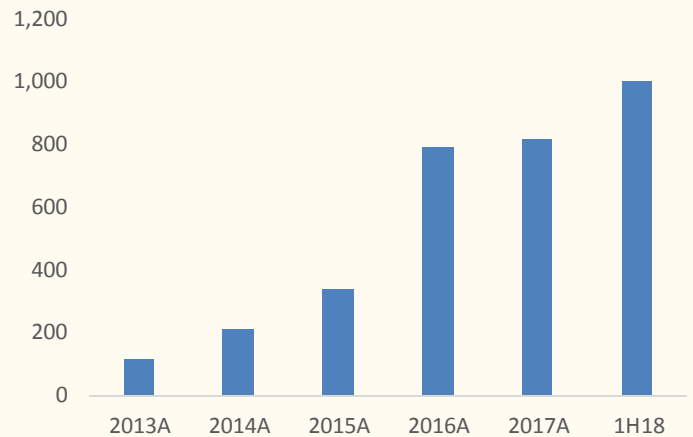
1) 线下渠道体系搭建：有序扩张，重量更重质。颐海对经销商渠道的铺设不仅重视网络的拓展，也关注库存的质量。考虑到复合调味品不像基础调味品复购率高，公司自 16 年调整经销商战略，施行“小区域代理制”代替“省级代理制”，目的是拓展区域的密度，即让更多的终端购买到产品。具体做法是一个地级市发展一个经销商，地级市的经销商也可以把产品分销到县级市。目前公司经销商网络已覆盖全国 31 个省、港澳台地区及 24 个海外国家。城市范围包括全国所有一线城市，32 个二线城市及超过 300 个三四线城市，渠道下沉效果显著。截止 1H18，经销商数量突破 1000 家，较 17 年底增加 186 家。

图表 39：1H18 各渠道收入占比



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 40：最新经销商突破 1000 家



来源：公司公告，国金证券研究所

另一方面，经销商网络以及库存管理的质量更是颐海所关注的重点，公司对经销商和终端库存有期限的考核。具体来说，经销商和终端库存不能超过一个月，经销商每月报给颐海两次库存，颐海通过大区经理抽查的方式掌控渠道的库存情况。公司计划未来继续扩大经销商网络，以每年 20-30% 的增速有序扩张经销商网络，目标实现 2000 家，尤其扩大非成熟地区的经销商数量，如广西、贵州、海南地区。此外，不同产品在线下渠道的渗透力度略有不同，比如调味品目前实际仅覆盖 800-900 家经销商，因而渠道端的空间非常大。而且根据产品性质的不同，公司在终端渠道的选择上也各有侧重，比如针对单价较高、受众分布较为年轻的方便小火锅，颐海则是大力发展线下便利店渠道，与罗森、全家便利店等合作，更有针对性地覆盖到其目标用户群。

2) 电商渠道：采用直营，并设立分仓提升配送效率。公司目前在天猫、京东、苏宁等 5 大主流电商平台开设旗舰店，均采用直营的方式。并且为了保护经销商利益，公司将价格对标 KA 渠道，仅在各大平台不同活动期间的优惠力度大于 KA 渠道。目前来看，电商渠道是公司的另一个增长点，18 年上半年电商渠道实现销售 8000 万元，同比增长 372.4%，其中自热小火锅贡献近半，预计全年线上实现收入 2 亿。另一方面，线上的销售数据有助于建立用户画像及指导产品改良。此外，为了提升客户购物体验，缩短客户收货时间，颐海在华东地区建立了分仓，并计划后续于华南地区建立分仓，以进一步提升配送效率。

3) 第三方餐饮渠道，开发中小客户，培育定制化需求。据我们对美国 Sysco 的研究认为，供应链的核心在于稳定、高品质及定制化能力高。颐海长期与海底捞及其附属公司合作，加之规模化的产能可对外输出自己 To B 端的能力。从 17 年上半年涉足，截止 1H18 已开发定制餐饮客户 84 家，实现收入 2000 多万元。目前 to B 业务公司以销售标准化产品为主，且该业务贡献的收入目前仅占 2%。总体而言我们认为中小餐饮商户的开发处于初期阶段，这是因为开发定制化需求的客户需要一定的时间（据公司口径至少需要一个月），同时提供定制化的产品研发、服务方案也需要时间的积累，不如销售标准品确定性高。因此短期来看我们认为 to B 业务尚处培育孵化阶段，但是借助颐海长

期高品质、稳定供给的口碑，和蜀海及海底捞在餐饮行业的布局，此块业务在中长期可以期待。

4) 销售团队搭建：“师徒制”+“合伙人制”激发员工积极性。颐海执行董事兼董事长施永宏先生是海底捞创始人，张勇夫妇是颐海与海底捞共同的实际控制人，因而颐海在销售团队的建设、管理方面深受海底捞文化影响——销售团队部分采用师徒制度，老人带新人，同时采用“合伙人制，成本扣除后的净利提成”激发员工积极性，捆绑经销商利益，这与海底捞培养店长，给店长、店员充分授权制神似，重塑销售人员与经销商的关系，效仿海底捞餐饮探寻“人治”与“法治”，“个性化”与“标准化”之间的平衡。

根据我们的了解，“高度授权”表现在授权销售人员灵活地策划适合当地特色的营销活动，如针对小 B 客户地产品试吃活动，同时总部也会给予销售人员指导。绩效考核方式也从销售目标达成率变为业务单元的利润，进而使“合伙人”与当地经销商紧密合作深度绑定。但同时考核也更加严格。颐海整个销售团队经调整精简后，销售人员数量减半至 170 人，总体人数规模约占员工总数的 8%。经精简后的团队，一个销售人员最多对接 7-8 个地级市单位地经销商，因而实质上提升了单个销售人员的收入。

三方餐饮业务方面，目前团队人员约 30 人，一方面由团队去开发客户，另外公司也通过经销商去协同开发小 B 客户。

四、中长期展望：两种战略选择

我们认为中长期颐海可沿两条路径发展：1) to B 端有望聚焦餐饮供应链服务，对标美国供应链巨头 Sysco (SYY.N) 通过三方餐饮服务业务跑量；2) to C 发展品牌零售化业务，可对标日本咖喱食品公司“好侍”(2810.T)，通过新品类、自有品牌成为调味品行业领军者；也可在相应的食品领域有所突破。

4.1 C 端渠道深耕+品类扩充双轮驱动

零售化业务利润率高，中国公司成长为大市值企业颇多。在单一调味品领域有酱油界的海天、食醋界的恒顺；也有老干妈、涪陵榨菜这类通过爆品成为细分市场的领军企业。海外也有日本咖喱食品公司好侍对标。

案例分析：好侍食品(House Foods)聚焦细分市场的典范

好侍食品(House Foods)是日本最大的咖喱食品公司，聚焦咖喱这一细分领域。

好侍通过流通业渠道、旗下餐厅 CoCo 一番屋贩售咖喱饭、包装咖喱、烹调用调料、方便食物等，随着餐厅的扩张，以及后期好侍通过配方上的突破生产销售“家庭咖喱”，进而再聚焦用户，开发适合不同用户的咖喱食品，17 年实现年收入 26 亿美金，且 94%来自日本本土市场。

具体来看，餐厅 CoCo 一番屋扩张迅速，17 年初日本的门店数达到 1296 家，海外市场 161 家。另外好侍在产品上深度聚焦细分用户，如为了吸引小孩和女性顾客，好侍在咖喱里加入苹果和蜂蜜，制成了有日本特色的甜口味咖喱等。通过口味配方的不断改进以及品牌营销宣传，好侍将咖喱发展为日本的国民食品，深得日本民众喜欢，消费频次达一周一次。据日本美食网站 Gurunav 数据显示，咖喱饭是日本儿童最喜欢的食品。

我们认为火锅调味料/中式复合调味料作为中式餐饮的典型细分市场，有望通过品牌精细化运营以及火锅系、川菜的一步普及达到日式咖喱的国民度。而颐海过往在产品口味上的创新以及积累的消费群体是其潜在的优势。

4.2 B 端聚焦餐饮供应链服务，战略布局餐饮紫海市场

To B 即开发第三方餐饮渠道是颐海近年业务布局的重中之重，也是中长期颐海走向供应链大平台的基础。我们认为中国餐饮市场达 4 万亿，而餐饮供应链大约有一万亿的规模。在餐饮标准化程度较高的美国有 Sysco 这样的公司，其年销售额达 587 亿美元，市值 379 亿美元。

案例分析：西斯科 (Sysco) 餐饮供应链服务的极致

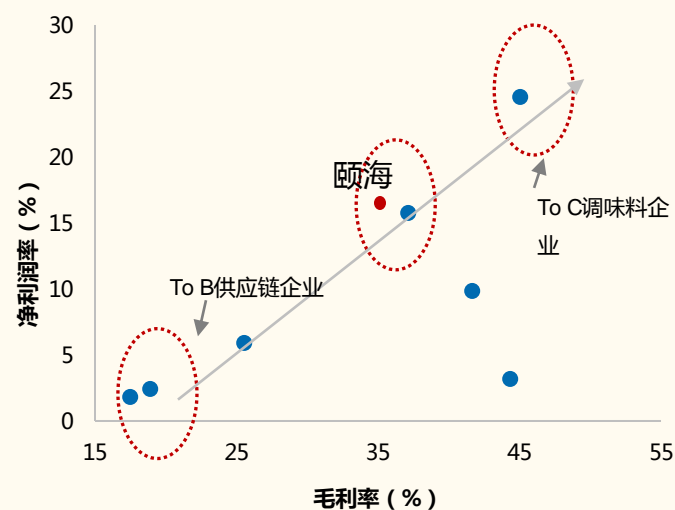
Sysco 成立于 1969 年，是北美最大的食品服务销售企业，营销网络遍及美国、阿拉斯加以及加拿大的一部分。按 18 年财报数据，公司为 60 万家餐厅、饭店、学校、医院等提供餐食，所售食品品类中生鲜（包括鲜冻肉、海鲜、家禽、蔬菜、水果）占六成，餐厅营收贡献占比超过。2018 年营收 587 亿美元（+6%），实现净利润 14 亿美元（+25%），市场份额达 16%，成为影响美国食品行业零售配送领域的绝对龙头。

业务结构上，上游 Sysco 从国内外供应商处严格筛选采购，以中央直采为主，按地域分区采购补充，下游采用咨询式销售模式，为下游客户提供强大产品解决方案；仓储物流实力雄厚，重资产运作稳定性强，拥有 1.4 万辆运输车队，332 家配送中心，78%均为自持。

Sysco 自成立以来，主要通过收购各地中小食品供应链公司形成规模效应，不断拓宽 SKU 及区域覆盖广度，并持续提升物流配送效率，降本增效，不断提升运营效率和盈利水平。

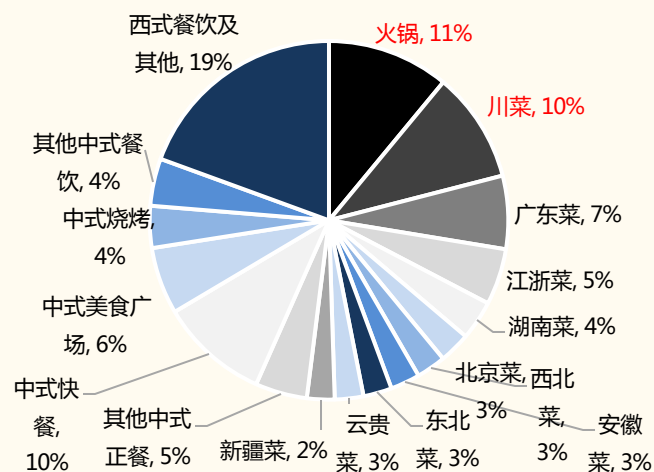
To B 业务有助于颐海营收规模上量，但因 To B 业务不需要重大包装、经销费用开支，毛利较零售产品低，如 SYSCO 产品的毛利率仅为 18.9%，而零售业务占比更大的日式咖喱调味品巨头好侍毛利率高达 44.3%，因而长期来看，我们认为如果三方餐饮业务的比重增加，颐海的综合毛利率会出现下降的趋势。

图表 41: To B 及 To C 餐饮供应链企业利润率情况对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 42: 2017 年餐饮市场份额 (按收入规模)



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

颐海在餐饮服务的优势集中在火锅菜系、川系料理以及衍生小食等，而此类菜系在中国餐饮市场份额最多，因而可服务的餐饮企业多。火锅及川菜菜系具天然优势，按 2017 年不同菜系的餐饮收入分，火锅及川菜占比合计 21%。同时这类菜系可衍生出多种菜品，如麻辣香锅、冒菜、烤鱼等。在目前行业连锁化趋势下，中小餐饮客户愈加对调味品外包有需求。另一方面，颐海与蜀海供应链协同优势明显，两者可共同开发客户，并协同参与餐饮定制化方案，增强核心竞争优势。更重要的是，据我们对美国 Sysco 的研究认为，供应链的核

心在于稳定、高品质及定制化能力高。而颐海可借助海底捞在餐饮门店经营的丰富经验快速反应市场需求变化并提供针对性的解决方案，目前开发合作 84 个客户，同时规模化大产能供给能够保证稳定的提供服务，并且保证颐海自身的利润率水平，这些优势非一般企业能够达到。因而我们期待颐海在供应链服务上的突破。

图表 43: 火锅菜系具有丰富的场景



来源：国金证券研究所

五、财务分析与盈利预测

5.1 收入端-核心假设

1) 我们预测 2018-20 年颐海对大客户海底捞的底料销售增速与国金预测的海底捞食材采购成本增速同步，总体占海底捞采购成本的百分比维持在 18%-19% 区间，整体波动不大。

2) 第三方零售业务随着渠道下沉加速以及新品稳步开发，维持较快增长。

3) 第三方餐饮业务小范围推进，但短期收入贡献占比依然很小。

图表 44：颐海对海底捞的收入及预测

人民币百万	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
	465	606	916	1,293	2,182	3,052
对海底捞的产品销售收入	458	598	872	1,249	2,133	2,999
海底捞披露关联方年度建议年度采购上限	438	589	902	1,570	2,338	3,567
占年度采购上限百分比				80%	91%	84%
海底捞食材采购成本	2,439	3,001	4,039	6,918	11,504	16,184
火锅底料-海底捞	447	584	871	1,245	2,128	2,994
占海底捞食材成本百分比	18%	19%	22%	18%	19%	19%
YoY%	68%	31%	49%	43%	71%	41%
火锅蘸料-海底捞	0	0	0.3	1	1	2
占海底捞食材成本百分比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
YoY%	-65%	96%	170%			
其他-海底捞	11	14	1	3	3	3
占海底捞食材成本百分比	0.4%	0.5%				
自加热小火锅产品- (海底捞)			0	0	0	0
YoY%				73%	44%	18%
其他- (海底捞)	11	4	1	3	3	3
中式复合调味品- (海底捞)	0	10				

来源：公司公告，国金证券研究所预测

图表 45：预测零售端业务未来三年 CAGR 维持在 65%

人民币百万	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
	381	476	707	1,381	2,265	3,242
火锅底料	252	289	430	739	1,124	1,551
YoY%	74%	15%	49%	72%	52%	38%
火锅蘸料	41	74	94	146	215	297
YoY%	227%	79%	27%	55%	48%	38%
中式复合调味料	86	111	119	239	418	635
YoY%	40%	28%	8%	101%	75%	52%
方便自热小火锅			61	252	499	758
YoY%				308%	98%	52%
线上渠道				104		
线下渠道				148		
其他 (新品)	1	3	2	7	8	8
YoY%			-32%		10%	10%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：预测三方餐饮业务总体缓慢推进

人民币百万	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
	2	6	23	53	91	153
第三方餐饮定制客户数目	17	44	82	87	97	107
ASP(人民币元)	114,593	191,344	371,968	610,028	939,443	1,427,953
YOY%	215%	67%	94%	64%	54%	52%

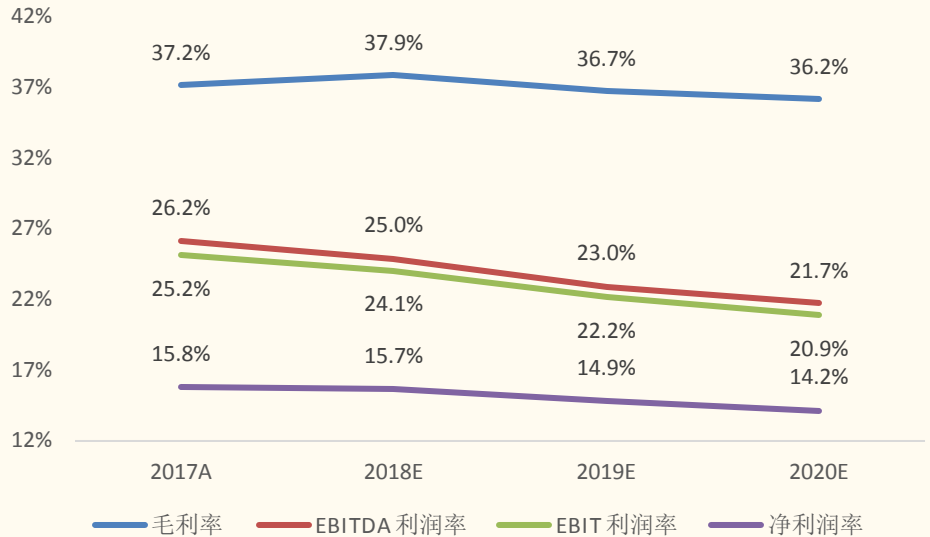
来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 成本端-核心假设

根据收入端的假设，我们预测费用端：

- 1) 由于渠道激励增加，综合毛利率水平略有下降
- 2) To C 业务发展加速，经销费用/营销开支小幅增加
- 3) To B 业务稳步推进，资本开支/折旧摊销费用波动不大

图表 47：盈利能力情况预测



来源：公司公告，国金证券研究所

六、估值与投资建议

短期高成长故选择 PEG 估值法。考虑到公司成立时间较短且市值较小（约 200 亿人民币），并且未来短期成长性好，收入及净利的 CAGR 分别为 54%及 46%，我们选取 PEG 的方法估值。

图表 48：颐海业绩预测 (2018-20E)

人民币百万元	2017A	2018E	2019E	2020E	2018-20CAGR
颐海国际-收入端	1,646	2,727	4,539	6,447	54%
颐海国际-净利润端	261	429	675	915	46%

来源：公司公告，国金证券研究所

6.1 颐海与海底捞谁可享更高估值？

投资者对于颐海普遍关心的一个问题是选择投资颐海还是海底捞？我们认为这个问题的核心在于颐海能否进一步突破三方业务，以及三方业务的结构。

我们梳理了已上市的调味品企业，受中式餐饮标准化程度较低的限制，目前国内的调味料类上市公司以 C 端业务为主，同时叠加品牌溢价因素享有更高的估值水平，动态市盈率一般超过 25 倍。而海外专注 B 端客户且发展成熟的餐饮供应链公司，如 Sysco 估值不超过 20 倍。餐饮门店的动态市场率在 20 倍

左右。由此可以看出餐饮供应链的估值水平略低于餐饮门店，而重 C 端业务的调味品企业估值水平则相对较高。

目前而言，颐海对于海底捞的依赖度较大，不仅来自于海底捞餐饮终端对颐海的收入贡献超过 50%，存在关联交易的风险，更重要的是颐海的产品需要借助“海底捞”的品牌影响力推广，因此颐海的价值很大程度受海底捞运营的影响。此外中长期来看，在海底捞门店接近天花板后，其关联业务易受海底捞的采购产生结构性的波动，因而我们认为颐海对海底捞的业务估值应低于海底捞餐饮，进而我们认为当前颐海合理的估值对应 19 年 PEG 应不高于海底捞，（国金预测海底捞目标价 20.61 港元，对应 2019 年 PEG=0.65x）。如果以预测的 19 年 EPS 为 0.64 元/股计，则其合理股价应为 22.34 港元。

如果颐海未来能够进一步证明其在三方零售业务上的能力，特别是自有品牌的运营能力，则其可以享受更高估值。目前具体来看，18 年上半年，剔除 To B 业务后的第三方销售渠道占比为 44.2%，尤其是单品自热小火锅占比达 11%。同时公司中长期发展方向仍在渠道建设、扩充零售业务单品，因此整体来看，颐海的估值仍有向上的空间。

图表 49：估值对比

公司	代码	股价	一致目标价	PEG	2018F PE	2019F PE	2020F PE
海底捞*	6862 HK Equity	HKD 18.32	HKD 20.61	0.6x	50.8x	30.3x	21.9x
颐海国际*	1579 HK Equity	HKD 22.35	HKD 22.34	0.6x	45.2x	28.6x	21.0x
餐饮供应链公司							
安井食品	603345 CH Equity	CNY 36.51	CNY 41.22	0.8x	28.6x	22.4x	17.8x
圣农发展	002299 CH Equity	CNY 20.22	CNY 20.92	1.3x	20.0x	16.6x	15.8x
Sysco	SYU US Equity	US\$62.89	US\$70.31	1.8x	18.5x	16.8x	15.5x
US Foods	USFD US Equity	US\$34.26	US\$37.03	1.3x	16.8x	15.6x	13.4x
平均值				1.3x	21.0x	17.9x	15.6x
调味品公司							
海天味业	603288 CH Equity	CNY 72.45	CNY 72.73	1.9x	45.5x	37.7x	31.8x
McCormick	MKC US Equity	US\$139.00	\$133.78	3.2x	27.8x	25.8x	23.8x
House Foods	2810 JT Equity	JPY 3,885.00	JPY 4,563	2.2x	30.3x	27.9x	23.9x
平均值				2.5x	34.5x	30.5x	26.5x
餐饮公司							
呷哺呷哺	520 HK Equity	HKD 11.40	HKD 14.32	0.8x	21.6x	17.3x	14.4x
大家乐集团	341 HK Equity	HKD 20.85	HKD 22.60	1.9x	20.1x	18.5x	16.7x
全聚德	002186 CH Equity	CNY 11.73	CNY 18.40	1.9x	25.5x	23.0x	20.2x
平均值				1.5x	22.4x	19.6x	17.1x

来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所, *国金预测目标价

6.2 投资建议

我们预测 18-20 年 EPS 分别为 0.41/0.64/0.87 元。基于 PEG 估值法，目标价 22.34 港币，对应 19/20 年 30x/22xPE，首次覆盖给予“中性”评级。

七、风险提示

1) 食品安全。对于所有的涉足餐饮行业的企业，食品安全都是主要的风险之一。颐海大部分业务来自于海底捞门店的采购，因而门店产生的有关于底料及调味品的负面点评尤其是大规模的黑天鹅事件将对颐海产生品牌和经营业绩均可能产生明显的冲击。我们努力跟踪海底捞门店的舆情情况，通过语义分析技术对海底捞顾客的评论做了提取分析，2015-2017 年整体的负面舆情占比均不超过 0.15%，并且可以看出与地沟油相关的评论较少，但后期仍需关注此类风险。

图表 50: 海底捞食品安全相关负面舆情统计

	不卫生	不新鲜	不舒服	呕吐	地沟油	异物	老鼠	腹泻	虫子	食物中毒
2010	2	3	11	0	1	1	0	4	1	0
2011	2	12	25	1	11	0	2	15	8	0
2012	8	16	31	0	5	2	0	11	5	0
2013	17	17	58	0	5	2	3	42	19	2
2014	10	27	54	0	3	3	2	53	15	2
2015	19	33	63	2	6	2	1	85	14	2
2016	21	44	111	2	4	6	1	147	31	1
2017	34	37	132	4	3	5	39	168	20	3
2018 YTD	14	31	85	1	0	2	9	136	10	0

来源：国金证券研究创新中心，造数科技

2) 行业景气度及关联方采购及定价不公平风险。关联方交易的增长依托于海底捞门店扩张及同店增长，尽管海底捞最新公告的指引为储备店长 400 多余，但快速扩张或导致品质下降进而影响海底捞口碑。另一方面也需关注产品结构性的需求变化，如前文所述清汤锅底的风靡会导致采购量的下滑进而影响业绩的增长或不达预期。另外定价策略的改变也会对收益、毛利及纯利影响

3) 原材料成本大幅波动。原材料及包装材料是公司业务最大的成本项，过去三年占比收入的 59-76%。其中主要食材大豆油在过去十年价格一直上下波动，尽管公司对冲大豆油价格波动风险，但也不保证日后能按合理成本或根本不能对冲有关风险。

4) 渠道下沉和新品推广不达预期。公司的三方业务主要靠渠道和产品品类推动，如果渠道下沉的进度以及渠道管理不达预期，会增加其库存管理的风险。同时新品若推广不利，品类过于集中于单类产品，对其业绩增长不利。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,519	2,044	2,804	3,665	营业额	1,646	2,727	4,539	6,447
现金及现金等价物	1,130	1,537	1,940	2,382	销售成本	1,034	1,695	2,872	4,115
交易用投资	33	33	33	33	毛利	612	1,032	1,667	2,332
应收款项	131	181	310	446	销售、一般性和行政开支	241	406	708	1,051
其他应收款	77	15	50	106	研究发展费用	-	-	-	-
存货	148	279	472	699	其他营业收入	44	31	48	67
非流动资产	288	418	612	895	EBITDA	431	681	1,042	1,400
可供出售投资	0	0	0	0	折旧和摊销	16	23	35	52
联营和共同控制实体的投资	0	0	0	0	EBIT	415	657	1,007	1,348
投资物业	0	0	0	0	融资收入净额	(45)	(44)	(41)	(39)
固定资产	180	268	419	632	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	0	0	0	0	除所得税前溢利	369	613	966	1,309
土地使用权	35	75	114	178	所得税开支	108	184	290	393
无形资产	5	7	11	17	除所得税后溢利	261	429	676	916
总资产	1,807	2,462	3,416	4,561	非控制性股东应占溢利	0	1	1	1
流动负债	301	579	943	1,306	股息	-	-	-	-
短期借款	0	0	0	0	母公司股东应占溢利	261	429	675	915
应付款项	137	209	338	462	EPS	0.27	0.41	0.64	0.87
预收账款	115	186	315	451	主要财务比率				
其他	49	184	290	393	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动负债	0	0	0	0	成长性				
长期借款	0	0	0	0	营业额增长率	51.3%	65.7%	66.4%	42.1%
其他	0	0	0	0	EBIT 增长率	61.5%	58.6%	53.2%	33.8%
负债合计	301	579	943	1,306	净利润增长率	39.6%	64.5%	57.4%	35.5%
股本	0	0	0	0	盈利能力				
储备	983	983	983	983	EBIT/营业额	25.2%	24.1%	22.2%	20.9%
保留溢利	518	895	1,484	2,264	EBITDA/营业额	26.2%	25.0%	23.0%	21.7%
非控制性股东权益	4	5	6	8	毛利率	37.2%	37.9%	36.7%	36.2%
总权益	1,506	1,883	2,473	3,255	净利率	15.8%	15.7%	14.9%	14.2%
总负债和总权益	1,807	2,462	3,416	4,561	ROE	18.8%	22.8%	31.1%	32.0%
综合现金流量表					偿债能力				
单位:百万					资产负比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	5.05	3.53	2.97	2.81
除所得税后溢利	277	429	676	916	速动比率	4.30	3.02	2.42	2.19
折旧和摊销	16	23	35	52	营运能力				
利息费用	46	0	0	0	资产周转率	1.02	1.28	1.54	1.62
营运资本的变动	4	159	7	(56)	应收帐款周转率	7.91	13.92	12.61	11.68
经营活动产生现金流量	353	599	702	894	应付帐款周转率	4.11	4.29	4.40	4.51
资本性支出	(135)	(153)	(229)	(336)	存货周转率	7.01	6.08	6.08	5.89
投资、贷款于联营和共同控制实体	0	0	0	0	每股资料				
投资活动产生现金流量	(163)	(140)	(214)	(317)	每股收益	0.27	0.41	0.64	0.87
借款变动	0	0	0	0	每股经营现金流	0.36	0.57	0.67	0.85
发行股份	0	0	0	0	每股净资产	1.55	1.80	2.36	3.11
支付的股利和利息	(34)	(52)	(86)	(135)	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	(30)	(52)	(86)	(135)	PE	71.9x	47.2x	30.0x	22.1x
现金净变动	161	407	403	442	PB	12.4x	10.7x	8.2x	6.2x
现金的期初余额	1,022	1,130	1,537	1,940	EV/EBITDA	46.0x	29.1x	19.0x	14.2x
现金的期末余额	1,130	1,537	1,940	2,382					

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH