

颐海国际 (1579.HK) / 食品

多维度看颐海国际的快速成长与经营效率

评级: 持有
市场价格: 25.5 (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

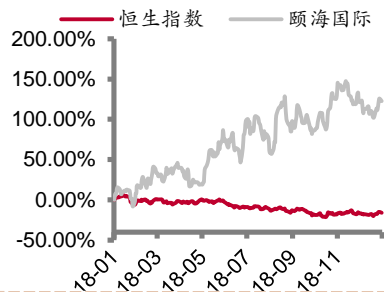
研究助理: 高乐彬

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) | 25.5 |
| 市值(百万港元) | 26698 |
| 流通市值(百万港元) | 26698 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 847.34 | 1088.01 | 1646.22 | 2470.17 | 3252.21 |
| 增长率 yoy% | 70.07% | 28.40% | 51.31% | 50.05% | 31.66% |
| 净利润 | 125.06 | 186.21 | 260.67 | 469.77 | 598.08 |
| 增长率 yoy% | 194.19% | 48.89% | 40.21% | 80.22% | 27.31% |
| 每股收益(元) | 0.12 | 0.18 | 0.25 | 0.45 | 0.57 |
| 每股现金流量 | 0.12 | 0.27 | 0.42 | 0.02 | 0.25 |
| 净资产收益率 | 0.88 | 0.15 | 0.17 | 0.26 | 0.29 |
| P/E | - | 21.58 | 30.79 | 48.99 | 38.49 |
| PEG | - | 0.44 | 0.77 | 0.61 | 1.41 |
| P/B | - | 16.93 | 5.24 | 13.29 | 11.92 |

备注:

投资要点

■ **多重驱动力带来可持续的高增速。**颐海国际是中国最大的中高端火锅底料生产商,领先的复合调味品生产商。公司前身为海底捞的内部供应商,向海底捞销售产品的收入占公司总销售额的50%以上,同时,公司也不断开发经销商、电商、第三方餐饮等多元销售渠道;产品方面,火锅底料占公司销售总额的70%以上,此外,公司还不断推出自加热小火锅、佐餐酱等新品。多元化渠道开拓叠加持续的新品推出,使得公司营收保持高速增长。

1) **海底捞高速发展带来颐海国际关联方业务的稳步增加。**我们通过对海底捞门店进行测算,发现海底捞在一二线城市渗透率仍有较大提升空间,在三线及以下城市的下沉空间更是广阔,我们预测海底捞国内市场的高增速还能保持五年左右,在此期间,颐海国际关联方业务的营收也将随之以较高速增长。

2) **新产品持续推出,产品种类多元化。**近年来,公司每年推出10种以上的新品,截至2018年6月30日,公司共拥有48款底料产品,9款蘸料产品,16款中式复合调味料产品及8款自加热小火锅产品,随着产品项目制的引入,我们预期公司的产品组合将持续丰富。

3) **新工厂投产,产能持续扩张。**公司总销量自2013年以来基本保持30%以上的增速,但公司销量增长始终高于产能增长,2016-2017年均处于超负荷生产状态,随着2018年马鞍山工厂及2019年河北霸州工厂的陆续投产,公司将分别新增产能6万吨和3.5万吨,2021年总产能有望达到34.3万吨。

4) **多元化销售渠道一齐发力。**公司销售结构以向关联方销售为主,电商、餐饮等多渠道共同发力,关联方销售收入占公司总收入的53.8%,伴随渠道下沉及销售系统合伙人激励机制的推出,公司第三方渠道经营效率大幅提升,截至2018上半年,公司经销商数量突破1000家,经销网络覆盖全国31个省、港澳台地区及24个海外国家与地区,经销商渠道销售收入同比增长117.2%,公司销售费用率较去年同期降低2.3个百分点。

■ **公司盈利能力持续向好**

1) **规模效应、产品优化叠加价格提升,公司盈利能力不断增强。**2018上半年,公司毛利率由去年同期的33.8%上升至36.1%,一方面是由于产量及生产效率提高,带来规模效应,同时,公司对多款底料产品的配方进行了优化,生产成本有所降低;另一方面是由于公司于2017年4月提升了部分产品的价格。2018年上半年,公司的归母净利率由去年同期的10.94%大增至18.39%。

2) **财务同业拆分对比:公司运营效率持续提高,盈利能力达到行业领先水平。**公司雇员费用率稳定保持在10.3%,为行业平均水平;公司的宣传及推广费用率仅为1.38%,为行业最低水平;公司物流费用率仅为2.4%,为行业最低水平,主要是由于公司关联业务的物流委托蜀海进行,运费成本各门店自行承担。此外,受关联方业务影响,公司存货周转天数、应收账款周转天数较长。

■ **公司处于持续增长赛道。**火锅底料行业竞争激烈,而中高端火锅底料行业集中度更高,行业增速更快,颐海国际处于中高端火锅底料行业的龙头地位,市占率达到34.7%。中式复合调味料行业增长迅速,但行业格局分散,市场竞争激

烈。此外，公司推出爆款方便食品—自加热小火锅，未来还可能步入方便速冻食品赛道，带来广阔的想象空间。

- **盈利预测。**我们预计 2018 及 2019 年公司的营收将分别达到 24.7 亿元及 32.5 亿元，营收增速将分别达到 50.1%及 31.7%。随着公司规模效应的不断提升，产品结构的不断优化，我们预期公司可以在原材料、人工及宣传促销成本走高的情况下，保证整体净利率的稳定。我们预计公司 2018-2019 年的归母净利润分别为 4.70 亿及 5.98 亿元，同比增速分别为 80.2%及 27.3%，每股盈利分别为 0.45 元及 0.57 元，目前公司股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 48.99x 及 38.49x。
- **公司估值分析。**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 9.08%，永续增长率为 2%，得到 2019 年公司的参考市值为 218 亿港元，对应 2019 年的市盈率为 31.32x。当前，公司的滚动市盈率为 60x，考虑到市场已较好反映公司业绩预期，首次覆盖，予以“持有”评级。
- **风险提示事件：**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。

内容目录

| | |
|------------------------------------|---------------|
| 多重驱动力带来可持续的高增速 | - 5 - |
| 海底捞高速发展带来颐海国际关联方业务的稳步增加 | - 5 - |
| 新产品持续推出，产品种类多元化 | - 8 - |
| 新工厂投产，产能持续扩张 | - 9 - |
| 多元化销售渠道一齐发力 | - 10 - |
| 公司盈利能力持续向好 | - 11 - |
| 毛利率净利率拆分 | - 11 - |
| 财务同业拆分对比 | - 13 - |
| 公司处于持续增长赛道 | - 14 - |
| 火锅底料中高端化成主趋势 | - 14 - |
| 中式复合调味料行业增长迅速，但行业格局分散，市场竞争激烈 | - 15 - |
| 方便食品新品频出，带来广阔想象空间 | - 16 - |
| 盈利预测及估值分析 | - 18 - |
| 盈利预测 | - 18 - |
| 估值分析 | - 20 - |
| 风险提示 | - 22 - |
| 附录一：财务报表预测 | - 23 - |
| 附录二 | - 24 - |

图表目录

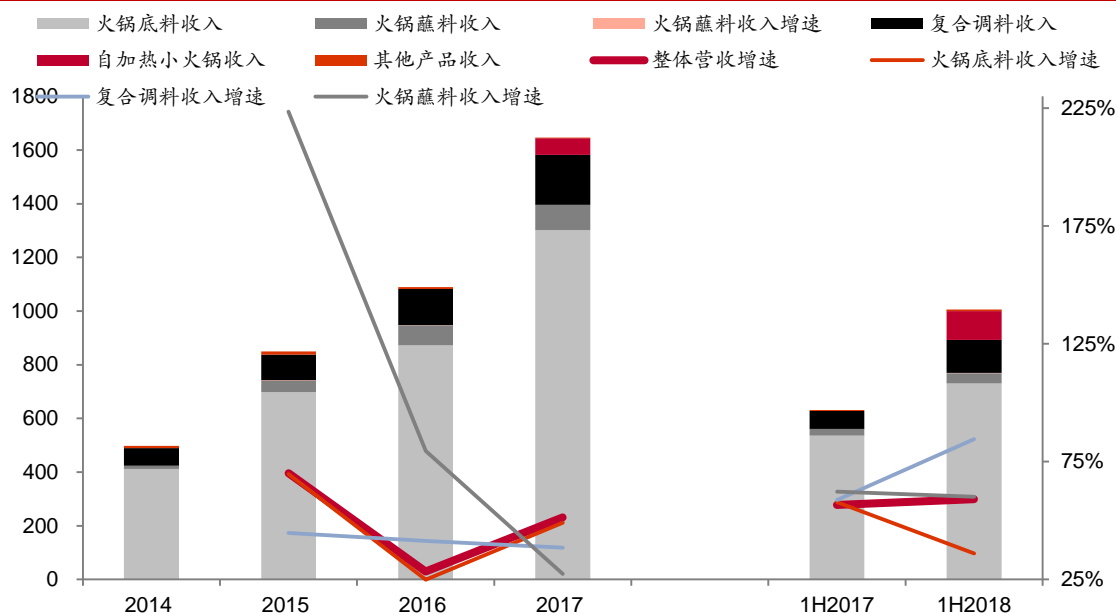
| | |
|--|---------------|
| 图表 1：公司各品类产品销售收入保持高速增长（百万元） | - 5 - |
| 图表 2：海底捞营收增速与颐海国际关联业务营收增速 | - 6 - |
| 图表 3：餐厅各线城市门店占比，海底捞下沉空间广阔 | - 6 - |
| 图表 4：海底捞门店测算 | - 7 - |
| 图表 5：公司持续推出新品 | - 9 - |
| 图表 6：公司产能利用率情况 | - 9 - |
| 图表 7：公司产能扩张计划 | - 9 - |
| 图表 8：各销售渠道收入及增速（百万元） | - 10 - |
| 图表 9：公司销售结构 | - 10 - |
| 图表 10：公司产品结构 | - 11 - |
| 图表 11：火锅底料毛利率拆分 | - 12 - |
| 图表 12：各产品品类毛利率 | - 12 - |
| 图表 13：公司盈利能力拆分 | - 12 - |
| 图表 14：可比公司毛利率对比 | - 13 - |
| 图表 15：可比公司净利率对比 | - 13 - |

| | |
|--|--------|
| 图表 16: 雇员费用率保持行业平均水平..... | - 13 - |
| 图表 17: 宣传及推广费率用保持行业较低水平..... | - 13 - |
| 图表 18: 折旧费用率保持行业较低水平..... | - 14 - |
| 图表 19: 物流费用率保持行业较低水平..... | - 14 - |
| 图表 20: 存货周转天数行业对比..... | - 14 - |
| 图表 21: 应收账款周转天数行业对比..... | - 14 - |
| 图表 22: 2010-2020 年中国火锅调料市场规模 (亿人民币) | - 15 - |
| 图表 23: 中国火锅调料行业 CR5 为 29.7%..... | - 15 - |
| 图表 24: 2010-2020 年中国中高端火锅底料市场规模 (亿人民币) | - 15 - |
| 图表 25: 中国中高端火锅底料行业 CR3 为 51.1%..... | - 15 - |
| 图表 26: 2010-2020 年中国中式复合调味料市场规模 (亿人民币) | - 16 - |
| 图表 24: 自热小火锅销量排名——餐饮系领先..... | - 16 - |
| 图表 25: 自热小火锅规模预测..... | - 16 - |
| 图表 26: 主要国家 (地区) 速冻食品人均消费量 (kg/人) | - 17 - |
| 图表 24: 2011-2020 年中国速冻米面总产量及产值 | - 17 - |
| 图表 25: 中国速冻米面行业 CR3 为 75% | - 17 - |
| 图表 26: 公司营收预测拆分..... | - 18 - |
| 图表 26: 自由现金流预测..... | - 20 - |
| 图表 24: DCF 估值假设 | - 20 - |
| 图表 25: DCF 分析..... | - 20 - |
| 图表 26: 调料及食品行业可比公司 | - 21 - |
| 图表 26: 财务报表预测..... | - 23 - |
| 图表 26: 公司历史沿革..... | - 24 - |
| 图表 26: 公司股权结构..... | - 24 - |

多重驱动力带来可持续的高增速

颐海国际是中国最大的中高端火锅底料生产商，领先的复合调味品生产商。公司前身为海底捞的内部供应商，向海底捞销售产品的收入占公司销售总额的50%以上，同时，公司也不断开发经销商、电商、第三方餐饮等多元销售渠道；产品方面，火锅底料占公司销售总额的70%以上，此外，公司还不断推出自加热小火锅、佐餐酱等新品。多元化渠道开拓叠加持续的新品推出，使得公司营收保持高速增长。

图表 1: 公司各品类产品销售收入保持高速增长 (百万元)

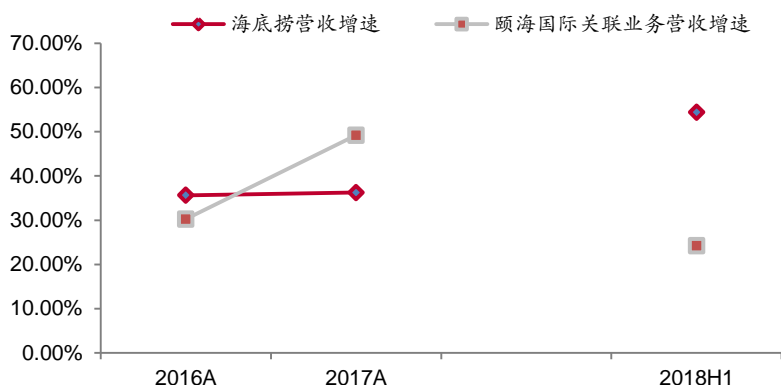


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

海底捞高速发展带来颐海国际关联方业务的稳步增加

- 海底捞开店速度及配方调整将直接影响颐海国际关联方业务的增速，两者增速通常相差不大。2018 年上半年，海底捞营收大增 54.4%，而颐海国际关联业务增速远低于海底捞营收增速，仅为 24.2%，一方面是受“抖音”等社交媒体影响，“清水锅”大受欢迎，点击量上升为前三名，影响了火锅底料的销售，另一方面是由于海底捞为减少浪费，将菌汤粉由大包装改成了小包装，使得菌汤粉用量减少 50%，而菌汤占到公司关联业务的 10%。展望 2019 年，随着海底捞门店增速的加快，自动配锅机的广泛使用（目前已经在智慧餐厅出现，可以实现千人千味，但只能使用大包装底料），再叠加 2018 年上半年的低基数，关联业务的增速将有较大提升。

图表 2: 海底捞营收增速与颐海国际关联业务营收增速



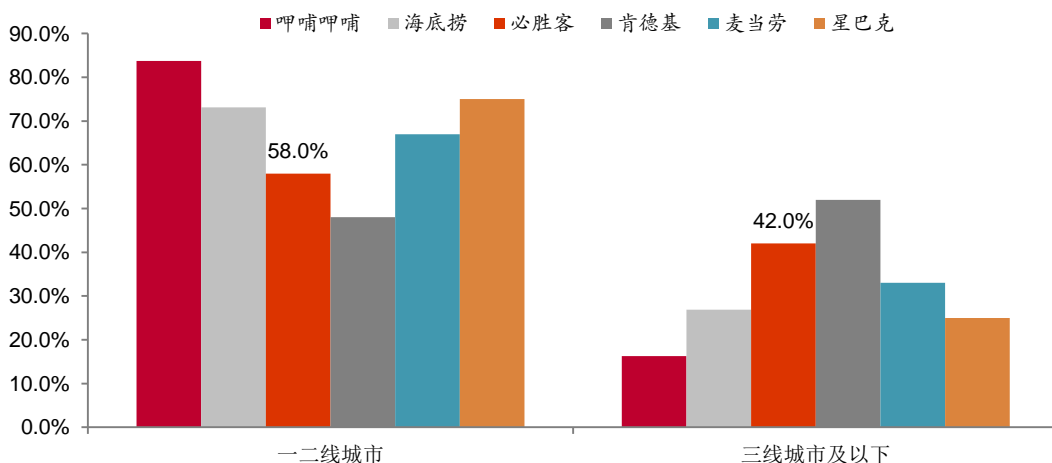
来源：各公司年报，中泰证券研究所

- 我们通过对海底捞门店进行测算，发现海底捞在一二线城市的渗透率仍有较大提升空间，在三线及以下城市的下沉空间更是广阔。

门店测算角度一：我们对海底捞在各城市的渗透率水平（每百万人口对应的海底捞门店数量）进行测算，并挑选出各线级渗透率相对成熟的城市（标黄的城市），以其渗透率作为标杆，由此得到我们的一二线城市的目标渗透率：人均 GDP9 万以上的一二线城市，目标渗透率为 3.5，人均 GDP9 万以下的一二线城市，目标渗透率为 2.93；人均 GDP7 万以上的三线城市，目标渗透率为 1.64；人均 GDP7 万以下的三线城市，目标渗透率为 0.77，门店将新增 800 多家，目标门店总数接近 1300 家，若按每年新增 180 家门店的速度，海底捞在内地的高速成长期还有 5 年左右，此外，广阔的海外市场将是海底捞另一发力点。

- 门店测算角度二：通过以渗透率相对饱和的一二线城市为标杆，我们得到一二线城市的目标门店数量为 785 家，此后我们将海底捞对标门店下沉基本完备的西式正餐餐饮企业必胜客，以得到海底捞三线及以下门店的数量，目前必胜客一二线城市门店占比为 58%，三线及以下城市门店占比为 42%，以此为海底捞各线门店目标占比，可以得到三线及以下城市目标门店数量为 568 家，门店将新增 900 多家，目标门店总数为 1353 家，若按每年新增 180 家门店的速度，海底捞在内地的高速成长期也还有 5 年左右。

图表 3: 餐厅各线城市门店占比，海底捞下沉空间广阔



来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 4: 海底捞门店测算

| | 类别 | 人均 GDP/万元 | 城镇人口/万人 | 当前门店数量 | 渗透率/百万人 | 目标渗透率 | 目标门店数量 |
|------------|---------|-----------|---------|--------|---------|-------|--------|
| 北京 | 一线城市 | 12.90 | 1876.60 | 35 | 1.87 | 3.50 | 66 |
| 上海 | 一线城市 | 12.66 | 2120.88 | 28 | 1.32 | 3.50 | 74 |
| 广州 | 一线城市 | 15.07 | 1248.89 | 10 | 0.80 | 3.50 | 44 |
| 深圳 | 一线城市 | 18.31 | 1252.83 | 27 | 2.16 | 3.50 | 44 |
| 郑州 | 二线城市 | 9.24 | 713.71 | 25 | 3.50 | 3.50 | 25 |
| 武汉 | 二线城市 | 12.31 | 858.82 | 18 | 2.10 | 3.50 | 30 |
| 长沙 | 二线城市 | 13.31 | 581.00 | 6 | 1.03 | 3.50 | 20 |
| 石家庄 | 二线城市 | 5.96 | 663.67 | 5 | 0.75 | 2.93 | 19 |
| 天津 | 二线城市 | 11.91 | 1291.00 | 10 | 0.77 | 3.50 | 45 |
| 太原 | 二线城市 | 7.72 | 370.96 | 2 | 0.54 | 2.93 | 11 |
| 大连 | 二线城市 | 12.38 | 594.00 | 2 | 0.34 | 3.50 | 21 |
| 呼和浩特 | 二线城市 | 11.30 | 215.17 | 0 | 0.00 | 3.50 | 8 |
| 济南 | 二线城市 | 9.84 | 466.07 | 4 | 0.86 | 3.50 | 16 |
| 青岛 | 二线城市 | 11.88 | 652.75 | 7 | 1.07 | 3.50 | 23 |
| 哈尔滨 | 二线城市 | 6.65 | 704.90 | 7 | 0.99 | 2.93 | 21 |
| 长春 | 二线城市 | 8.72 | 544.00 | 3 | 0.55 | 2.93 | 16 |
| 沈阳 | 二线城市 | 7.07 | 667.90 | 3 | 0.45 | 2.93 | 20 |
| 厦门 | 二线城市 | 10.85 | 357.30 | 5 | 1.40 | 3.50 | 13 |
| 宁波 | 二线城市 | 12.29 | 579.56 | 4 | 0.69 | 3.50 | 20 |
| 苏州 | 二线城市 | 16.21 | 809.82 | 11 | 1.36 | 3.50 | 28 |
| 无锡 | 二线城市 | 16.04 | 498.03 | 6 | 1.20 | 3.50 | 17 |
| 南京 | 二线城市 | 14.06 | 685.89 | 13 | 1.90 | 3.50 | 24 |
| 合肥 | 二线城市 | 9.06 | 587.42 | 5 | 0.85 | 3.50 | 21 |
| 杭州 | 二线城市 | 13.31 | 727.14 | 10 | 1.38 | 3.50 | 25 |
| 南昌 | 二线城市 | 9.16 | 400.59 | 3 | 0.75 | 3.50 | 14 |
| 兰州 | 二线城市 | 6.77 | 302.17 | 3 | 0.99 | 2.93 | 9 |
| 西宁 | 二线城市 | 5.46 | 167.53 | 0 | 0.00 | 2.93 | 5 |
| 西安 | 二线城市 | 7.77 | 648.54 | 19 | 2.93 | 2.93 | 19 |
| 银川 | 二线城市 | 8.10 | 171.56 | 4 | 2.33 | 2.93 | 5 |
| 乌鲁木齐 | 二线城市 | 12.33 | 198.20 | 0 | 0.00 | 3.50 | 7 |
| 珠海 | 二线城市 | 15.15 | 157.29 | 2 | 1.27 | 3.50 | 6 |
| 海口 | 二线城市 | 6.12 | 177.70 | 3 | 1.69 | 2.93 | 5 |
| 南宁 | 二线城市 | 5.76 | 425.50 | 4 | 0.94 | 2.93 | 12 |
| 福州 | 二线城市 | 9.27 | 510.50 | 7 | 1.37 | 3.50 | 18 |
| 重庆(没有竞争优势) | 二线城市 | 6.32 | 1606.00 | 0 | 0.00 | 0.00 | 0 |
| 成都(没有竞争优势) | 二线城市 | 8.66 | 1152.81 | 9 | 0.78 | 0.78 | 9 |
| 贵阳 | 二线城市 | 7.37 | 359.19 | 2 | 0.56 | 2.93 | 11 |
| 昆明 | 二线城市 | 7.16 | 488.72 | 8 | 1.64 | 2.93 | 14 |
| 河北省其他城市 | 三线城市及以下 | 4.66 | 3472.33 | 12 | 0.35 | 0.77 | 27 |

| | | | | | | | |
|-----------------|---------|------|---------|----|------|------|----|
| 内蒙古其他城市 | 三线城市及以下 | 5.84 | 1353.03 | 0 | 0.00 | 0.77 | 10 |
| 山西其他城市 | 三线城市及以下 | 3.72 | 1752.04 | 0 | 0.00 | 0.77 | 13 |
| 山东其他城市 | 三线城市及以下 | 6.52 | 4942.71 | 11 | 0.22 | 0.77 | 38 |
| 辽宁其他城市 | 三线城市及以下 | 4.25 | 1686.70 | 0 | 0.00 | 0.77 | 13 |
| 吉林其他城市 | 三线城市及以下 | 4.27 | 995.42 | 0 | 0.00 | 0.77 | 8 |
| 黑龙江其他城市 | 三线城市及以下 | 3.37 | 1545.60 | 0 | 0.00 | 0.77 | 12 |
| 浙江其他城市 | 三线城市及以下 | 7.50 | 2540.06 | 6 | 0.24 | 1.64 | 42 |
| 江苏其他城市 | 三线城市及以下 | 8.47 | 3527.22 | 27 | 0.77 | 1.64 | 58 |
| 安徽其他城市 | 三线城市及以下 | 3.63 | 2758.28 | 2 | 0.77 | 0.77 | 21 |
| 江西其他城市 | 三线城市及以下 | 3.68 | 2123.01 | 0 | 0.00 | 0.77 | 16 |
| 福建其他城市 | 三线城市及以下 | 7.55 | 1666.20 | 5 | 0.30 | 1.64 | 27 |
| 河南其他城市 | 三线城市及以下 | 4.13 | 4081.15 | 4 | 0.10 | 0.77 | 31 |
| 湖北其他城市 | 三线城市及以下 | 4.59 | 2641.07 | 2 | 0.08 | 0.77 | 20 |
| 湖南其他城市 | 三线城市及以下 | 3.85 | 3166.00 | 2 | 0.06 | 0.77 | 24 |
| 陕西其他城市 | 三线城市及以下 | 5.02 | 1529.61 | 7 | 0.46 | 0.77 | 12 |
| 宁夏其他城市 | 三线城市及以下 | 3.57 | 223.77 | 0 | 0.00 | 0.77 | 2 |
| 青海其他城市 | 三线城市及以下 | 3.69 | 150.01 | 0 | 0.00 | 0.77 | 1 |
| 甘肃其他城市 | 三线城市及以下 | 2.19 | 915.90 | 0 | 0.00 | 0.77 | 7 |
| 新疆其他城市 | 三线城市及以下 | 3.66 | 1008.98 | 0 | 0.00 | 0.77 | 8 |
| 广东其他城市 | 三线城市及以下 | 4.76 | 5142.54 | 11 | 0.21 | 0.77 | 40 |
| 海南其他城市 | 三线城市及以下 | 4.40 | 359.61 | 0 | 0.00 | 0.77 | 3 |
| 广西其他城市 | 三线城市及以下 | 3.45 | 1978.50 | 3 | 0.15 | 0.77 | 15 |
| 四川其他城市 (没有竞争优势) | 三线城市及以下 | 3.45 | 3064.19 | 0 | 0.00 | 0 | 0 |
| 云南其他城市 | 三线城市及以下 | 2.79 | 1752.68 | 1 | 0.06 | 0.77 | 3 |
| 贵州其他城市 | 三线城市及以下 | 3.23 | 1288.33 | 0 | 0.00 | 0.77 | 10 |

来源: Wind, 各省市统计局, 公司年报, 中泰证券研究所

注: 二线城市为一线城市以外的所有直辖市及省会城市, 另加青岛、厦门、宁波、大连、珠海、苏州、无锡; 三线城市及以下为一二线城市以外的所有城市。

新产品持续推出, 产品种类多元化

- 围绕产品升级及新品类开发, 公司不断推出新品。近年来, 公司每年推出 10 种以上的新品, 截至 2018 年 6 月 30 日, 公司共拥有 48 款底料产品, 9 款蘸料产品, 16 款中式复合调味料产品及 8 款自加热小火锅产品, 其中, 公司于 2017 年下半年推出的新品自加热小火锅, 已于 2018 上半年突破 1 亿的销售额。为持续提升新品开发效率和成功率, 2018 上半年, 公司引入产品项目制, 有新品创意并具备统筹管理能力的员工作为项目负责人, 领导该项目的实施和发展, 并整合内外优势资源, 依靠公司强大的研发平台和渠道支持进行新品的开发和推广。该政策的实施提升了新品开发效率和员工探索市场机会的积极性, 我们预期公司新品开发及推广的能力有望持续加强, 除了新口味火锅底料、复合调料及小火锅之外, 公司还有望进军方便食品或半成品行业赛道, 产品组合将不断丰富。

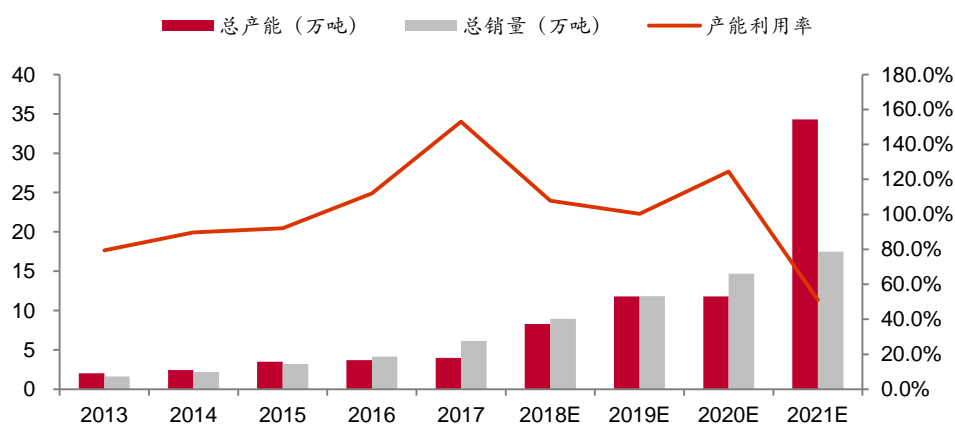
图表 5: 公司持续推出新品

| 年度 | 新品 | 新品毛利率 | 新品数量 | 新品总量 |
|--------|---------|-------|------|------|
| 2013 | 新产品 | - | 1 | 1 |
| 2014 | 新产品 | - | 4 | 4 |
| 2015 | 新产品 | - | 10 | 10 |
| 2016 | 火锅底料 | 34.9% | 11 | 22 |
| | 中式复合调味料 | 47.6% | 11 | |
| 2017 | 火锅底料 | 34.9% | 3 | 13 |
| | 中式复合调味料 | 47.6% | 5 | |
| | 自加热小火锅 | 30.3% | 5 | |
| 2018H1 | 小龙虾调味料 | 47.6% | 3 | 7 |
| | 自加热小火锅 | 30.3% | 3 | |
| | 佐餐酱 | 约 40% | 1 | |
| 2018Q3 | 火锅底料 | 34.9% | 1 | 7 |
| | 中式复合调味料 | 47.6% | 2 | |
| | 自加热小火锅 | 30.3% | 2 | |
| | 佐餐酱 | 约 40% | 2 | |

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

新工厂投产, 产能持续扩张

- 新工厂陆续投产, 将有效缓解产能不足问题。**需求方面, 公司总销量自 2013 年以来基本保持 30% 以上的增速, 2017 年总销量 6.12 万吨, 增长率为 47.7%, 2019 年预计将接近 12 万吨。供给方面, 虽然 2013-2017 年公司产能不断增加, 2017 年已达到 4 万吨, 但公司销量增长始终高于产能增长, 2016 及 2017 年均处于超负荷生产状态, 产能利用率超过 100%。随着马鞍山河北霸州工厂的陆续投产, 公司将分别新增产能 20 万吨和 10 万吨, 2021 年总产能有望达到 34.3 万吨, 快速增加的产能将有效满足公司生产需求。

图表 6: 公司产能利用率情况


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

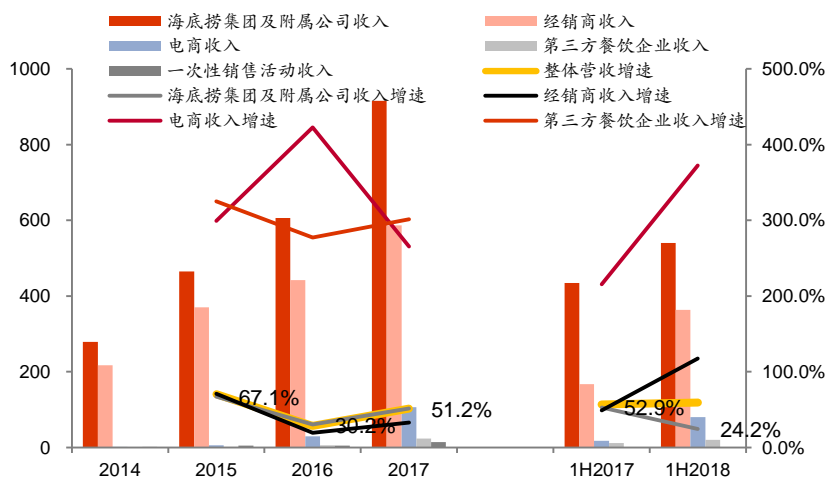
图表 7: 公司产能扩张计划

| 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|--|---|---|
| <p>现存产能情况：河南郑州工厂产能3万吨/年，四川成都生产线产能0.7万吨/年，公司2016年总产能3.7万吨</p> | <p>四川成都厂房新增生产线，于2017年上半年投产，新增0.3万吨新产能，有效舒缓现时生产能力，公司2017年总产能4万吨</p> | <p>安徽马鞍山项目一期投产，新增产能4万吨/年，有效舒缓对产能急剧增加的需求，公司2018年总产能8.3万吨</p> |
| <p>河北霸州项目一期投产，新增产能3.5万吨/年，潜在最大产能为10万吨/年； 四川成都厂房3年租赁协议到期，但预计将续期，公司2019年总产能12.3万吨</p> | <p>维持2019年的总产能12.3万</p> | <p>马鞍山项目二期投产，预计新增产能16万吨； 河北霸州项目二期投产，预计新增产能6.5万吨，公司2021年总产能34.3万吨</p> |
| 2019年 | 2020年 | 2021年 |

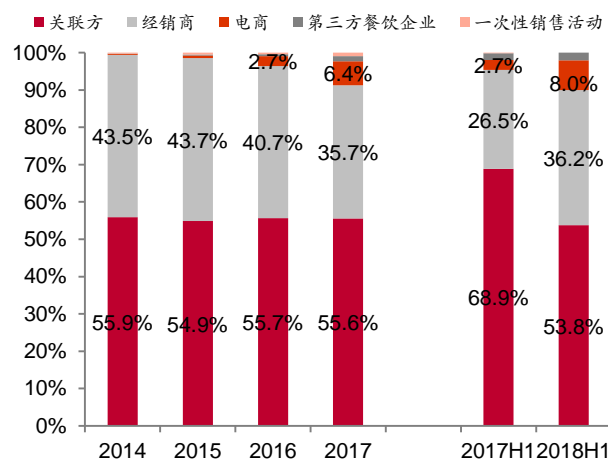
来源：公司年报，中泰证券研究所

多元化销售渠道一齐发力

- **销售结构以向关联方销售为主，电商、餐饮等多渠道共同发力。**关联方销售收入占公司总收入的53.8%，同时保持双位数的稳定增速；经销商销售收入占比在36.2%以上，且随着经销商数量增加，经销渠道不断下沉，增速于2018年上半年达到三位数；电商及第三方餐饮收入占比较低，分别为8%和2%，但势头强劲，增速保持三位数。

图表 8：各销售渠道收入及增速（百万元）


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 9：公司销售结构


来源：公司年报，中泰证券研究所

- **餐厅渠道销售收入稳步增长，定制餐饮客户需求大增。**受益于丰富的餐饮行业经验及定制化产品服务水平的提高，海底捞门店数量的增加，公司餐厅客户扩展加快，2018年上半年，定制餐饮客户达到84家，同比增加21.7%，销售收入同比增长70.8%，关联方销售收入同比增长24.2%。
- **线上推广及促销活动持续推出，电商渠道收入激增。**公司在天猫、苏宁、京东等电商平台拥有5家旗舰店，2018年上半年，公司在线平台推出多款新产品，并且在华东地区建立分仓，加速华东地区消费者收货时效，电商

渠道销售收入同比大增 372.4%；下半年公司还将开设华南分仓，进一步提升广东、福建、广西、云南、海南等地区消费者在线购物的收货时效，持续提升消费者的在线购物体验。

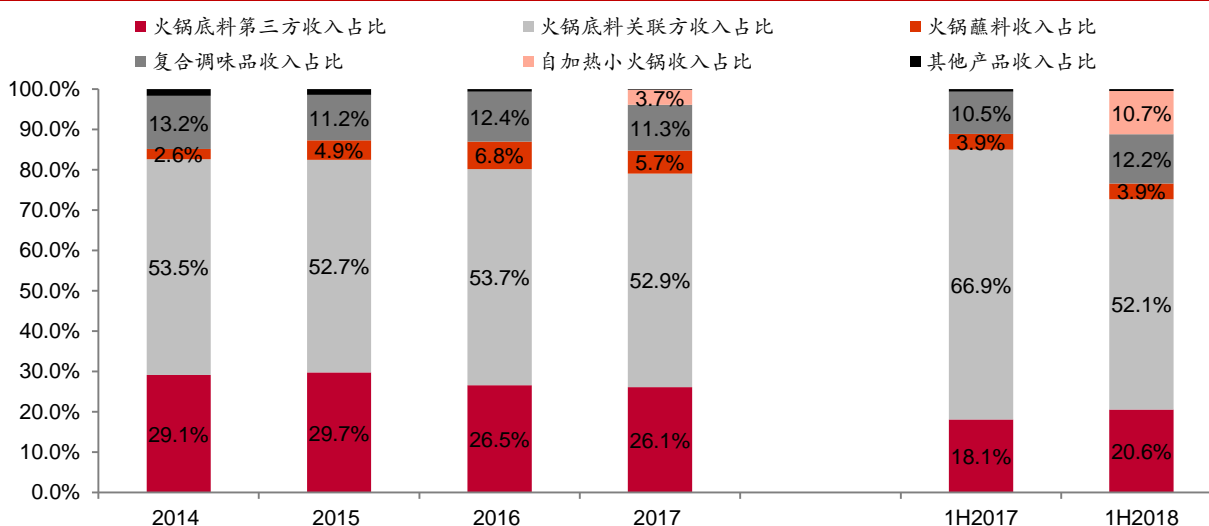
- **伴随渠道下沉及激励机制持续完善，公司第三方渠道经营效率大幅提升。**公司推出销售系统的合伙人激励机制，该机制使得销售人员作为合伙人的角色获得了渠道发展的充分授权，绩效考核方式也由销售目标达成率变更为业务单元的利润，促使合伙人与经销商更加紧密的合作，提升了渠道费用投入的使用效率以及经销商销售人员的积极性。随着公司经销网络不断下沉、销售人员激励机制的进一步完善，公司第三方渠道的经营效率明显提振，截至 2018 上半年，公司经销商数量突破 1000 家，经销网络覆盖全国 31 个省、港澳台地区及 24 个海外国家与地区，公司经销商渠道销售收入同比增长 117.2%，公司销售费用率较去年同期降低 2.3 个百分点。

公司盈利能力持续向好

毛利率净利率拆分

- **产品以火锅底料为主，多产品品类共同发力。**公司产品结构以火锅底料为主，但随着新品的持续开发，火锅底料收入占比持续下降，由 2014 年的 82.6%，下降至 2018 上半年的 72.7%，同时火锅底料仍以关联方业务为主，占总营收的 52% 左右，第三方火锅底料业务占比在 20% 左右；复合调味品收入占比保持在 12% 左右，排名第二；自加热小火锅自 2017 年下半年推出以来迅速占领市场，增速领先，2018 上半年收入占比达到 10.7%；火锅蘸料收入占比较低，保持在 4% 左右。

图表 10：公司产品结构



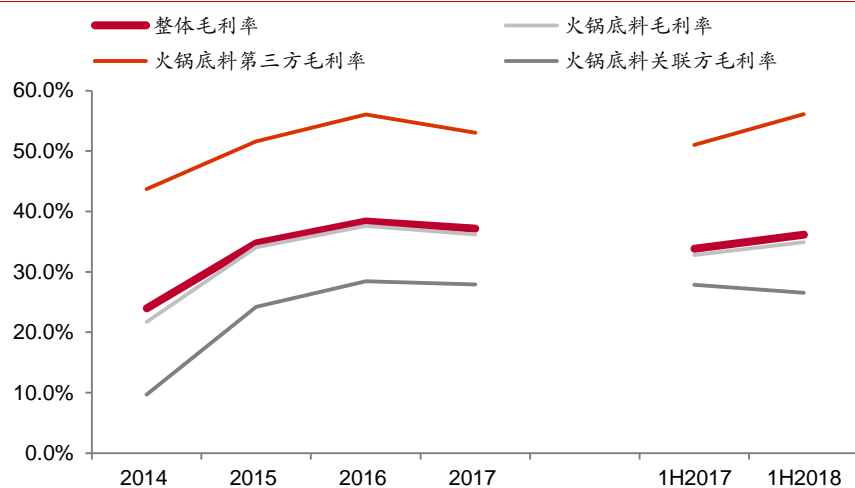
来源：公司年报，中泰证券研究所

- **规模效应、产品优化叠加价格提升，公司盈利能力不断增强。**公司产品以火锅底料为主，因此整体毛利率与火锅底料毛利率的走势基本一致，其中销售占比最高的关联方火锅底料的毛利率影响最大。**关联方价格调整：**2014 年 8 月之前，公司作为海底捞集团的一部分，按照成本加成定价公式（主要包含调味品的生产成本、销售及行政开支）向关联方销售

产品；此后，公司采取新的定价政策，以保留与第三方业务相同的净利率，由于公司对关联方的销售无需重大包装成本及经销开支，因此两者的毛利率并不相同；2015年8月，由于关联方定制产品配方的调整，导致生产成本增加，公司进一步调高向关联方的售价；此外，随着公司生产效率的提高，公司毛利率由2014年的24%迅速提升至2016年的38%；2017年公司毛利率小幅下滑至36.2%，主要是由于整体成本压力、毛利较低的第三方餐饮业务大力发展，以及部分经销商选择用价格折扣代替渠道费用补贴，因此虽然毛利率有所下降，但经销费用率也随之降低。

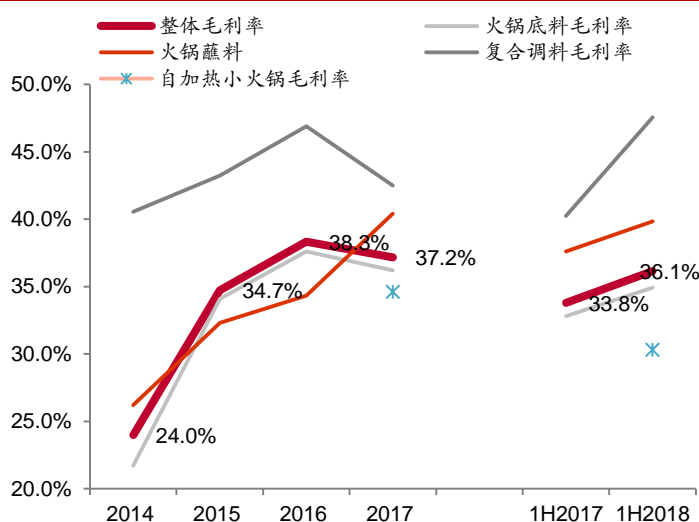
- **2018上半年，公司盈利能力持续向好。**2018上半年，公司毛利率由去年同期的33.8%上升至36.1%，各品类毛利率均有提升，一方面是由于产量及生产效率提高，带来规模效应，同时，公司对多款底料产品的配方进行了优化，生产成本有所降低；另一方面是由于公司于2017年4月提升了部分产品的价格。2018年上半年，公司的归母净利率由去年同期的10.94%大增至18.39%。

图表 11: 火锅底料毛利率拆分



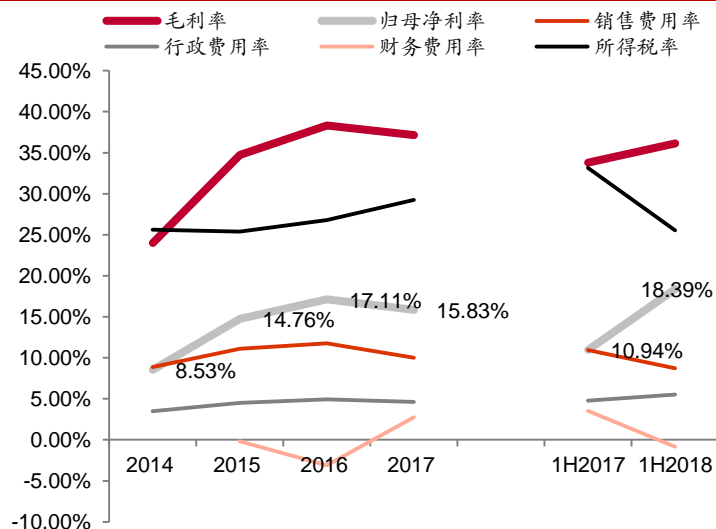
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 12: 各产品品类毛利率



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 13: 公司盈利能力拆分

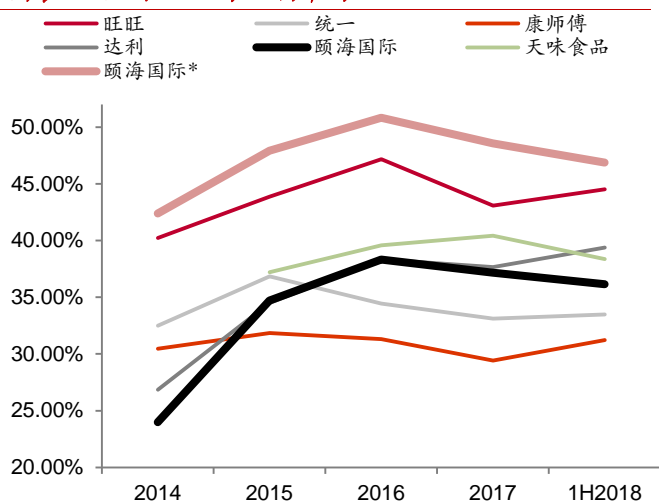


来源：公司年报，中泰证券研究所

财务同业拆分对比

■ **公司运营效率持续提高，盈利能力达到行业领先水平。**随着公司关联方定价策略的调整，规模效应带来生产效率的提高，公司毛利率大幅提升，但略低于火锅底料及川味调料生产商天味食品，在剔除关联方交易后，颐海国际的毛利率则大幅提高，达到行业领先水平。我们通过对拆分港股食品及A股的火锅底料公司对公司的最终盈利能力进行分析，颐海国际雇员费用率稳定保持在10.3%，为行业平均水平；公司的宣传及推广费用率仅为1.38%，且保持下降趋势，为行业最低水平；受郑州生产设备运营，公司2014年折旧费用率有较大幅度提高，此后持续下滑，2018年上半年，受马鞍山项目及成都工厂新生产线投产的影响，折旧费用率小幅提高，但仍保持行业较低水平；公司物流费用率仅为2.4%，为行业最低水平，主要是由于公司关联业务的物流委托蜀海进行，运费成本各门店自行承担。由此，公司的净利率也达到了行业领先水平。

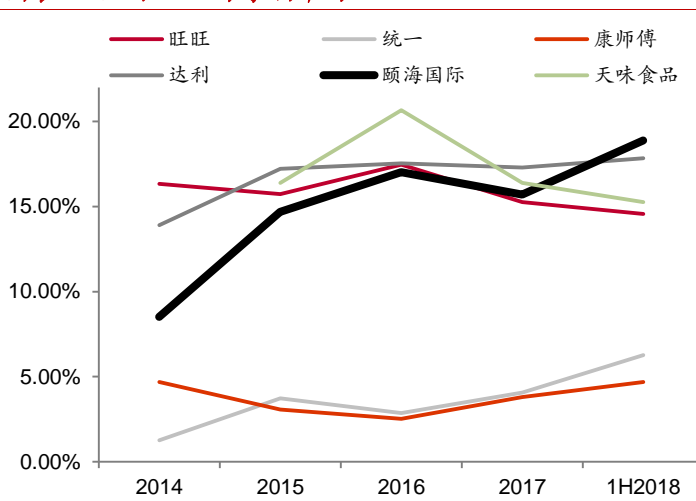
图表 14: 可比公司毛利率对比



来源：各公司年报，中泰证券研究所

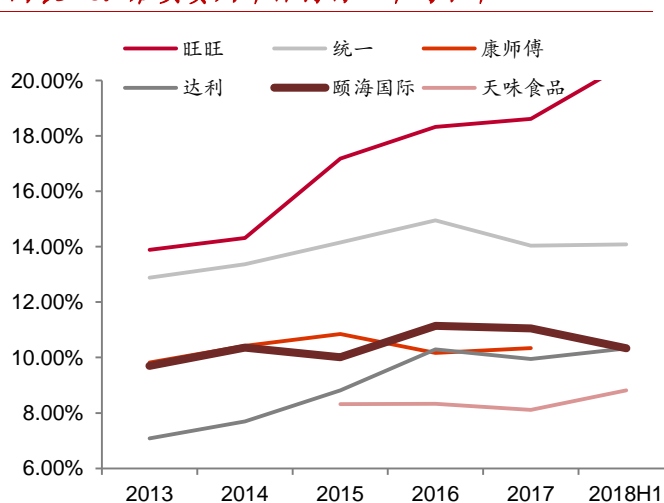
注：颐海国际*的毛利率为剔除关联交易后公司的毛利率

图表 15: 可比公司净利率对比



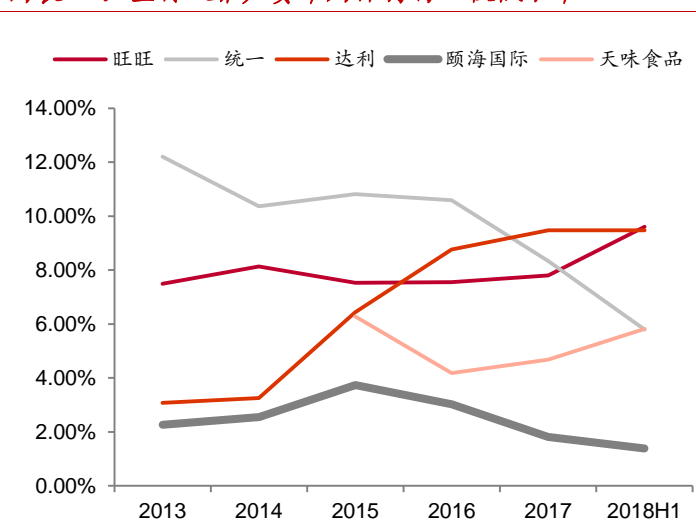
来源：各公司年报，中泰证券研究所

图表 16: 雇员费用率保持行业平均水平

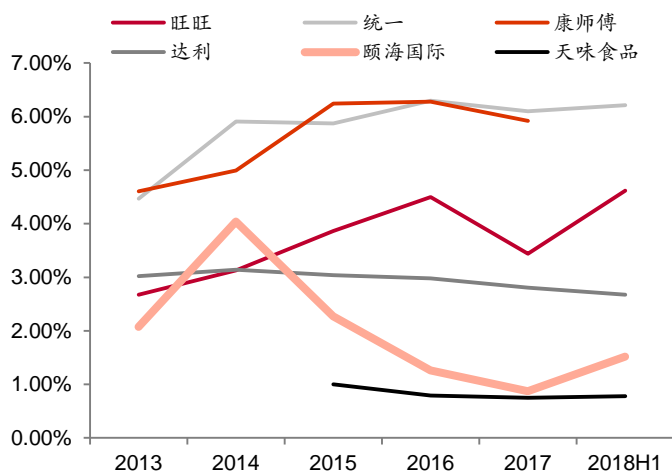


来源：各公司年报，中泰证券研究所

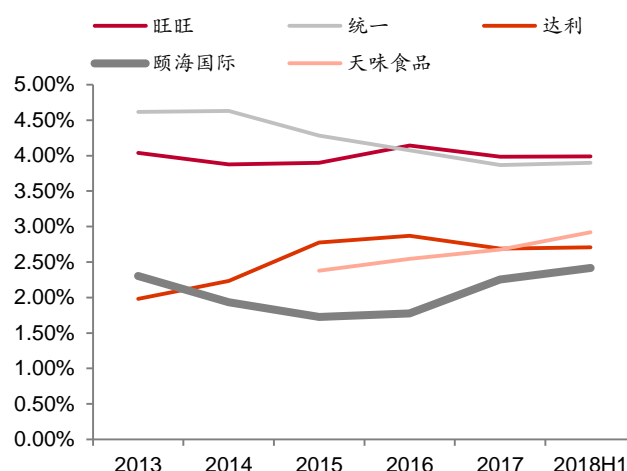
图表 17: 宣传及推广费率用保持行业较低水平



来源：各公司年报，中泰证券研究所

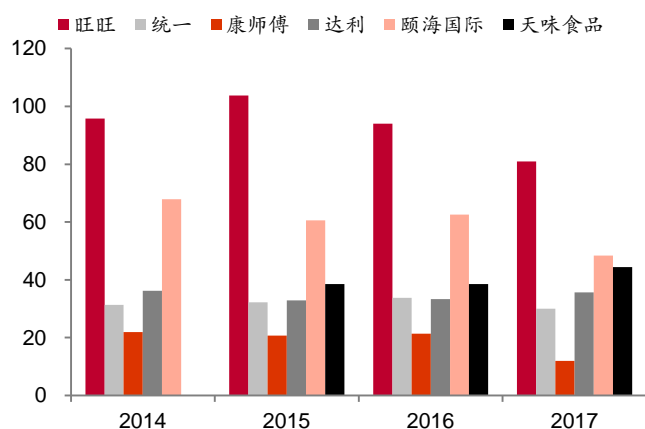
图表 18: 折旧费用率保持行业较低水平


来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

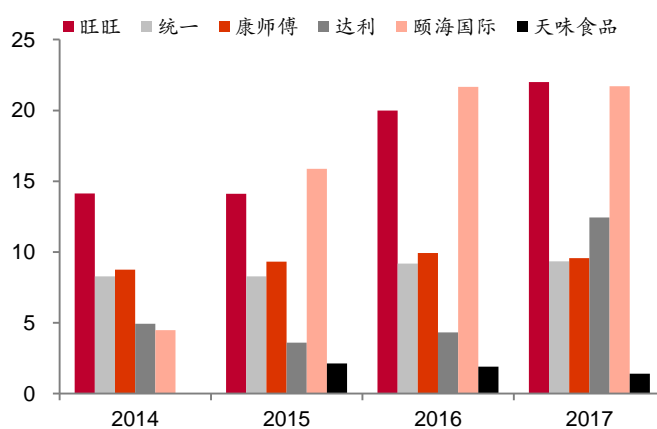
图表 19: 物流费用率保持行业较低水平


来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

- **受关联方业务影响, 公司存货周转天数、应收账款周转天数较长。**颐海国际存货周转天数保持下降趋势, 目前保持在 50 天左右, 但仍高于同业可比公司, 主要是受关联交易影响, 公司零售制成品仓储时间保持在 7 天, 关联方定制产品仓储时间一般为 30 天; 颐海国际的应收账款周转天数保持在 20 天左右, 达到行业最高水平, 主要是由于公司对关联方客户授出 30 天的信贷期, 而关联方业务规模占比达到 50% 以上, 天味食品应收账款周转天数仅为 2 天左右, 主要是由于天味食品对经销商采取预收款方式结算, 而经销商渠道的收入占到天味食品的 88%。

图表 20: 存货周转天数行业对比


来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

图表 21: 应收账款周转天数行业对比


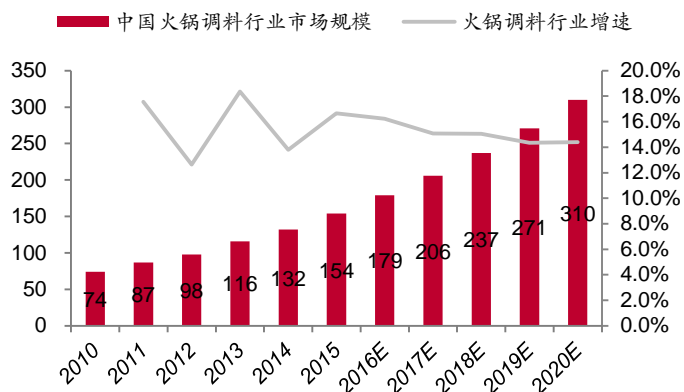
来源: 各公司年报, 中泰证券研究所

公司处于持续增长赛道

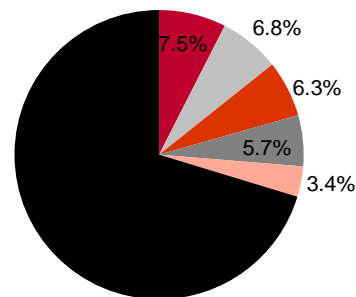
火锅底料中高端化成主趋势

- **火锅底料行业竞争激烈, 中高端火锅底料行业集中度更高, 行业增速更快。**2015 年火锅调料的市场规模达到 154 亿人民币, 随着消费者对包装火锅调料偏好的提高、口味及用途多元化的拓展、零售渠道的铺开, 预期市场将以 15% 的复合增长率增长, 但由于火锅调料市场门槛低, 竞争

激烈，行业集中度低，CR5 市占率仅为 29.7%。随着消费者对优质调料需求的上升，中高端火锅底料占比不断增加，2015 年占比达到 22.6%，预期 2016-2020 年中高端火锅底料需求将保持 20% 以上增速，2020 年行业规模有望达到 76 亿人民币，占比接近 30%，中高端火锅调料门槛较高，市场竞争者少，行业集中度高，CR3 市占率达到 51.1%，其中颐海国际处于行业龙头地位，市占率达到 34.7%。

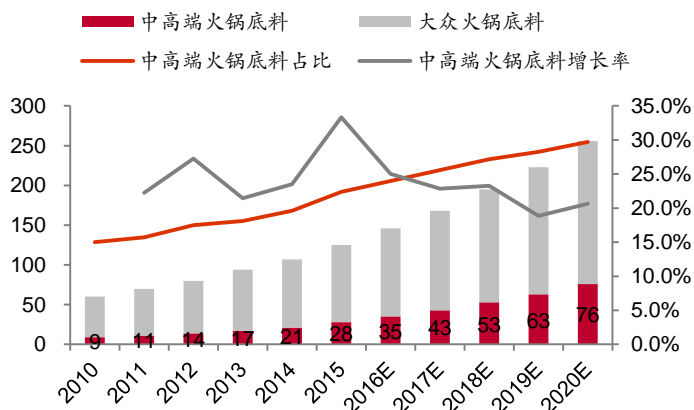
图表 22: 2010-2020 年中国火锅调料市场规模(亿人民币)
图表 23: 中国火锅调料行业 CR5 为 29.7%


■ 红九九 ■ 颐海 ■ 红太阳 ■ 天味 ■ 德庄 ■ 其他

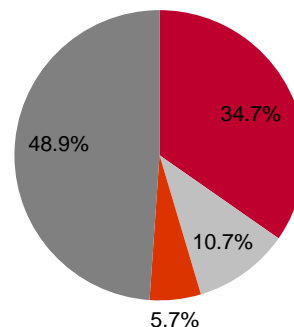


来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

图表 24: 2010-2020 年中国中高端火锅底料市场规模(亿人民币)
图表 25: 中国中高端火锅底料行业 CR3 为 51.1%


■ 颐海 ■ 德庄 ■ 小肥羊 ■ 其他



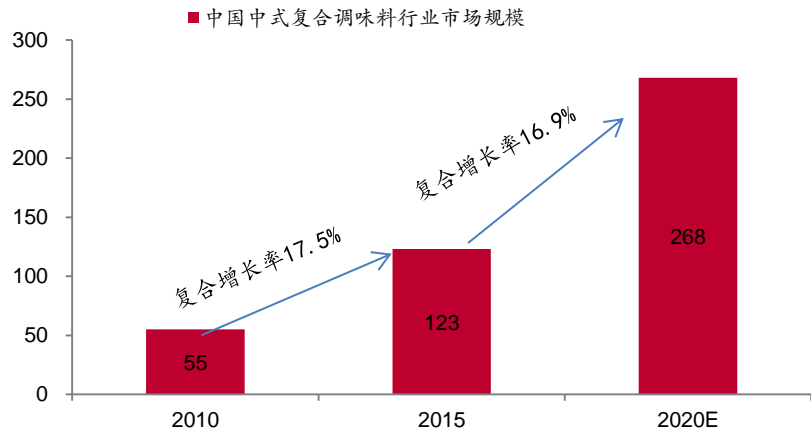
来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

中式复合调味料行业增长迅速，但行业格局分散，市场竞争激烈

- 年轻一代助推中式复合调味料市场增长，市场高度分散。2010-2015 年中国中式复合调味料市场增长迅速，2015 年达到 123 亿人民币，随着产品种类的扩充、人民生活节奏快的加快，预期中式复合调味料市场每年将以 16.9% 的复合增长率增长，2020 年有望达到 268 亿人民币。由于中式复合调味料行业产品类型过于丰富，细分行业多，因此行业集中度极低，市场无领先参与者，并且主要参与者仅专注于特定品类并不涵盖中式复合调味料所有分部。

图表 26: 2010-2020 年中国中式复合调味料市场规模 (亿人民币)

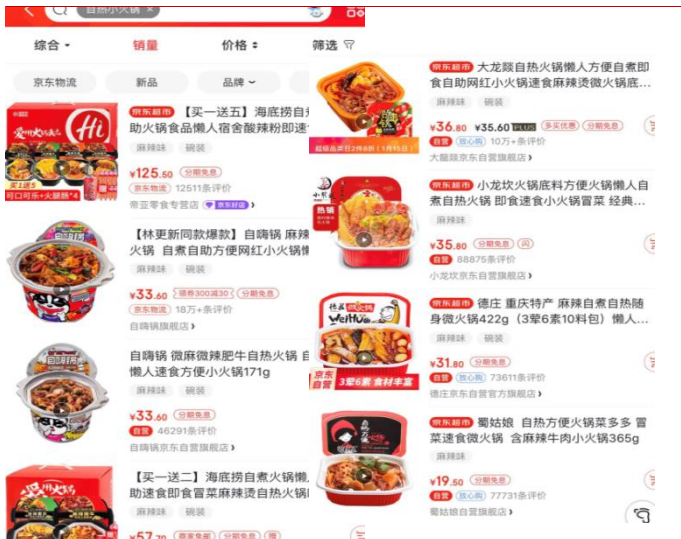


来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

方便食品新品频出, 带来广阔想象空间

- **自热小火锅行业规模测算:** 餐饮、底料、休闲食品等企业均布局了小火锅行业, 其中餐饮系的优势明显, 行业格局相比火锅底料集中度更高, 海底捞小火锅今年的销售额预计在 2 个亿以上, 我们假设海底捞小火锅的市占率与在火锅底料行业的市占率一致, 均为 6.8%, 由此得出目前小火锅行业规模最大为 29.41 亿 (由于小火锅行业集中度更高, 海底捞小火锅市占率也应该高于在火锅底料行业的市占率, 因此该数值为最积极的假设)。2018 年小火锅增速较快, 主要是由于基数较低, 且产品创新性强, 尝鲜需求推动行业增速达到峰值, 放眼未来, 小火锅线下的下沉空间仍然广阔, 我们预计行业达到成熟, 需要以 20% 的复合增长率发展 5 年左右 (快消食品饮料普遍的成熟速度), 即市场规模接近 90 亿。
- **公司小火锅发展现状:** 海底捞小火锅成功拓展了线下渠道, 目前小火锅经销商数量超过 300 家, 电商与经销商的销售占比已由 2018 年上半年的 4: 6 下降至下半年的 3: 7, 由于传统的经销商渠道库存及运输成本较低, 小火锅盈利能力大增, 净利率达到 12%。

图表 27: 自热小火锅销量排名——餐饮系领先



图表 28: 自热小火锅规模预测

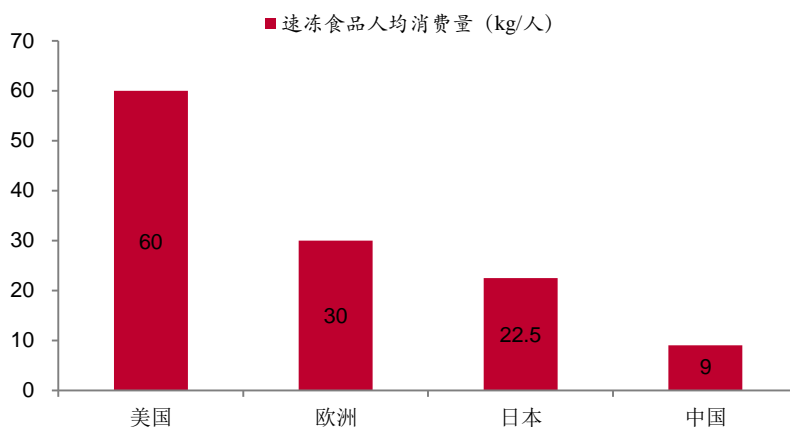
| | 自热火锅 | 优质方便面 | 杯装方便面 | 包装卤制品 | 面包 |
|----------|------|-------|-------|-------|------|
| 规格/个 | 350g | 100g | 100g | 200g | 200g |
| 消费数量/亿个 | 3.6 | 15 | 128 | 37 | 60 |
| 自热火锅销量占比 | - | 24.0% | 2.8% | 9.6% | 6.0% |
| 客单价/元 | 25 | 5 | 3 | 17 | 5 |
| 市场规模/亿元 | 90 | 75 | 384 | 637 | 300 |
| 市场规模增速阶段 | 快速成长 | 11% | 1% | 20% | 12% |

来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

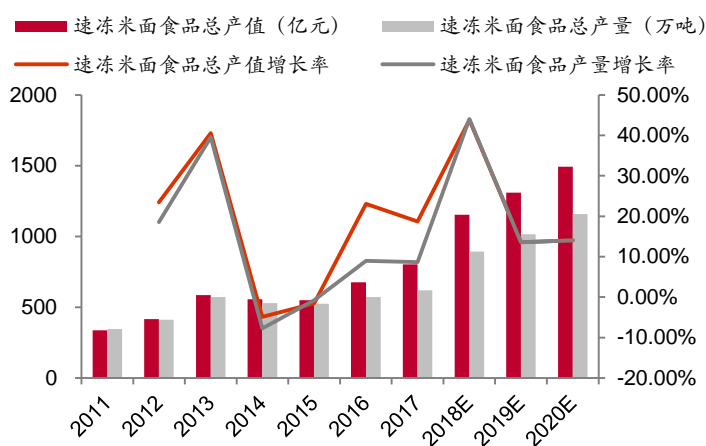
- **自热小火锅成为爆品，公司将持续进军方便食品领域。**未来公司还有望进入速冻食品领域，目前中国速冻食品人均消费量为9kg，与美国的60kg，欧洲的30kg及日本的22.5kg相比，仍存在巨大的增长空间。在速冻食品的细分市场中，速冻米面占比最大，2017年占比64.13%。速冻米面市场增长迅速，2011年总产值338亿元，2017年增长至802亿元，复合增长率为15.49%，2020年有望达到1493亿元。在现行速冻米面市场中，前三名为三全、思念、湾仔码头，CR3为75%。虽然速冻米面市场行业集中度高，但随着全新产品种类及口味的推出，市场提升空间仍然广阔。颐海国际有望布局速冻米面市场，并凭借其品牌优势及在火锅底料、蘸料、调味品、自加热火锅等方面积累的口味研发优势，推出贴合消费者口味需求的产品，占领新的市场空间。

图表 29：主要国家（地区）速冻食品人均消费量（kg/人）



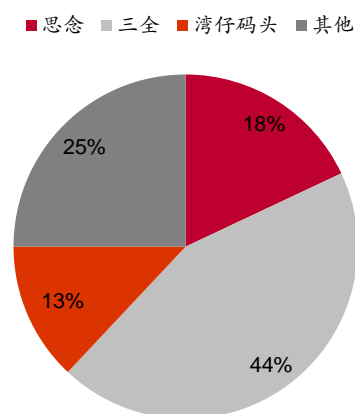
来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

图表 30：2011-2020 年中国速冻米面总产量及产值



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

图表 31：中国速冻米面行业 CR3 为 75%



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所

盈利预测及估值分析

盈利预测

- **预期公司 2018 年全年营收增速有望接近 50%。**总体来看，公司近年营收增速大都保持在 50%以上，2016 年营收增速较低主要是受经销商渠道结构调整的影响，但单一经销商覆盖区域缩小至地级市这一调整，加强了公司对经销终端的控制，使得 2017 年以来公司第三方销售收入快速上升；此外，公司关联方业务的增速与海底捞营收增速也将趋于一致。总之，我们预计 2018 及 2019 年公司的营收将分别达到 24.7 亿元及 32.5 亿元，营收增速将分别达到 50.1%及 31.7%。
- **公司净利润。**随着公司规模效应的不断提升，产品结构的不断优化，我们预期公司可以在原材料、人工及宣传促销成本走高的情况下，保证整体净利率的稳定。我们预计公司 2018-2019 年的归母净利润分别为 4.70 亿及 5.98 亿元，同比增速分别为 80.2%及 27.3%，每股盈利分别为 0.45 元及 0.57 元，目前公司股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 48.99x 及 38.49x。

图表 32: 公司营收预测拆分

| 百万元 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 1H2017 | 2H2017 | 1H2018 | 2H2018E | 2018E | 2019E |
|---------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 498.231 | 847.339 | 1088.014 | 1646.221 | 630.875 | 1015.346 | 1003.952 | 1466.220 | 2470.172 | 3252.206 |
| 增速 | | 70.1% | 28.4% | 51.3% | 56.6% | 48.2% | 59.1% | 44.4% | 50.1% | 31.7% |
| 火锅底料 | 411.474 | 698.652 | 872.523 | 1301.203 | 536.178 | 765.025 | 729.766 | 1037.473 | 1767.239 | 2347.095 |
| 增速 | | 69.8% | 24.9% | 49.1% | 57.8% | 43.6% | 36.1% | 35.6% | 35.8% | 32.8% |
| 第三方 | 145.146 | 251.909 | 288.745 | 429.921 | 114.183 | 315.738 | 206.426 | 475.101 | 681.527 | 879.249 |
| 增速 | | 73.6% | 14.6% | 48.9% | 76.9% | 40.8% | 80.8% | 50.5% | 58.5% | 29.0% |
| 关联方 | 266.328 | 446.743 | 583.778 | 871.282 | 421.995 | 449.287 | 523.340 | 562.372 | 1085.712 | 1467.846 |
| 增速 | | 67.7% | 30.7% | 49.2% | 53.4% | 45.6% | 24.0% | 25.2% | 24.6% | 35.2% |
| 火锅蘸料 | 12.737 | 41.210 | 73.960 | 94.205 | 24.549 | 69.656 | 39.294 | 96.232 | 135.526 | 169.500 |
| 增速 | | 223.5% | 79.5% | 27.4% | 62.2% | 18.4% | 60.1% | 38.2% | 43.9% | 25.1% |
| 第三方 | 12.584 | 41.157 | 73.856 | 93.924 | 24.333 | 69.591 | 39.227 | 96.184 | 135.411 | 169.369 |
| 增速 | | 227.1% | 79.4% | 27.2% | 61.4% | 18.4% | 61.2% | 38.2% | 44.2% | 25.1% |
| 关联方 | 0.153 | 0.053 | 0.104 | 0.281 | 0.216 | 0.065 | 0.067 | 0.048 | 0.115 | 0.131 |
| 增速 | | -65.4% | 96.2% | 170.2% | 292.7% | 32.7% | -69.0% | -26.3% | -59.1% | 14.4% |
| 中式复合调味品 | 65.779 | 95.231 | 134.545 | 186.273 | 66.295 | 119.978 | 122.372 | 171.795 | 294.167 | 370.388 |
| 增速 | | 44.8% | 41.3% | 38.4% | 58.7% | 29.3% | 84.6% | 43.2% | 57.9% | 25.9% |
| 第三方 | 62.064 | 87.720 | 116.351 | 142.860 | 54.138 | 88.722 | 110.192 | 135.857 | 246.049 | 324.507 |
| 增速 | | 41.3% | 32.6% | 22.8% | 49.3% | 10.8% | 103.5% | 53.1% | 72.2% | 31.9% |
| 关联方 | 3.715 | 7.511 | 18.194 | 43.413 | 12.157 | 31.256 | 12.180 | 35.939 | 48.119 | 45.881 |
| 增速 | | 102.2% | 142.2% | 138.6% | 120.6% | 146.4% | 0.2% | 15.0% | 10.8% | -4.7% |
| 自加热小火锅 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 61.445 | 0.000 | 61.445 | 107.688 | 155.118 | 262.806 | 354.788 |
| 增速 | | | | | | | | 152.5% | 327.7% | 35.0% |
| 第三方 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 61.341 | 0.000 | 61.341 | 104.457 | 151.340 | 255.797 | 345.326 |
| 增速 | | | | | | | | 146.7% | 317.0% | 35.0% |
| 关联方 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.104 | 0.000 | 0.104 | 3.231 | 3.778 | 7.009 | 9.462 |
| 增速 | | | | | | | | 3532.5% | 6639.2% | 35.0% |
| 毛利率 | 24.0% | 34.7% | 38.3% | 37.2% | 33.8% | 39.3% | 36.1% | 38.6% | 37.6% | 37.5% |

| | | | | | | | | | | |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 变动 | 10.7% | 3.6% | -1.2% | 0.2% | -1.9% | 2.3% | -0.7% | -1.0% | -0.1% | |
| 火锅底料 | 21.7% | 34.1% | 37.6% | 36.2% | 32.8% | 38.6% | 34.9% | 39.0% | 37.3% | 37.0% |
| 变动 | 12.4% | 3.5% | -1.4% | -0.1% | -2.0% | 2.1% | 0.4% | -1.7% | -0.3% | |
| 第三方 | 43.7% | 51.6% | 56.0% | 53.0% | 51.0% | 53.7% | 56.1% | 53.6% | 54.4% | 54.5% |
| 变动 | 7.9% | 4.4% | -3.0% | -2.8% | -2.9% | 5.1% | -0.1% | 0.8% | 0.1% | |
| 关联方 | 9.7% | 24.2% | 28.5% | 27.9% | 27.9% | 27.9% | 26.6% | 26.6% | 26.6% | 26.6% |
| 变动 | 14.5% | 4.3% | -0.6% | -0.1% | -1.0% | -1.3% | -1.3% | 0.0% | 0.0% | |
| 火锅蘸料 | 26.2% | 32.3% | 34.3% | 40.4% | 37.6% | 41.4% | 39.8% | 38.2% | 38.7% | 39.5% |
| 变动 | 6.1% | 2.0% | 6.1% | 3.5% | 7.0% | 2.2% | -3.2% | 0.5% | 0.9% | |
| 第三方 | 26.5% | 32.3% | 34.3% | 40.4% | 37.5% | 41.4% | 39.8% | 38.2% | 38.7% | 39.5% |
| 变动 | 5.9% | 2.0% | 6.1% | 3.4% | 7.0% | 2.3% | -3.2% | 0.5% | 0.9% | |
| 关联方 | 5.2% | 20.8% | 41.3% | 50.2% | 49.5% | 52.3% | 44.8% | 45.4% | 45.1% | 45.4% |
| 变动 | 15.5% | 20.6% | 8.8% | 9.5% | 9.5% | -4.8% | -6.9% | -0.4% | 0.4% | |
| 中式复合调味品 | 40.5% | 43.2% | 46.9% | 42.5% | 40.2% | 43.7% | 47.6% | 44.1% | 45.5% | 46.4% |
| 变动 | 2.7% | 3.7% | -4.4% | -2.3% | -5.1% | 7.3% | 0.4% | 1.4% | 0.8% | |
| 第三方 | 42.5% | 44.6% | 48.4% | 46.7% | 42.3% | 49.3% | 49.6% | 48.1% | 48.8% | 48.8% |
| 变动 | 2.1% | 3.7% | -1.7% | -1.6% | -1.1% | 7.3% | -1.2% | 0.7% | 0.0% | |
| 关联方 | 7.4% | 26.6% | 37.4% | 28.8% | 31.1% | 27.9% | 29.0% | 28.9% | 30.0% | 29.4% |
| 变动 | 19.3% | 10.7% | -8.5% | -2.5% | -11.1% | -2.0% | 1.0% | 1.1% | -0.6% | |
| 自加热小火锅 | | | 34.6% | | | 34.6% | 30.3% | 30.3% | 30.3% | 30.3% |
| 变动 | | | | | | | | -4.3% | 0.0% | 0.0% |
| 第三方 | | | 34.6% | | | 34.6% | 30.2% | 30.2% | 30.2% | 30.2% |
| 变动 | | | | | | | | -4.4% | 0.0% | 0.0% |
| 关联方 | | | 41.3% | | | 41.3% | 33.8% | 33.8% | 33.8% | 33.8% |
| 变动 | | | | | | | | -7.5% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利润 | 119.478 | 294.233 | 416.942 | 611.804 | 213.266 | 398.538 | 362.848 | 565.416 | 928.264 | 1218.459 |
| 经销开支 | 44.311 | 93.898 | 127.921 | 164.615 | 69.153 | 95.462 | 87.477 | 130.49 | 217.97 | 289.45 |
| 经销开支率 | 8.9% | 11.1% | 11.8% | 10.0% | 11.0% | 9.4% | 8.7% | 8.9% | 8.8% | 8.9% |
| 行政费用 | 17.309 | 38.255 | 53.841 | 76.415 | 30.041 | 46.374 | 55.536 | 81.11 | 136.64 | 179.90 |
| 行政费用率 | 3.5% | 4.5% | 4.9% | 4.6% | 4.8% | 4.6% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 5.5% |
| 其他收益净额 | (0.691) | 3.479 | 21.481 | 43.748 | 13.172 | 30.576 | 26.738 | 39.05 | 65.79 | 86.62 |
| 占比 | -0.1% | 0.4% | 2.0% | 2.7% | 2.1% | 3.0% | 2.7% | 2.7% | 2.7% | 2.7% |
| 财务费用 | 0.011 | -1.361 | -33.692 | 45.444 | 22.273 | 23.171 | -8.367 | -1.024 | -9.391 | -1.358 |
| 除税前溢利 | 57.156 | 166.920 | 255.089 | 369.078 | 104.971 | 264.107 | 254.940 | 393.889 | 648.829 | 837.082 |
| 所得税开支 | 14.646 | 42.373 | 68.369 | 107.990 | 34.778 | 73.212 | 65.114 | 100.603 | 165.72 | 222.01 |
| 所得税率 | 25.6% | 25.4% | 26.8% | 29.3% | 33.1% | 27.7% | 25.5% | 25.5% | 25.5% | 26.5% |
| 期内溢利 | 42.510 | 124.547 | 186.720 | 261.088 | 70.193 | 190.895 | 189.826 | 293.286 | 483.112 | 615.067 |
| 其他收入 | 0.000 | 0.514 | -0.514 | 0.000 | -1.144 | 1.144 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利润 | 42.510 | 125.061 | 186.206 | 261.088 | 69.049 | 192.039 | 189.826 | 293.286 | 483.112 | 615.067 |
| 归母净利润 | 42.510 | 125.061 | 186.206 | 260.670 | 69.049 | 191.621 | 184.584 | 285.19 | 469.77 | 598.08 |

来源：公司年报，中泰证券研究所

估值分析

- DCF 估值。**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 9.08%，永续增长率为 2%，得到 2019 年公司的参考市值为 218 亿港元，对应 2019 年的市盈率为 31.32x。当前，公司的滚动市盈率为 60x，考虑到市场已较好反映公司业绩预期，首次覆盖，予以“持有”评级。

图表 33: 自由现金流预测

| | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT | 836 | 1,033 | 1,239 | 1,444 | 1,653 | 1,856 | 2,050 | 2,232 | 2,404 | 2,566 | 2,728 |
| 所得税率 | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% | 26.52% |
| EBIT*(1-所得税率) | 614 | 759 | 911 | 1,061 | 1,214 | 1,364 | 1,506 | 1,640 | 1,766 | 1,886 | 2,004 |
| 加: 折旧和摊销 | 46 | 60 | 73 | 86 | 99 | 112 | 125 | 138 | 152 | 165 | 178 |
| 减: 运营资金的追加 | -31 | 76 | -33 | 80 | -33 | 76 | -34 | 74 | -37 | 72 | -38 |
| 资本性支出 | 212 | 213 | 233 | 256 | 281 | 308 | 338 | 372 | 408 | 448 | 493 |
| FCF | 479 | 530 | 784 | 811 | 1,066 | 1,092 | 1,327 | 1,333 | 1,547 | 1,530 | 1,728 |

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 34: DCF 估值假设

| 假定 | 比率 |
|------------------|---------|
| 无风险利率(美国十年国债收益率) | 3.08% |
| 风险溢价 | 6.00% |
| 现金和投资 | 867.31 |
| 债务成本 | 0.00% |
| 税率 | 26.52% |
| 股票 Beta | 1.00 |
| 权益资本成本 | 9.08% |
| E/(D+E) | 100.00% |
| D/(D+E) | 0.00% |
| WACC | 9.08% |
| 永续增长率 | 2.00% |

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 35: DCF 分析

| 项目 (百万元) | 数值 |
|-------------|--------|
| 自由现金流现值 | 7,418 |
| 自由现金流终值 | 24,895 |
| 永续自由现金流现值 | 10,439 |
| 企业价值 | 17,857 |
| 负债 | 0 |
| 现金 | 867 |
| 股权价值 | 18,724 |
| 股票数量 | 1,047 |
| 股权价值 (百万港元) | 21,772 |

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 36: 调料及食品行业可比公司

| 代码 | 市值 | 营收 | 净利率 | ROE | 派息率 | 股息率 | 营收增长率 | | | 市盈率 | | | EV/EBITDA | | |
|-----------------|-------------|-----------|---------|--------|---------|---------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | Million RMB | 2017A | 2017A | 2017A | 2017A | 2017A | 2016A | 2017A | 2017A | TTM | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | |
| 国际休闲食品品牌 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 雀巢 | NESN.SW | 1,976,681 | 598,250 | 14.24% | 16.28% | 100.46% | 2.88% | -1.60% | 0.40% | 36.12 | 31.21 | 21.48 | 19.80 | 20.99 | 15.09 |
| 亿滋国际 | MDLZ.US | 599,586 | 169,210 | 12.35% | 12.60% | 42.40% | 1.66% | -12.53% | -0.10% | 20.47 | 18.43 | 17.58 | 17.16 | 18.73 | 15.56 |
| 卡夫亨氏 | KHC.US | 706,895 | 171,405 | 16.83% | 7.43% | 27.13% | 2.75% | 44.44% | -0.96% | 21.67 | 13.52 | 12.99 | 12.65 | 15.99 | 12.07 |
| 好时食品 | HSY.US | 174,922 | 49,107 | 13.89% | 118.24% | 67.42% | 2.22% | 0.73% | 1.01% | 23.26 | 20.84 | 19.90 | 18.91 | 17.23 | 13.99 |
| 山崎面包 | 2212.JT | 33,590 | 43,413 | 2.52% | 6.22% | 28.34% | 0.82% | 13.90% | -2.00% | 27.07 | - | - | - | 10.12 | 9.86 |
| 格力高 | 2206.JT | 18,775 | 16,002 | 6.11% | 9.59% | 20.60% | 0.72% | 20.90% | 40.00% | 22.18 | 27.41 | - | - | 13.43 | 13.69 |
| 味好美 | MKC_V.N | 168,280 | 31,587 | 11.31% | 21.09% | 49.77% | 1.76% | 2.70% | 9.60% | 23.99 | 28.70 | 27.90 | 25.90 | 22.03 | 20.85 |
| 平均值 | | 525,533 | 154,139 | 11.04% | 27.35% | 48.02% | 1.83% | 9.79% | 6.85% | 25 | 23 | 20 | 19 | 17 | 14 |
| A股休闲食品品牌 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 伊利 | 600887.SH | 142,865 | 67,036 | 8.89% | 24.91% | 70.91% | 2.76% | 0.41% | 12.29% | 32.52 | 25.35 | 24.11 | 21.58 | 21.51 | 17.04 |
| 桃李面包 | 603866.SH | 21,874 | 4,026 | 12.82% | 19.69% | 73.35% | 0.78% | 28.64% | 23.29% | 34.18 | 37.14 | 35.78 | 29.40 | 22.41 | 23.42 |
| 洽洽食品 | 002557.SZ | 10,470 | 3,560 | 8.95% | 10.62% | 55.59% | 2.67% | 5.65% | 2.53% | 25.06 | 27.06 | 26.79 | 22.20 | 17.69 | 18.07 |
| 海天味业 | 603288.SH | 183,572 | 14,425 | 24.48% | 32.45% | 65.02% | 1.74% | 10.21% | 16.97% | 41.07 | 46.87 | 45.16 | 37.76 | 30.43 | 34.95 |
| 中炬高新 | 600872.SH | 24,157 | 3,561 | 14.36% | 15.26% | 31.64% | 0.76% | 14.19% | 14.28% | 43.51 | 41.15 | 39.25 | 32.21 | 27.32 | 26.60 |
| 安井食品 | 603345.SH | 7,649 | 3,451 | 5.87% | 15.01% | 30.10% | 0.97% | 16.92% | 16.15% | 24.80 | 31.27 | 29.27 | 22.83 | 13.95 | 18.27 |
| 平均值 | | 49,544 | 5,805 | 13.30% | 18.60% | 51.14% | 1.38% | 15.12% | 14.64% | 33.73 | 36.70 | 35.25 | 28.88 | 22.36 | 24.26 |
| 港股休闲食品品牌 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 蒙牛 | 2319.HK | 84,334 | 60,156 | 3.37% | 9.43% | 23.01% | 0.61% | 10.13% | 11.47% | 36.81 | 33.82 | 27.69 | 21.28 | 15.97 | 15.27 |
| 康师傅 | 0322.HK | 61,295 | 58,954 | 3.08% | 9.94% | 50.00% | 1.18% | -2.78% | 6.00% | 39.01 | 18.98 | 20.83 | 19.39 | 11.12 | 7.12 |
| 统一 | 0220.HK | 25,095 | 21,297 | 4.22% | 7.07% | 70.00% | 0.55% | -5.05% | 1.48% | 26.79 | 25.53 | 23.50 | 21.04 | 8.59 | 8.71 |
| 中国旺旺 | 0151.HK | 61,847 | 20,275 | 17.32% | 27.20% | - | 2.68% | -7.85% | -3.52% | 18.04 | 21.10 | 20.26 | 19.71 | 9.81 | 11.39 |
| 达利食品 | 3799.HK | 59,306 | 19,799 | 17.29% | 24.84% | 65.80% | 3.74% | 5.79% | 10.97% | 23.65 | 18.72 | 17.48 | 15.35 | 15.96 | 11.01 |
| Vitasoy | 0345.HK | 27,445 | 5,563 | 9.06% | 18.49% | 59.76% | 1.99% | -2.63% | 19.59% | 26.21 | 45.01 | 39.77 | 36.15 | 14.59 | 19.48 |
| 顺海国际 | 1579.HK | 18,612 | 1,646 | 15.86% | 18.84% | 14.06% | 0.93% | 28.40% | 51.31% | 23.25 | 60.00 | 39.89 | 30.34 | 12.52 | 27.88 |
| 中国食品 | 0506.HK | 10,320 | 12,924 | 14.65% | 35.82% | 220.95% | 0.66% | 0.52% | 36.94% | 9.53 | 10.00 | 17.89 | 14.78 | 5.27 | 7.47 |
| 周黑鸭 | 1458.HK | 5,554 | 3,249 | 23.44% | 20.05% | 30.34% | 1.37% | 15.81% | 15.35% | 21.34 | 10.92 | 11.23 | 10.42 | 14.54 | 6.44 |
| 日清 | 1475.HK | 1,550 | 2,426 | 7.60% | 6.45% | 0.00% | 0.00% | 0.05% | 10.36% | 13.78 | 14.78 | 18.53 | 16.22 | 5.26 | 4.33 |
| 平均值 | | 30,114 | 16,237 | 12.50% | 18.74% | 63.86% | 1.46% | 3.58% | 16.50% | 22.40 | 25.00 | 23.26 | 20.38 | 10.85 | 11.55 |

来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

注: 市值截至 2019 年 2 月 11 日

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。

附录

附录一

图表 37: 财务报表预测

| 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | | 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|----------|---------|---------|---------|---------|--|------------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1088.01 | 1646.22 | 2470.17 | 3252.21 | | 税前利润 | 255.09 | 369.08 | 254.94 | 393.81 |
| 营业成本 | 671.07 | 1034.42 | 1541.91 | 2033.75 | | 折旧及摊销 | 14.68 | 16.09 | 33.59 | 46.46 |
| 毛利润 | 416.94 | 611.80 | 928.26 | 1218.46 | | 财务费用 | -33.69 | 45.44 | -8.37 | -0.94 |
| 经销开支 | 127.92 | 164.62 | 217.97 | 289.45 | | 营运资金变动 | -91.73 | 42.09 | -104.39 | 30.61 |
| 行政费用 | 53.84 | 76.42 | 136.64 | 179.90 | | 已付所得税 | -60.18 | -92.13 | -157.68 | -206.09 |
| 其他收益净额 | 21.48 | 43.75 | 65.79 | 86.62 | | 其他 | 199.08 | 58.10 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | -33.69 | 45.44 | -9.31 | -1.13 | | 经营活动所得现金净额 | 283.24 | 438.68 | 18.09 | 263.83 |
| 除税前溢利 | 255.09 | 369.08 | 648.75 | 836.86 | | 资本支出 | -49.91 | -135.44 | -233.62 | -212.21 |
| 所得税开支 | 68.37 | 107.99 | 165.70 | 221.95 | | 其他 | 5.53 | -27.23 | 0.92 | 2.74 |
| 期内溢利 | 186.72 | 261.09 | 483.05 | 614.90 | | 投资活动所用现金净额 | -44.38 | -162.67 | -232.70 | -209.47 |
| 其他收入 | -0.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 向本公司股东派付股息 | 0.00 | -34.00 | -48.29 | -59.79 |
| 净利润 | 186.21 | 261.09 | 483.05 | 614.90 | | 其他 | 574.41 | 4.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归母净利润 | 186.21 | 260.67 | 469.71 | 597.92 | | 融资活动所得现金净额 | 574.41 | -30.00 | -48.29 | -59.79 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.42 | 13.34 | 16.98 | | 现金及现金等价物增加 净额 | 754.02 | 160.54 | -262.89 | -5.43 |
| | | | | | | 年初现金及现金等价物 | 235.22 | 1022.00 | 1130.21 | 867.31 |
| | | | | | | 现金及现金等价物汇兑 收入 | 32.76 | -52.33 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | | | | | | |
| 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | |
| 土地使用权 | 31.74 | 35.15 | 38.48 | 41.73 | | 毛利率 | 38.3% | 37.2% | 37.6% | 37.5% |
| 物业、厂房及设备 | 116.14 | 180.09 | 304.61 | 392.54 | | 归母净利率 | 17.1% | 15.8% | 19.0% | 18.4% |
| 无形资产 | 2.80 | 5.18 | 6.02 | 6.73 | | ROE | 14.7% | 17.3% | 27.1% | 31.0% |
| 非流动资产总值 | 165.87 | 288.07 | 446.28 | 523.71 | | ROA | 13.1% | 14.4% | 24.1% | 27.8% |
| 存货 | 130.50 | 147.62 | 266.94 | 279.85 | | 收入增长率 | 28.4% | 51.3% | 50.1% | 31.7% |
| 贸易应收款项 | 67.08 | 131.46 | 178.55 | 235.08 | | 归母净利润增长率 | 48.9% | 40.0% | 80.2% | 27.3% |
| 其他流动资产 | 38.22 | 76.67 | 148.60 | 195.65 | | 资产负债率 | 11.1% | 16.7% | 11.2% | 10.2% |
| 现金及等价物 | 1022.00 | 1130.21 | 867.31 | 861.88 | | 流动比率 | 8.0 | 5.0 | 6.9 | 7.4 |
| 流动资产总值 | 1257.79 | 1518.62 | 1504.18 | 1625.35 | | 速动比率 | 7.2 | 4.6 | 5.7 | 6.1 |
| 贸易应付款项 | 71.28 | 136.58 | 162.71 | 214.61 | | 现金比率 | 6.5 | 3.8 | 4.0 | 3.9 |
| 其他流动负债 | 56.75 | 115.03 | 150.93 | 199.07 | | 每股净利润(元) | 0.18 | 0.25 | 0.45 | 0.57 |
| 流动负债总额 | 157.46 | 300.88 | 218.78 | 218.78 | | 每股经营现金流 | 0.27 | 0.42 | 0.02 | 0.25 |
| 非流动负债总值 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 每股净资产 | 1.21 | 1.44 | 1.65 | 1.84 |
| 股本 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | | PE | 21.58 | 30.79 | 48.99 | 38.49 |
| 储备 | 1266.14 | 1505.74 | 1731.61 | 1930.20 | | PB | 16.93 | 5.24 | 13.29 | 11.92 |
| 权益总额 | 1266.21 | 1505.81 | 1731.67 | 1930.27 | | EV/EBITDA | 7.86 | 13.51 | 27.07 | 21.85 |

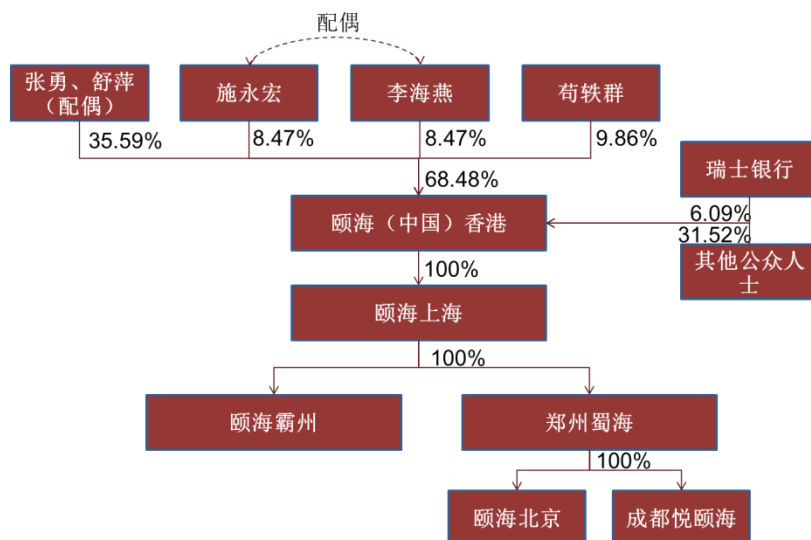
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

附录二

图表 38: 公司历史沿革

| 年份 | 事件 |
|--------|--|
| 2005 年 | 四川海底捞成立其成都分公司 |
| 2006 年 | 第一条火锅底料生产线在成都投入运营，以生产火锅底料，供应予四川海底捞集团经营的火锅餐厅 |
| 2007 年 | 开始向独立 第三方经销商 供应火锅底料产品，该等经销商通常委聘下级经销商及零售商透过超市、杂货店、街坊小店及肉食店出售我们的产品 |
| 2013 年 | 公司在开曼群岛注册成立为投资控股公司 我们在 郑州 的生产线开始投入运营，以生产复合调味料 |
| 2014 年 | 经翻新的 成都 生产线开始投入运营 |
| 2015 年 | 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以增强销售 |
| 2016 年 | 推出 22 种 新品 ：11 种火锅底料及 11 种中式复合调味料 四川成都 工厂新增生产线，新增产能 0.3 万吨 |
| 2017 年 | 安徽马鞍山 项目投产，新增产能 6 万吨 推出 13 种 新品 ：3 种火锅底料、5 种中式复合调味料及 5 种 自加热小火锅 |
| 2018 年 | 投资 3 亿元的 河北霸州 项目一期投产，新增产能 3.5 万吨 推出 14 种 新品 ：3 种火锅底料、3 种中式复合调味料、5 种自加热小火锅及 3 种 拌饭酱 |

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 39: 公司股权结构


来源：公司年报，中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 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 |
| 行业评级 | 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所有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，且仅限中国内地使用。

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。