

火锅产业链专题一：从海底捞扩张看颐海国际成长空间

颐海国际(01579)

依托火锅餐饮蓬勃发展，火锅调料市场空间巨大且增速较高

火锅餐饮是最具代表性的中式菜品之一，2017年火锅餐厅市场收入达4362亿元，市场份额达13.7%，CAGR=11.6%，未来五年规模达7077亿元，是中式餐饮中增速最快的分类。而健康化需求带动中高端火锅底料占比持续提升，2020年市场规模将达310亿元，较2015年增长一倍多。其中中高端火锅底料将达76亿元，较2015年增长近300%，占比达29.6%，市场潜在空间巨大。火锅店连锁经营已成未来发展方向，火锅底料潜在市场预计好于预期，未来三年潜在市场规模可达658亿元，较目前测算的市场规模约2.6倍。行业竞争激烈，中高端火锅底料市场集中度更高，CR3为51.5%，颐海国际是中国最大的中高端火锅底料生产商，市场占比达34.7%，是德庄(10.7%)的三倍之多。

背靠海底捞品牌，充分享受海底捞扩张带来的业绩发展

颐海国际是国内领先的复合调味料生产商，2013-2017年公司营收从3.16亿元增至16.46亿元，CAGR=51.09%，远超火锅调味料和中高端火锅底料行业的复合增长率。而海底捞是全球领先、快速增长的中式餐饮品牌，凭借高开店率+高翻台率+高同店增长，海底捞业绩持续高增，2015-2017年净利润由2.5亿元增至9.3亿元，CAGR达92.85%。定价公平策略使得颐海毛利率和净利率大幅提升，2015年毛利率同比大幅提升10.74pct，净利率提升6.17pct。而产品结构优化，经销全国化布局加速，进一步提升颐海国际业绩增速。根据测算，海底捞门店扩张对颐海国际关联方收入影响，乐观预期收入为14.43(+57.59%)、21.52(+49.12%)、29.30(+36.1%)亿元；中性预期，收入13.59(+48.37%)、19.19(+41.2%)、24.80(+29.25%)亿元；悲观预期，收入13.18(+43.89%)、17.54(+33.07%)、21.59(+23.1%)亿元。

投资建议

在海底捞门店加速扩张的背景下，颐海国际作为独家火锅底料供应商的有望直接受益，同时，颐海国际渠道下沉效果显著，未来经销商数量维持较高增长，产品端结构不断优化及新品层数不穷，有望继续加速公司业绩增长。预计2018-2020年公司收入为25.16、35.67、47.43亿元，净利润为4.35、6.14、8.06亿元，同比增速为67.00%、40.95%、31.42%，对应EPS为0.42、0.59、0.77元，给予买入评级。

风险提示

食品安全风险；海底捞扩张不及预期；餐饮行业增速放缓风险；渠道下沉和新品不达预期

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

港股牌照：BJU617

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

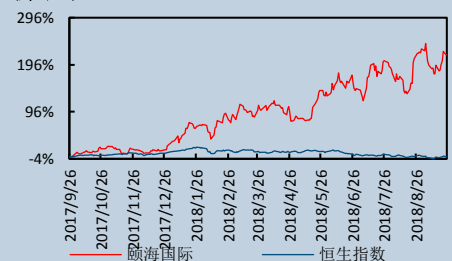
18600232070

执业证书编号：S1440518060003

发布日期：2018年09月28日

当前股价：18.32 港元

股价表现



相关研究报告

目录

一、依托火锅餐饮蓬勃发展，火锅调料市场空间巨大且增速较高.....	1
1.1 火锅是中式快餐增速最快的分部	1
1.2 依托于火锅市场蓬勃发展，火锅调料市场空间巨大且增速较高.....	2
1.2.1 火锅调味料是中国复合调味料市场第二大细分市场.....	2
1.2.2 健康化需求带动中高端火锅底料占比持续提升.....	2
1.2.3 行业竞争激烈，中高端火锅底料市场集中度更高.....	3
二、背靠海底捞品牌，充分享受海底捞扩张带来的业绩发展.....	4
2.1 颐海国际是海底捞独家火锅底料供应商.....	4
2.2 海底捞是我国增速最快的餐饮企业	5
2.2.1 海底捞主打火锅品类，排名第一的中式餐饮企业.....	5
2.2.2 海底捞为何能独树一帜？高开店率+高翻台率+高同店增长	6
2.3 定价公平策略使颐海国际毛利率和净利率大幅提升.....	8
2.4 颐海国际产品结构优化，经销全国化布局加速.....	9
2.4.1 产品结构优化，新品层出不穷.....	9
2.4.2 经销网络全国化布局，电商渠道全方位提升.....	10
2.5 海底捞门店扩张对颐海国际收入增速影响测算.....	11
三、投资建议	12
四、风险提示	12

图表目录

图表 1： 2017 年中国餐饮服务市场的中式餐饮分部明细.....	1
图表 2： 2017 年中式餐饮分部市场规模收入（十亿元）	1
图表 3： 2017 年中式餐饮分部市场收入复合年增长率.....	1
图表 4： 中国复合调味料市场规模（单位：十亿元）	2
图表 5： 中国火锅底料及火锅蘸料市场规模（十亿元）	2
图表 6： 中国火锅底料及蘸料市场规模复合增速.....	2
图表 7： 中国火锅底料市场规模明细（单位：十亿元）	3
图表 8： 中国火锅底料复合增速	3
图表 9： 2015 年火锅调味料市场竞争格局（含底料蘸料）	4
图表 10： 2015 年火锅底料市场竞争格局	4
图表 11： 2015 年中高端火锅底料市场竞争格局.....	4
图表 12： 颐海国际收入及增速	5
图表 13： 颐海国际净利润及增速	5
图表 14： 关联方（海底捞）收入及占比情况	5
图表 15： 海底捞收入及增速	6
图表 16： 海底捞净利润及增速	6
图表 17： 海底捞门店扩张及收入情况	6
图表 18： 海底捞各区域客单价及增速	7

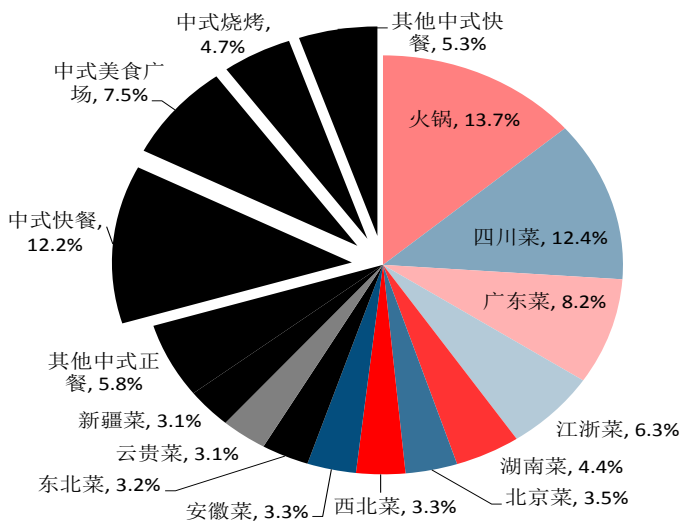
图表 19: 海底捞餐厅网络扩展速度和翻台率	7
图表 20: 海底捞同店销售增长率	7
图表 21: 公司各渠道分产品类别毛利率情况 (%)	8
图表 22: 毛利率和净利率情况	9
图表 23: 公司主要产品分类列表	9
图表 24: 各类别产品收入情况	10
图表 25: 各类别产品收入占比	10
图表 26: 颐海国际每年新品推出数量	10
图表 27: 颐海国际经销商数量增长迅速	11
图表 28: 颐海国际电商收入增速	11
图表 29: 颐海国际关联方收入增速测算	11
图表 30: 颐海国际盈利拆分和预测	12

一、依托火锅餐饮蓬勃发展，火锅调料市场空间巨大且增速较高

1.1 火锅是中式快餐增速最快的分部

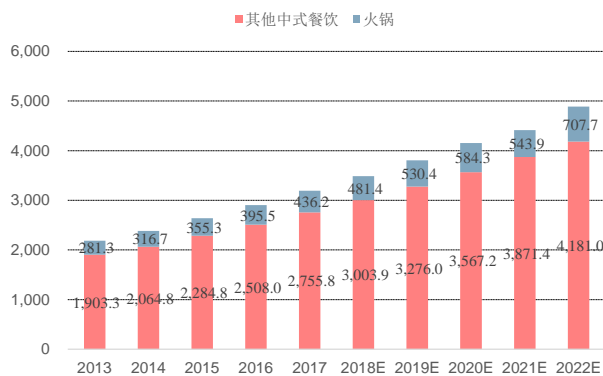
火锅餐饮是最具代表性的中式菜品之一，拥有逾 1700 年历史，在中式餐饮市场占有最大的市场份额。根据 Frost&Sullivan 的资料，2017 年火锅餐厅市场收入达 4362 亿元，市场份额达 13.7%，CAGR=11.6%，预计到 2022 年五年复合增速达 10.2%，规模达 7077 亿元，是中式餐饮中增速最快的分类。

图表1： 2017 年中国餐饮服务市场的中式餐饮分部明细



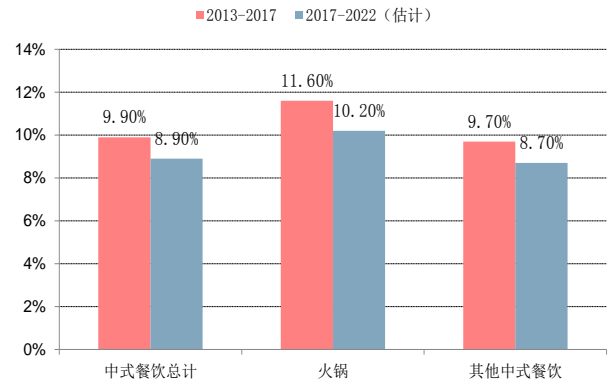
资料来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券研究发展部

图表2： 2017 年中式餐饮分部市场规模收入（十亿元）



资料来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券研究发展部

图表3： 2017 年中式餐饮分部市场收入复合年增长率



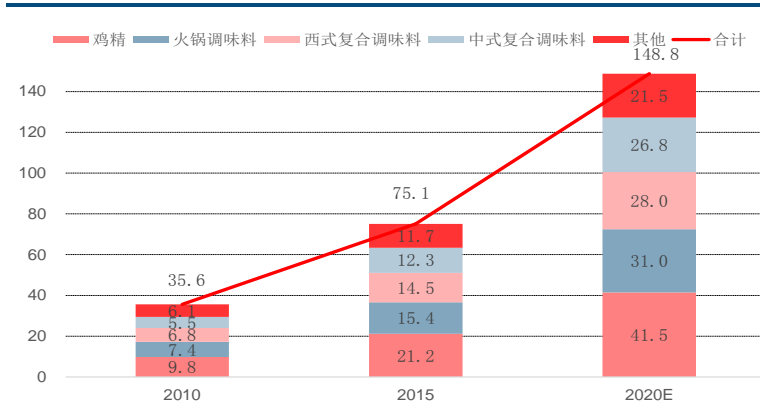
资料来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券研究发展部

1.2 依托于火锅市场蓬勃发展，火锅调料市场空间巨大且增速较高

1.2.1 火锅调味料是中国复合调味料市场第二大细分市场

调味料市场包括单一成分调味料市场及复合调味料市场。2015年，中国复合调味料市场规模751亿元，占调味料总市场规模18.2%，五年复合增速达16.1%。根据Frost&Sullivan的预测，预计中国复合调味料市场规模2020年达1488亿元，占中国调味料总市场规模的22.1%，五年复合增速达14.65%。火锅调味料做为复合调味品第二大细分市场，2015年占比达20.51%，仅次于鸡精占比28.23%。

图表4：中国复合调味料市场规模（单位：十亿元）

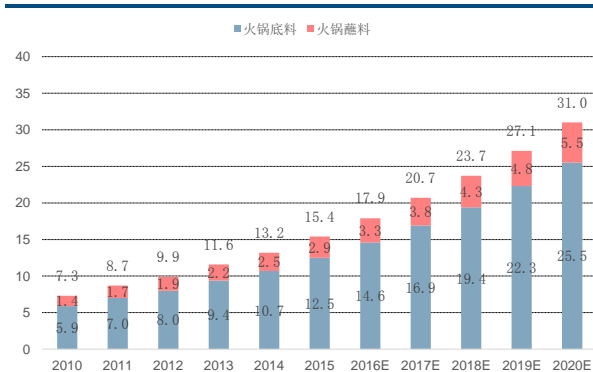


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

1.2.2 健康化需求带动中高端火锅底料占比持续提升

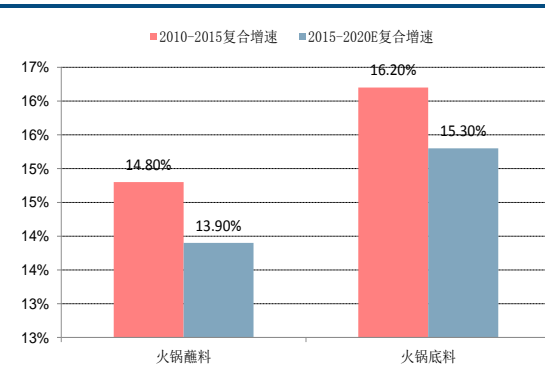
火锅餐饮行业繁荣发展，火锅调味料市场发展迅速。火锅调味料是复合调味料市场的主要部分，包括火锅底料和火锅蘸料。借助火锅餐饮业的繁荣发展，近年来火锅调味料市场发展迅速。2010-2015年火锅调味料复合增速为16.1%，2015年火锅调味料市场规模已达154亿元，根据Frost&Sullivan的预测，2020年市场规模将达310亿元，较2015年增长一倍多，2016-2020年复合增长率15.02%。分类别看，火锅底料2020年预计达255亿元，复合增长率15.3%，火锅蘸料预计达55亿元，年复合增长率13.9%。

图表5：中国火锅底料及火锅蘸料市场规模（十亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

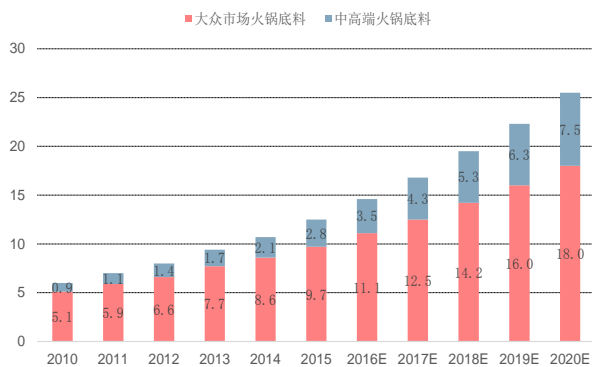
图表6：中国火锅底料及蘸料市场规模复合增速



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

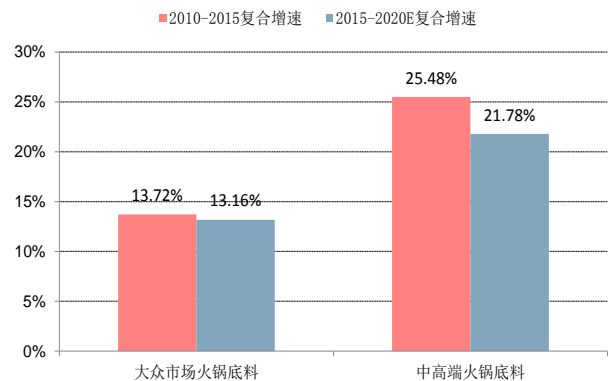
健康化需求带动中高端火锅底料占比持续提升。由于大部分中高端火锅底料含植物油，随着消费者对健康餐饮的需求持续上升，客户（居家消费者+餐饮企业）购买知名生产商火锅底料意愿增强。中高端火锅底料调味料市场的市场规模由2010年的人民币8.7亿元增长至2015年的人民币28.4亿元，复合年增长率为26.8%，超过中国整体复合调味料及火锅调味料行业的增长速度，并预期未来五年将以复合年增长率21.6%增长。自2010年以来，中高端火锅底料占比稳步提升，已从2010年占比14.6%提升至2015年占比为22.6%，根据Frost&Sullivan预测，预计到2020年中高端火锅底料市场将达76亿元，较2015年增长近300%，占比将达29.6%，中高端火锅底料市场潜在空间巨大。

图表7：中国火锅底料市场规模明细（单位：十亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表8：中国火锅底料复合增速



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

火锅店连锁经营已成未来发展方向，火锅底料潜在市场预计好于预期。2015年之前仅部分火锅餐厅和家庭使用包装火锅底料产品，随着火锅餐厅连锁化&标准化经营以及品牌火锅餐饮企业持续向三四线城市渠道下沉（参考海底捞三线以下城市开店量2015-2017年复合增速达96%），包装火锅调味料越来越受欢迎可能刺激火锅调味料市场的进一步增长，预计越来越多的餐厅将开始加大使用包装复合调味料，火锅底料产品的潜在市场可能更大。根据Frost&Sullivan预测，假设所有火锅餐厅选用包装火锅底料产品，2020年潜在市场规模可达658亿元，较目前测算的市场规模约2.6倍，2015年（市场规模按假设测算为389亿元）至2020年复合年增长率达到11.1%。

1.2.3 行业竞争激烈，中高端火锅底料市场集中度更高

火锅调味料行业竞争激烈，格局分散。按照2015年销售价值计算，CR3和CR5分别为20.6%和29.6%；火锅底料行业同样仍较为分散，CR3和CR5分别为24.1%和30.9%。颐海国际是中国第二大火锅调味料和第二大火锅底料生产商，占比分别为6.8%和7.9%，仅次于红九九（占比分别为7.5%和9.2%）。

中高端火锅底料市场集中度高。2015年，中高端火锅底料市场CR3为51.5%，颐海国际是中国最大的中高端火锅底料生产商，市场占比达34.7%，是德庄（10.7%）的三倍之多。

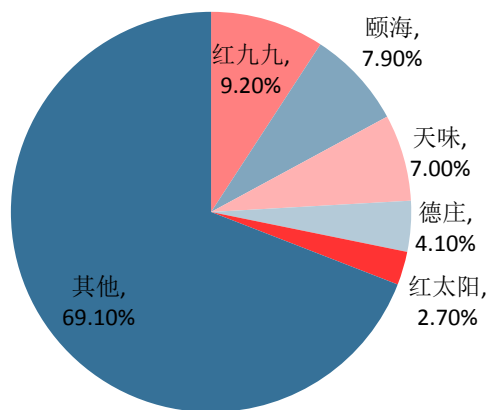
受益于中国消费者不断增强的健康及食品安全意识以及其日益提升的购买力，品牌化和健康化的火锅调味料诉求在不断增强，未来将推动行业集中度持续提升。

图表9： 2015 年火锅调味料市场竞争格局（含底料蘸料）

	销售价值（亿元）	市场份额
红九九	11.6	7.50%
颐海	10.5	6.80%
红太阳	9.7	6.30%
天味	8.7	5.70%
德庄	5.2	3.40%
五大	45.6	29.60%
总计	154	100%

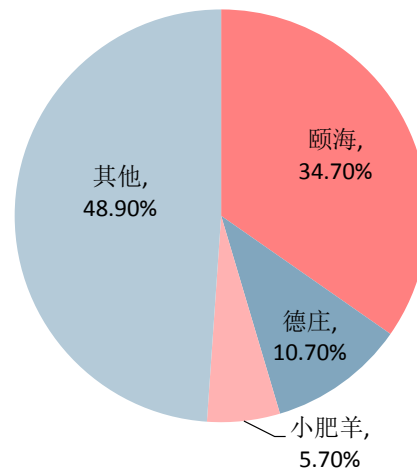
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表10： 2015 年火锅底料市场竞争格局



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表11： 2015 年中高端火锅底料市场竞争格局



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

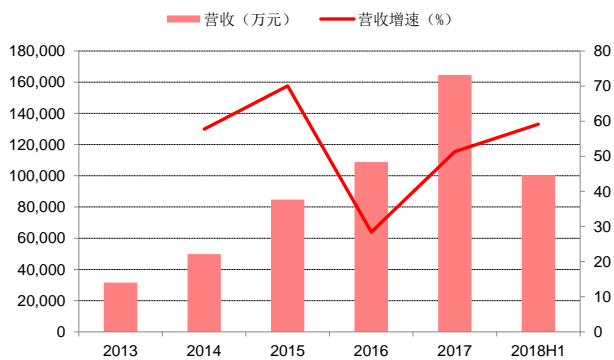
二、背靠海底捞品牌，充分享受海底捞扩张带来的业绩发展

2.1 颐海国际是海底捞独家火锅底料供应商

颐海国际是国内领先的复合调味料生产商，专注于火锅调味料市场，主要销售火锅底料、火锅蘸料及中式复合调味料。2013-2017 年公司营收从 3.16 亿元增至 16.46 亿元，CAGR=51.09%，远超火锅调味料（16.1%）和中高端火锅底料行业（26.8%）的复合增长率。2013-2017 年公司净利润从 0.22 亿元增至 2.61 亿元，CAGR 高达 85.4%。2018H1，颐海国际营收 10.04 亿元（+59.14%），净利润 1.90 亿元（+170.43%），继续保持高增长态势。颐海是海底捞餐厅唯一指定的火锅底料提供商，作为海底捞的独家底料供应商，依托海底捞在中国餐饮业的快速

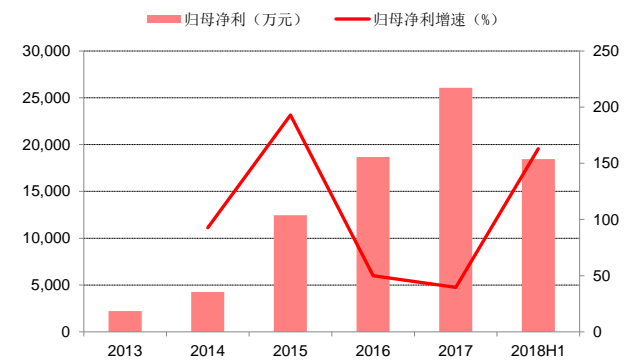
发展，实现了关联销售收入高速增长，关联方（海底捞）收入从 2013 年的 1.81 亿元增至 2017 年 9.2 亿元，年复合增长率 50.05%。2018 年上半年 5.4 亿元，同比增长 24.24%。

图表12： 颐海国际收入及增速



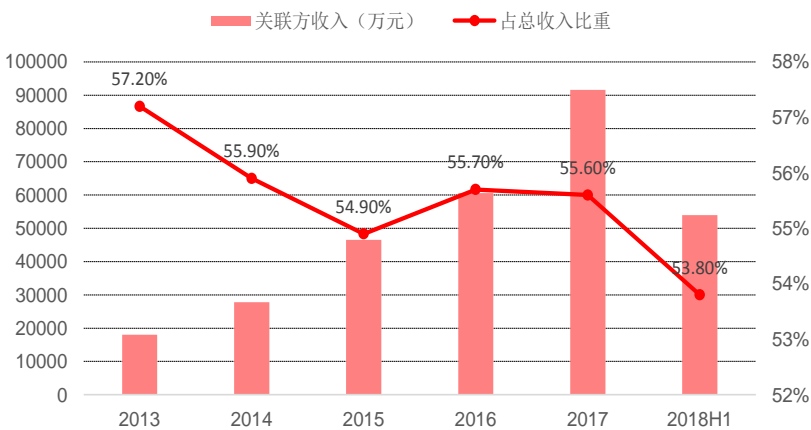
资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

图表13： 颐海国际净利润及增速



资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

图表14： 关联方（海底捞）收入及占比情况



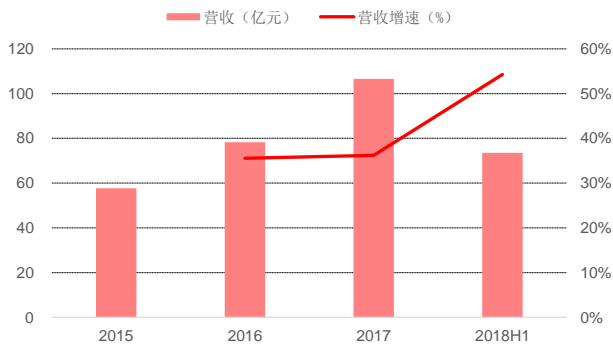
资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

2.2 海底捞是我国增速最快的餐饮企业

2.2.1 海底捞主打火锅品类，排名第一的中式餐饮企业

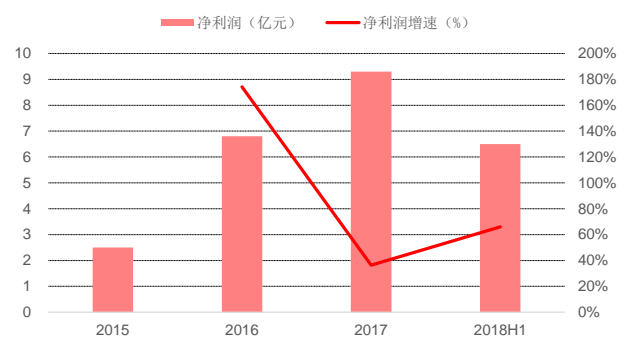
海底捞是全球领先、快速增长的中式餐饮品牌，主打火锅品类。根据 Frost&Sullivan 资料，2017 年公司在 中国及全球中式餐饮市场中均排名第一，也是中国及全球增长最快的中式餐饮品牌。2015-2017 年公司营收由 57.57 亿元增至 106.37 亿元，CAGR 达 35.9%。净利润由 2.5 亿元增至 9.3 亿元，CAGR 达 92.85%。2018 年上半年，公司营收 73.5 亿元，同比增长 54.26%，净利润 6.5 亿元，同比 66.06%，继续维持高增长。从业务构成来看，以餐厅经营（火锅）为主，2015-2017 年收入占比分别达到 98.2%、97.8%、97.8%。

图表15： 海底捞收入及增速



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表16： 海底捞净利润及增速

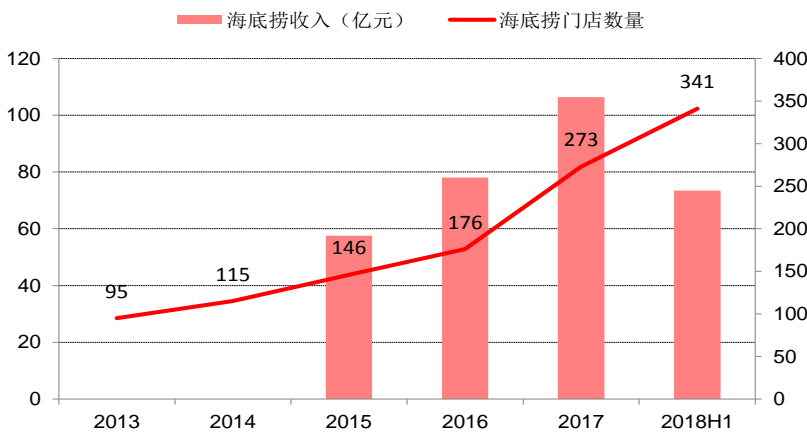


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2.2.2 海底捞为何能独树一帜？高开店率+高翻台率+高同店增长

高开店率带动海底捞业绩高增。海底捞 2015-2018H1 净增 195 家门店，截止到最新可行日期，净增 217 家门店，同期关店 5 家，开店迅猛而关店数量极少。2018 年新开门店翻台率达 4.2，已快于绝大多数餐饮公司整体翻台率。根据公开数据显示，海底捞门店达到盈亏平衡仅需 3-6 个月，成熟极快。2013-2017 年，海底捞门店 CAGR 达 30.2%。

图表17： 海底捞门店扩张及收入情况



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2018H1 人均消费即客单价差异不大，一、二线城市可单价提升幅度相对较大。一线城市客单价最高，达到 106 元，二线紧随其后 94.2 元，三线 91.8 元。2015-2017 年 CAGR 而先最高为 3.71%，一线 2.7%，三线 2.58%。2018H1 一线客单价 (+4.74%) 提升最大，二线其次提升+3.86%，三线以下+1.44%。

图表18： 海底捞各区域客单价及增速

	2015	2016	2017	2018H1	CAGR (2015-2017)	2018H1YOY
一线城市	93.2	95.3	98.3	106.0	2.70%	4.74%
二线城市	86.1	88.5	92.6	94.2	3.71%	3.86%
三线及以下城市	89.8	92.8	94.5	91.8	2.58%	1.44%
中国内地餐厅	89.2	91.4	94.6	96.6	2.98%	2.99%
中国内地以外	215.2	215.4	179.6	196.1	-8.65%	-7.28%
整体	91.8	94.5	97.7	100.3	3.16%	3.40%

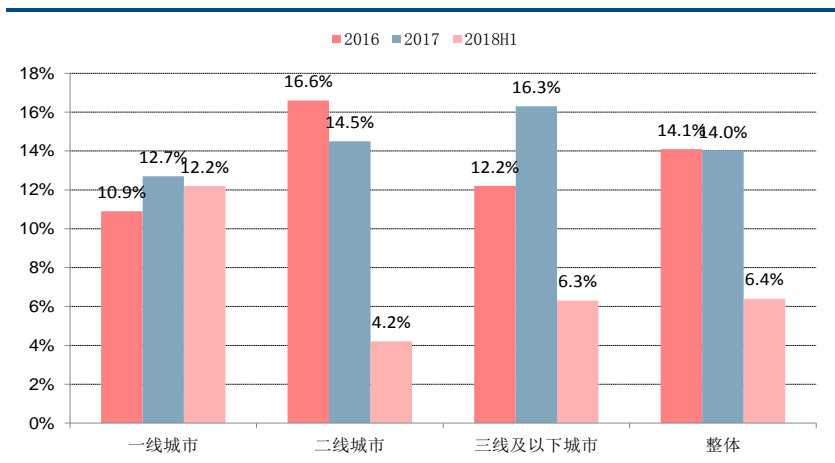
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

渠道下沉并未影响翻台率及同店增长，翻台率&同店稳步提升，印证消费升级趋势明显，三线以下城市扩张空间广阔：2015年至2018年上半年，公司整体翻台率分别为每天4.0、4.5、5.0、4.9次，翻台率稳步提升，2015-2017翻台率CAGR为11.8%，远高于同行水平。其中，一线，二线，三线翻台率CAGR分别为10.94%、12.62%和15.88%，表明海底捞向三线以下城市下沉并未受到翻台率拖累，印证消费升级趋势显著，三线以下城市扩张空间广阔。公司翻台率始终为行业内最高的公司之一，也反映出公司受顾客欢迎、超卓的顾客服务及有效率的餐厅管理。从新开业餐厅数据来看，2015-2018H1翻台率分别为4.1、4.8、4.6、4.2次，由于2018年上半年开店主要集中在Q2，对新增门店翻台率略有影响，考虑到海底捞门店成熟极快，预计到年底，新增门店翻台率将会有明显改善。2017年海底捞在二三线城市门店新增数量高增，同店亦增长显著。

图表19： 海底捞餐厅网络扩展速度和翻台率

	餐厅数量	新开店数量	整体翻台率	新店翻台率
2015	146	36	4.0	4.1
2016	176	32	4.5	4.8
2017	273	98	5.0	4.6
2018H1	341	71	4.9	4.2

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表20： 海底捞同店销售增长率


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2.3 定价公平策略使颐海国际毛利率和净利率大幅提升

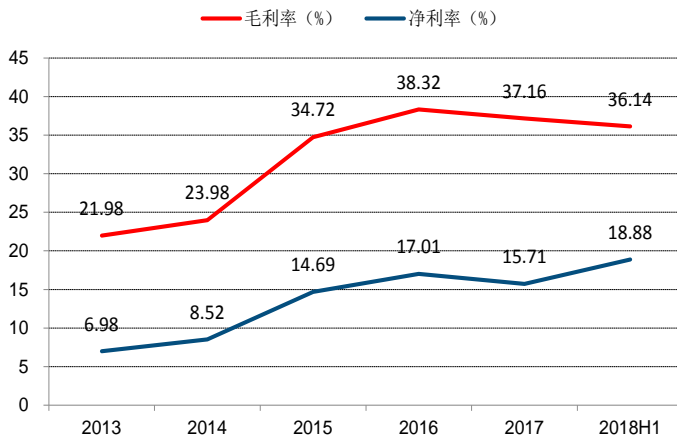
2014年8月前，作为海底捞集团及其附属公司的内部供货商，公司主要是按照成本加成定价销售定制产品及零售产品。自2014年8月之后，公司与关联方采纳新定价政策，即净利率与独立第三方销售的净利率相同。同时考虑到关联销售无需重大包装成本或销售及经销开支，向海底捞集团及其附属公司销售的定价仍不同于第三方销售定价。2015年8月，受关联方定制产品配方调整和原材料价格波动影响，公司调高了关联方定制产品的价格。2016年1月，考虑公司不断加大关联方零售产品的营销力度，公司进一步修订关联方零售产品的定价政策，关联方零售产品的定价跟随向第三方销售定价。公司独立非执行董事每半年定期回顾及重估销售价格并作出适当调整，若关联产品的生产成本及开支出现重大变动，公司也会对价格做出调整，以维持净利率水平。

受定价政策变化的有利影响，公司盈利水平提升显著。整体来看，2015年毛利率同比大幅提升10.74pct，净利率同比提升6.17pct，近三年毛利基本维持在35%以上，净利率15%以上。2017年毛利率下滑主要是受成本上升和渠道结构调整影响，而净利率下滑主要因为人民币升值导致汇兑损失5000万，但毛利率和净利率整体上会维持稳中向上趋势。分产品来看，火锅底料毛利率提升最为显著，2015年同比提升12.4pct，火锅蘸料提升6.1pct。

图表21： 颐海国际各渠道分产品类别毛利率情况（%）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
火锅底料（关联）	6.30	9.70	24.20	28.50	27.90	26.60
火锅底料（第三）	44.30	43.70	51.60	56.00	53.00	56.10
火锅底料（整体）	19.20	21.70	34.10	37.60	36.20	34.90
火锅蘸料（关联）		5.20	20.80	41.40	50.10	44.80
火锅蘸料（第三）	34.60	26.50	32.30	34.30	40.40	39.80
火锅蘸料（整体）	34.60	26.20	32.30	34.30	40.40	39.80
中式复合调味品（关联）	1.80	7.40	26.60	37.40	28.80	29.00
中式复合调味品（第三）	41.90	42.50	44.60	48.40	46.70	49.60
中式复合调味品（整体）	39.40	40.50	43.20	46.90	42.50	47.60
自加热小火锅（关联）					41.60	33.80
自加热小火锅（第三）					34.60	30.20
自加热小火锅（整体）					34.60	30.30
总体毛利率	22.00	24.00	34.70	38.30	37.20	36.10

资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

图表22： 颐海国际毛利率和净利率情况


资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

2.4 颐海国际产品结构优化，经销全国化布局加速

2.4.1 产品结构优化，新品层出不穷

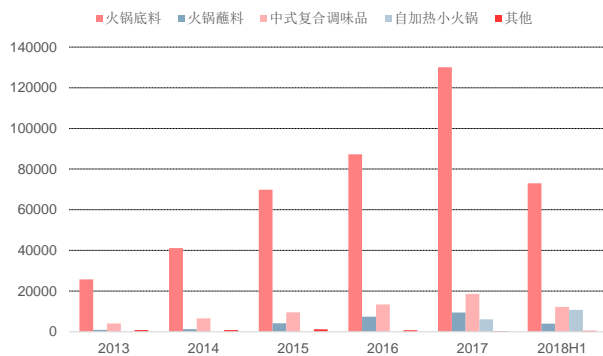
公司原有的产品体系主要包括三大系列，火锅底料、火锅蘸料和中式复合调味品。2017年，推出自加热小火锅产品系列，进一步丰富产品体系。从产品种类来看，公司目前已有 81 款产品，其中火锅底料 48 款、火锅蘸料 9 款、中式复合调味品 16 款、自加热小火锅 8 款，较 2015 年增加 25 款，产品种类不断延伸扩展。经过多年的积累和发展，核心品种火锅底料已形成以植物油、动物油、非辣营养三大类为主的产品体系，引领了中高端火锅底料市场的发展。从收入占比来看，火锅底料仍是公司的主要收入贡献品种，销售收入从 2013 的 2.57 亿元增至 2017 年 13.01 亿元，复合增长率 50%，收入占比超过 70%，但近年有逐步下滑趋势，而自加热小火锅自推出以来，增长迅速，去年一经推出销售收入便突破 6000 万元，今年上半年突破 1 个亿，收入占比达到 10.7%，未来有望成为公司新的业绩增长点。

图表23： 公司主要产品分类列表

产品类别	主要产品	种类
火锅底料产品	植物油火锅底料产品；	48
	动物油火锅底料产品；	
	多种不同口味的非辣营养火锅底料产品，包括三鲜、菌汤、清汤、西红柿及海鲜。	
火锅蘸料产品	精品蘸料产品，包括醇香味及香辣味；	9
	普通蘸料产品，包括原味、香辣味、鲜香味及海鲜味。	
中式复合调味品	海鲜调味品，包括上汤酸菜鱼；	16
	麻辣混合调味品，包括麻辣香锅、清真麻辣香锅、毛血旺及清油麻辣烫。	
自加热小火锅产品	自热式懒人自煮方便火锅，包括番茄牛腩、番茄小酥肉等	8

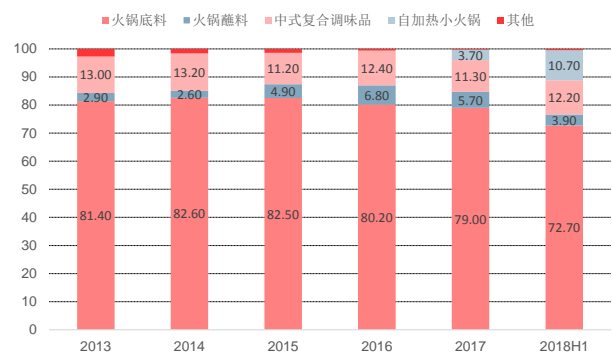
资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

图表24： 各类别产品收入情况



资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

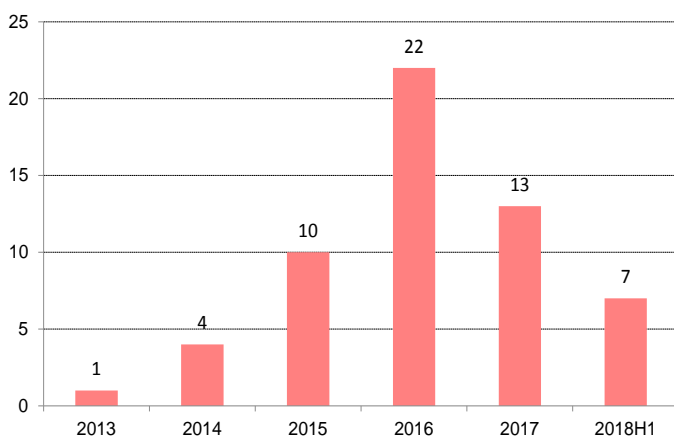
图表25： 各类别产品收入占比



资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

而公司新品研发力度不断加强。2013至2018H1，公司陆续推出了近60款新品，2015年后，公司每年新品均在10款以上。尤其是上半年，公司引入了产品项目制。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，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，未来新品创新能力有望加强。同时，公司也持续改良配方来提高产品质量，满足消费者期望及提升食品安全标准。

图表26： 颐海国际每年新品推出数量



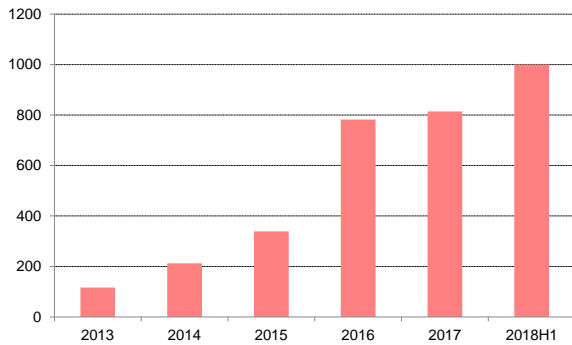
资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

2.4.2 经销网络全国化布局，电商渠道全方位提升

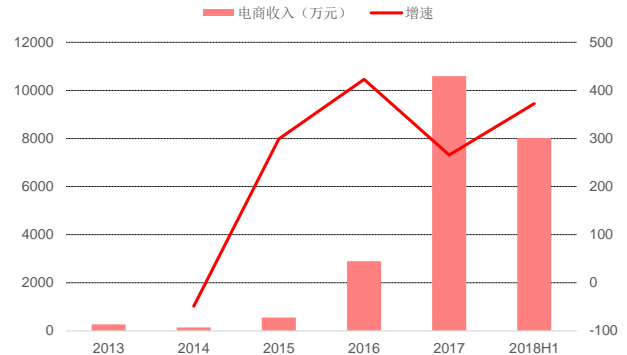
除供应关联方海底捞外，公司持续提升第三方销售能力，建立并完善销售网络，实现全国化布局。目前，公司经销商网络已覆盖全国31个省、港澳台地区及24个海外国家。城市范围全国所有一线城市，32个二线城市及超过300个三四线城市，渠道下沉效果显著。而根据公司2018年中报，经销商数量已经突破1000家，较去年年底增加186家。同时，受益于多年服务海底捞及关联公司，公司积累了丰富的餐饮行业经验，第三方餐厅客户扩展速度加快。上半年，定制餐饮客户达到84家，较2017年同比增长21.7%，销售收入2000万元，同比增长70.8%。

电商方面，公司已在天猫、苏宁、京东等电商平台拥有5家旗舰店，上半年实现销售收入8020万元，同比

增长 372.4%，电商渠道持续发力。今年以来，公司在线平台推出多款新产品，在品牌传播和销售业绩均表现较好。同时，为了提升在线消费者购物体验，在华东地区建立分仓，加速华东地区消费者收货时效，下半年还将计划开设华南分仓，进一步提升广东、福建、广西、云南、海南等地区消费者的在线购物的收货时效。

图表27： 颐海国际经销商数量增长迅速


资料来源：招股书，公司年报，中信建投证券研究发展部

图表28： 颐海国际电商收入增速


资料来源：招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

2.5 海底捞门店扩张对颐海国际收入增速影响测算

结合海底捞翻台率、经营天数等情况，我们测算海底捞门店扩张对颐海国际关联方收入的影响，具体测算结果，在乐观预期下，关联方收入为 14.43 (+57.59%)、21.52 (+49.12%)、29.30 (+36.1%) 亿元；中性预期下，关联方收入 13.59 (+48.37%)、19.19 (+41.2%)、24.80 (+29.25%) 亿元；悲观预期下，关联方收入 13.18 (+43.89%)、17.54 (+33.07%)、21.59 (+23.1%) 亿元。

图表29： 颐海国际关联方收入增速测算

	2015年	2016年	2017年	乐观预期			中性预期			悲观预期		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
门店数量	146	176	273	492	741	1000	452	651	830	432	581	710
YOY (%)	26.96	20.55	55.11	80.22	50.61	34.95	65.57	44.03	27.5	58.24	34.49	22.2
火锅底料销量(万吨)	1.66	2.16	3.11	5.04	7.59	10.35	4.75	6.77	8.78	4.61	6.20	7.64
YOY (%)		30.22	44.13	61.96	50.72	36.41	52.77	42.57	29.71	48.18	34.47	23.35
火锅底料收入(亿元)	4.47	5.84	8.71	13.70	20.49	27.96	12.92	18.29	23.72	12.53	16.73	20.63
YOY (%)	60.46	30.67	49.25	57.21	49.61	36.41	48.29	41.53	29.71	43.83	33.48	23.35
其他业务收入(亿元)	0.18	0.22	0.45	0.74	1.03	1.34	0.67	0.90	1.08	0.65	0.81	0.95
YOY (%)		19.55	103.32	65	40.00	30.00	50.00	35.00	20.00	45.00	25.00	18.00
关联方总收入(亿元)	4.65	6.06	9.16	14.43	21.52	29.30	13.59	19.19	24.80	13.18	17.54	21.59
YOY (%)	67.05	30.24	51.21	57.59	49.12	36.1	48.37	41.2	29.25	43.89	33.07	23.1

资料来源：招股书，公司公告，中信建投证券研究发展部

三、投资建议

建议重点关注中高端火锅底料生产商颐海国际。在海底捞门店加速扩张的背景下，颐海国际作为独家火锅底料供应商的有望直接受益，预计 2018-2020 年关联方收入增速为 48.37%、41.20%、29.25%。同时，颐海国际渠道下沉效果显著，未来经销商数量维持较高增长，产品端结构不断优化及新品层数不穷，有望继续加速公司业绩增长。预计 2018-2020 年公司收入为 25.16、35.67、47.43 亿元，净利润为 4.35、6.14、8.06 亿元，同比增速为 67.00%、40.95%、31.42%，对应 EPS 为 0.42、0.59、0.77 元，给予买入评级。

图表30： 颐海国际盈利拆分和预测

单位：万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
火锅底料	69865.2	87252.3	130120.3	193692.2	273138.4	359060.6
YOY (%)	69.79	24.89	49.13	48.86	41.02	31.46
第三方	25190.9	28874.5	42992.1	64488.2	90283.4	121882.6
关联方	44674.3	58377.8	87128.2	129204.0	182855.0	237178.0
火锅蘸料	4121.0	7396.0	9420.5	12245.1	15312.7	18375.2
YOY (%)	223.55	79.47	27.37	29.98	25.05	20.00
第三方	4115.7	7385.6	9392.4	12210.1	15262.7	18315.2
关联方	5.3	10.4	28.1	35.0	50.0	60.0
中式复合调味品	9523.1	13454.5	18627.3	24516.5	30416.0	36499.8
YOY (%)	44.77	41.28	38.45	31.62	24.06	20.00
第三方	8772.0	11635.1	14286.0	17857.5	21429.0	25714.8
关联方	751.1	1819.4	4341.3	6659.0	8987.0	10785.0
自加热小火锅产品			6144.5	20875.9	37570.7	60105.1
YOY (%)				239.75	79.97	59.98
第三方			6134.1	20855.9	37540.7	60065.1
关联方			10.4	20.0	30.0	40.0
其他	1225.0	698.6	309.5	300.0	300.0	300.0
总收入	84733.9	108801.4	164622.1	251629.7	356737.8	474340.7
YOY (%)	70.07	28.40	51.31	52.85	41.77	32.97
净利润	12454.7	18672.0	26067.0	43531.9	61358.9	80637.9
YOY (%)		48.92	39.60	67.00	40.95	31.42

资料来源：中信建投证券研究发展部

四、风险提示

食品安全风险；海底捞扩张不及预期；餐饮行业增速放缓风险；渠道下沉和新品不达预期

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003,中信建投证券食品饮料首席分析师，英国莱彻斯特大学经济学硕士，专注白酒行业研究，把握产业趋势。anyaze@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859