

01579.HK 颐海国际

建议：申购

快速成长的中高端火锅调味料龙头

2016年07月01日

招股数据

报告日期	2016.07.01
招股价(港元)	2.98-3.42
总股本(亿股)	10.4
发行后市值(亿港元)	30.99-35.57
每股净资产(元)	0.97
PB (IPO后)	2.5-2.9

数据来源：招股说明书

相关报告

海外消费研究

高级分析师：王佳卉

wangjihui@xyzq.com.cn

SFC: BAD529

SAC: S0190516030002

投资要点

- **中国领先的复合调味料生产商：**公司以生产及销售火锅底料和蘸料及中式复合调味品产品为主，作为海底捞集团在中国的火锅底料产品独家供应商，同时以“海底捞”为品牌向市场销售调味料产品。公司拥有全国性的销售网络，在天猫及京东等电商渠道有所布局，目前是中国第二大火锅调味料生产商，最大的中高端火锅底料生产商。公司盈利水平呈现持续提升，毛利率从2013年的22%提升至2015年的34.7%，期间净利润率从7%提升至14.7%。作为中国五大火锅调味料生产商中销售价值增长速度最快的公司，公司收入从2013年的3.16亿元提升至2015年的8.47亿元，复合年增长率达63.8%，净利润从2013年的2210万人民币增加至2015年的1.25亿元，复合年增速为137.6%。未来公司将坚持专注中高端市场，继续拓展至复合调味料市场的细分市场。
- **建议申购：**不考虑超额配股权的行使，公司全球发售后总股本合计10.4亿股，根据公司的发售价格范围，对应2015年P/E为20.7x至23.8x之间。公司截止2016年4月底前四个月，公司的收入及毛利分别为2.7亿元和9200万元，分别同比增长24%和52.5%。海底捞集团2016年预计持续增加店面数量超过60家，有望给公司年内业绩增长带来支持，同时公司2015年8月对关联方销售价格的提升也有利于2016年全年盈利性的提升。港股市场业务与公司具有可比性标的稀缺，目前港股市场消费板块对应2016年P/E为16x，考虑到公司2016年业绩的成长性，我们认为公司发售价格范围合理，建议申购。

公司名称	颐海国际
股票代码	1579.HK
招股截止时间	2016年7月6日
上市日期	2016年7月13日
发行股数(亿股)	2.6
—香港发售数(亿股)	0.26
—国际配售数(亿股)	2.34
发行后总股本(亿股)	10.4
发行价范围(港元/每股)	2.98-3.42
发行后市值(亿港元)	30.99-35.57
独家保荐人	中金香港证券
联席账簿管理人	中金香港、麦格里资本、星展亚洲、招商证券(香港)
会计师	罗兵咸永道会计师事务所

报告正文

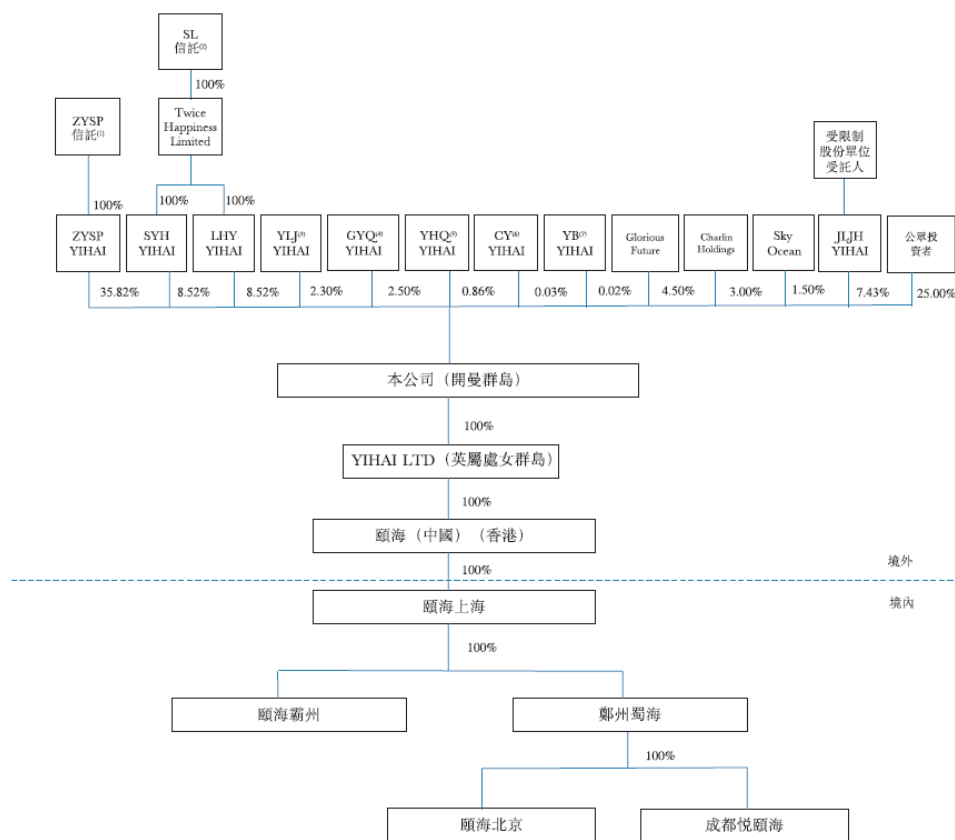
1. 中高端火锅调料龙头

公司是中国领先的复合调味料生产厂商，以生产及销售火锅底料和蘸料及中式复合调味品产品为主。目前公司有三个主要产品系列，提供 56 种产品，其中包括 38 款火锅底料产品、9 款火锅蘸料和 9 款中式复合调味品。目前在中国火锅调味料市场，包括火锅底料和火锅蘸料，是复合调味料行业的第二大细分市场，而公司是中国第二大火锅调味料生产商，是中国最大的中高端火锅底料生产商。

公司是海底捞集团在中国的火锅底料产品的独家供应商，同时公司以“海底捞”为品牌向市场销售调味料产品。

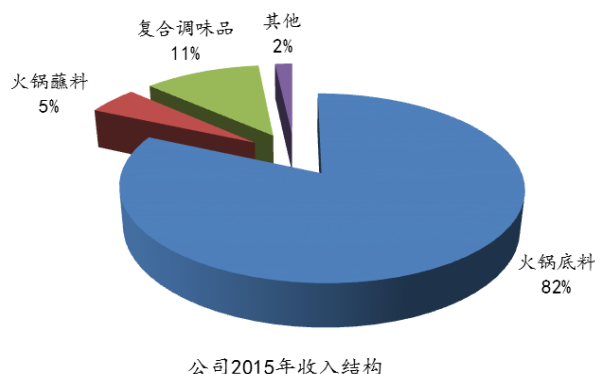
公司与海底捞拥有稳定和长久的互惠关系，公司作为海底捞集团在中国的唯一火锅底料供应商，同时海底捞集团永久免费授权公司使用海底捞品牌生产调味品。随海底捞集团的迅速扩张，公司向海底捞集团销售产生的收入从 2013 年的 1.8 亿元增加到 2015 年的 4.57 亿元，三年间销售收入分别占公司总收入比重的 57%、56% 和 54%。

图 1、全球发售完成后公司组织架构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、2015 年公司收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

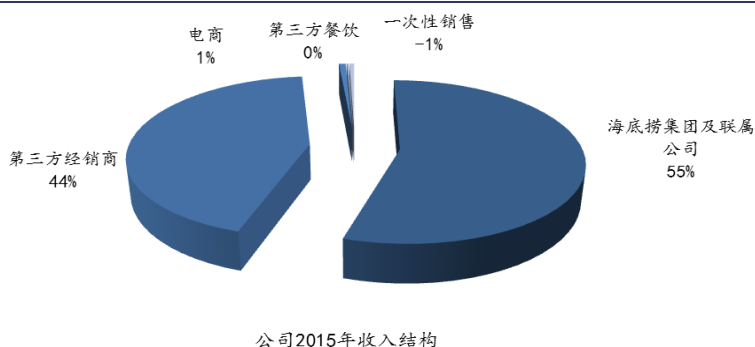
2. 拥有全国性销售网络

公司作为中高端火锅调味料生产商，是中国第二大火锅调味料生产商。同时公司是中国最大的中高端火锅底料生产商，市占率超过 30%，是第二大市场参与者的三倍多。公司建立了官方的全国性网络，截止 2015 年底在中国 31 个省级地区及 11 个海外国家经销拥有 339 家经销商，覆盖了中国超过 6000 家大型超市及传统零售渠道。另外，公司也在天猫及京东等电商渠道有所布局。

海底捞集团作为中国最大连锁火锅餐厅，其扩张支持了公司市占率的提升。海底捞集团的连锁餐厅从 2013 年的中国的 24 个城市扩张到 2015 年的 39 个城市，数目从 93 家扩展到 142 家，截止 2015 年底在五个海外地点拥有共 7 家火锅餐厅。

另外，公司已于 2015 年开始增加了通过海底捞火锅餐厅进行产品零售的营销力度，透过海底捞火锅餐厅将产品授予零售客户。

图 3、2015 年公司渠道收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

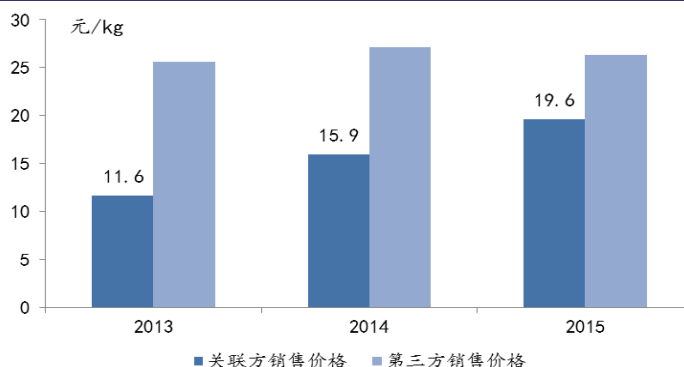
3. 拥有较高水平的盈利性

公司盈利水平呈现持续提升，毛利率从 2013 年的 22% 提升至 2015 年的 34.7%，

净利润率也从 2013 年的 7% 提升至 2015 年的 14.7%。

价格方面，公司对关联方售价 2014 年下半年以来发生较大变化。2014 年 8 月前，公司作为海底捞集团的内部供应商，供应价格按照成本加成方式决定，相对低于提供给第三方的销售价格。2014 年 8 月，公司根据关联方定制产品及关联方零售产品的新定价政策，决定给海底捞集团的供应价格，使公司的净利润率与向独立第三方销售所产生的净利润率相同。透过新的定价，公司向关联方出售的火锅底料均价从 2013 年的 17 元提升至 2015 年的 27 元，中式复合调味料每公斤售价从 2013 年的 11.6 元提升至 2015 年的 19.6 元。而来自关联方的纯利润对公司总纯利润贡献率从 2013 年的 10% 提升至 2015 年的 50%。

图 4、公司主要产品价格

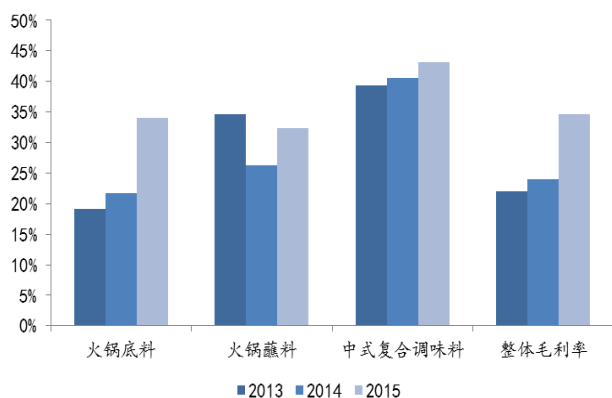


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司的主要原材料为植物油、动物油、辣椒、花椒，以及塑料、纸等包材，公司会参考历史趋势和季节性因素每年制定采购计划，且每一种原材料至少保持两名供应商。公司成本控制稳定，2013 年到 2015 年间公司的销售成本分别占收入的 78%、76% 和 65%。

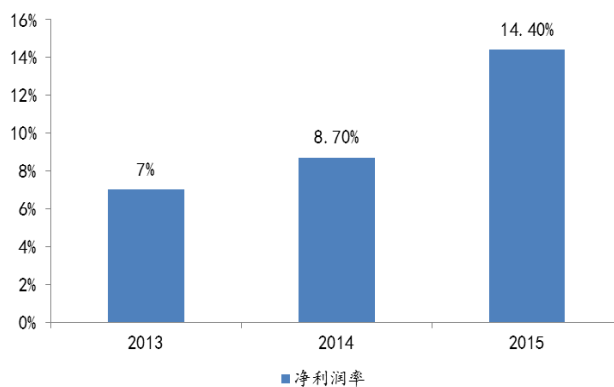
2015 年 8 月，由于部分关联方定制产品的配方发生改变，增加了大豆油及辣椒等原料数量，公司根据新定价策略进一步调高向部分关联方提供产品的价格，预计也将对公司 2016 年的收益及盈利性形成利好。

图 5、公司核心业务毛利率



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、公司净利润率持续提升

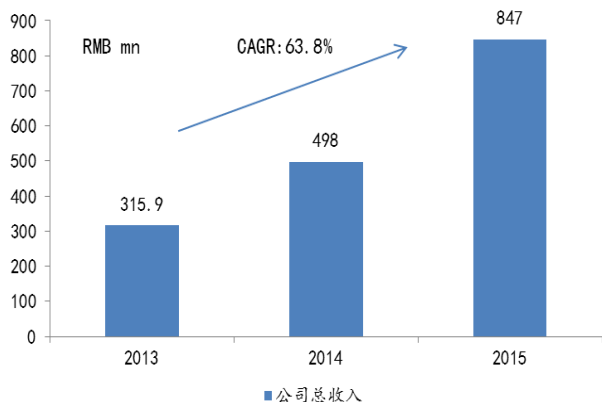


数据来源：公司资料，兴业证券研究所

4. 中国五大火锅调味料生产商中销售价值增长速度最快的公司

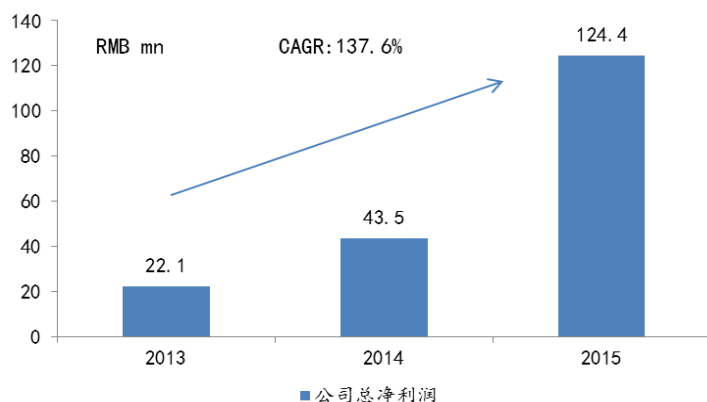
公司收入从 2013 年的 3.16 亿元提升至 2015 年的 8.47 亿元，复合年增长率达 63.8%，净利润从 2013 年的 2210 万人民币增加至 2015 年的 1.25 亿元，复合年增长率为 137.6%。公司向关联方销售收入比重及销量在 2013 年至 2015 年期间呈下跌趋势，主要是第三方销售的增长迅速。未来公司将坚持专注中高端市场，继续拓展至复合调味料市场的细分市场。

图 7、公司收入实现快速增长



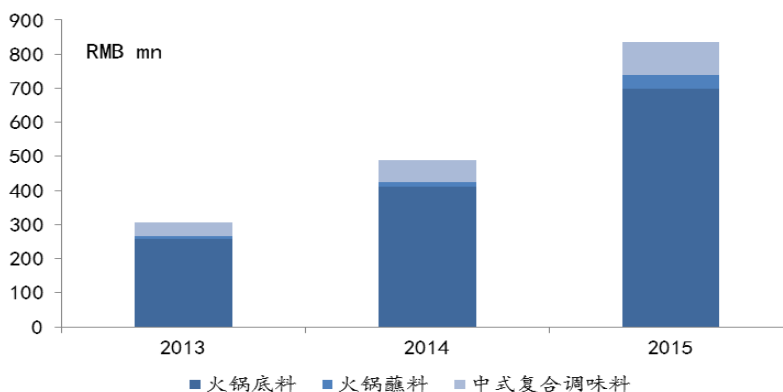
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 8、公司净利润快速增长



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 9、公司火锅底料增长较快



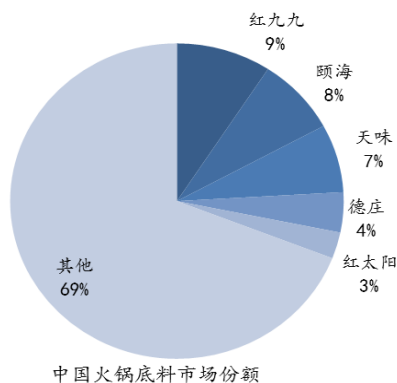
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

5. 所处行业处于快速增长阶段

中国调味料过去五年间实现强劲增长，复合增速为 12.6%，销售规模已达到 4130 亿元。调味料市场包括单一成分调味料和复合调味料市场，2015 年中国调味料市场规模约 751 亿元。根据公司招股说明书资料显示，预计中国复合调味料 2015 年到 2020 年复合增速约为 14.7%。中国复合调味料市场包括鸡精、火锅调味料、中式复合调味料和西式调味料，其中火锅调味料和中式复合调味料分别占中国复合调味料总市场规模的 20%和 16%。公司资料显示，预计 2015 年到 2020 年之间火

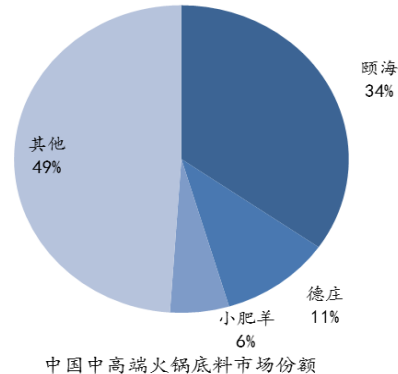
锅调味料和中式复合调味料市场规模复合增速分别为 15% 和 16.9%。公司拥有中国火锅底料第二大的市场份额为 8%，在中高端火锅底料市场，市场占有率达到首位为 34%。

图 10、中国火锅底料市占率



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 11、中国中高端火锅底料市占率



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

6. 考虑公司 2016 年业绩成长性，建议申购

公司全球发售包括香港公开发售 2600 万股股份和国际发售 2.34 亿股股份，发售价为发售价范围 2.98 港元到 3.42 港元。根据公司发售价区间的中位数 3.2 港元，扣除开支后此次发售所得款净额约 7.5 亿元港币。募得净额资金的 30% 用于霸州生产基地一期，25% 用于潜在的收购机会，25% 用于推广产品和品牌，10% 用于提升公司研发实力，其余 10% 用于运营资金。

目前海底捞的创始人张勇及其配偶舒萍共持有颐海国际 47.76% 的股份，是主要股东之一，马云等人创建的云锋基金持有颐海 6% 的股权。Glorious Future、Charlin Holdings 以及 Sky Ocean 为本次首次公开发售前投资者。公司此次 IPO 并未引入基石投资者，中金为本次全球发售的独家保荐人。

不考虑超额配股权的行使，公司全球发售后总股本合计 10.4 亿股，根据公司的发售价范围，参考市值在 30.99 亿元港币到 35.57 亿元港币之间，对应 2015 年 P/E 为 20.7x 至 23.8x 之间。公司截止 2016 年 4 月底前四个月，公司的收入及毛利分别为 2.7 亿元和 9200 万元，分别同比增长 24% 和 52.5%。海底捞集团 2016 年预计持续增加店面数量超过 60 家，有望给公司年内业绩增长带来支持，同时公司 2015 年 8 月对关联方销售价格的提升也有利于 2016 年全年盈利性的提升。公司预计上市开始约 5900 万元，其中 1470 万元预计在 2016 年收入中扣除，其余将资本化为递延开支，预计对 2016 年业绩影响有限。港股市场业务与公司具有可比性标的稀缺，目前港股市场消费板块对应 2016 年 P/E 为 16x，考虑到公司 2016 年业绩的成长性我们认为公司发售价范围合理。公司于 6 月 30 日开始招股，香港公开发售时间为 6 月 30 日上午 9 时，并预计将于 7 月 6 日 12 时结束，于 7 月 13 日挂牌上市，建议申购。

7. 风险提示

- 食品安全风险;
- 失去“海底捞”品牌的专有权的风险;
- 海底捞集团业务萎缩风险;
- 原材料价格波动及费用大幅支出风险。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。