

公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

颐海国际 (1579 HK)

高毛利产品营收贡献提升推高每股盈利预测

- 鉴于最近海底捞的关店, 下调关联方销售预测
- 随着竞争缓和, 第三方销售有望环比提高
- 维持中性评级; 目标价上调至41.9港元

关联方销售额将受到负面影响

鉴于海底捞最近宣布关闭300家餐厅(截至21年上半年占海底捞餐厅总数的19%), 我们预计颐海的关联方销售量将受到海底捞的负面影响。尽管如此, 我们预计关联方销量的下降幅度将低于19%, 考虑到即将关闭的餐馆大多表现不佳且翻台率低于2.0倍。我们预计颐海的关联方产品单价将继续承压, 以抵消关店给海底捞带来的负面财务影响。尽管如此, 考虑到今年原材料价格的上涨, 我们认为颐海不会在平均售价上做出更多让步。

我们预计颐海的第三方销售环比提升

与其他调味品公司类似, 颐海在21年三季度提高了某些产品的零售价。此外, 随着竞争对手退出火锅底料市场, 我们认为火锅调味料和复合调味品领域的行业竞争的激烈程度与上半年相比有所降低。然而, 我们认为方便速食板块的激烈市场竞争将延续。统一(220 HK - 买入)继续推动其开小灶小火锅和自热饭/面, 而康师傅(322 HK - 买入)也推出了自热面, 并在密切关注自热火锅和饭产品。面对激烈的竞争, 颐海还下调了小火锅的价格来进行渠道下沉。

上调盈利预测; 新目标价41.9港元

鉴于海底捞近期的闭店, 我们将21/22/23财年的营收预测分别调整-0.2%、-6.9%和-9.9%。然而, 由于高毛利产品营收贡献增大(对海底捞的关联方销售和方便速食产品的销售占比降低)推高了综合利润率, 我们将21/22/23财年的每股盈利预测分别上调5.7%/3.8%/1.6%。我们基于22财年每股盈利预测和35倍(此前是35倍)目标市盈率, 得出目标价41.9港元(此前为39.9港元)。维持中性评级。

主要催化剂: 销售额和利润率超预期。

主要下行风险: 对第三方的平均售价低于预期。

盈利预测及估值

截至12月31日 (人民币百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	4,282	5,360	6,201	7,214	8,275
同比增长	59.7%	25.2%	15.7%	16.3%	14.7%
核心净利润	719	885	864	963	1,119
调整后每股盈利(人民币)	0.74	0.90	0.88	0.98	1.14
同比增长	39.6%	21.8%	-2.4%	11.5%	16.1%
市盈率(x)	49.8x	40.9x	41.9x	37.6x	32.4x
ROE	33.3%	31.5%	25.6%	24.2%	24.6%
净负债率	-55.8%	-60.3%	-36.4%	-41.4%	-44.4%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测; 股价截至2021年11月23日

黄建文 王钊熠  
+852 3189 6357 +852 3189 6711  
johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

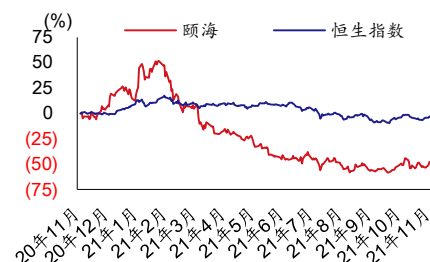
最新变动

基于公司涨价、海底捞关店和海天退出火锅调味品市场竞争的情况, 上调盈利预测。维持中性评级并上调目标价至41.9港元

中性

前次评级	中性
股价	45.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	41.9港元 (-6.9%)
前次目标价	39.9港元

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至2021年11月23日

%	1m	6m	12m
1579 HK	(14.0)	(28.2)	(51.9)
恒生指数	(5.6)	(13.4)	(6.9)

行业: 消费

恒生指数(2021年11月23日)	24,652
国企指数(2021年11月23日)	8,828

重要数据

52周股价区间(港元)	37.15 - 147.88
市值(百万港元)	47,111
日均成交量(百万股)	3.38
每股净资产(人民币)	4.06

主要股东

ZYSP YIHAI Ltd	35.6%
LHY YIHAI Ltd	8.5%
SYH YIHAI Ltd.	8.5%
JLJH YIHAI Ltd	6.4%
UBS Group AG	7.6%
总股数(百万股)	981
自由流通量	33.4%

资料来源: 彭博

图表1: 财务预测调整

单位: 百万人民币	2021			2022			2023		
	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%
销售	6,214	6,201	-0.2%	7,745	7,214	-6.9%	9,187	8,275	-9.9%
毛利	2,072	2,137	3.2%	2,556	2,517	-1.5%	3,051	2,922	-4.2%
毛利率	33.3%	34.5%	1.1ppt	33.0%	34.9%	1.9ppt	33.2%	35.3%	2.1ppt
经营利润	1,202	1,270	5.6%	1,360	1,411	3.8%	1,614	1,639	1.6%
经营利润率	19.3%	20.5%	1.1ppt	17.6%	19.6%	2.0ppt	17.6%	19.8%	2.2ppt
净利润	817	864	5.7%	928	963	3.8%	1,101	1,119	1.6%
每股盈利(人民币)	0.83	0.88	5.7%	0.95	0.98	3.8%	1.12	1.14	1.6%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表2: 主要假设调整

单位: 百万人民币	2021			2022			2023		
	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%
营收									
火锅调味料									
第三方	1,785	2,007	12.4%	2,094	2,375	13.4%	2,456	2,786	13.4%
关联方	1,962	1,717	-12.5%	2,583	1,896	-26.6%	2,970	2,081	-29.9%
总共	3,747	3,723	-0.6%	4,676	4,271	-8.7%	5,426	4,867	-10.3%
中式复合调味料									
第三方	532	544	2.3%	635	650	2.3%	758	775	2.3%
关联方	50	48	-5.3%	69	54	-21.7%	84	62	-25.4%
总共	582	592	1.7%	704	704	0.0%	841	838	-0.4%
方便速食									
第三方	1,666	1,675	0.5%	2,076	1,986	-4.3%	2,564	2,272	-11.4%
关联方	87	79	-9.0%	125	93	-25.7%	151	106	-29.4%
总共	1,753	1,754	0.1%	2,201	2,079	-5.5%	2,715	2,378	-12.4%
其他	131	131	0.0%	164	160	-2.4%	205	192	-6.4%
总营收	6,214	6,201	-0.2%	7,745	7,214	-6.9%	9,187	8,275	-9.9%
毛利率									
火锅调味料									
第三方	51.8%	52.1%	0.4ppt	52.0%	52.3%	0.4ppt	52.2%	52.5%	0.2ppt
关联方	24.2%	24.2%	0.0ppt	24.2%	24.2%	0.0ppt	24.2%	24.2%	0.0ppt
总共	37.4%	39.3%	1.9ppt	36.6%	39.8%	3.2ppt	36.9%	40.4%	3.5ppt
中式复合调味料									
第三方	35.0%	35.0%	0.0ppt	35.0%	35.0%	0.0ppt	35.3%	35.3%	0.0ppt
关联方	22.0%	22.0%	-0.1ppt	22.3%	22.3%	0.0ppt	22.6%	22.7%	0.0ppt
总共	33.9%	33.9%	0.1ppt	33.7%	34.0%	0.3ppt	34.1%	34.4%	0.3ppt
方便速食									
第三方	26.5%	26.5%	0.0ppt	26.8%	26.8%	0.0ppt	27.1%	27.1%	0.0ppt
关联方	30.3%	30.3%	0.0ppt	30.3%	30.3%	0.0ppt	30.4%	30.4%	0.0ppt
总共	26.7%	26.7%	0.0ppt	27.0%	27.0%	0.0ppt	27.3%	27.2%	0.0ppt
其他	5.3%	5.3%	0.0ppt	6.1%	9.4%	3.3ppt	10.0%	10.0%	0.0ppt
综合毛利率	33.3%	34.5%	1.1ppt	33.0%	34.9%	1.9ppt	33.2%	35.3%	2.1ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表3: 目标价与估值

估值表				
颐海				
股价	45.0			
港币/人民币汇率	0.82			
日期	23/11/2021			
	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
每股盈利(人民币)	0.90	0.88	0.98	1.14
市盈率	<b>40.9x</b>	<b>41.9x</b>	<b>37.6x</b>	<b>32.4x</b>
每股盈利同比增长率	22%	-2%	12%	16%

目标价

	FY22E
对应的市盈率	35.0x
平均目标价(港元)	<b>41.9</b>
上升空间	<b>-6.9%</b>
评级	<b>中性</b>

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

财务预测

资产负债表

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
固定资产	483	790	1,106	1,379	1,504
使用权资产	151	208	242	230	224
无形资产	18	21	17	11	8
递延所得税资产	25	16	42	49	34
其他非流动资产	280	422	1,154	1,154	1,154
<b>非流动资产总值</b>	<b>958</b>	<b>1,457</b>	<b>2,561</b>	<b>2,823</b>	<b>2,924</b>
库存	297	406	402	466	406
应收账款	269	191	235	273	230
定期存款	485	132	1	1	1
现金及其等价物	1,036	1,987	1,445	1,975	2,322
其他流动资产	266	114	103	103	103
<b>流动资产总值</b>	<b>2,354</b>	<b>2,830</b>	<b>2,186</b>	<b>2,818</b>	<b>3,062</b>
<b>资产总值</b>	<b>3,312</b>	<b>4,287</b>	<b>4,747</b>	<b>5,642</b>	<b>5,986</b>
租赁负债	26	44	74	73	72
其他非流动负债	0	24	0	0	0
<b>非流动负债总值</b>	<b>27</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>72</b>
应付款项	217	279	289	335	292
合约负债	46	80	48	55	48
租赁负债	13	29	37	37	36
其他应付款及应计费用	174	192	226	262	228
其他流动负债	107	125	94	110	77
<b>流动负债总值</b>	<b>557</b>	<b>706</b>	<b>694</b>	<b>800</b>	<b>682</b>
<b>负债总值</b>	<b>584</b>	<b>774</b>	<b>769</b>	<b>873</b>	<b>754</b>
股本	0	0	0	0	0
员工股份	0	0	0	0	0
储备	2,614	3,295	3,666	4,361	4,783
非控股权益	114	218	313	408	450
<b>权益总额</b>	<b>2,728</b>	<b>3,514</b>	<b>3,978</b>	<b>4,769</b>	<b>5,232</b>
<b>负债与权益总额</b>	<b>3,312</b>	<b>4,287</b>	<b>4,747</b>	<b>5,642</b>	<b>5,986</b>

现金流量表

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,094	1,352	1,279	1,411	1,499
财务收益(支出)	-22	-18	-9	0	0
折旧摊销	55	86	104	145	161
营运资金变动	53	63	27	-15	-12
已收利息	24	20	11	0	0
已付所得税	-278	-319	-401	-344	-369
其他	26	14	-57	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>951</b>	<b>1,199</b>	<b>954</b>	<b>1,197</b>	<b>1,279</b>
资本支出	-258	-326	-591	-400	-400
出售物业, 厂房及设备所得款项	3	50	1	0	0
其他	-693	204	-384	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-947</b>	<b>-73</b>	<b>-973</b>	<b>-400</b>	<b>-400</b>
支付股息	-149	-204	-489	-268	-268
偿还银行借款	0	0	0	0	0
新借款	0	0	0	0	0
股票发行	0	0	0	0	0
其他	-5	-7	-19	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-154</b>	<b>-210</b>	<b>-508</b>	<b>-268</b>	<b>-268</b>
<b>净现金流</b>	<b>-150</b>	<b>916</b>	<b>-527</b>	<b>529</b>	<b>612</b>

利润表

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	<b>4,282</b>	<b>5,360</b>	<b>6,201</b>	<b>7,214</b>	<b>8,275</b>
销售成本	-2,641	-3,270	-4,064	-4,697	-5,353
<b>毛利</b>	<b>1,641</b>	<b>2,090</b>	<b>2,137</b>	<b>2,517</b>	<b>2,922</b>
经销成本	-383	-563	-773	-899	-1,031
行政成本	-266	-281	-270	-307	-352
其他收入	79	88	176	100	100
<b>经营利润</b>	<b>1,072</b>	<b>1,334</b>	<b>1,270</b>	<b>1,411</b>	<b>1,639</b>
融资收入	24	20	9	0	0
融资成本	-2	-2	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>1,094</b>	<b>1,352</b>	<b>1,279</b>	<b>1,411</b>	<b>1,639</b>
所得税开支	-299	-369	-321	-353	-410
<b>净利润</b>	<b>795</b>	<b>983</b>	<b>958</b>	<b>1,059</b>	<b>1,229</b>
非控股权益所得利润	-76	-98	-94	-95	-111
<b>本公司拥有人所得利润</b>	<b>719</b>	<b>885</b>	<b>864</b>	<b>963</b>	<b>1,119</b>
摊薄每股收益(人民币)	0.74	0.90	0.88	0.98	1.14
每股股息(人民币)	0.21	0.21	0.25	0.27	0.32

财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>同比增长率</b>					
收入	59.7%	25.2%	15.7%	16.3%	14.7%
毛利	58.0%	27.3%	2.3%	17.8%	16.1%
经营利润	48.7%	24.5%	-4.8%	11.1%	16.1%
净利润	38.8%	23.2%	-2.4%	11.5%	16.1%
每股收益	39.6%	21.8%	-2.4%	11.5%	16.1%
<b>利润率</b>					
毛利率	38.3%	39.0%	34.5%	34.9%	35.3%
经营利润率	25.0%	24.9%	20.5%	19.6%	19.8%
净利润率	16.8%	16.5%	13.9%	13.4%	13.5%
<b>流动性</b>					
应收账款天数	20.3	15.7	12.5	12.9	11.1
库存天数	39.6	39.3	36.3	33.8	29.7
应付账款天数	28.1	27.7	25.5	24.3	21.4
现金周转天数	31.8	27.2	23.3	22.3	19.5
<b>现金流与杠杆率</b>					
自由现金流	666	793	492	788	978
净负债率	-55.8%	-60.3%	-36.4%	-41.4%	-44.4%
股息分配率	27.8%	22.9%	28.4%	27.8%	27.8%
股息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
<b>回报分析</b>					
ROE	33.3%	31.5%	25.6%	24.2%	24.6%
资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
净利润率	18.6%	18.3%	15.5%	14.7%	14.9%
杠杆率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
ROIC	19.4%	18.6%	11.6%	9.6%	10.4%
<b>估值比率</b>					
市盈率	49.8x	40.9x	41.9x	37.6x	32.4x
市净率	13.1x	10.3x	9.1x	7.6x	6.9x

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 [http://www.newone.com.hk/招证\\_hk/gb/disclosure.html](http://www.newone.com.hk/招证_hk/gb/disclosure.html) 或 [http://www.招证\\_china.com.hk/Research/Disclosure](http://www.招证_china.com.hk/Research/Disclosure)。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有