

颐海国际

2017年第三方销售增长或超关联方

公司动态

公司近况

我们组织了公司在香港的NDR路演。我们注意到2016年下半年第三方销售提速,同时随着市场扩张、传统批发市场的新品开发以及新渠道加快向电商、餐饮和出口市场渗透,我们预计2017年第三方销售增长有望超过关联方。第三方市场近期通过产品内容和包装升级提价约10%,并于三月初调整对关联方的价格,能够有效抵消成本上浮的影响。因此,我们预计今年收入和利润均有望实现30%左右的增长。

评论

市场和经销商数量扩张主要在下半年,为2017年第三方销售的增长提供有力基础。去年,公司通过经销商将产品销往368个城市;经销商数量由339上升至782,同时继上半年完成渠道结构调整后,颐海国际于下半年完成了大部分市场和经销商扩张工作。

加快向出口、餐饮和电商市场的渗透也将有助于提振第三方销售。2016年,出口、餐饮和电商渠道分别实现销售增长252%、277%和423%,但对第三方总销售的贡献仍不足10%。考虑到低基数以及公司的投入,我们预计强劲势头将持续。预计今年出口、餐饮和电商渠道分别增长40%、400%和80%。

新品开发持续提供增长动能。2016年,第三方销售总SKU数量实现超翻倍增长。今年将更多聚焦佐餐酱料和牛油火锅底料等细分品类,进一步挖掘该品类产品的人气度,并在上汤酸菜鱼调料和泡椒酸汤鱼调料取得成功后续开发麻辣鱼调料。

海底捞快速扩张和良好的同店销售增长或将助力今年关联方维持25~30%增速。我们预计海底捞2017年新开36家门店,今年底门店总数有望达到215家。

现金强劲,但派息率不高,或表明潜在并购机会。截至2016年底,资产负债率降至11%,净现金流10亿元,但派息率仅20%,对应总现金派息3730万元,或表明未来存在并购可能。

定价能力是产品竞争力的体现,并有利于在成本上行期间维持利润率稳定。颐海近期通过产品内容和包装升级提价约10%,并于三月初调整对关联方的价格。(完整版见第3页)

估值建议

我们基本维持2017/18年销售和盈利预测;2017年底目标价5.19港元,基于现金流贴现估值。**重申推荐**,主要由于我们认为公司竞争力和行业良好前景(我们估算2016~20期间年均复合增长率约14%)能够保障未来增长。

风险

需求恶化;成本上浮。

袁霏阳

分析师

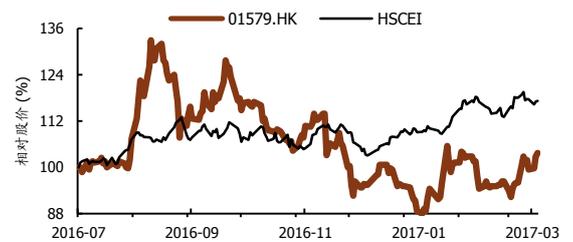
feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

维持推荐

股票代码	01579.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 3.37
目标价	港币 5.19
52周最高价/最低价	港币 4.50~2.78
总市值(亿)	港币 40
30日日均成交额(百万)	港币 2.19
发行股数(百万)	1,047
其中:自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	0.69
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	847	1,088	1,411	1,726
增速	70.1%	28.4%	29.7%	22.4%
归属母公司净利润	125	187	237	291
增速	193.0%	49.9%	26.9%	22.8%
每股净利润	0.12	0.18	0.23	0.28
每股净资产	0.14	1.21	1.47	1.80
每股股利	0.00	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.09	0.16	0.30	0.30
市盈率	23.7	16.9	13.3	11.1
市净率	20.8	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.7	9.1	5.5	4.0
股息收益率	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%
平均总资产收益率	28.5%	18.6%	14.6%	14.5%
平均净资产收益率	132.7%	26.5%	16.9%	17.0%

资料来源:万得资讯,彭博资讯,公司信息,中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	847	1,088	1,411	1,726	营业收入	70.1%	28.4%	29.7%	22.4%
营业成本	-553	-671	-882	-1,083	营业利润	189.6%	33.7%	45.2%	24.4%
营业费用	-94	-128	-169	-196	EBITDA	138.7%	27.6%	47.5%	24.9%
管理费用	-38	-54	-55	-62	净利润	193.0%	49.9%	26.9%	22.8%
其他	0	-35	0	0	盈利能力				
营业利润	166	221	321	400	毛利率	34.7%	38.3%	37.5%	37.3%
财务费用	1	34	4	5	营业利润率	19.5%	20.3%	22.8%	23.2%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	21.8%	21.7%	24.7%	25.2%
利润总额	167	255	326	405	净利润率	14.7%	17.2%	16.8%	16.9%
所得税	-42	-68	-89	-114	偿债能力				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	1.74	7.99	5.61	5.68
归属母公司净利润	125	187	237	291	速动比率	1.34	7.16	5.05	5.10
EBITDA	185	236	348	435	现金比率	0.90	6.49	4.52	4.56
扣非后净利润	125	187	237	291	资产负债率	75.9%	11.1%	15.0%	14.8%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	235	1,022	1,228	1,490	回报率分析				
应收账款及票据	64	67	85	104	总资产收益率	28.5%	18.6%	14.6%	14.5%
存货	103	130	153	188	净资产收益率	132.7%	26.5%	16.9%	17.0%
其他流动资产	51	38	58	71	每股指标				
流动资产合计	453	1,258	1,524	1,853	每股净利润 (元)	0.12	0.18	0.23	0.28
固定资产及在建工程	128	148	271	337	每股净资产 (元)	0.14	1.21	1.47	1.80
无形资产及其他长期资产	8	18	18	18	每股股利 (元)	0.00	0.04	0.05	0.06
非流动资产合计	136	166	289	355	每股经营现金流 (元)	0.09	0.16	0.30	0.30
资产合计	589	1,424	1,813	2,208	估值分析				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	23.7	16.9	13.3	11.1
应付账款	43	71	75	92	市净率	20.8	2.5	2.0	1.7
其他流动负债	217	86	196	234	EV/EBITDA	15.7	9.1	5.5	4.0
流动负债合计	261	157	271	327	股息收益率	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%
长期借款	187	0	0	0					
非流动负债合计	187	0	0	0					
负债合计	447	157	271	327					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	142	1,266	1,542	1,881					
股东权益合计	142	1,266	1,542	1,881					
负债及股东权益合计	589	1,424	1,813	2,208					
现金流量表									
税前利润	167	255	326	405					
折旧和摊销	20	15	27	35					
营运资本变动	-59	-130	53	-12					
其他	-38	23	-89	-114					
经营活动现金流	90	163	317	314					
资本开支	-23	-127	-150	-100					
其他	0	0	0	0					
投资活动现金流	-23	-127	-150	-100					
股权融资	18	750	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	140	0	37	47					
筹资活动现金流	158	750	37	47					
汇率变动对现金的影响	1	1	1	1					
现金净增加额	225	785	204	261					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

颐海国际是中国领先且高速发展的复合调味料生产商。作为唯一一家主要专注于中国快速增长的中高端市场的火锅调味料生产商，公司是最大的中高端火锅底料生产商，占超过30%的市场份额，并且是第二大市场参与者的三倍多。作为海底捞集团的全资子公司，颐海是海底捞集团在中国的火锅底料产品的独家供货商，并以「海底捞」品牌销售公司各种产品系列的调味品。



评论详情

市场和经销商数量扩张主要在下半年，为2017年第三方销售的增长提供有力基础。去年，公司通过经销商将产品销往368个城市（原为108个）；经销商数量由339上升至782，同时继上半年完成渠道结构调整后，颐海国际于下半年完成了大部分市场和经销商扩张工作。去年一年内，专供第三方销售的SKU数量实现超翻倍增长，下半年第三方销售增速由上半年18%提升至28%，同时考虑到基数较低，我们预计2017上半年或有望实现同比50%增长，尽管我们目前对全年增长率预测（30%）较为谨慎。

加快向出口、餐饮和电商市场的渗透也将有助于提振第三方销售。2016年，出口、餐饮和电商渠道分别实现销售增长252%、277%和423%，但对第三方总销售的贡献仍不足10%。考虑到低基数以及公司的投入，我们预计强劲势头将持续。预计今年出口、餐饮和电商渠道分别增长40%、400%和80%。

新品开发持续提供增长动能。2016年，第三方销售总SKU数量实现超翻倍增长。今年将更多聚焦佐餐酱料和牛油火锅底料等细分品类，进一步挖掘该品类产品的人气度，并在上汤酸菜鱼调料和泡椒酸汤鱼调料取得成功后续开发麻辣鱼调料。展望未来，我们预计公司将推出更多创意，如由火锅底料向普通汤料的多样化转型，有效提升火锅消费淡季期间的产品应用范围。凭借海底捞的品牌力，新产品有望轻松实现产品溢价，同时保证诱人渠道利润，进一步带动市场渗透。

海底捞快速扩张和良好的同店销售增长或将助力今年关联方维持25~30%增速。我们预计海底捞2017年新开36家门店，今年底门店总数有望达到215家（截至17年1季度，包括已签约门店在内的门店数量为213家）。考虑到去年新开门店计入同店销售增长，预计同店销售增长率维持高个位数增长。因此，关联方销售今年仍将维持25~30%增长，尽管低于去年实际增长和我们预期的30%的第三方销售增速。

现金强劲，但派息率不高，或表明潜在并购机会。截至2016年底，资产负债率降至11%，净现金流10亿元，但派息率仅20%，对应总现金派息3730万元，或表明未来存在并购可能。考虑到复合调料市场仍较为分散，我们认为颐海国际或青睐国内外同行，以扩张产品品类和改善研发能力。

定价能力是产品竞争力的体现，并有利于在成本上行期间维持利润率的稳定。颐海近期通过产品内容和包装升级提价约10%，并于三月初调整对关联方的价格。定价能力是竞争力的体现，有利于在成本上行期间维持利润率的稳定，我们注意到去年十月以来原材料和包装成本有所上升。随着员工数量扩张的完成，今年员工费用得到控制，销售管理费用率或将企稳。期权费用今年或将上升，但汇兑收益和经常性政府补助有效抵消这部分影响，预计净利率仍与去年（17.2%）接近。



2016 年业绩回顾

财务摘要。2016 年,收入同比增加 28.4%至 10.88 亿元;关联方和第三方销售占比 55.7%和 44.3%,同比分别增长 30.2%和 26.2%。从产品品类来看,火锅底调味料产品由 2015 年 6.987 亿元增长 24.9%至 8.725 亿元,占总收入 80.2%;火锅蘸料产品同比增长 79.5%,占总销售收入 6.8%;中式复合调味料收入由 2015 年 9520 万元增长 41.3%至 1.345 亿元,占总销售 12.4%。毛利增长 41.7%,毛利率由 2015 年 34.7%上升至 38.3%,主要由于生产效率改善以及原材料成本控制。火锅底调味料/火锅蘸料/中式复合调味料毛利率分别同比增长 3.5/2/3.7%个百分点至 37.6%/34.3%/46.9%。销售费用率由 2015 年 11.1%小幅上升 0.7 个百分点至 11.8%,主要由于上半年经销商渠道优化和重组导致销售费用上升。净利润同比大增 49.9%至 1.867 亿元。

关联方销售。受益于火锅消费增长,海底捞门店销售收入和门店数量均稳定增长。2016 年,颐海第三方销售收入增加 30.2%至 6.057 亿元。

第三方销售。截至 2016 年底,颐海的经销商覆盖全国 369 个城市,较 2015 年增加 242%以上。截至 2016 年底,经销商数量总计 782 (2015 年底: 339)。2016 年,电商渠道销售同比大增 422.9%至 2900 万元。第三方餐饮公司客户数量由 2015 年 17 个上升至 2016 年的 44 个。经销商/电商/第三方餐饮公司/一次性销售分别占收入 40.7%/2.7%/0.5%/0.4%。

分红。颐海拟每普通股分红人民币 3.5671 分,总计 3734.4 万元,对应全年派息率 20%。

图表 1: 财务数据

(人民币百万元)	2015A	2016E	2016A	2016A YoY	vs CICC estimate	2017E	2017E YoY
收入	847	1,096	1,088	28.4%	-0.7%	1,411	29.7%
毛利	294	422	417	41.7%	-1.3%	529	26.8%
营业利润	166	244	221	33.7%	-9.1%	321	45.2%
净利润	125	184	187	49.9%	1.4%	237	26.9%
全面摊薄每股收益 (元)	0.12	0.18	0.18	49.9%	1.4%	0.23	26.9%
毛利率	34.7%	38.5%	38.3%	3.6ppt	-0.2ppt	37.5%	-0.8ppt
营业利润率	19.5%	22.2%	20.3%	0.8ppt	-1.9ppt	22.8%	2.4ppt
净利润率	14.7%	16.8%	17.2%	2.5ppt	0.3ppt	16.8%	-0.4ppt

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表2: 盈利预测调整

(人民币 百万)	2017E			2018E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
销售收入	1,408.6	1,410.8	0.2%	1,725.7	1,726.2	0.0%
火锅底料	1,105.3	1,098.5	-0.6%	2,088.4	2,073.6	-0.7%
火锅蘸料	159.7	146.3	-8.4%	325.9	299.8	-8.0%
中式复合调味品	143.7	166.0	15.5%	296.1	342.2	15.6%
销售成本	-869.4	-882.0	1.4%	-1,068.7	-1,082.7	1.3%
毛利	539.2	528.7	-1.9%	657.0	643.4	-2.1%
其他收入及收益净额	15.6	17.3	10.7%	10.6	14.3	34.6%
销售费用	-178.2	-169.3	-5.0%	-207.0	-195.6	-5.5%
管理费用	-55.3	-55.3	0.0%	-62.2	-62.2	0.0%
营业利润	321.2	321.4	0.1%	398.4	400.0	0.4%
财务收入净额	5.1	4.5	-12.2%	5.9	5.4	-8.1%
息税前利润	326.4	325.9	-0.1%	404.3	405.4	0.3%
所得税	-89.1	-88.9	-0.1%	-114.2	-114.5	0.2%
年度利润	237.3	237.0	-0.1%	290.1	290.9	0.3%
净利润	237.3	237.0	-0.1%	290.1	290.9	0.3%
利润率						
毛利率	38.3%	37.5%	-0.8%	38.1%	37.3%	-0.8%
火锅底料	35.8%	37.6%	1.8%	35.6%	35.8%	0.3%
火锅蘸料	50.0%	34.3%	-15.7%	50.0%	50.0%	0.0%
中式复合调味品	48.3%	46.9%	-1.4%	48.2%	47.1%	-1.1%
销售费用率	12.7%	12.0%	-0.7%	12.0%	11.3%	-0.7%
管理费用率	3.9%	3.9%	0.0%	3.6%	3.6%	0.0%
营业利润率	22.8%	22.8%	0.0%	23.1%	23.2%	0.1%
息税前利润率	23.2%	23.1%	-0.1%	23.4%	23.5%	0.1%
净利率	16.8%	16.8%	0.0%	16.8%	16.9%	0.0%
有效税率	26.0%	26.0%	0.0%	26.0%	26.0%	0.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表3: 财务数据对比

(人民币 百万)	同比数据					年度数据				历史数据			
	2H16	2H15	YoY	2016	2015	YoY	2015	2016	2017	1H15	2H15	1H16	2H16
销量 (千吨)	26.4	19.3	36.8%	41.4	32.0	29.3%	32.0	41.4	52.9	11.5	19.3	14.5	26.4
火锅底料	19.1	14.9	27.8%	30.9	24.8	24.6%	24.8	30.9	38.3	9.9	14.9	11.8	19.1
火锅蘸料	3.4	1.9	83.7%	4.3	2.3	89.9%	2.3	4.3	8.0	0.4	1.9	0.8	3.4
中式复合调味品	3.8	2.5	55.3%	5.7	3.7	52.3%	3.7	5.7	6.6	1.3	2.5	1.8	3.8
销售均价 (元/千克)	26.0	28.0	-7.2%	26.3	26.4	-0.7%	26.4	26.3	26.7	26.7	28.0	27.8	26.0
火锅底料	27.9	29.0	-3.8%	28.2	28.2	0.2%	28.2	28.2	28.7	26.9	29.0	28.8	27.9
火锅蘸料	17.1	18.1	-5.8%	17.2	18.2	-5.5%	18.2	17.2	18.2	18.7	18.1	17.8	17.1
中式复合调味品	24.3	26.3	-7.7%	23.7	25.6	-7.2%	25.6	23.7	25.0	24.3	26.3	22.7	24.3
收入	685	540	26.9%	1,088	847	28.4%	847	1,088	1,411	307	540	403	685
火锅底料	533	433	23.0%	873	699	24.9%	699	873	1,098	265	433	340	533
火锅蘸料	59	34	73.1%	74	41	79.5%	41	74	146	7	34	15	59
中式复合调味品	93	65	43.4%	135	95	41.3%	95	135	166	31	65	42	93
销售成本	-403	-327	23.5%	-671	-553	21.3%	-553	-671	-882	-226	-327	-268	-403
毛利	282	213	32.1%	417	294	41.7%	294	417	529	81	213	135	282
其他收入及收益净额	15	3	n.m	21	3	517.4%	3	21	17	1	3	7	15
销售费用	-71	-56	25.6%	-128	-94	36.2%	-94	-128	-169	-38	-56	-57	-71
管理费用	-31	-26	18.2%	-54	-38	40.7%	-38	-54	-55	-12	-26	-23	-31
营业利润	170	133	27.3%	221	166	33.7%	166	221	321	32	133	51	170
财务收入净额	32	1	n.m	34	1	2375.5%	1	34	4	0	1	2	32
息税前利润	201	135	49.6%	255	167	52.8%	167	255	326	32	135	54	201
所得税	-50	-34	45.5%	-68	-42	61.4%	-42	-68	-89	-8	-34	-18	-50
年度利润	151	100	51.0%	187	125	49.9%	125	187	237	24	100	35	151
净利润	151	100	51.0%	187	125	49.9%	125	187	237	24	100	35	151
经常性净利润	151	100	51.0%	222	125	78.2%	125	222	237	24	100	46	151
利润率													
毛利率	41.1%	39.5%	1.6%	38.3%	34.7%	3.6%	34.7%	38.3%	37.5%	26.4%	39.5%	33.6%	41.1%
火锅底料	40.6%	39.1%	1.5%	37.6%	34.1%	3.5%	34.1%	37.6%	35.8%	26.0%	39.1%	32.9%	40.6%
火锅蘸料	34.4%	33.1%	1.2%	34.3%	32.3%	2.0%	32.3%	34.3%	50.0%	28.4%	33.1%	34.1%	34.4%
中式复合调味品	48.8%	48.5%	0.3%	46.9%	43.2%	3.7%	43.2%	46.9%	47.1%	32.0%	48.5%	42.6%	48.8%
销售费用率	10.3%	10.4%	-0.1%	11.8%	11.1%	0.7%	11.1%	11.8%	12.0%	12.2%	10.4%	14.2%	10.3%
管理费用率	4.5%	4.9%	-0.3%	4.9%	4.5%	0.4%	4.5%	4.9%	3.9%	3.9%	4.9%	5.6%	4.5%
营业利润率	24.8%	24.7%	0.1%	20.3%	19.5%	0.8%	19.5%	20.3%	22.8%	10.4%	24.7%	12.8%	24.8%
息税前利润率	29.4%	24.9%	4.5%	23.4%	19.7%	3.7%	19.7%	23.4%	23.1%	10.5%	24.9%	13.3%	29.4%
净利率	22.1%	18.6%	3.5%	17.2%	14.7%	2.5%	14.7%	17.2%	16.8%	7.9%	18.6%	8.8%	22.1%
有效税率	24.8%	25.5%	-0.7%	26.8%	25.4%	1.4%	25.4%	26.8%	26.0%	24.8%	25.5%	34.2%	24.8%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表4：各省经销商数量变化

省份	2015年底	2016年底	变动	省份	2015年底	2016年底	变动
西藏	1	1	0	湖北	13	26	13
海南	2	2	0	浙江	12	26	14
广西	3	3	0	安徽	7	28	21
宁夏	2	3	1	内蒙古	10	28	18
贵州	3	4	1	福建	18	29	11
青海	2	5	3	四川	12	31	19
云南	4	9	5	广东	22	33	11
重庆	2	11	9	甘肃	5	38	33
黑龙江	11	12	1	陕西	2	38	36
湖南	9	12	3	山西	10	39	29
江西	7	12	5	江苏	19	44	25
新疆	6	13	7	河北	19	49	30
吉林	10	15	5	河南	12	50	38
天津	11	19	8	北京	28	67	39
上海	15	20	5	山东	29	77	48
辽宁	19	21	2	其他	14	17	3
合计	339	782	443				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表5：销售主要假设

人民币 千元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	1H15	2H15	1H16	2H16
总体销售收入	315,863	498,231	847,339	1,088,014	1,410,783	1,726,150	307,341	539,998	402,897	684,433
同比增速		57.7%	70.1%	28.4%	29.7%	22.4%			31.1%	26.7%
-关联方	180,823	278,437	466,553	609,062	764,190	952,858	207,219	259,198	284,312	321,387
同比增速		54.0%	67.6%	30.5%	25.5%	24.7%			37.2%	24.0%
：关联方销售收入占比	57.2%	55.9%	55.1%	56.0%	54.2%	55.2%	67.4%	48.0%	70.6%	47.0%
-第三方	135,040	219,794	380,786	478,952	646,594	773,292	100,122	280,800	118,585	363,046
同比增速		62.8%	73.2%	25.8%	35.0%	19.6%			18.4%	29.3%
火锅底料										
销售收入	257,217	411,474	698,652	872,523	1,098,489	1,334,960	265,404	433,248	339,680	532,843
同比增速		60.0%	69.8%	24.9%	25.9%	21.5%			28.0%	23.0%
-关联方	169,690	266,328	446,743	583,778	740,668	923,099	199,521	247,222	275,124	308,654
同比增速		56.9%	67.7%	30.7%	26.9%	24.6%			37.9%	24.8%
-第三方	87,527	145,146	251,909	288,745	357,820	411,861	65,883	186,026	64,556	224,189
同比增速		65.8%	73.6%	14.6%	23.9%	15.1%			-2.0%	20.5%
销售量 (吨)	13,016	17,652	24,801	30,896	38,270	46,658	9,860	14,941	11,795	19,101
同比增速		35.6%	40.5%	24.6%	23.9%	21.9%			19.6%	27.8%
-关联方	9,998	12,804	16,566	21,573	27,371	34,112	7,702	8,864	9,752	11,821
同比增速		28.1%	29.4%	30.2%	26.9%	24.6%			26.6%	33.4%
-第三方	3,018	4,848	8,235	9,323	10,899	12,545	2,158	6,077	2,043	7,280
同比增速		60.6%	69.9%	13.2%	16.9%	15.1%			-5.3%	19.8%
平均价格 (元/公斤)	19.8	23.3	28.2	28.2	28.7	28.6	26.9	29.0	28.8	27.9
同比增速		18.0%	20.8%	0.2%	1.6%	-0.3%			7.0%	-3.8%
-关联方	17	21	27	27	27	27	26	28	28	26
同比增速		22.6%	29.6%	0.3%	0.0%	0.0%			8.9%	-6.4%
-第三方	29	30	31	31	33	33	31	31	32	31
同比增速		3.2%	2.2%	1.2%	6.0%	0.0%			3.5%	0.6%
火锅蘸料										
销售收入	9,084	12,737	41,210	73,960	146,281	192,395	7,217	33,993	15,134	58,826
同比增速		40.2%	223.5%	79.5%	97.8%	31.5%			109.7%	73.1%
销售量 (吨)	503	727	2,262	4,296	8,016	10,543	385	1,877	849	3,447
同比增速		44.5%	211.1%	89.9%	86.6%	31.5%			120.4%	83.7%
平均价格 (元/公斤)	18.06	17.52	18.22	17.22	18.25	18.25	18.74	18.11	17.83	17.07
同比增速		-3.0%	4.0%	-5.5%	6.0%	0.0%			-4.9%	-5.8%
中式复合调味料										
销售收入	40,995	65,779	95,231	134,545	166,014	198,795	30,532	64,699	41,781	92,764
同比增速		60.5%	44.8%	41.3%	23.4%	19.7%			36.8%	43.4%
销售量 (吨)	1,722	2,524	3,721	5,668	6,637	7,548	1,258	2,463	1,843	3,825
同比增速		46.6%	47.4%	52.3%	17.1%	13.7%			46.5%	55.3%
平均价格 (元/公斤)	23.8	26.1	25.6	23.7	25.0	26.3	24.3	26.3	22.7	24.3
同比增速		9.5%	-1.8%	-7.2%	5.4%	5.3%			-6.6%	-7.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表6: 毛利率主要假设

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	1H15	2H15	1H16	2H16
毛利率假设										
火锅底料	19.2%	21.7%	34.1%	37.6%	35.8%	35.5%	26.0%	39.1%	32.9%	40.6%
-关联方	6.3%	9.7%	24.2%	28.5%	29.0%	29.0%	20.9%	26.9%	28.0%	28.9%
-第三方	44.3%	43.7%	51.6%	56.0%	50.0%	50.0%	41.3%	55.3%	53.9%	56.7%
火锅蘸料	34.6%	26.2%	32.3%	34.3%	50.0%	50.0%	28.4%	33.1%	34.1%	34.4%
-关联方	-	5.2%	20.8%	41.3%	29.0%	29.0%	18.4%	50.0%	40.0%	10.0%
-第三方	34.6%	26.5%	32.3%	34.3%	50.0%	50.0%	28.5%	33.1%	34.1%	34.4%
中式复合调味料	39.4%	40.5%	43.2%	46.9%	47.1%	46.9%	32.0%	48.5%	42.6%	48.8%
-关联方	1.8%	7.4%	26.6%	37.4%	29.0%	29.0%	21.4%	31.4%	33.5%	39.0%
-第三方	41.9%	42.5%	44.6%	48.4%	50.0%	50.0%	33.4%	49.6%	43.9%	50.4%
总体毛利率	22.0%	24.0%	34.7%	38.3%	37.5%	37.3%	26.4%	39.5%	33.6%	41.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表7: 现金流量贴现估值模型

千元人民币												
自由现金流预测	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	
EBIT	321,425	399,951	507,984	563,862	614,610	645,340	674,381	697,984	711,944	726,183	733,444	
同比增速	45.2%	24.4%	27.0%	11.0%	9.0%	5.0%	4.5%	3.5%	2.0%	2.0%	1.0%	
EBIT*(1-t)	237,855	295,964	375,908	417,258	454,811	477,552	499,042	516,508	526,838	537,375	550,083	
+ 折旧摊销	26,818	34,908	42,998	51,089	55,151	59,213	63,276	67,338	71,400	75,463	60,370	
- 营运资本变化	53,474	-11,785	-172,589	-122,760	-117,568	-96,400	-98,799	-102,627	-85,393	-146,616	-175,939	
- 资本性支出	-150,300	-100,300	-116,348	-129,146	-140,769	-147,808	-154,459	-159,865	-163,063	-166,324	-171,646	
自由现金流	167,847	218,787	129,970	216,441	251,625	292,557	309,059	321,354	349,783	299,898	262,868	
同比增速	n.m	30.3%	-40.6%	66.5%	16.3%	16.3%	5.6%	4.0%	8.8%	-14.3%	-12.3%	
DCF分析												
自由现金流现值	1,880,761							税率	25.0%			
终值	3,792,816							最优资本结构	0.0%			
终值现值	1,756,807							Beta	1.00			
企业价值	3,637,569							无风险利率	2.5%			
净现金/(负债), 少数股东权益	1,227,622							风险溢价	5.5%			
股权价值	4,865,191							股本成本率	8.0%			
								债务成本率	6.0%			
								税后债务成本率	4.5%			
								加权资本成本	8.0%			
								永续增长率	1.0%			
每股价值 (港币)	5.19											

每股股权价值 (港币)										
永续增长率		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	
WACC	6.5%	5.44	5.59	5.76	5.97	6.21	6.50	6.85	7.29	
	7.0%	5.18	5.30	5.45	5.62	5.81	6.04	6.32	6.66	
	7.5%	4.95	5.06	5.18	5.32	5.48	5.67	5.89	6.16	
	8.0%	4.75	4.84	4.94	5.06	5.19	5.35	5.53	5.74	
	8.5%	4.57	4.65	4.73	4.83	4.94	5.07	5.22	5.39	
	9.0%	4.40	4.47	4.55	4.63	4.73	4.83	4.96	5.10	
	9.5%	4.26	4.31	4.38	4.45	4.53	4.62	4.73	4.85	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 8: 全球可比估值表

公司	代码	市值 (百万美元)	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
			2015A/E	2016E	2017E	2015A/E	2016E	2017E	2015A/E	2016E	2017E	2015A/E	2016E	2017E	2015A/E	2016E	2017E
国际可比公司																	
雀巢	NESN VX Equity	242,303	28.1	22.1	20.6	3.7	3.5	3.3	13.2	15.9	16.2	3.0	3.1	3.3	15.8	14.5	13.7
卡夫亨氏公司	KHC US Equity	111,258	32.2	24.3	22.3	1.9	1.9	1.9	6.0	7.9	8.3	2.6	2.6	2.8	19.5	16.7	15.7
通用磨坊	GIS US Equity	34,228	21.0	19.4	18.3	6.9	7.6	7.5	33.1	39.0	40.9	3.0	3.2	3.4	13.1	12.8	12.4
康尼格拉食品	CAG US EQUITY	17,687	-25.9	23.7	21.6	4.1	4.2	4.1	-15.9	17.7	19.2	2.5	2.0	1.9	15.9	13.4	13.2
金宝汤	CPB US Equity	17,485	31.6	18.8	17.8	11.9	11.5	10.0	37.8	61.5	56.0	2.2	2.4	2.6	16.3	11.4	11.1
JM 新马克公司	SJM US EQUITY	15,466	23.0	17.4	16.7	2.1	2.2	2.1	9.3	12.4	12.3	2.0	2.2	2.4	13.0	12.0	11.6
味之素	2802 JP Equity	11,749	21.1	27.1	22.3	2.0	2.1	2.0	9.7	7.8	9.0	1.2	1.3	1.4	10.4	11.6	10.2
海天味业	603288 CH Equity	13,470	32.7	28.0	24.7	9.3	8.3	7.3	28.4	29.8	29.4	2.0	2.1	2.5	23.3	20.2	17.8
味好美	MKC US Equity	12,227	26.3	24.0	22.0	7.1	6.7	6.4	27.1	28.0	29.0	1.8	1.9	2.1	18.4	16.5	16.5
龟甲万	2801 JP Equity	6,547	33.7	27.7	28.5	2.8	2.9	2.7	8.3	10.3	9.7	0.9	1.0	1.1	16.6	16.3	15.0
希杰集团	001040 KS Equity	4,609	22.5	16.4	13.8	1.2	1.3	1.2	5.5	7.9	8.5	0.8	0.8	1.1	7.4	6.7	6.3
CJ第一制糖公司	097950 KS EQUITY	4,177	18.1	13.4	11.3	1.3	1.3	1.2	7.3	10.0	10.6	0.7	0.8	0.8	9.3	8.4	7.8
不倒翁公司	007310 KS Equity	2,353	18.7	20.9	19.8	2.5	2.3	2.1	13.4	10.8	10.4	0.9	0.8	0.8	13.0	12.4	11.8
安琪酵母	600298 CH Equity	2,513	32.4	24.5	20.0	5.3	4.4	3.8	16.4	18.1	19.3	1.4	1.5	1.6	19.1	14.8	12.8
Ariake 日本株式会社	2815 JP EQUITY	2,072	37.6	32.7	29.0	3.6	3.6	3.3	9.7	10.9	11.4	0.9	0.9	1.0	19.0	17.0	15.5
中炬高新	600872 CH Equity	1,804	50.3	35.2	28.8	4.6	4.4	4.0	9.2	12.6	14.0	0.6	0.8	0.9	30.3	22.8	19.2
加加食品	002650 CH Equity	1,165	53.6	48.4	41.5	4.1	4.1	3.8	7.7	8.4	9.1	0.6	0.7	0.9	34.9	28.9	24.3
恒顺醋业	600305 CH Equity	954	27.4	46.8	33.7	4.4	2.9	3.1	16.2	6.2	9.2	1.1	1.1	1.2	32.8	24.3	20.3
大象株式会社	001680 KS Equity	727	13.1	9.7	8.4	1.0	0.9	0.8	7.3	9.4	10.0	1.7	1.8	1.8	8.4	7.5	6.8
S Foods 股份有限公司	2292 JP EQUITY	946	17.9	16.0	14.2	1.6	1.7	1.5	9.2	10.4	10.7	1.0	1.1	1.2	9.6	8.0	7.2
安记食品	603696 CH Equity	685	66.6	n.m	n.m	7.0	n.m	n.m	10.5	n.m	n.m	0.4	n.m	n.m	68.2	n.m	n.m
阜丰集团	546 HK Equity	1,694	10.7	9.9	7.8	1.7	1.5	1.3	16.0	15.3	17.2	1.9	4.0	4.5	5.0	4.3	3.9
哈瓦力兄弟公司	HB AB EQUITY	394	28.4	19.0	15.0	2.8	2.5	2.4	9.8	13.0	16.0	4.8	5.0	5.4	10.1	10.6	9.8
老恒和酿造	2226 HK EQUITY	331	8.9	9.6	8.4	1.3	1.2	1.1	14.3	12.6	12.7	2.2	1.5	1.7	6.5	n.m	n.m
日本荏原食品制造有限公司	2819 JP EQUITY	221	21.5	23.0	21.0	1.0	n.m	n.m	4.5	n.m	n.m	1.3	1.3	1.3	6.0	n.m	n.m
Pietro Co Ltd	2818 JP EQUITY	93	29.4	n.m	28.7	2.1	3.6	3.3	7.0	n.m	11.5	1.3	n.m	n.m	14.8	n.m	n.m
Vadial Industries Ltd	VDI IN EQUITY	104	45.9	n.m	n.m	5.3	n.m	n.m	11.6	n.m	n.m	0.1	n.m	n.m	14.5	n.m	n.m
均值			26.9	23.2	20.7	3.8	3.6	3.3	12.3	16.4	16.7	1.6	1.8	2.0	17.4	14.2	12.8
中值			27.4	22.5	20.6	2.8	2.9	2.9	9.7	12.4	11.9	1.3	1.5	1.6	14.8	13.1	12.6

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务： 颐海国际控股有限公司。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
翻译：张昕月
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

