

# 公司分析報告

## 頤海國際 (1579)

日期

2/2/2021

Ref

SR2021-01-040

### 基本資料

行業	食品
已發行股數	10.47 億
股價	135.00 港元
市值	1,413.32 億港元
每股資產淨值	2.68 港元
市盈率	151.85 (X)
核數師	羅兵咸永道會計師事務所

### 財務資料概要

(千元, 人民幣)

綜合損益表	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
收入	1,646,221	2,681,373	4,282,488	1,655,755	2,218,133
按年增長 %	51.31%	62.88%	59.71%	65.16%	33.97%
淨利	260,670	517,793	718,634	270,368	398,919
按年增長 %	39.60%	98.64%	38.79%	46.47%	47.55%
每股盈利 (港仙)	26.90	53.40	74.10	27.88	40.67

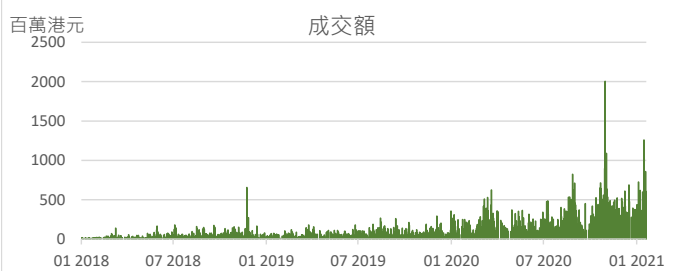
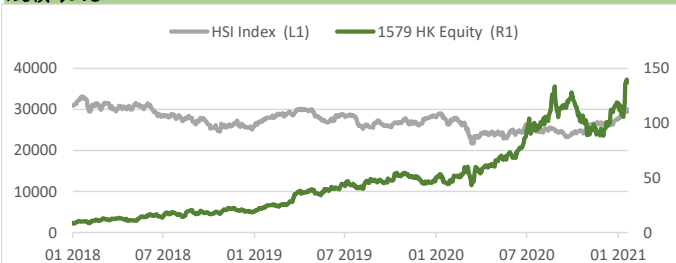
資產負債表	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
現金	1,130,205	1,179,910	1,036,396	1,163,926	1,269,163
應收賬款	131,457	206,893	269,175	215,947	154,887
流動資產	1,518,620	1,881,164	2,353,987	1,772,716	2,340,174
非流動資產	288,071	580,875	957,764	814,060	1,120,785
總資產	1,806,691	2,462,039	3,311,751	2,586,776	3,460,959
流動負債	300,882	422,318	556,862	370,791	469,056
非流動負債	0	0	26,742	28,891	22,011
總負債	300,882	422,318	583,604	399,682	491,067
權益	1,505,809	2,039,721	2,728,147	2,187,094	2,969,892

現金流量表	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
經營現金流	353,202	328,571	951,392	349,499	451,109
投資現金流	(162,669)	(260,410)	(947,254)	(212,651)	(16,672)
融資現金流	(29,996)	(48,291)	(154,082)	(154,764)	(203,587)

主要財務比率	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
淨利率	15.83%	19.31%	16.78%	16.33%	17.98%
股本回報率	18.84%	29.53%	31.12%	26.15%	29.46%
資產回報率	16.14%	24.26%	24.89%	21.42%	23.56%
流動比率 (X)	5.05	4.45	4.23	4.78	4.99
現金比率 (X)	3.76	2.79	1.86	3.14	2.71

來源: 公司資料

### 股價表現



### 公司業務簡介

主要從事研發、生產及銷售複合調味料, 產品包括火鍋調味料、中式複合調味品、方便速食三個主要品類, 均使用「海底撈」品牌銷售。集團是最大的中高端火鍋底料生產商, 為海底撈集團火鍋底料產品獨家供應商。

### 收入來源

- 火鍋調味料**  
包含火鍋底料及火鍋蘸料產品。2019年度, 收入升43.9%至28.13億元(人民幣; 下同), 佔總收入65.7%。2020年6月, 收入升11.7%至12.15億元, 佔總收入54.8%。
- 中式複合調味料**  
包含中式複合調味料和即食醬產品。2019年度, 收入升54.6%至3.95億元, 佔總收入9.2%。2020年6月, 收入升49.7%至2.99億元, 佔總收入13.5%。
- 方便速食**  
包含自加熱小火鍋及自加熱米飯產品。2019年度, 收入升1.2倍至9.99億元, 佔總收入23.3%。2020年6月, 收入升95.9%至6.68億元, 佔總收入30.1%。
- 其他**  
包含休閒食品、大豆油等原材料、黃金玉米豆及螺螄粉等。2019年度, 收入升2.6倍至7,521萬元, 佔總收入1.7%。2020年6月, 收入升30.4%至3,500萬元, 佔總收入1.5%。

### 十大機構投資者持股

機構名稱	持有股數	百分比
UBS Securities Hong Kong LTD	573,574,921	54.79%
香港上海匯豐銀行有限公司	111,848,217	10.68%
China Securities Depository and Clearing	102,181,816	9.76%
廣發證券(香港)經紀有限公司	67,980,000	6.49%
花旗銀行	49,488,818	4.73%
JPMorgan Chase Bank	35,652,406	3.41%
中國證券登記結算有限責任公司	35,583,436	3.40%
渣打銀行(香港)有限公司	18,335,128	1.75%
Morgan Stanley Hong Kong Securities LTD	16,426,001	1.57%
中國國際金融香港證券有限公司	9,799,193	0.94%
合計	1,020,869,936	97.51%

總發行股份數量	1,046,900,000	100.00%
---------	---------------	---------

來源: HKEX

### 券商目標價

機構名稱	建議	目標價	潛在回報
Goldman Sachs	中性	117	-13.33%
William O'Neil & Co	買入	-----	-----
Daiwa Securities	持有	101	-25.19%
CICC	跑贏大市	115	-14.81%
Credit Suisse	中性	110	-18.52%
Macquarie	跑輸大市	77	-42.96%
Jefferies	持有	120	-11.11%
Morgan Stanley	增持	118	-12.59%
Essence Securities	買入	-----	-----
HSBC	買入	110	-18.44%
China Merchants Securities	中性	97	-28.15%

來源: Bloomberg, 只包括2021年1月份及2020年12月份發表報告券商

	機構數目	平均目標價	潛在回報
正面	5	114.37	-15.28%
中性	5	109.00	-19.26%
負面	1	77.00	-42.96%

## 投資要點

### 收入持續高速增長

集團於2013-2019年期間收入及淨利複合增長率分別為54%及79%，遠高於消費品行業及調味品行業水平。疫情催生「宅經濟」發展，集團的複合調味品及方便速食均為受益品類，因此2020年上半年收入逆勢上揚34%。

### 複合調味品行業為高利潤率的增量市場

調味品具有較高利潤率，頤海向第三方銷售的火鍋調味料毛利率高達55%，中式複合調味料毛利率為45%。中國的複合調味品市場競爭格局較為分散，因為中國各地區消費者口味差異較大，中國前十大調味品公司市佔率為20%左右，市場集中度及人均消費遠低於美國日本。隨著調味品向品牌化、高端化趨勢發展，頤海作為頭部公司有機會佔據更多的市場份額。

### 自熱方便食品高速發展趨勢

受益於疫情後居家消費趨勢，加上近年來單身懶宅經濟等消費趨勢，方便食品需求旺盛、高速發展。集團於2017年以「海底撈」自熱火鍋入局，佔據絕對領先地位。方便速食產品佔集團總收入比例逐年提升，2017-2019年及2020年上半年佔比分別為4%、17%、23%及30%。2020年上半年，自熱火鍋等方便速食收入升95.9%。

### 積極拓展銷售渠道

2020年上半年，按渠道分，22%的收入來自於關聯方海底撈，70%來自第三方經銷商，7%來自線上。集團為海底撈永久、免費、獨家火鍋底料供應商，憑藉「海底撈」品牌，廣告宣傳費用低於同業。同時，集團積極拓展經銷商及線上渠道銷售，經銷商數量同比增長67%至3,000家，在天貓、京東等線上平台擁有5家旗艦店，來自經銷商及電商渠道的銷售收入分別增長91.7%及35.4%。

## 近期新聞

25/8/2020 半年純利3.99億人民幣升47.5%

截至2020年6月30日止六個月，營業額22.18億元，按年升34%。純利3.99億元，按年升47.5%；每股盈利40.67分。不派息。

25/8/2020 副總裁辭任

副總裁黨春香辭任，以投放更多時間於其與公司及其附屬公司業務並不構成競爭的商業事務。

25/3/2020 新管理層上任

郭強已獲委任為公司首席執行官，執行董事兼董事長施永宏已辭任公司首席執行官職位，仍會擔任執行董事兼董事長。

## 風險因素

海底撈的餐廳經營受疫情影響超出預期

餐飲端受疫情影響顯著，由於門店存在暫停營業或堂食情況，2020年上半年來自海底撈的銷售收入同比降低29.6%，拖累集團收入增速放緩。倘若海底撈開店速度及銷售不及預期的影響。

市場競爭激烈

倘若零售端競爭加劇，市場競爭結構惡化，需要價格戰搶佔市場份額。如果自熱火鍋產品及新產品受歡迎程度不及預期，銷售增速將放緩或下降。

不利的原材料價格波動

原材料佔集團大部分銷售成本，若有惡劣天氣影響收成、貿易戰、不利規定等因素導致原材料成本上升，將會拉低毛利率。

## 評價

買入

集團收入持續高速增長，盈利能力強，股東回報率高達30%，且呈增長趨勢。憑藉「海底撈」品牌，在複合調味品和自熱方便食品兩大趨勢品類均佔據領先地位，受益於後疫情時代居家消費趨勢。集團作為行業龍頭，供應鏈和銷售渠道更有優勢，處於產能擴張期，多個生產基地建設中，拓展第三方經銷商及電商銷售渠道。積極進行產品創新，於2020年上半年開發了26種新品。綜上所述，我們對公司的增長前景持樂觀態度。