

行业报告

中国餐饮业

行业继续稳定增长，大型餐饮公司将抢占更多市场份额

- 中国餐饮业的人均支出与其他国家相比依然偏低
- 大型餐饮商的市场份额将继续扩张
- 首次覆盖给予推荐评级。首选：海底捞(6862 HK, 目标价：66.5港元, 买入)和百胜中国(YUMC US/9987 HK, 目标价：65.5美元/507.4港元, 买入)

首次覆盖中国餐饮行业，给予推荐评级

中国餐饮业仍有庞大增长空间，因为以世界标准衡量，中国消费者在餐饮业的支出处于较低水平。随着：1) 中国人均收入不断增长，2) 餐厅逐步扩张到低线城市，3) 越来越多年轻消费者外出就餐，中国和其他国家之间的这一差距应该会缩小。较大型的餐饮商能凭借其品牌认知度、专业经验和资本，赢得市场份额。

首选：海底捞(6862 HK, 目标价：66.5港元, 买入)

我们首次覆盖海底捞，给予买入评级，目标价为66.5港元，对应30%的上涨空间。我们预计，受餐厅开业数量预期将有129%增长的推动，海底捞19至22年财年间预测净利润的复合年增长率将达到47.1%。

百胜中国(YUMC US/9987 HK, 目标价：65.5美元/507.4港元, 买入)

我们首次覆盖百胜中国，给予买入评级，目标价为65.5美元(或507.4港元)，对应23%/21%的上涨空间。我们预计，受餐厅开业数量预期将有31%增长的推动，百胜中国19至22年财年间预测净利润的复合年增长率将达到15.8%。

颐海国际(1579 HK, 目标价：111.4港元, 中性)

我们首次覆盖颐海国际，给予中性评级，目标价为111.4港元。我们预计，由于第三方火锅调味料和中式复合调味料销量预期将有34.4%的年复合增长以及方便速食产品有68.0%的年复合增长，颐海国际19至22年财年间预测净利润的复合年增长率将达到39.0%。

主要催化剂：宏观经济环境好于预期；连锁餐厅增长快于预期

主要的下行风险：疫情反弹。

重点公司主要财务指标

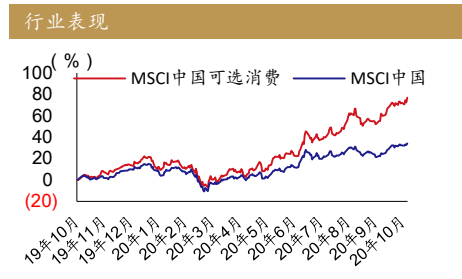
公司	股票代码	评级	货币	股价	目标价	上涨空间	市盈率		PEG (x)		ROE (%)	
							FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
海底捞	6862 HK	买入	港元	51.2	66.5	30%	213.4x	44.9x	n.a.	0.9x	10.4%	42.0%
百胜中国	YUMC US	买入	美元	53.2	65.5	23%	37.1x	24.6x	n.a.	3.1x	16.3%	14.4%
百胜中国	9987 HK	买入	港元	418.0	507.4	21%	37.6x	24.9x	n.a.	3.1x	16.3%	14.4%
颐海国际	1579 HK	中性	港元	102.6	111.4	9%	89.8x	63.4x	2.6x	1.7x	35.6%	38.9%

资料来源：彭博、招商證券(香港)预测；注：基于2020年10月30日收盘价

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

推荐

恒生指数	24,107
国企指数	9,760



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.6	59.1	72.5
相对表现	1.2	32.7	41.0

投资主题

中国餐饮业正在复苏

餐饮行业是2020年上半年受新冠肺炎疫情影响最严重的行业之一，目前仍在持续复苏。截至今年9月20日，行业累计收入上半年下跌最多达46.8%，恢复至截至9月20日仅下跌2.9%。

中国的人均餐饮消费仍落后于其他国家

2019年，中国餐饮行业实现收入4.672万亿元人民币，同比增长9.4%。根据咨询公司弗若斯特沙利文的预计，2019年至2024年，该行业的复合年增长率也将达到7.2%。从长期来看，我们认为中国餐饮业仍有很大的增长空间，因为以世界标准衡量，中国消费者在餐饮业的支出处于较低水平。经购买力平价调整后，我们估计，2019年美国和日本的平均消费者支出分别比中国消费者高出231%和107%。我们预计，随着：1) 中国的人均收入和财富持续增长，2) 餐厅/连锁店日渐扩张到低线城市，3) 越来越多的年轻消费者选择外出就餐，中国与较发达国家之间的差距将不断缩小。

较大餐饮商将赢得市场份额

我们预计，较大型的餐饮商能凭借其专业经验和资本不断扩大餐厅网络，赢得市场份额。拥有更容易标准化的产品（如快餐和中式火锅）的餐饮商将能够更快地扩张，因为这些食品可以在场外制作，并且依赖主厨的经验、技术和味觉的程度较低。

年轻消费者将是主要目标市场

我们预计年轻消费者将会更多地外出就餐，这会是一个主要的目标市场。调查显示，他们是疫情后第一个再次外出就餐的市场群体，在外出就餐频率几乎相同的情况下，他们外出就餐的花费往往比老年消费者多10%。年轻消费者对300元人民币以下（大众市场水平）的消费接受度也更高。

数字化有助于推动销售...

我们预计，行业数字化的趋势将继续有助于吸引更多年轻的消费者。数字化涉及接受订单和在线支付（手机或店内自助服务），以及采用客户关系管理系统。这样的客户关系管理系统可以让餐厅更有效地实施具有个体针对性的营销活动和会员计划，从而推动重复销售。数字订餐系统还将缩短客户的等待时间，提高客户的用户体验，从而推动重复销售。

...并提高生产率

经购买力平价调整后，2017年中国人均收入比美国和日本分别低46.2%和54.5%。我们相信这一差距可以通过数字化和自动化来缩小。

海底捞将受惠于其最快的网络增速 - 买入

我们首次覆盖海底捞，给予买入评级，目标价为66.5港元，对应30%的上涨空间。我们预计，海底捞19至22年财年间收入将以42.5%的复合年增长率增长，净利润的复合年增长率将达到47.1%。这一增长主要是受同期餐厅开业数量预计增长129%的推动。

百胜中国有充足的资金进行扩张 - 买入

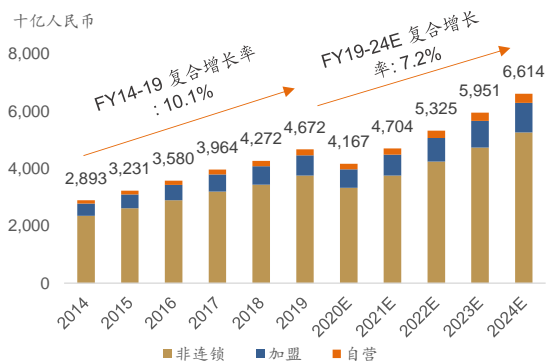
我们首次覆盖百胜中国，给予买入评级，目标价为65.5美元（或507.4港元），对应23%/21%的上涨空间。我们预计，百胜中国19至22年财年间收入将以13.3%的复合年增长率增长，净收入的复合年增长率将达到15.8%。这一增长主要是受同期餐厅开业数量预计增长31%的推动。

颐海正在迅速扩张，但估值相对较高 - 中性

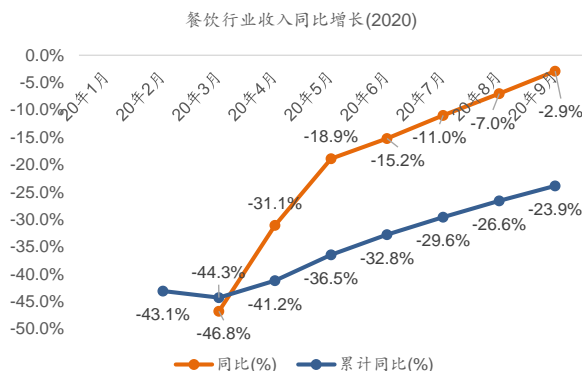
我们首次覆盖颐海国际，给予中性评级，目标价为111.4港元。我们预计，颐海19至22财年间收入将以40.2%的复合年增长率增长，净收入的复合年增长率将达到39.0%。这一增长主要是由于第三方火锅调味料和中式复合调味料销量预期将有34.4%的年复合增长以及方便速食产品有68.0%的年复合增长，颐海国际19至22年财年间净收入的复合年增长率将达到39.0%。

重点图表

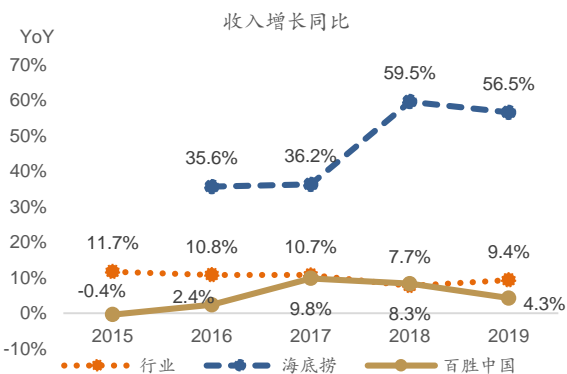
图表1: 中国餐饮业规模, 按运营模式细分



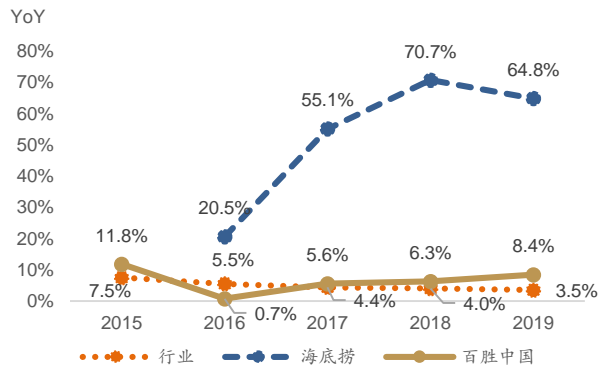
图表2: 餐饮业收入的跌幅从3月的-46.8%收窄至9月的-2.9%



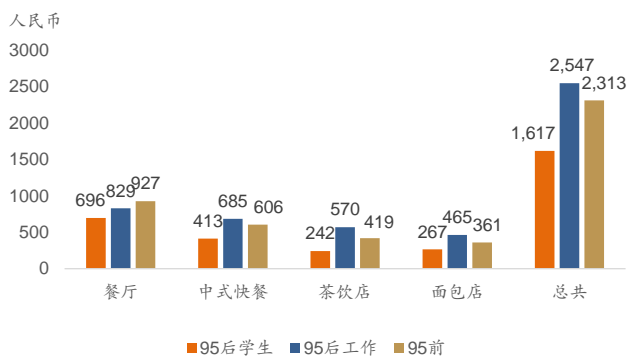
图表3: 收入增长对比



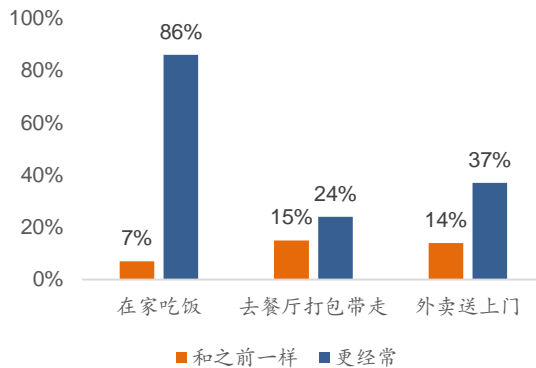
图表4: 门店数量增长对比



图表5: 每月餐饮消费比较: 95后学生 vs. 95后工作人士 vs. 95年前出生的人对比



图表6: 新冠疫情对亚洲消费者饮食习惯的影响



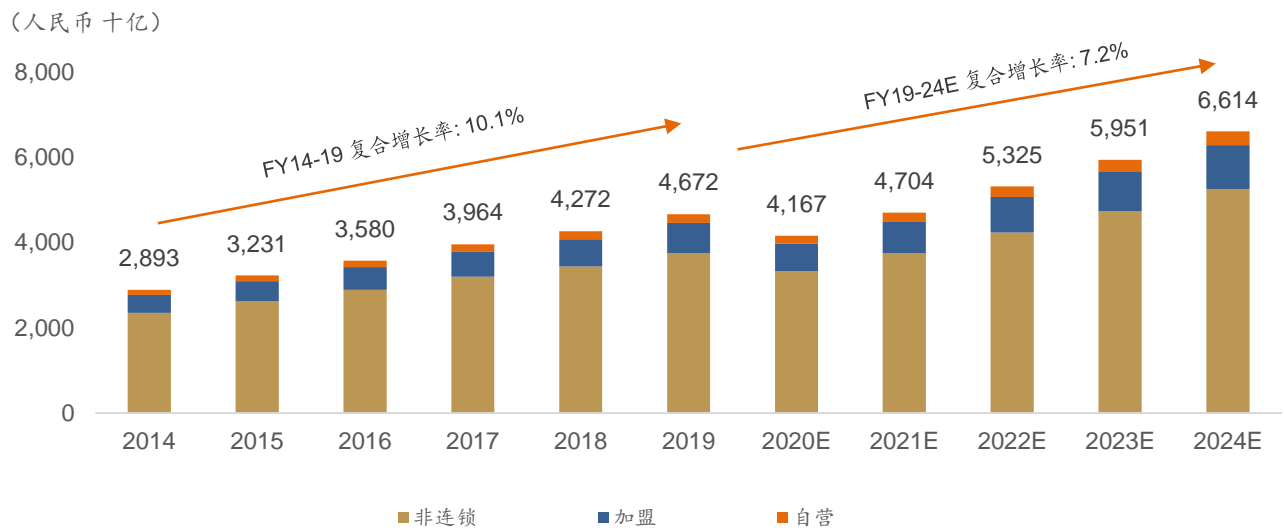
目录

中国餐饮业.....	1
行业表现.....	1
重点图表.....	3
图表 1: 中国餐饮业规模, 按运营模式细分.....	3
图表 2: 餐饮业收入的跌幅从 3 月的-46.8%收窄至 9 月的-2.9%.....	3
图表 3: 收入增长对比.....	3
图表 4: 门店数量增长对比.....	3
图表 5: 每月餐饮消费比较: 95 后学生 vs. 95 后工作人士 vs. 95 年前出生的人对比.....	3
图表 6: 新冠疫情对亚洲消费者饮食习惯的影响.....	3
目录.....	4
市场规模有多大?.....	5
图表 8: 不同国家的消费者在餐厅消费的支出对比.....	5
图表 9: 消费者餐饮支出, 不同国家对比 (2010 vs 2019).....	6
何时可以恢复到疫情前水平?.....	6
较大型的餐饮商市场集中程度更高.....	6
如何把握市场份额中的潜在增长.....	8
透过数字化和优化改善利润率.....	8
更多元化.....	9
可比公司估值.....	10
海底捞 (6862 HK).....	11
核心图表: 海底捞 (6862 HK).....	13
公司概况.....	14
核心竞争力.....	14
标准化.....	14
提升客户体验.....	15
定价.....	16
人员管理.....	17
财务分析.....	17
估值.....	19
财务预测.....	21
百胜中国.....	22
百胜中国(YUMC US, 9987 HK)重点图表.....	24
公司概况.....	25
核心竞争力.....	27
经验丰富的管理团队有能力优化门店选址.....	27
菜单标准化与创新.....	27
科技的应用.....	27
财务分析.....	29
估值.....	30
财务预测.....	32
颐海国际 (1579 HK).....	33
重点图表: 颐海国际 (1579 HK).....	35
公司概况.....	36
产品组合.....	36
分销渠道不断拓展.....	37
产品创新.....	39
财务分析.....	40
估值.....	41
财务预测.....	43
投资评级定义.....	44

市场规模有多大？

2019年，中国餐饮行业实现收入4.672万亿元人民币，2014年至2019年的复合年增长率为10.1%。根据咨询公司弗若斯特沙利文的预计，2019年至2024年，该行业的复合年增长率也将达到7.2%。

图表7：中国餐饮行业市场规模预测，按经营模式分类



资料来源：弗若斯特沙利文、百胜中国招股书、招商证券（香港）

长远来看，我们认为中国餐饮业仍有很大的增长空间。整体而言，中国消费者在餐饮业的支出低于世界标准。2019年，美国餐饮行业人均收入为2,623美元，日本餐饮行业人均收入约为1,048美元；均远远超过了中国餐饮行业478美元的人均收入。

图表8：不同国家的消费者在餐厅消费的支出对比

2019年数据	中国	美国	日本	美国 vs 中国	日本 vs 中国
单位	人民币	美元	美元		
行业收入（十亿）	4,672	863	133		
人口（十亿）	1.43	0.33	0.13		
人均行业收入	3,259	2,623	1,048		
汇率（调整至美元）	6.8	1.0	1.0		
人均行业收入（美元）	478	2,623	1,048	449%	119%
购买力平价（PPP）调整指数（根据巨无霸指数）	3.2	5.3	3.4		
PPP调整后人均行业创收（美元）	149	495	308	231%	107%

资料来源：中国统计局、美国国家饭店协会、Statista、经济学家、FSDBCO

根据这些数据，我们发现美国和日本的平均消费支出分别比中国高出449%和119%（未经购买力平价调整）。经购买力平价调整后，美国和日本的平均消费者支出分别比中国消费者高出231%和107%。虽然中国和其他国家之间的差距似乎很大，但我们注意到，这一差距一直在缩小。例如，2010年美日两国未经PPP调整的人均餐厅消费差异分别为868%和609%，而经PPP调整后的差异为440%和295%。

图表9: 消费者餐饮支出, 不同国家对比 (2010 vs 2019)

2010年数据	中国	美国	日本	美国 vs 中国	日本 vs 中国
单位	人民币	美元	美元		
行业收入 (十亿)	1,764	583	177		
人口 (十亿)	1.3	3	0.1		
人均行业收入 (本币)	1,318	1,885	1,381		
汇率 (调整至美元)	6.8	1.0	1.0		
人均行业支出 (美元)	195	1,885	1,381	868%	609%
购买力平价 (PPP) 调整指数 (根据巨无霸指数调整)	2.3	4.1	4.1		
2010年 PPP 调整后人均行业支出 (美元)	86	463	338	440%	295%
2019年 PPP 调整后人均行业支出 (美元)	149	495	308		
2019年与2010年的对比	64	32	(30)		

资料来源: 中国统计局、美国国家饭店协会、Statista、经济学家、FSDBCO

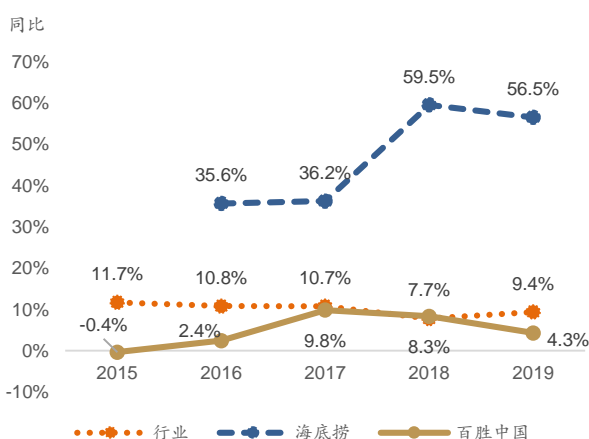
我们预计, 随着: 1) 中国的人均收入和财富持续增长, 2) 餐厅/连锁店日渐扩张到低线城市, 3) 越来越多的年轻消费者选择外出就餐, 中国与较发达国家之间的差距将不断缩小。

何时可以恢复到疫情前水平?

较大型的餐饮商市场集中度更高

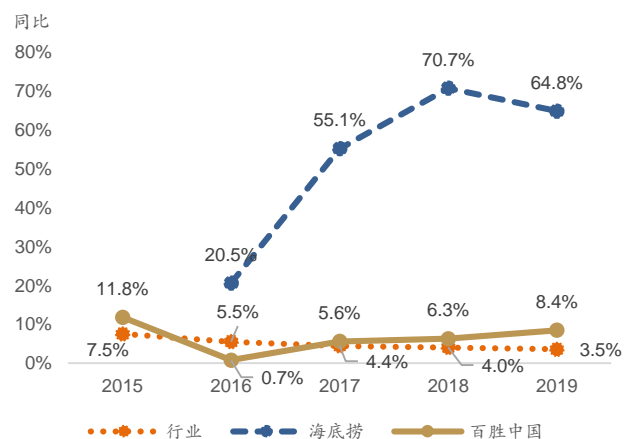
在一个不断增长的行业中, 非连锁和非特许经营的餐厅在行业收入中所占的比例不断下降的情况意味着规模较大的餐饮商的增速不断增快。我们认为, 大型餐饮商的快速增长应主要源自于其以更快的速度扩展其餐厅网络的能力。

图表10: 收入增速对比: 行业 vs. 海底捞 vs. 百胜中国



资料来源: 弗若斯特沙利文、公司数据、招商证券 (香港)

图表11: 门店数量增速对比: 行业 vs. 海底捞 vs. 百胜中国



资料来源: 欧睿信息咨询、公司数据、招商证券 (香港)

展望未来，我们预计大型餐饮商的市场份额将会因为疫情而更快增长。虽然疫情影响了所有的餐饮商，但我们认为，由于其资本化和现金结余，较大的餐饮商能够更好地处理疫情。我们预计一些小型餐饮商会倒闭，这在我们与上市餐饮管理层的讨论中得到印证。

我们还预计，那些在疫情中幸存下来的小型餐饮商，在扩大业务方面会采取更甚的风险厌恶态度，以防疫情在中国卷土重来。小型餐饮商在获得现金以及规避风险方面的局限令较大型的餐饮商得以继续以更快的速度扩张其餐厅网络。

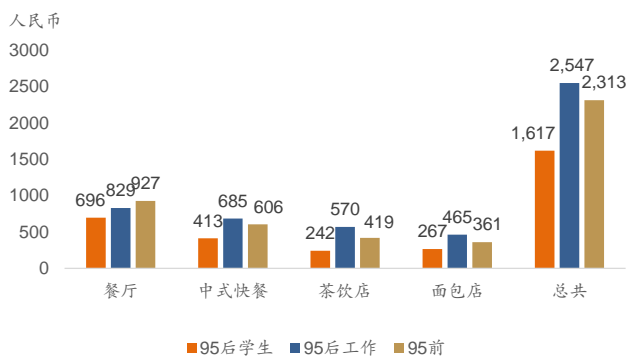
小型餐饮商在网络扩张中面临的另一个障碍是产品标准化的能力（或无能力）。产品标准化的能力是批量生产产品的关键。餐厅食品的标准化的比较困难的，尤其是在覆盖较大的地理区域的情况下，因为：

- 餐厅的食物需要在现场准备（以确保食物尽可能的温热和新鲜），这令在众多地方进行大规模生产变得更加困难。此外，要在较大的地理区域获得相同的原材料也很困难。
- 对于许多餐厅尤其是小餐厅而言，备餐过程过度依赖主厨的经验、专业知识和味感。这意味着很难在多个餐厅地点进行复制。

如何把握市场份额中的潜在增长

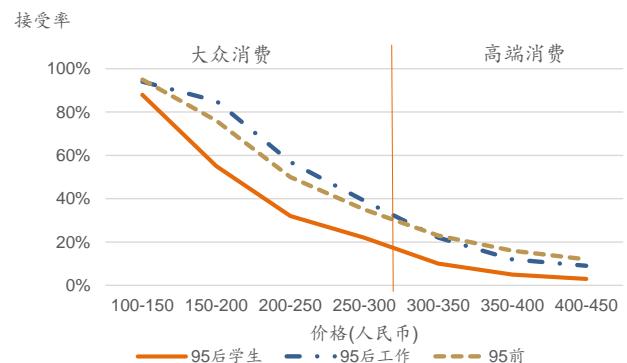
虽然上市餐饮公司瞄准的是大众市场，但我们发现iResearch的一项调查显示，年轻消费者是疫情后第一批再次外出就餐的人。此外，调查还显示，在外出就餐的频率几乎相同的情况下，年轻消费者（定义为1995年后出生的人）外出就餐的花费往往比年长消费者多10%。年轻消费者对300元人民币以下（大众市场水平）的消费接受度也更高。

图表12: 每月餐饮消费比较: 95后学生 vs. 95后工作人士 vs. 95年前出生的人对比



资料来源: iResearch, 招商证券(香港)

图表13: 不同价格水平的餐厅的接受率: 95后对于大众市场消费接受率最高



资料来源: iResearch, 招商证券(香港)

如果这项研究是正确的，那么它确实倾向于支持该行业走向数字化的趋势。数字化涉及接单和在线支付（手机或店内自助服务），以及采用客户关系管理系统。这样的客户关系管理系统可以让餐厅更有效地实施具有个体针对性的营销活动和会员计划，从而推动重复销售。数字订餐系统还将缩短客户的等待时间，提高客户体验，从而推动重复销售。

iResearch的调查显示，60.7%的受访年轻人表示，折扣对他们很重要，52.6%的人会在决定去哪里吃饭之前搜索打折信息。

对于百胜中国等公司来说，数字化是其战略的重要组成部分。我们注意到，在2020年三季度，会员销售额占肯德基和必胜客收入的61%和53%。两家公司的会员销售一直在快速增长。数字点餐（包括店内自助点餐）占百胜中国2020年三季度销售额的78%。2019年，数字支付（包括百胜自己的数字钱包YUMC Pay）占总销售额的91%。

透过数字化和优化改善利润率

数字化还可以应用到餐饮的后端运营，帮助提高利润率。劳动力是餐饮业的主要成本组成部分之一，在2019年海底捞和百胜中国餐厅收入中分别占31%和23%。通过数字化降低劳动力成本将有助于降低成本，提高利润率。例如，百胜中国表示，数字点餐（在线或店内自助点餐服务）和数字支付技术能够优化餐厅人员配置，减少点餐和现金管理的相关成本。

我们认为，通过数字化和自动化来提高利润率令中国餐饮行业拥有利润增长的空间。2017年，中国非连锁/非特许经营餐饮行业在中国、美国和日本的收入分别为3.964万亿元人民币、8,000亿美元和14.2万亿日元。这些收入是由2,950万、1,320万和290万名员工创造的。经购买力平价调整后，中国的人均员工创收为6,158美元，远远落后于美国的11,444美元和日本的13,523美元。

图表 14: 不同国家的消费者在餐厅消费的支出对比 (2017 年)

2017 年数据	中国	美国	日本
单位	人民币	美元	日元
行业收入 (十亿元)	3,964.4	800.0	14,200.0
行业员工数 (百万)	29.5	13.2	2.9
人均收入	134,386	60,652	4,846,416
汇率	6.8	1.0	105.4
人均收入 (美元)	19,705	60,652	45,977
购买力平价(PPP)调整指数 (根据巨无霸指数)	3.2	5.3	3.4
PPP 调整后行业每名员工收入 (美元)	6,158	11,444	13,523

资料来源: 中国统计局、万得、美国国家饭店协会、Statista、经济学人、FSDBCO

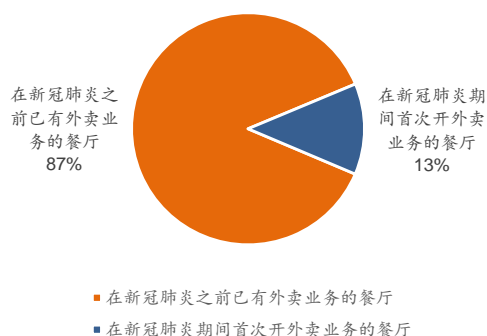
我们认为, 造成劳动生产率差异的主要原因是中国的标准化、数字化和自动化水平较低。如果将连锁餐厅作为标准化和自动化的代表, 我们可以看到, 中国的连锁餐厅 (包括特许经营) 约占行业收入的20%, 而日本和美国的这一数字约为33%和34%。

更多元化

我们可以预期疫情带来的最后一个后果是, 行业餐饮商将继续多元化, 特别是如果确诊病例出现反弹的话。多元化最简单的形式是外卖和送餐。美团和饿了么等第三方配送平台进一步简化了配送流程。

根据iiMedia的一项调查, 87%的受访者在疫情封锁期间首次使用了在线送餐服务。此外, 超过70%的餐厅计划增加其在线外卖送餐服务。

图表 15: 在新冠肺炎疫情期间首次开展在线配送业务的餐厅



资料来源: iiMedia、招商证券 (香港)

可比公司估值

图表16: 可比公司估值表

彭博	定价币种	评级	目标价	股价	上升(下降)空间	市值	企业价值倍数	市盈率	市盈率	市盈率	市盈率	资产回报率	股本回报率	每股收益复合增长率	股息率	资产负债率					
公司	股票代码					(百万美元)	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2019-2021e	2020e	2021e	2019			
中国餐厅公司																					
海底捞	6862 HK	港元	买入	66.5	51.2	29.9%	34,996	48.7	21.0	213.4	44.9	n.a.	0.9	4.7	17.5	10.4	42.0	49.7	0.1	0.7	-18.8
颐海	1579 HK	港元	中性	111.4	102.6	8.5%	13,852	59.9	42.2	89.8	63.4	2.6	1.7	28.9	31.0	35.6	38.9	37.9	0.2	0.3	-55.8
百胜中国	YUMC US	美元	买入	65.5	53.2	23.0%	22,309	16.0	14.2	37.1	24.6	n.a.	3.1	9.0	9.1	16.3	14.4	8.0	0.4	1.1	-32.9
百胜中国	9987 HK	港元	买入	507.4	418.0	21.4%	22,309	16.0	14.2	37.6	24.9	n.a.	3.1	9.0	9.1	16.3	14.4	8.0	0.4	1.1	-32.9
平均值							23,367	35.1	22.9	94.5	39.4	2.6	2.2	12.9	16.7	19.7	27.5	25.9	0.3	0.8	-35.1
中位数							22,309	32.3	17.6	63.7	34.9	2.6	2.4	9.0	13.3	16.3	26.7	22.9	0.3	0.9	-32.9
海外餐厅公司																					
麦当劳	MCD US	美元	未评级	n.a.	213.0	n.a.	158,494	21.9	17.2	35.8	25.6	n.a.	0.6	9.3	11.7	-48.9	-62.2	3.4	2.4	2.6	n.a.
星巴克	SBUX US	美元	未评级	n.a.	87.0	n.a.	102,030	18.1	16.1	29.8	25.4	18.5	1.5	11.5	n.a.	-46.3	-56.3	9.2	2.1	2.4	n.a.
契普多墨西哥餐厅	CMG US	美元	未评级	n.a.	1,201.5	n.a.	33,618	55.1	30.9	109.6	56.1	n.a.	0.6	5.1	10.1	16.5	28.3	20.5	0.0	0.0	117.2
达登餐厅	DRI US	美元	未评级	n.a.	91.9	n.a.	11,968	9.8	8.3	17.4	14.0	1.9	0.6	6.4	8.0	24.3	29.8	16.4	2.3	3.3	27.0
达美乐比萨	DPZ US	美元	未评级	n.a.	378.3	n.a.	14,906	23.5	21.8	30.4	29.1	1.0	6.6	34.5	30.0	-4.2	-1.8	16.3	0.8	0.9	n.a.
平均值							64,203	25.7	18.9	44.6	30.0	7.2	2.0	13.4	14.9	-11.7	-12.4	13.2	1.5	1.8	72.1
中位数							33,618	21.9	17.2	30.4	25.6	1.9	0.6	9.3	10.9	-4.2	-1.8	16.3	2.1	2.4	72.1
整体平均值							46,054	29.9	20.6	66.8	34.3	6.0	2.1	13.2	15.8	2.2	5.3	18.8	0.9	1.3	0.6
整体中位数							22,309	21.9	17.2	37.6	25.6	2.3	1.5	9.0	10.9	16.3	14.4	16.3	0.4	0.9	-25.8

资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

注1: 采用2020年10月30日收盘价

注2: 麦当劳、星巴克和达美乐比萨由于近年大量股票回购, 股东权益为负数, 因此股本回报率为负数且净负债率无意义

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

海底撈 (6862 HK)

餐厅网络快速扩张推动业绩高速增长

- 餐厅网络扩店能力已得到证明, 将推动未来增长
- 19-22财年收入复合年增长率为42.5%, 而净利润复合年增长率为47.1%
- 新店扩张推动增长, 首次覆盖给予买入评级, 目标价66.5港元

不止是美食的搬运工

海底撈意识到火锅通常是亲朋好友社交聚会的选择, 整体消费体验与食物的味道和质量同样重要。因此, 公司是第一家为顾客提供有吸引力、个性化、舒适和有趣的用餐服务的公司。同样, 海底撈还是中国最早推出自助式调料吧的大型火锅餐饮品牌之一。其他提高顾客用餐体验的例子包括在餐桌前表演手工扯面, 以及为排队等位顾客提供娱乐活动。我们认为海底撈的整体客户体验能够吸引回头客。

依靠姐妹公司可实现快速扩张

依靠姐妹公司(专门从事特定功能的公司), 海底撈得以实现产品的标准化, 这反过来又帮助海底撈将其高品质美食复制到全国各地。其姐妹公司颐海国际(1579 HK, 中性)提供所有为海底撈餐厅定制的火锅底料。另外, 海底撈的激励计划使其拥有足够的管理人才来进行扩张。海底撈采用师徒制(或称家庭制), 在这种人力制度下, 师傅将获得徒弟(以及徒孙)餐厅的利润分成。通过这种模式, 海底撈能够激励有能力的餐厅管理者将他们的技巧传授给其他人, 因为不管是通过开发新餐厅还是维持现有餐厅的高水平运营, 师傅都是既得利益者。

首次覆盖给予买入评级, 新店扩张推动未来增长

我们首次覆盖海底撈, 给予买入评级, 目标价66.5港元, 对应30%的上涨空间。我们预计公司19-22财年收入复合年增长率为42.5%, 而净利润复合年增长率为47.1%。增长主要来自期内新开业门店数量预计增长129%的推动。我们采用PEG估值法得出目标价, 对于像海底撈这样的高增长公司而言我们认为是合理的。我们在对公司21财年和22财年的增长预测中采用1.0倍PEG, 并将两个结果平均, 得出目标价为66.5港元。

盈利预测及估值

12月31日年结(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	16,969	26,556	32,502	57,599	76,871
可归属净利润	1,646	2,345	1,107	5,255	7,469
同比增长	38.1%	42.3%	-52.8%	374.9%	42.1%
核心每股盈利(人民币)	0.33	0.44	0.21	0.99	1.41
市盈率(x)	133.8x	100.7x	213.4x	44.9x	31.6x
PEG(x)	2.5x	3.1x	n.a.	0.9x	0.7x
ROE	33.9%	24.4%	10.4%	42.0%	44.0%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测; 股价截至2020年10月30日

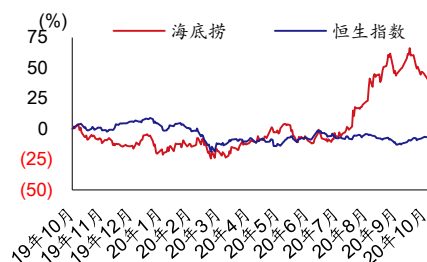
黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711
johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

首次覆盖

买入

股价	51.2港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	66.5港元 (+30%)

股价表现



数据来源: 彭博; 股价截止2020年10月30日

%	1m	6m	12m
6862 HK	(8.2)	52.3	35.3
恒生指数	2.8	(2.2)	(10.4)

行业: 消费

恒生指数 (2020/10/30)	24,107
国企指数 (2020/10/30)	9,760

重要数据

52周股价区间(港元)	27.5 - 63.0
市值(百万港元)	271,360
日均成交量(百万股)	5.09
每股净资产(人民币)	1.68

主要股东

ZY NP Ltd.	60.4%
SYH NP Ltd.	8.20%
LHY NP Ltd.	7.75%
SP NP Ltd.	7.75%
总股数(百万股)	5,300
自由流通量	15.9%

资料来源: 彭博

投资主题

我们首次覆盖海底捞，给予买入评级，目标价66.5港元，对应30%的上涨空间。我们预计公司19-22财年收入复合年增长率为42.5%，而净利润复合年增长率为47.1%。增长主要来自期内新开业门店数量预计增长129%的推动（或平均每年新开331家餐厅）。

海底捞是中国最大的中餐连锁店之一，主营火锅。截至2020年上半年，公司运营餐厅935家（中国868家），其中212家（24%）位于一线城市。海底捞所有餐厅均为自营。海底捞是少数几家成功在中国各地建立自营连锁的公司之一。海底捞在不影响质量、服务和品牌的前提下迅速扩展其餐厅网络的核心竞争力，使其有别于大多数其他运营商。

依靠姐妹公司（专门从事特定功能的公司），海底捞得以实现产品的标准化，这反过来又帮助海底捞将其高品质美食复制到全国各地。其姐妹公司颐海国际（1579 HK，中性）提供所有为海底捞餐厅定制的火锅底料。因为颐海一直独立运营，除了海底捞还有其他业务，它专业化生产火锅底料保证了火锅底料产品的标准化。

海底捞意识到火锅通常是亲朋好友社交聚会的选择，整体消费体验与食物的味道和质量同样重要。因此，公司是第一家为顾客提供有吸引力、个性化、舒适和有趣的用餐服务的公司。同样，海底捞还是中国最早推出自助式调料吧的大型火锅餐饮品牌之一。其他提高顾客用餐体验的例子包括在餐桌前表演手工扯面，以及为排队等位顾客提供娱乐活动（如美甲等）。

海底捞之所以能如此迅速地成功开设新的自营餐厅，另一个关键因素是有能力培养足够的管理人才。海底捞采用师徒制（或称家庭制），在这种制度下，餐厅经理可以作为师傅指导和培训助理经理（徒弟），这些徒弟最终会开设新的餐厅。作为回报，师傅将获得徒弟（以及徒孙）餐厅利润的分成。通过这种模式，海底捞能够激励有能力的餐厅管理者将他们的技巧传授给其他人，因为不管是通过开发新餐厅还是维持现有餐厅的高水平运营，师傅都是既得利益者。

我们采用PEG估值法得出目标价，对于像海底捞这样的高增长公司而言我们认为合理的。我们在对公司21财年和22财年的增长预测中采用1.0倍PEG，并将两个结果平均，得出目标价为66.5港元。我们在目标价计算中剔除了20财年，因为新冠疫情对20年上半年收益的一次性负面影响会不合理地扭曲结果。

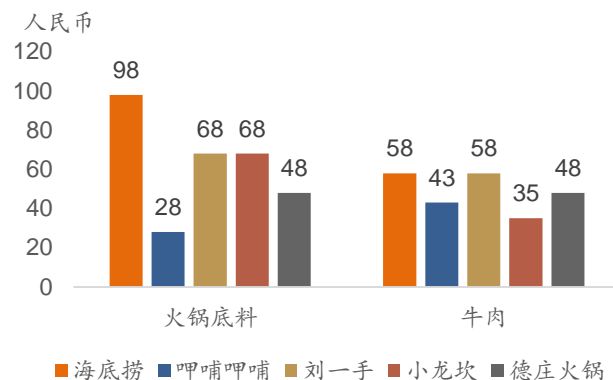
核心图表: 海底捞 (6862 HK)

图表17: 20年上半年十大最受欢迎的川渝火锅品牌

排名	品牌
1	海底捞
2	巴奴毛肚火锅
3	小龙坎
4	蜀大侠
5	蜀九香
6	大龙燚
7	谭鸭血
8	香天下
9	有拈头成都市井火锅
10	刘一手

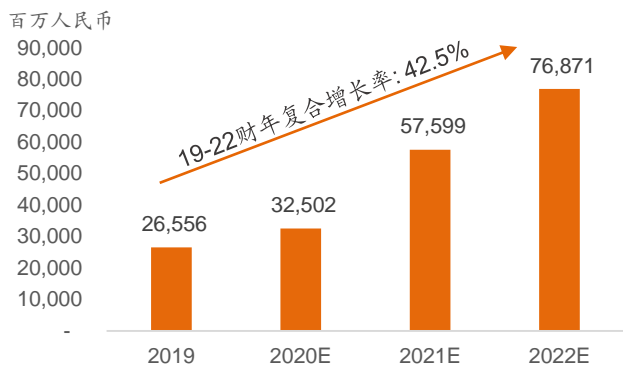
资料来源: 餐宝典, 招商证券(香港)

图表18: 海底捞菜品对比其他餐厅同类产品存在溢价



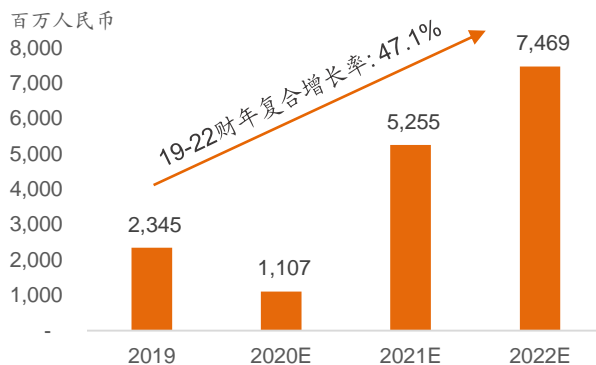
资料来源: 找菜单, 招商证券(香港)

图表19: 海底捞的收入预测



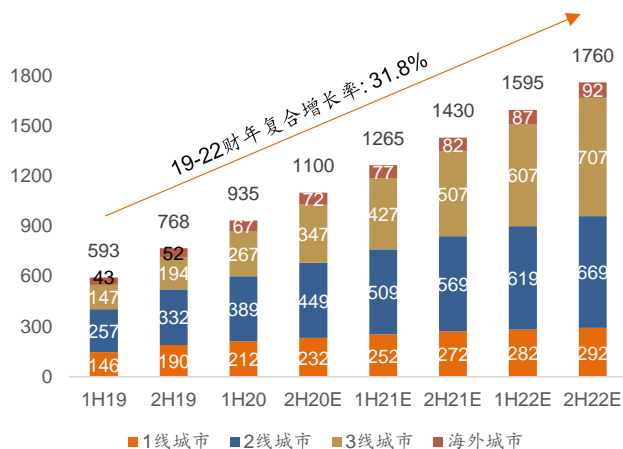
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港) 预测

图表20: 海底捞的净利润预测



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港) 预测

图表21: 19-22财年餐厅数量预测



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港) 预测

图表22: 自由现金流

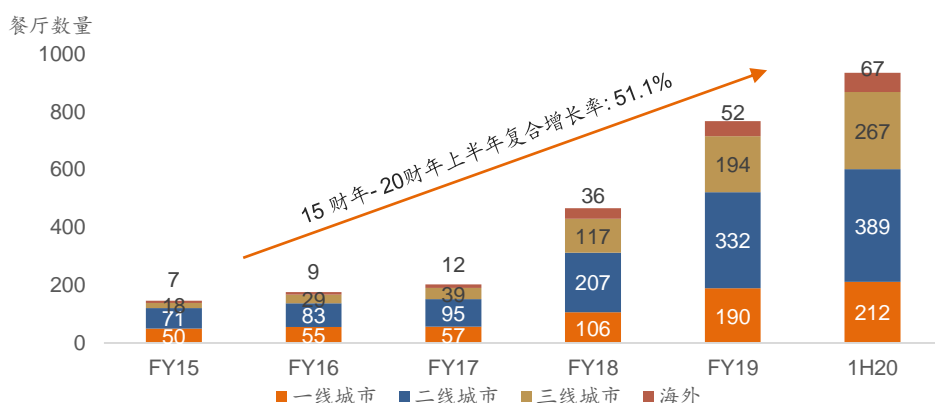


资料来源: 公司数据, 招商证券(香港) 预测

公司概况

海底捞是中国最大的中餐连锁企业之一，主营火锅。截至2020年上半年，公司运营餐厅935家（中国868家），其中212家（24%）位于一线城市，389家（45%）位于二线城市，267家（31%）位于三线及以下城市。在中国大陆以外的67家餐厅中，56家位于亚洲，8家位于北美，1家位于欧洲，2家位于大洋洲。海底捞所有餐厅均为自营。

图表23: 按地理位置细分的餐厅数量



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

核心竞争力

标准化

从早期开始，海底捞创始人的经营理念就是将业务的每个部分划分为一个单独的利润中心，并允许这些业务单元独立运营。通过这种方式，公司每个业务单元都是面向市场的，并且能够最终服务于集团外部。每个业务单元都可以专注于其核心专业的业务，这样每个业务单元都可以更好地提高其运营效率并推动增长。

海底捞依靠其姐妹公司颐海国际提供所有为海底捞餐厅定制的火锅底料。不过，如果颐海无法满足海底捞的需求数量（经双方同意），海底捞也可以选择其他供应商。因为颐海一直是一家独立经营的公司，除了海底捞还有其他业务，所以它的火锅调味品的专业化意味着火锅调味品的产品将会非常标准化。此外，由于颐海在中国各地都有生产和仓储设施，它可以确保标准化的火锅调味品产品能够配送到海底捞在中国各地的所有餐厅。

图表24: 海底捞依靠其他姊妹公司来支持其业务运营



资料来源: 招股书、招商证券(香港)

提升客户体验

海底捞意识到火锅通常是亲朋好友社交聚会的选择，整体消费体验与食物的味道和质量同样重要。因此，公司是第一家为顾客提供有吸引力、个性化、舒适和有趣的用餐服务的公司。

为了提供更个性化、更有趣的用餐体验，海底捞也是中国最早推出自助式调料吧的大型火锅餐饮品牌之一。海底捞还会在用餐区提供有趣的服务项目，比如在餐桌前表演手工扯面。这种用餐区的备餐表演既有娱乐方面的吸引力，又能展示餐厅食材的新鲜度，已经成为了菜单中的热门选项，也体现了公司提升用餐体验的策略。其他提升用餐体验的例子包括，为排队等位的顾客提供表演/手游，以及提供平板电脑给客户点餐，提供更快、更准确和自动化的点餐服务。顾客还可以通过平板电脑实时查看海底捞的厨房情况。

图表25: 顾客在等候区与大屏幕进行互动游戏



资料来源: 公司年报、招商证券(香港)

图表26: 四川变脸表演

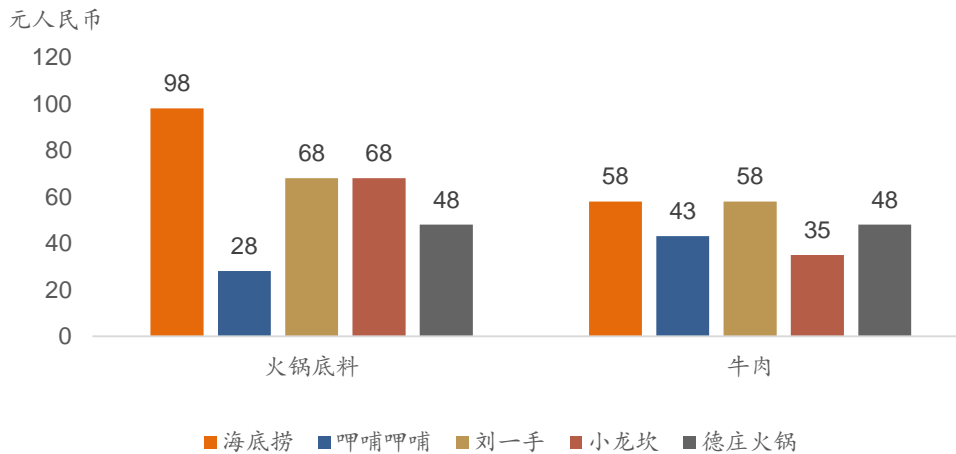


资料来源: 公司年报、招商证券(香港)

定价

海底捞的价格比许多竞争对手高，其锅底价格可能是竞争对手的两倍。我们认为这种高定价能力来自于公司的品牌和其注重用餐体验的策略。

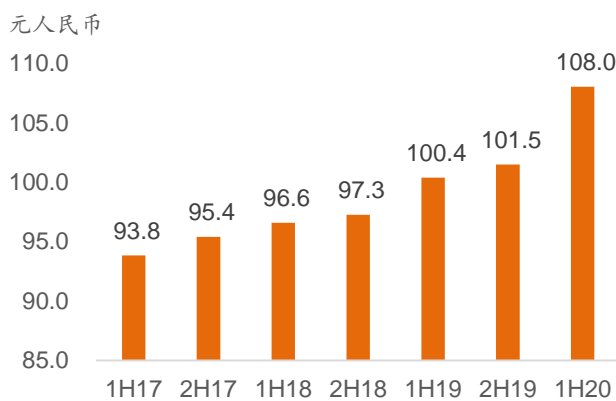
图表27: 海底捞的菜品对比其他餐厅同类产品存在溢价



资料来源: 找菜单网、招商证券(香港)

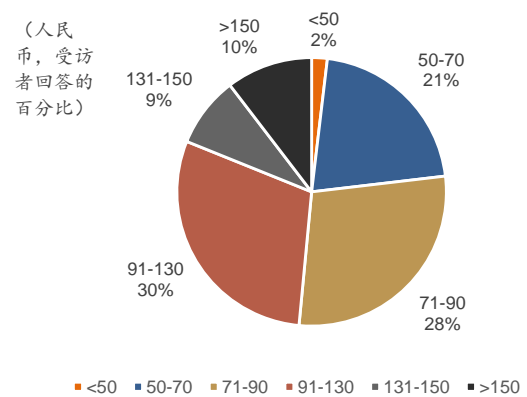
海底捞中国大陆餐厅的人均消费在100元人民币左右(中国大陆以外餐厅的人均消费接近200元人民币)。根据36氪2018年的一项调查,我们认为,这正好处于中国消费者支出的中高端水平,与公司的定价策略相符。

图表28: 海底捞的人均消费(国内)



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图表29: 海底捞的每位客人平均支出属于中国消费者支出的中高端

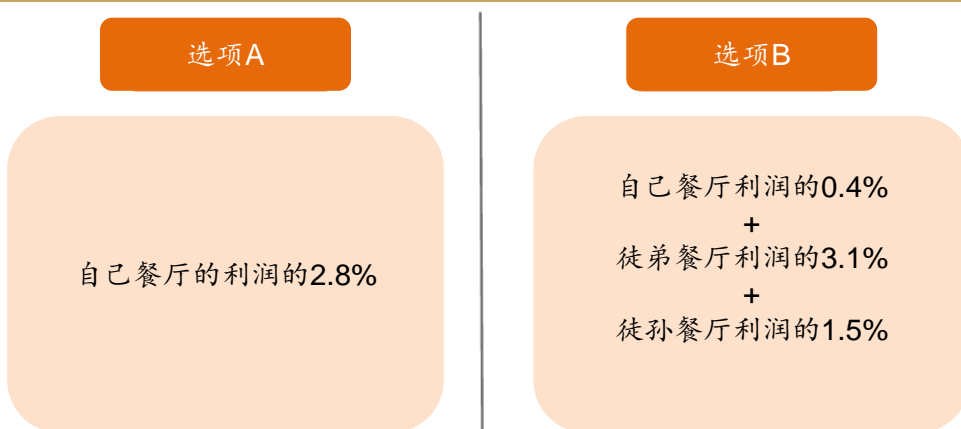


资料来源: 36氪、招商证券(香港)

人員管理

海底撈的業績增長主要取決於其成功開設新餐廳的能力。海底撈意識到，快速開設新的自營餐廳的關鍵是擁有足夠的管理人才。海底撈也因此採用了師徒制。在此制度下，餐廳經理可以指導其餐廳中的助理經理。當徒弟積累了足夠的經驗之後，徒弟就可以離開並開自己的餐廳。作為回報，導師將獲得徒弟以及徒孫的餐館的利潤分成。這樣一來，海底撈能夠激勵有才華的餐廳經理將他們的知識傳授給其他人。同時導師可以同時得到維持自己餐廳的高利潤以及徒弟餐廳利潤的分成。對於海底撈來說，這意味著公司可以在內部找到並培訓高素質的人才，從而可以迅速擴展其餐廳網絡。該制度已被其姊妹公司頤海公司採用，來幫助其擴大分銷渠道。

圖表30：海底撈師徒制下的利潤分成方法-導師的工資結構

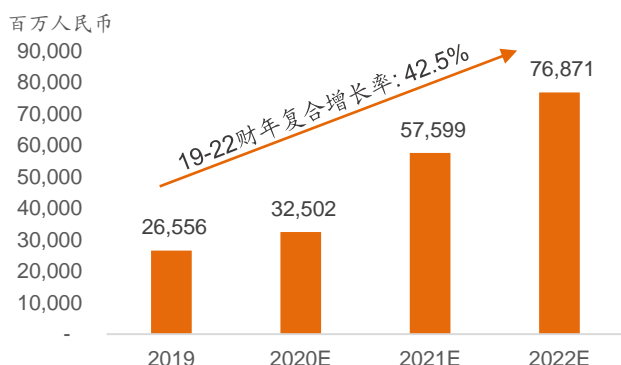


資料來源：招股書、公司年報、渠道調研、招商證券（香港）預測

財務分析

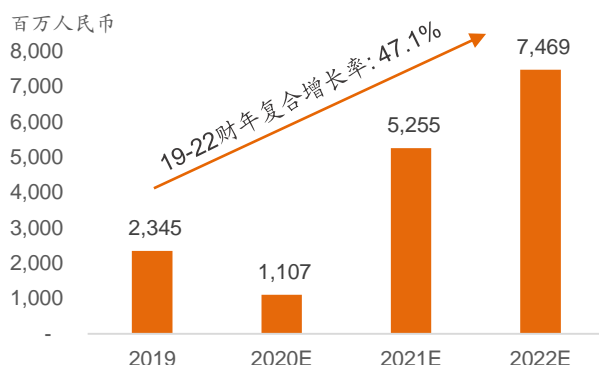
我們預計海底撈的收入將從19財年的265.56億元人民幣增長到22財年的768.71億元人民幣，複合年增長率為42.5%。淨利潤預計將從19財年的23.45億元人民幣增長到22財年的74.69億元人民幣，複合年增長率為47.1%。

圖表31：海底撈的收入預測



資料來源：公司數據、招商證券（香港）預測

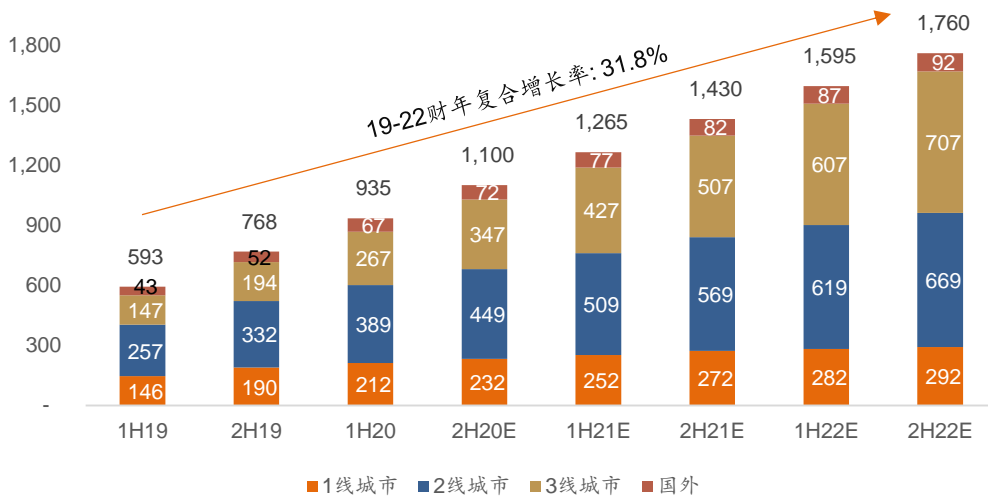
圖表32：海底撈的淨利潤預測



資料來源：公司數據、招商證券（香港）預測

增長主要來自期內新開業門店數量預計增長129%的推動（或平均每年新開331家餐廳）。雖然海底撈管理層尚未就新餐廳的開業情況給出指引，但我們注意到，它在20年上半年新開了173家餐廳（關店6家），並簽署了414份租約。這些已簽署的租約可以對應最終將在20年下半年和21年上半年開業的餐廳。

图表33: 19-22财年餐厅数量预测



资料来源: 招股书、公司年报、招商证券(香港)预测

估值

过去一个月，公司股价一直非常强劲，目前处于历史估值区间的顶部。不过，我们预计海底捞能够继续在其历史区间的顶部交易，甚至更高，因为投资者的预期比以前更高。

世界上其他大多数国家仍受新冠疫情及其对经济的负面影响，特别是餐饮业受到的影响最大。中国是全球唯一一个似乎已经摆脱新冠疫情的市场之一，近期的经济数据显示中国经济正恢复到疫情前的水平。

我们认为，中国消费类个股与世界其它地区消费类股的脱钩，推动了中国消费类股票近期估值的飙升。从全球新冠疫情趋势来看，短期内其他国家的经济复苏势头可能难以超过中国，中国消费类个股将继续走高。

通常，我们会以市盈率为基础对海底捞进行估值，将其与历史交易区间及同类个股进行比较。然而，鉴于中国经济与世界经济近期的增长不同，我们认为，至少在未来12个月，中国消费品企业的估值不太可能会回到历史正常水平。

一般来说，对于海底捞这样的高增长公司，市盈率也很高。但如果从PEG的角度看，海底捞的估值会合理得多。

考虑到新冠疫情对上半年盈利的一次性负面影响（海底捞管理层无法控制的因素，纳入20年上半年盈利会导致计算结果扭曲）。因此，我们的估值计算将20年上半年数据剔除。

我们预计海底捞19-21财年2年的每股盈利复合年增长率为49.7%，而19-22财年3年的每股盈利复合年增长率为47.1%。基于51.2港元的股价，海底捞的2年和3年前瞻PEG分别为0.9倍和0.7倍。如果我们将20年下半年和21年上半年的综合每股盈利与19财年的每股盈利（为避免20年上半年数据造成结果扭曲）进行比较，我们得出1.5年的每股盈利复合年增长率为42.6%，对应1.4倍PEG。

图表34：公司估值

海底捞				
股价(港元)	51.2			
港币/人民币汇率	0.87			
	19 财年	20 财年下半年 +21 财年上半年	21 财年	22 财年
年份差		1.5	2.0	3.0
每股利润(人民币)	0.44	0.75	0.99	1.41
市盈率	100.7x	59.1x	44.9x	31.6x
每股利润复合增长率		42.6%	49.7%	47.1%
PEG 指标		1.4x	0.9x	0.7x

资料来源：公司数据、招商证券(香港)预测

注：股票价格为2020年10月30日的收盘价

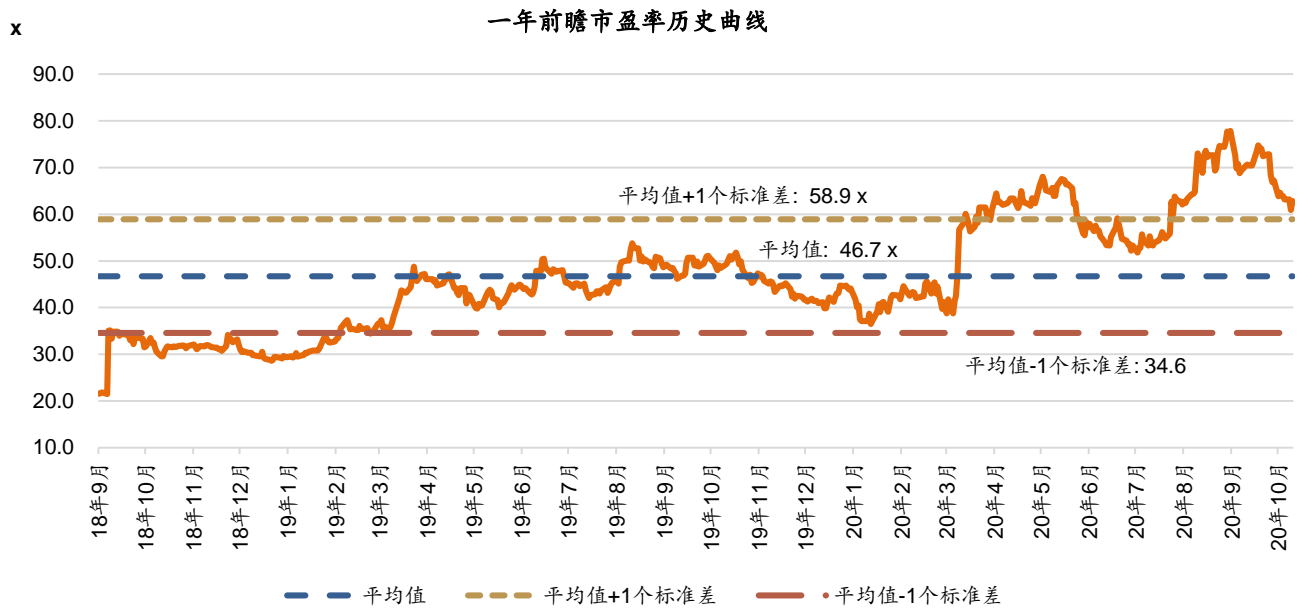
我们可以看到海底捞的PEG一直低于1.0倍。鉴于该公司正处于高增长模式，我们预计PEG至少为1.0倍。在这三个时间区间内，我们采用1.0倍PEG并使用计算平均值得出我们的目标价为66.5港元。

图表35：根据PEG指标计算出的目标均价

单位：港元	21 财年	22 财年
PEG 指标	1.0x	1.0x
根据 PEG 推算出的市盈率	49.7x	47.1x
根据 PEG 指标计算出的目标价(港元)	56.7	76.3
最终目标价(港元)	66.5	

资料来源：公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图表36: 一年前瞻市盈率历史曲线



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测

资产负债表

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
物业, 厂房及设备	4,000	7,690	9,280	9,904	10,083
使用权资产	0	4,756	6,068	6,427	6,581
商誉	0	93	93	93	93
与联营公司的投资	100	226	268	268	268
其他非流动性资产	2,109	649	738	816	895
非流动性资产总值	6,209	13,414	16,447	17,509	17,920
库存	457	1,200	1,196	1,402	1,830
应收账款及预付款	845	1,616	2,243	2,628	3,430
按公允价值计入损益的金融资产	2	0	1,302	1,302	1,302
存款	103	1,804	1,108	1,108	1,108
银行结余及现金	4,119	2,222	3,889	9,208	16,313
其他流动性资产	210	359	278	278	278
流动性资产总值	5,736	7,200	10,016	15,926	24,261
资产总值	11,945	20,614	26,462	33,434	42,180
应付款项	1,636	2,983	3,701	4,668	6,058
应付关联方款项	593	1,072	1,119	1,119	1,119
银行借款	410	122	3,013	3,013	3,013
其他流动负债	667	1,487	2,063	2,902	3,673
流动负债	3,306	5,664	9,896	11,702	13,863
递延税项负债	2	47	17	32	43
租赁负债	0	4,143	5,868	7,327	8,660
银行借款	0	0	0	0	0
其他借款	0	85	0	0	0
拨备	7	49	17	32	43
非流动负债	9	4,324	5,903	7,390	8,747
总负债	3,315	9,988	15,799	19,092	22,610
股本	0	0	0	0	0
储备	8,625	10,623	10,661	14,339	19,567
非控股权益	5	3	3	3	3
权益总额	8,630	10,626	10,664	14,342	19,571
权益与负债总额	11,945	20,614	26,462	33,434	42,180

现金流量表

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,262	3,247	1,837	7,248	10,302
财务成本	31	237	438	569	651
利息收入	-38	-143	-37	-16	-16
应占联营公司溢利	-28	-65	-72	-100	-100
折旧与摊销	689	1,891	2,952	3,730	4,234
营运资金变动	60	368	312	743	522
已付所得税及其它	-592	-954	-915	-1,750	-2,635
经营活动现金流	2,385	4,580	4,515	10,425	12,957
资本支出	-2,508	-4,881	-3,293	-2,970	-2,970
投资	-1,976	-79	-1,282	0	0
其他	621	-67	662	10	10
投资活动现金流	-3,864	-5,026	-3,913	-2,960	-2,960
已付股息	-461	-473	-1,039	-1,577	-2,241
股权融资	6,632	0	0	0	0
债务融资(偿还)	-663	-291	2,778	0	0
其他	-169	-726	-679	-569	-651
融资活动现金流	5,339	-1,490	1,060	-2,146	-2,892
净现金流	3,861	-1,936	1,663	5,319	7,105

利润表

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	16,969	26,556	32,502	57,599	76,871
原材料及易耗品成本	-6,935	-11,239	-13,445	-23,552	-31,451
员工成本	-5,016	-7,993	-11,124	-17,536	-23,413
物业租金及相关开支	-685	-240	-292	-506	-638
水电开支	-595	-912	-1,156	-2,016	-2,690
差旅及相关开支	-820	-1,220	-1,613	-2,682	-3,732
息税折旧前利润	2,918	4,952	4,872	11,308	14,947
折旧与摊销	-689	-1,891	-2,952	-3,730	-4,234
经营利润	2,229	3,061	1,920	7,578	10,713
财务成本	-31	-237	-438	-569	-651
其他收益(成本)	64	423	355	240	240
税前利润	2,262	3,247	1,837	7,248	10,302
所得税开支	-613	-900	-730	-1,993	-2,833
净利润	1,649	2,347	1,107	5,255	7,469
非控股权益	-3	-2	0	0	0
本公司拥有人应占利润	1,646	2,345	1,107	5,255	7,469
摊薄每股盈利	0.33	0.44	0.21	0.99	1.41
每股股息	0.07	0.13	0.06	0.30	0.42

财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
同比增长率变化					
收入	59.5%	56.5%	22.4%	77.2%	33.5%
息税折旧前利润(EBITDA)	55.5%	69.7%	-1.6%	132.1%	32.2%
经营利润	47.0%	37.3%	-37.3%	294.7%	41.4%
净利润	60.2%	42.4%	-52.8%	374.9%	42.1%
每股盈利	54.3%	32.9%	-52.8%	374.9%	42.1%
利润率					
EBITDA 利润率	17.2%	18.6%	15.0%	19.6%	19.4%
经营利润率	13.1%	11.5%	5.9%	13.2%	13.9%
净利润率	9.7%	8.8%	3.4%	9.1%	9.7%
流动性					
应收账款天数	14.4	16.9	21.7	15.4	14.4
库存天数	14.5	26.9	32.5	20.1	18.8
应付账款天数	23.6	34.7	42.1	29.4	28.1
现金周转天数	5.3	9.1	12.1	6.1	5.0
现金流与杠杆率					
自由现金流	-134	-409	1,128	6,997	9,553
净负债率	-43.0%	-18.8%	-8.2%	-43.2%	-68.0%
股息分配比率	28.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息率	0.1%	0.3%	0.1%	0.6%	0.9%
回报分析					
ROE	33.9%	24.4%	10.4%	42.0%	44.0%
资产周转率	2.2	1.6	1.4	1.9	2.0
净利润率	9.7%	8.8%	3.4%	9.1%	9.7%
财务杠杆	1.6	1.7	2.2	2.4	2.2
ROIC	21.0%	14.4%	4.7%	17.5%	19.8%
估值倍数					
P/E	133.8x	100.7x	213.4x	44.9x	31.6x
P/B	25.7x	22.2x	22.1x	16.5x	12.1x
EV/EBITDA	81.3x	47.9x	48.7x	21.0x	15.9x

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

百胜中国 (YUMC US, 9987 HK)

产品与营销创新推动公司增长

- 百胜中国是中国最大的餐饮连锁企业，拥有超过10,000家自营门店和特许经营店
- 肯德基和必胜客是中国最强大的品牌之一
- 首次覆盖给予买入评级，美股目标价65.5美元，港股目标价507.4港元

在餐厅网络扩张方面拥有良好的往届

过去几年，百胜中国平均每天新开业一家餐厅(扣除关店后)。百胜中国掌握了使菜单标准化的经验技术，旗下众多不同的餐厅都能够很容易地大规模复制餐厅食物的品质。百胜中国的产品通常易于标准化。肯德基和必胜客在中国强大的品牌认知度亦能帮助百胜中国获得有利的门店选址和经营条件。我们预计百胜中国的收入将从19财年的87.76亿美元增长到22财年的127.68亿美元，对应复合年增长率为13.3%。增长主要由31%的预计新开门店数量推动。百胜中国最近在香港第二上市也为其餐厅网络的扩张提供了强大的资金支持。

科技驱动门店客流增长

百胜中国的APP，人工智能菜单和专有的数字支付解决方案相结合，让客户在点餐和支付时更加方便，我们相信这将有助于继续吸引客户。公司还允许为个人客户定制营销方案，这有助于提高客户留存。20年三季度，肯德基会员销售占肯德基系统销售额的61%，必胜客会员销售占必胜客系统销售额的53%。

首次覆盖给予买入评级：新餐厅开业将推动增长

考虑到百胜中国是一家较为成熟的公司，我们认为采用市盈率估值法计算目标价比较合理。鉴于中国经济近期与世界经济的增长不同，我们认为，至少在未来12个月，中国消费品企业的估值不太可能回到历史正常水平。因此我们采用了百胜中国历史1年前瞻市盈率的高端(30.2倍，高于均值1个标准差)，并结合2.17美元的21财年每股盈利，得出我们的目标价为美股65.5美元，港股507.4港元。

盈利预测及估值

12月31日年结(百万美元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	8,415	8,776	8,370	11,094	12,768
经营利润	941	901	903	1,124	1,349
可归属净利润	708	713	748	932	1,107
经调整每股收益(美元)	1.52	1.86	1.43	2.17	2.57
同比增长	8.6%	22.4%	-22.9%	51.1%	18.7%
市盈率(YUMC US)	35.0x	28.6x	37.1x	24.6x	20.7x
市盈率(9987 HK)	35.5x	29.0x	37.6x	24.9x	21.0x
ROE	25%	24%	16%	14%	15%
净负债(现金)/股东权益	-43%	-33%	-29%	-41%	-48%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；股价截至2020年10月30日

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711

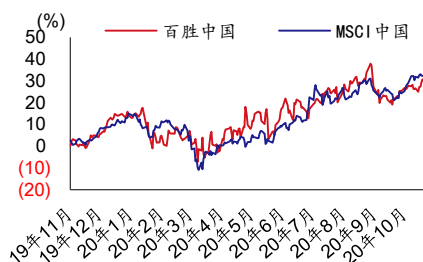
johannywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

首次覆盖

买入

股价	53.2美元 418.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	65.5美元 (+23%) 507.4港元 (+21%)

股价表现



数据来源：彭博；股价截止2020年10月30日

%	1m	6m	12m
YUMC US	0.5	9.8	25.9
9987 HK	5.0	1.5	1.5
MSCI 中国	5.3	26.4	31.5

行业：消费

恒生指数 (2020/10/30)	24,107
MSCI中国指数 (2020/10/30)	105

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	38-59/386-430
市值(百万港元)	175,186
日均成交量(百万股)	0.25/2.15
每股净资产(美元)	15.5

主要股东

INVESCO LTD	10.8%
BLACKROCK	7.2%
PRIMAVERA CAPITAL MA	4.3%
Directors and senior managements	0.1%
总股数(百万股)	400
自由流通量	77.6%

资料来源：彭博

投资主题

我们首次覆盖百胜中国，给予买入评级，目标价65.5美元（507.4港元），对应23%/21%的上升空间。我们认为百胜中国19-22财年的收入年复合增长率将达到13.3%，而净利润的年复合增长率将达到15.8%。增长主要由同期31%的预计新开门店数量推动

百胜中国旗下品牌包括肯德基、必胜客、小肥羊、黄记煌、COFFii & JOY、东方既白、塔可贝尔及Lavazza等。其中肯德基、必胜客、塔可贝尔的商标由百胜集团完全所有，百胜中国将系统销售额的3%（含公司自营和特许经营餐厅）支付给百胜集团用于使用这些品牌的许可费。

百胜中国的收入核心来自肯德基和必胜客，这两个品牌均以自营为主。截至2020年三季度末，肯德基的6,925家餐厅中有82%为自营，另有10%通过与当地合作伙伴合资的方式共同拥有，仅8%的餐厅为特许经营。截至2020年三季度末，必胜客的2,277家餐厅中，95%为自营，其余5%为特许经营店。展望2022财年，我们预计肯德基和必胜客仍将是公司的主要业务。

过去几年，百胜中国平均每天新开业一家餐厅（扣除关店后）。如果不考虑关店，百胜中国表示平均每天新增门店超过2家。我们认为除了财务上的实力之外，百胜中国的其他核心竞争力也使其能够如此迅速成功地扩张。

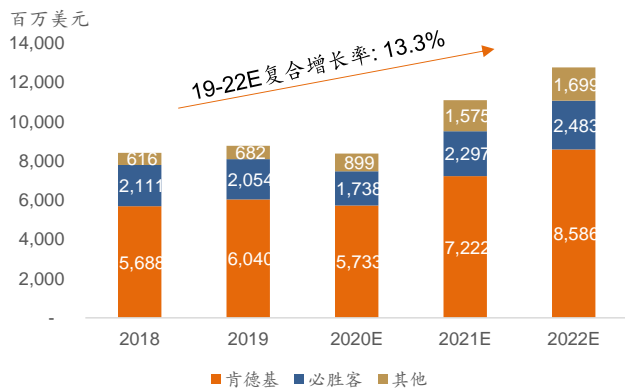
百胜中国之所以能够成功开设大量自营餐厅的一个重要原因是其掌握了使菜单标准化（特别是肯德基和必胜客）的经验技术，使得其餐厅食物的品质易于大规模复制到许多不同的餐厅。百胜中国的产品往往易于标准化，这使得许多准备工作可以在集中的地点完成。食物的最后准备不需要厨师或有丰富经验或受过培训的工人来完成，而且不会影响食物的味道和质量。

百胜中国一直走在提高客流量和优化利润率的技术前沿。例如，肯德基和必胜客的超级APP，人工智能菜单和专有的数字支付解决方案，可以为顾客在下单（如预订）和移动支付时提供更多的便利。这些技术还有助于百胜中国提高客户留存率，因为百胜中国可以根据单个客户之前的点菜模式和口味偏好，实施针对客户的营销和推广。20年三季度，肯德基会员销售占肯德基系统销售额的61%，必胜客会员销售占必胜客系统销售额的53%。

考虑到百胜中国是一家较为成熟的公司，我们认为采用市盈率估值法计算目标价比较合理。鉴于中国经济与世界经济近期的增长不同，我们认为，至少在未来12个月，中国消费品企业的估值不太可能回到历史正常水平。因此我们采用了百胜中国历史1年前瞻市盈率的高端（30.2倍，高于均值1个标准差），并结合2.17美元的21财年每股盈利，得出我们的目标价为美股65.5美元，港股507.4港元。

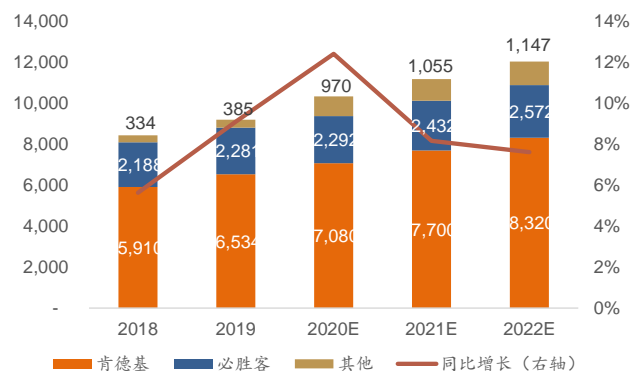
百胜中国(YUMC US, 9987 HK)重点图表

图表37: 盈利预测



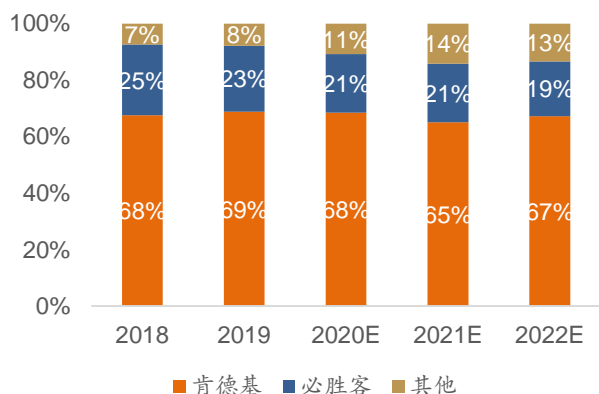
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表38: 门店数量预测



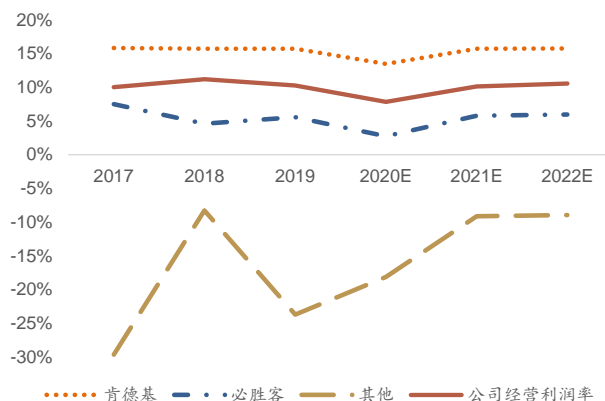
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表39: 盈利按品牌细分



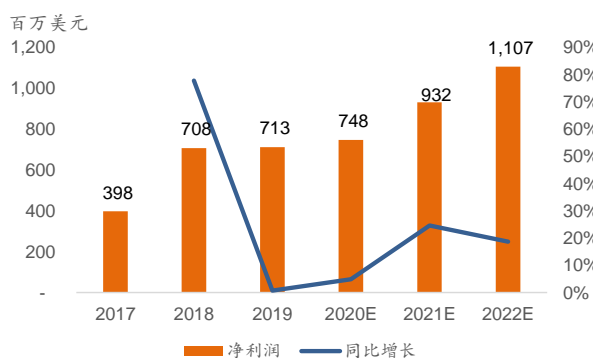
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表40: 按品牌细分的经营利润率



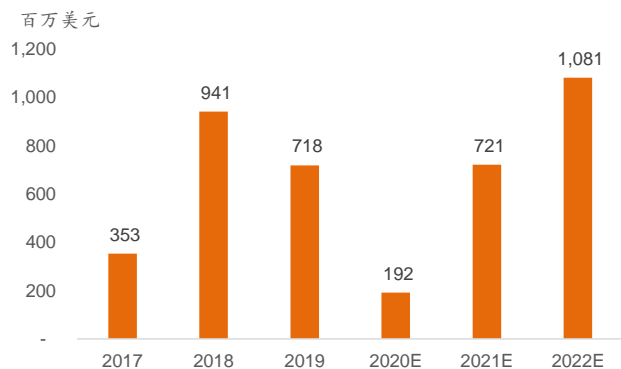
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表41: 净利润与同比增长



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表42: 自由现金流

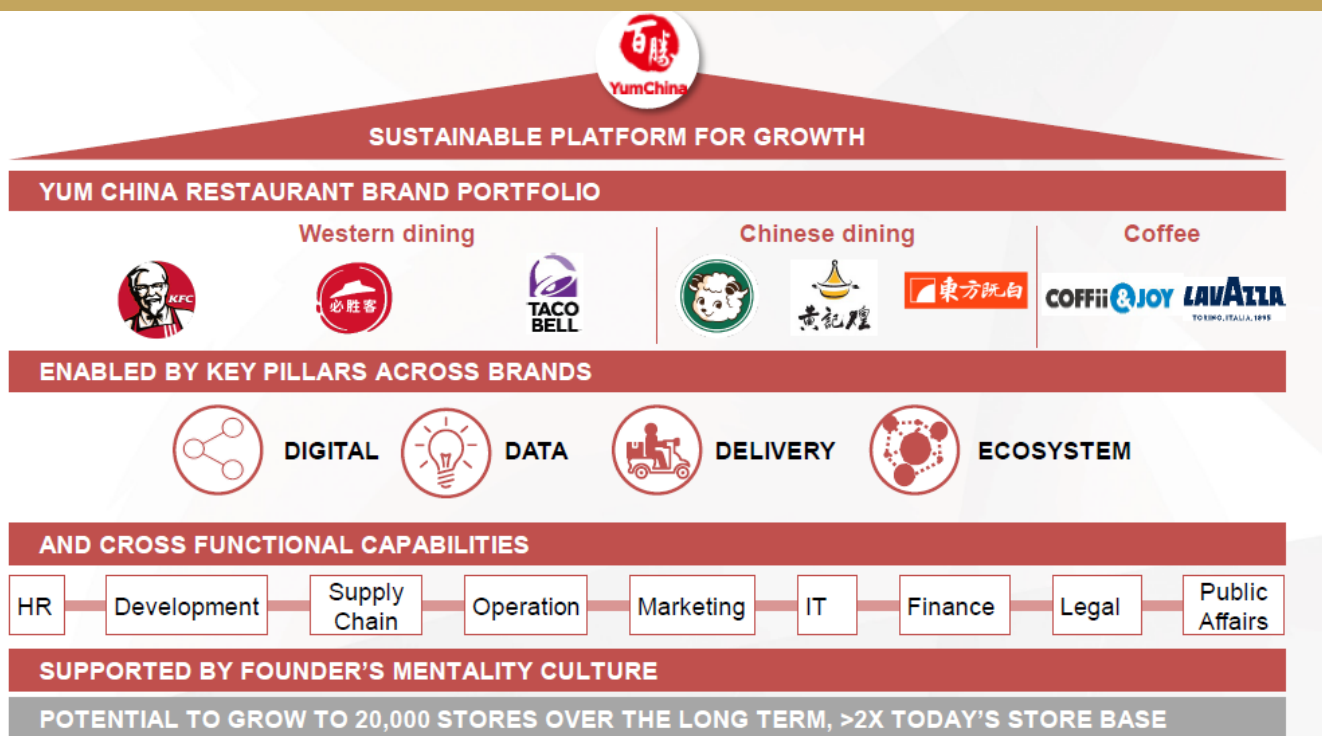


资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

公司概覽

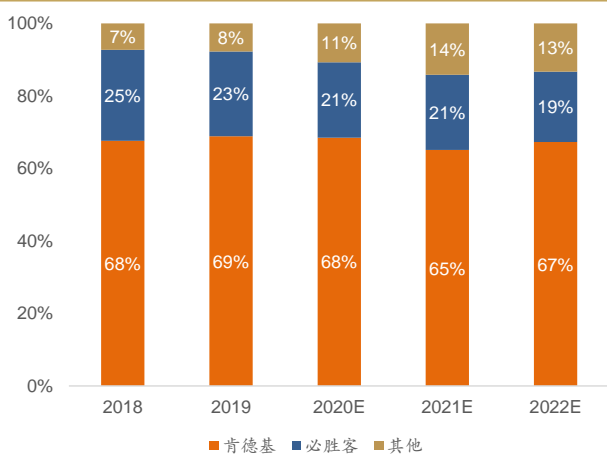
根据弗若斯特沙利文报告，按2019年的系统销售额计，百胜中国是中国最大的餐饮企业，公司2019年录得收入88亿美元，餐厅总数超过10,000家。百胜中国旗下品牌包括肯德基、必胜客、小肥羊、黄记煌、COFFii & JOY、东方既白、塔可贝尔及Lavazza等。其中肯德基、必胜客、塔可贝尔的商标由百胜集团完全所有。

图表43：百胜中国的品牌组合



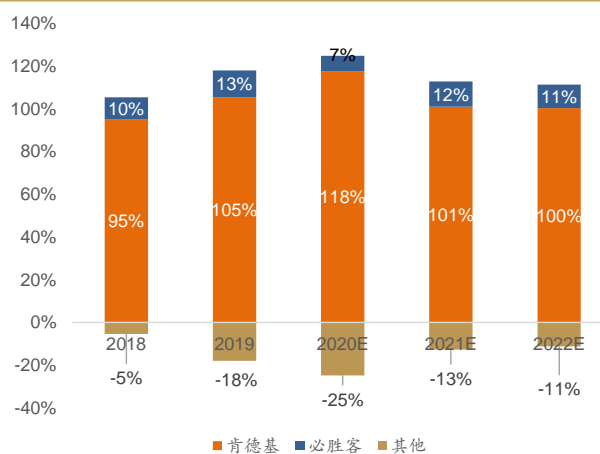
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图表44：公司收入拆分



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图表45：公司经营利润拆分



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

■ 肯德基

按照2019年的系统销售额计算，肯德基是中国最大的快餐品牌。肯德基是首批在中国开业的西式快餐连锁店之一，于1987年在北京开设第一家餐厅。截至2020年三季度，全国共有6,925家肯德基餐厅覆盖1,400多个城市。肯德基是百胜中国最大的品牌，截至2020年三季度末，在百胜中国的餐厅（包括特许经营餐厅）中所占比例为68%。

除原味鸡外，肯德基在中国拥有以猪肉、海鲜、米饭、新鲜蔬菜、汤、粥、甜品等为特色的丰富菜单。肯德基的主要竞争对手为麦当劳、德克士、汉堡王等其他在中国的西式快餐品牌。尽管如此，百胜中国认为，截至2019年底，肯德基的门店数量约为其最接近的竞争对手的2倍。虽然每一个竞争对手都有不同的促销项目，但我们认为肯德基每餐的价格与它的竞争对手相似。

■ 必胜客

截止2019年12月31日，必胜客是中国最大的休闲餐厅品牌。1990年，必胜客在北京开设了第一家餐厅。截至2020年三季度，中国500多个城市共有2,277家必胜客餐厅。除了披萨，中国的必胜客还提供牛排、主菜、意大利面、米饭、小菜、饮料和甜点。百胜中国认为，截至2019年底，必胜客在中国的餐厅数量约为其西式休闲餐厅竞争对手的五倍。截至2020年三季度末，必胜客餐厅数量占百胜中国餐厅总数（包含特许经营餐厅）的22%。

■ 其他业务

小肥羊是一个内蒙式火锅品牌，截至2020年6月30日，在中国和国际市场拥有超过260家餐厅。小肥羊的餐厅大多由特许经营商经营（240家特许经营餐厅）。YUM! Brands曾以45亿港元的价格将在小肥羊的持股比例增至93%，随后2011年小肥羊被私有化。私有化于2012年获得批准。YUM! Brands最初在2009年以4.9亿港元收购了小肥羊20%的股份。在私有化期间，小肥羊拥有192家自营餐厅和277家特许经营餐厅。

黄记煌主营休闲风格的焖锅（与火锅类似，不过食物通常在上桌时就已经煮熟了），以及新推出的中式快餐概念三分饱，提供面条和米饭套餐等快餐选择。百胜中国近期于2020年4月以1.85亿美元（93.3%股权）的价格收购了黄记煌。黄记煌成立于2004年，截至2020年6月30日，在中国和海外市场拥有607家餐厅，其中604家为特许经营。

COFFii & JOY是百胜中国在2018年内部开发的一个咖啡概念品牌，主打特色咖啡。截至2020年6月30日，中国共有55家COFFii & JOY门店。咖啡是百胜中国一直在探索的另类业务之一。百胜中国指出，它的K咖啡产品（肯德基提供的现磨咖啡）一直很受欢迎，可能对百胜中国进入特色咖啡业务的决定产生了影响。2019年，百胜中国销售了1.37亿杯（同比增长+48%）咖啡。

东方既白是一个中式快餐品牌，提供米饭、面条、小吃和点心等，主要布局在繁华的交通枢纽。截至2020年6月30日，东方既白在中国共有11家分店。

塔可贝尔是世界领先的西式快餐品牌，主营墨西哥风味餐饮，包括塔可、墨西哥卷饼、沙拉、墨西哥玉米片等。2016年12月，公司在上海开设了中国第一家塔可贝尔餐厅。截至2020年6月30日，塔可贝尔在中国共有9家分店。

Lavazza标志着公司在咖啡领域的又一次尝试。2020年4月，百胜中国与全球知名的意大利家族咖啡公司Lavazza集团成立合资企业，共同在中国探索和开发Lavazza咖啡店概念。作为第一步，Lavazza在中国上海新开了一家旗舰店。

核心竞争力

过去几年里，百胜中国平均每天新开一家餐厅（扣除关店）。管理系统支持百胜中国快速扩张餐厅网络。如果不考虑关店，百胜中国表示平均每天新增门店超过2家。我们认为除了财务上的实力之外，百胜中国的其他核心竞争力也使其能够如此迅速成功地扩张。

经验丰富的管理团队有能力优化门店选址

百胜中国拥有经验丰富的团队，能够系统地在不同级别的城市寻找潜在的餐厅地址，包括进入现有城市的新商业区域，以及进入新城市寻找合适的新店址。在为新门店选址时，公司会综合考虑诸如经济和人口状况、消费模式、人均GDP和人口密度、活动中心（如购物中心、学校和住宅区）的覆盖以及附近其他餐厅的情况等因素。该公司的物流和供应链管理还使百胜中国能够实现其餐厅网络的快速推广。

菜单标准化与创新

尽管如此，我们也认为在一个新城市开一家新餐厅的难度超出了上述范畴。百胜中国拥有实现菜单标准化的技巧（特别是肯德基和必胜客），所以食物的品质可以很容易地在旗下不同的餐厅大规模地复制。快餐和休闲餐厅食物易于标准化。这使得许多准备工作可以在集中的地点完成。食物的最后准备不需要厨师或有丰富经验或受过培训的工人来完成，而且不会影响食物的味道和质量。

图表46: 肯德基的创意性产品

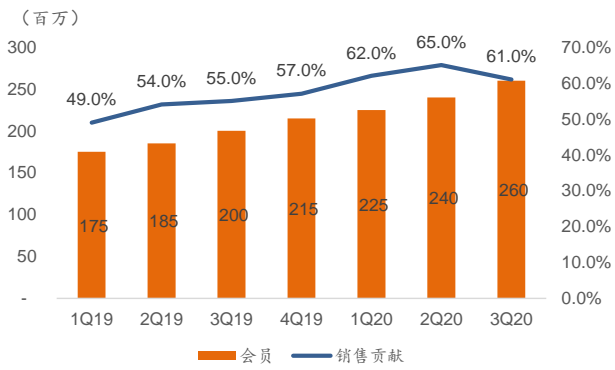
Premium Burger	Plant-Based Nuggets	Tofu Pudding	K-Coffee
 <p>全新 潮汉堡 脏脏芝士鳕鱼鸡腿堡 I LOVE MESSY</p>	 <p>食界新能源 诚邀尝鲜 4月28日-30日火热公测 上海肯德基餐厅 广州肯德基花城岗餐厅 深圳肯德基星河中心餐厅 植培黄金鸡块 鸡肉风味植物蛋白制品</p>	 <p>KFC 早餐 肯德基 有豆花了 超有料豆花系列</p>	 <p>该醒醒了! 双重提神的K咖啡 你喝咖啡 我喝K咖啡</p>
Messy cod fish & chicken burger with 3-layer cheese	3-day pilot in select stores	Traditional street food for breakfast	Cross-over with Liushen floral water

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

科技的应用

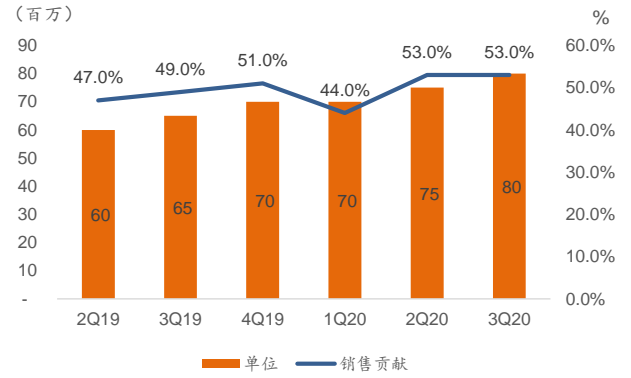
百胜中国一直走在提高客流量和优化利润率的技术前沿。例如，肯德基和必胜客的超级APP，人工智能菜单和专有的数字支付解决方案，可以为顾客在下单（如预订）和移动支付时提供更多的便利。这些技术还有助于百胜中国提高客户留存率，因为百胜中国可以根据单个客户之前的点菜模式和口味偏好，实施针对客户的营销和推广。有价值的推荐往往能够吸引顾客到餐厅就餐。截至2020年三季度，肯德基拥有超过2.6亿的忠实会员，而必胜客有超过8,000万的忠实会员。20年三季度，肯德基会员销售占肯德基系统销售额的61%，必胜客会员销售占必胜客系统销售额的53%。百胜中国认为目前为止公司的APP是中国餐饮行业下载量最大的APP，月活跃用户数亦是最高。

图表47: 肯德基会员和销售贡献



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图表48: 必胜客会员和销售贡献

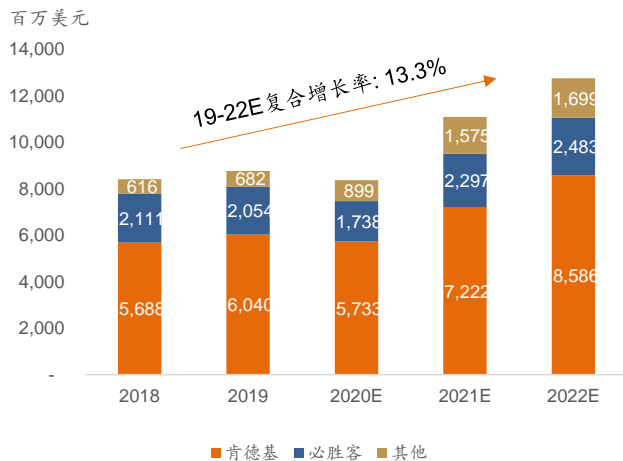


资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

财务分析

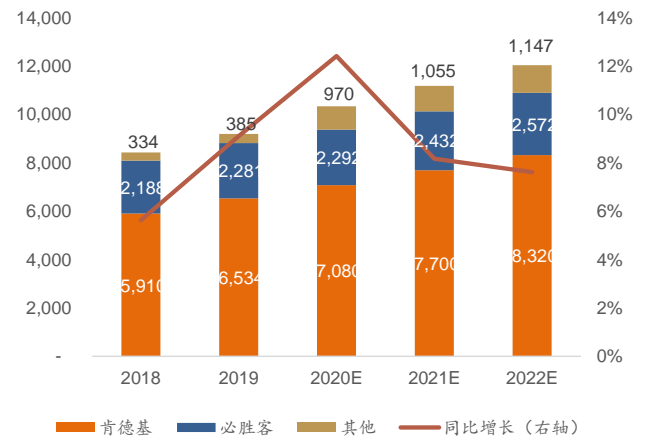
我们预计百胜中国的收入将从19财年的87.76亿美元增长到22财年的127.68亿美元，对应复合年增长率为13.3%。增长主要由同期31%的预计新开门店数量推动。我们预计净利润将增长15.8%，达到11.07亿美元，利润率也将有所增长。

图表49：盈利预测



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图表50：门店数量预测：我们预计门店数将从20财年第三季的10,150家增长到22财年的12,039家



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

总体收入主要来自肯德基，我们预计这将占到2022财年总收入的67%（19财年为69%）。预计必胜客将占到2022财年总收入的19%（19财年为23%）。这两项业务的总利润将超过营业利润的100%，因为我们预计百胜中国在继续积累经验和尝试非西式餐饮的商业模式时，其他业务将会出现小幅亏损。

估值

过去一个月，公司股价一直非常强劲，目前高于历史估值区间的顶部。不过，我们预计百胜中国能够继续高于其历史区间交易，甚至更高，因为投资者的预期比以前更高。

世界上其他大多数国家仍受新冠疫情及其对经济的负面影响，特别是餐饮业受到的影响最大。中国是全球唯一一个似乎已经摆脱新冠疫情的市场之一，近期的经济数据显示中国经济正恢复到疫情前的水平。

我们认为，中国消费类个股与世界其它地区消费类股的脱钩，推动了中国消费类股票近期估值的飙升。从全球新冠疫情趋势来看，短期内其他国家的经济复苏势头可能难以超过中国，中国消费类个股将继续走高。

通常情况下，我们会以市盈率为基础对百胜中国进行估值，将其与其历史交易区间以及同行进行比较。然而，鉴于中国经济与世界经济近期的增长不同，我们认为，至少在未来12个月，中国消费企业的估值不太可能回到历史正常水平。

此外，由于百胜中国也有充足的资金开设新餐厅（由于最近的两地上市），我们相信投资者可能也预期新餐厅的开业速度会比预计的快，因此我们给予公司较高的估值。

图表51：估值与目标价

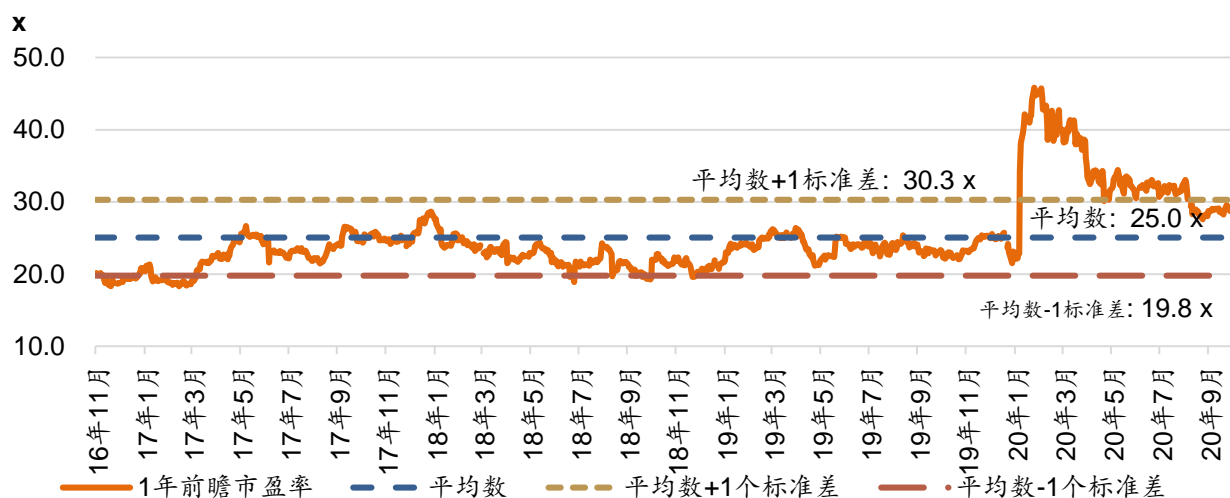
目标价计算过程	
1年前瞻市盈率	30.2x
21财年预测每股盈利	2.17
目标价(美元)	65.5
股价(美元)	53.2
上升空间	23%
美元/港元汇率	7.75
目标价(港元)	507.4
股价(港元)	418.0
上升空间	21%

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

注：当前股价为2020年10月30日的收盘价

投资者可能会注意到我们采用了PEG估值法对公司的同业海底捞进行估值，鉴于海底捞的高增长特点（19-22财年3年的每股盈利复合年增长率预计为47.1%），我们认为这是合理的。然而，由于百胜中国的增长更为保守（我们预计公司19-22财年净利润的复合年增长率将为15.8%），不适合用PEG进行估值，我们注意到基于418港元的股价，百胜中国（9987 HK）的2年（19-21财年）和3年（19-22财年）的前瞻PEG分别为3.1倍和1.8倍。

图表52：1年前瞻市盈率



资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

图表53: 基于市场价的估值

单位: 美元	19 财年	20 财年下半年+21 财年上半年	21 财年	22 财年
每股盈利	1.86	2.09	2.17	2.57
百胜中国美股				
市盈率	28.6x	25.5x	24.6x	20.7x
PEG	1.3x	2.1x	3.1x	1.8x
百胜中国港股				
市盈率	29.0x	25.8x	24.9x	21.0x
PEG	1.3x	2.1x	3.1x	1.8x

资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)预测

注: 基于2020年10月30日的收盘价

财务预测

资产负债表

百万美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及其等价物	1,266	1,046	1,832	2,868	3,748
短期投资	122	611	2,000	1,500	1,500
应收账款	80	88	104	111	118
库存	307	380	338	352	410
待摊费用及其他流动资产	177	134	177	201	231
流动资产总额	1,952	2,259	4,451	5,031	6,007
固定资产	1,615	1,594	1,749	1,879	1,942
经营租赁使用权资产	0	1,985	2,006	2,064	2,046
商誉	266	254	800	800	800
无形资产	116	94	243	231	219
递延所得税	89	95	102	102	102
与联营合营公司的投资	81	89	71	71	71
其他资产	491	580	696	787	906
非流动资产	2,658	4,691	5,667	5,935	6,086
总资产	4,610	6,950	10,118	10,966	12,093
应付账款与其他流动负债	1,199	1,691	1,617	1,650	1,857
应付所得税	54	45	46	55	64
流动负债总额	1,253	1,736	1,664	1,705	1,921
长期经营租赁负债	0	1,803	1,806	1,864	1,846
长期融资租赁负债	25	26	25	25	25
其他负债	355	210	349	398	464
非流动负债总额	380	2,039	2,180	2,288	2,335
负债总额	1,633	3,775	3,843	3,992	4,256
可赎回非控股权益	1	0	12	12	12
股东权益	4	4	4	4	4
库存股份	-460	-721	-728	-728	-728
资本公积	2,402	2,427	4,647	4,647	4,647
未分配利润	944	1,416	2,069	2,744	3,580
累计其他综合收益	-17	-49	35	35	35
股东权益总额	2,873	3,077	6,027	6,702	7,538
非控股权益	103	98	236	259	287
权益总额	2,976	3,175	6,263	6,962	7,825
负债、可赎回非控股权益及权益	4,610	6,950	10,118	10,966	12,093

现金流量表

百万美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	736	743	770	955	1,134
折旧及摊销	445	767	471	423	567
股权激励开支	24	26	27	0	0
营运资金变动	213	-307	-470	55	103
其他	-85	-44	-4	-41	-53
经营活动所产生现金	1,333	1,185	795	1,392	1,751
资本支出	-470	-435	-504	-600	-600
其他	-82	-475	-1,625	500	0
投资活动所用现金	-552	-910	-2,129	-100	-600
银行贷款还款	0	0	0	0	0
新借款	0	0	0	0	0
股票发行募集资金	0	0	2,203	0	0
股票回购	-307	-265	-8	0	0
现金股息	-161	-181	-95	-257	-271
其他	-50	-34	-6	0	0
融资活动所用现金净额	-518	-480	2,094	-257	-271
汇率影响	-56	-6	17	0	0
净现金流量	207	-211	777	1,036	880

利润表

百万美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	8,415	8,776	8,370	11,094	12,768
公司餐厅开支	-6,434	-6,659	-6,285	-7,855	-9,104
餐厅利润	1,981	2,117	2,085	3,239	3,664
管理费用	-456	-487	-495	-572	-640
加盟开支	-71	-71	-65	-70	-83
与加盟店及联营合营公司往来交易的开支	-595	-645	-832	-1,473	-1,592
其他开支/收益	82	-13	209	0	0
经营利润	941	901	903	1,124	1,349
利息收入净额	36	39	54	110	124
投资收益(亏损)	-27	63	85	40	40
除所得税前收入	950	1,003	1,041	1,274	1,513
所得税	-214	-260	-271	-318	-378
净利润	736	743	770	955	1,134
净利润-包括非控股权益	-28	-30	-22	-23	-28
净利润-百胜中国	708	713	748	932	1,107
每股基本盈利	1.84	1.89	1.92	2.23	2.64
每股摊薄盈利	1.57	1.91	1.50	2.23	2.64
每股股息	0.41	0.47	0.22	0.60	0.63

财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
同比增长率变化					
收入	8.3%	4.3%	-4.6%	32.5%	15.1%
经营利润	21.0%	-4.3%	0.2%	24.5%	20.0%
净利润	77.9%	0.7%	4.9%	24.6%	18.7%
调整后每股盈利	8.3%	21.7%	-21.5%	48.4%	18.7%
利润率					
餐厅利润率	25.1%	23.5%	24.1%	24.9%	29.2%
经营利润率	11.2%	10.3%	10.8%	10.1%	10.6%
EBITDA 利润率	16.5%	19.0%	16.4%	13.9%	15.0%
净利润率	8.4%	8.1%	8.9%	8.4%	8.7%
流动性					
应收账款天数	3.5	3.5	4.2	3.5	3.3
存货天数	47.4	50.6	56.3	43.0	41.0
应付账款天数	170.8	184.6	198.0	153.9	145.8
现金周转天数	-119.9	-130.6	-137.6	-107.3	-101.5
现金流与杠杆					
自由现金流	941	718	192	721	1,081
净负债/权益	-42.5%	-32.9%	-29.2%	-41.2%	-47.9%
股息发放率	22.7%	25.4%	12.7%	27.5%	24.5%
股息率	0.8%	0.9%	0.4%	1.1%	1.2%
回报分析					
ROE	25.2%	24.2%	16.3%	14.4%	15.3%
资产周转率	1.9	1.5	1.0	1.1	1.1
净利润率	8.7%	8.5%	9.2%	8.6%	8.9%
财务杠杆率	1.5	1.9	1.8	1.6	1.6
ROIC	40.9%	23.4%	13.1%	13.8%	17.0%
估值 (9987 HK)					
市盈率		29.0x	37.6x	24.9x	21.0x
市净率		6.6x	3.7x	3.3x	3.0x
EV/EBITDA		13.1x	16.0x	14.2x	11.4x

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究

颐海国际 (1579 HK)

新产品与渠道扩张继续推动增长

- 受惠于疫情期间消费者居家抗疫的优秀公司
- 19至22财年期间预测收入复合年增长率为40.2%，净利润复合年增长率为39.0%
- 公司表现卓越但估值上升空间有限。首次覆盖给予中性评级，目标价为111.4港元

奖励机制有助扩大分销网络

我们相信颐海与员工的合伙人激励制度是其能够迅速扩展分销网络和销售的关键原因。在“合伙人裂变”机制下，销售人员的报酬将与其直接管理的分销商团队的损益挂钩，而非依靠典型销售额KPI，这将更好地令销售人员与颐海的目标保持一致。在师徒制下，销售人员可以指导其他销售人员，并按学员（以及学员的学员）利润的一定百分比来激励导师。通过这种方式，导师将在开发新领域以及维持现有业务（目前由学员管理）于较高水平方面获得既得权益。

产品对消费者具吸引力

颐海不断推出新产品以维持产品线新颖来以迎合消费者不断变化的口味。颐海的产品线数目从15年下半年到20年上半年翻了一倍多。作为合伙人奖励机制的其中一环，颐海员工可以领导整个新产品开发进度，并最终分享新产品的利润。通过这种方式，颐海员工获激励不断探索新产品各种可能性，并关注消费趋势。颐海还可以透过访问其姊妹公司海底捞的客户数据这一宝贵的一手资料来了解客户的口味。

首次覆盖给予中性评级

我们采用PEG估值法得出的目标价为111.4港元，我们认为这对于颐海这样的高增长公司是合理的。我们采用1.5倍的20财年和21财年预测PEG，并使用计算平均值，得到111.4港元的目标价。1.5倍的PEG远低于A股同业海天味业(603288 CH, 未评级) 2.0倍的历史平均水平。总的来说，我们认为颐海是一家优秀的公司，但估值上升空间有限。

盈利预测及估值

截至12月31日 (人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	2,681	4,282	5,615	8,298	11,792
同比增长	62.9%	59.7%	31.1%	47.8%	42.1%
核心净利润	518	719	975	1,381	1,932
调整后每股净利润	0.53	0.74	0.99	1.41	1.97
同比增长	98.8%	39.6%	34.2%	41.6%	39.9%
市盈率(x)	168.2x	120.5x	89.8x	63.4x	45.3x
PEG(x)	1.7x	3.0x	2.6x	1.7x	1.2x
ROE	30.9%	33.3%	35.6%	38.9%	40.4%
净负债率	-57.8%	-55.8%	-50.7%	-53.5%	-60.4%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测；股价截至2020年10月30日

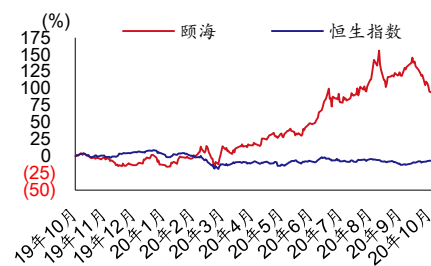
黄建文	王钊熠
+852 3189 6357	+852 3189 6711
johnnywong@cmschina.com.hk	bryanwang@cmschina.com.hk

首次覆盖

中性

股价	102.6港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	111.4港元 (+9%)

股价表现



资料来源：彭博；股价截至2020年10月30日

%	1m	6m	12m
1890 HK	(15.1)	66.0	92.8
恒生指数	2.8	(2.2)	(10.4)

行业：消费

恒生指数(2020年10月30日)	24,107
国企指数(2020年10月30日)	9,760

重要数据

52周股价区间(港元)	39.7-134.1
市值(百万港元)	107,412
日均成交量(百万股)	2.98
每股净资产(人民币)	2.94

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

投资主题

我们首次覆盖颐海国际，给予中性评级，目标价为111.4港元。我们预计颐海19至22财年收入复合年增长率为40.2%，净利润复合年增长率为39.0%。其中，第三方火锅调味料和中式复合调味料第三方销售的复合年增长率预期为34.4%，方便速食产品的复合年增长率预期为68.0%。

颐海是中国领先的复合调味料生产企业。目前拥有火锅调味料、中式复合调味料和方便速食三大产品类别。颐海的产品有三大销售渠道。颐海是其姊妹公司海底捞(6862 HK, 买入)为其餐厅定制的火锅底料的唯一供应商。颐海亦使用海底捞品牌向零售消费者和企业餐饮供应商销售其产品(所有三类产品)。绝大多数(90%)第三方销售通过分销商进行，9%通过电子商务渠道(如天猫旗舰店)销售。

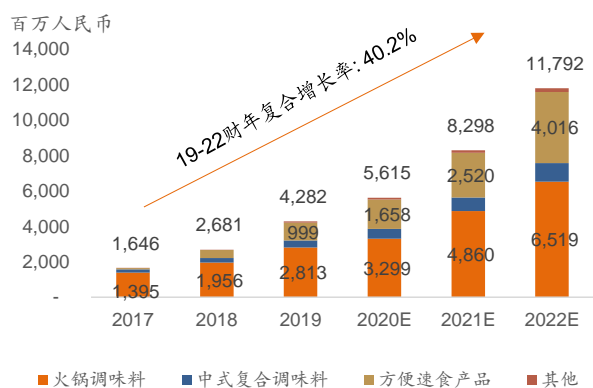
我们相信颐海与员工的合伙人激励制度是其能够迅速地扩展分销网络和销售的关键原因。在“合伙人裂变”机制下，销售人员的报酬将与其直接管理的分销商团队的损益挂钩，而非依靠典型销售额KPI，这将更好地令销售人员与颐海的目标保持一致。在师徒制下，销售人员可以指导其他销售人员，并按学员(以及学员的学员)利润的一定百分比来激励导师。通过这种方式，导师将在开发新领域以及维持现有业务(目前由学员管理)于较高水平方面获得既得权益。

颐海不断推出新产品以维持产品线新颖来迎合消费者不断变化的口味。颐海的产品线数目从15年下半年到20年上半年翻了一倍多。作为合伙人奖励机制的其中一环，颐海员工可以领导整个新产品开发进度，并最终分享新产品的利润。通过这种方式，颐海员工获激励不断探索新产品各种可能性，并关注消费趋势。颐海还可以透过访问其姊妹公司海底捞的客户数据这一宝贵的一手资料来了解客户的口味。

我们采用PEG估值方法计算目标价，我们认为这对于颐海这样的高增长公司是合理的。我们采用1.5倍的20财年和21财年预测PEG，并使用计算平均值，得到111.4港元的目标价。1.5倍的PEG远低于A股同业海天味业(603288 CH, 未评级)2.0倍的历史平均水平。

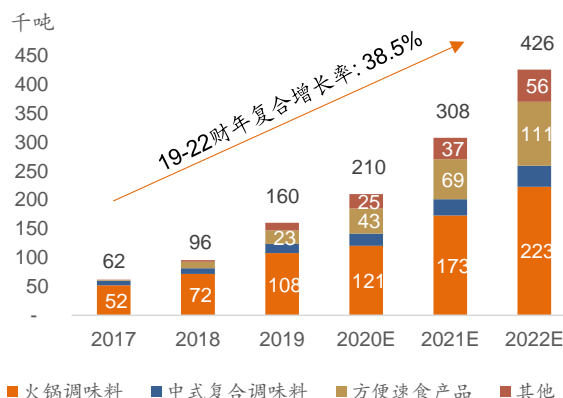
重点图表: 颐海国际 (1579 HK)

图表54: 营业收入按产品拆分明细



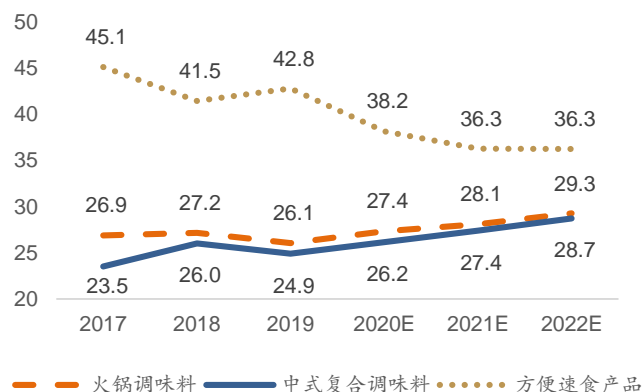
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表55: 销量按产品拆分



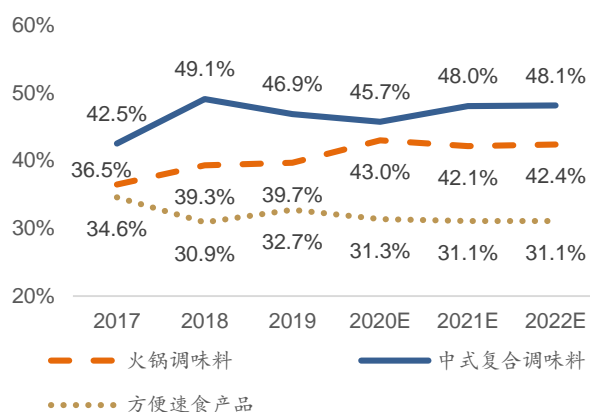
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表56: 产品平均售价预测(人民币/kg)



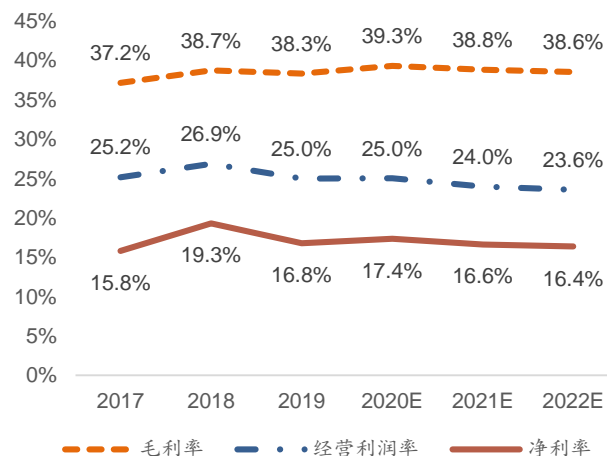
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表57: 产品毛利率预测



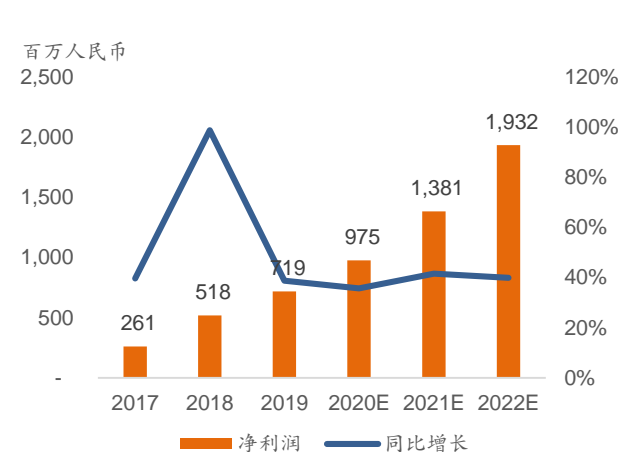
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表58: 主要利润率预测



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表59: 净利润预测



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

公司概况

产品组合

火锅调味料由火锅底料和火锅蘸料组成，是中国复合调味料行业的第二大细分市场（最大为鸡精）。其中，火锅底料将占到这一分部的80%左右。火锅调味料也是最大的收入来源，占19财年总收入的66%。不包括向关联方（海底捞）的销售，火锅调味料仍占颐海第三方总收入的47%。

颐海通常将其零售产品的价格定在中高端。尽管定价较高，但2016年至2019年期间，颐海火锅调味料的第三方销售额仍实现了49.9%的复合年增长率。

中式复合调味料为混合均匀的即用型调味料，供需要准备相当复杂的混合调味料且口味易受辅料及调味调影响的中式菜肴使用。换句话说，中式菜肴很难专为某个特定消费者准备。由于不同的组合和配料会极大地影响菜品的口感，消费者更愿意花高价购买知名厂家生产的中式复合调味料，以获得媲美餐厅味道及品牌产品的食品安全保证。

中式复合调味料占颐海19财年总收入的9%。剔除关联方销售，中式复合调味料占第三方总收入的13%。2016年至2019年期间，颐海的中式复方调味料第三方销售额复合年增长率达43.2%。

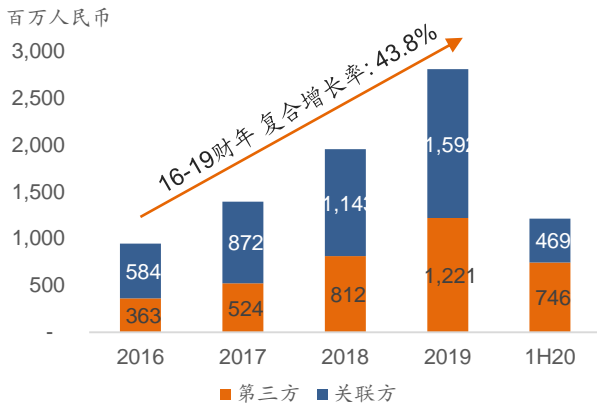
方便速食产品主要包括自加热小火锅产品和自加热米饭产品。这部分产品是在2018年才推出的。虽然方便速食产品不是调味料，但却是颐海增长最快的分部。自2017年单独披露该分部以来，19财年方便速食产品收入的复合年增长率为303.2%，达到9.99亿元人民币。该分部占总收入的23%和第三方总收入的37%。

图表60：颐海拥有多元化的产品组合，可以满足消费者的各种需求



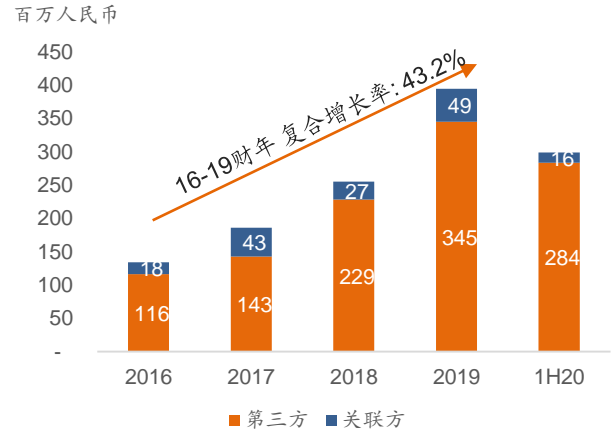
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图表61: 火锅调味品收入按渠道细分



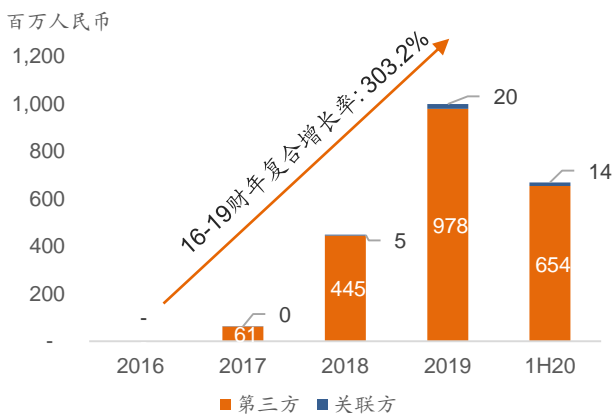
资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)

图表62: 中式复合调味品收入按渠道细分



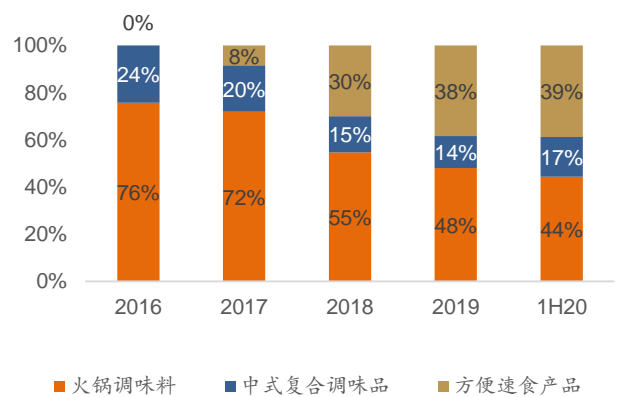
资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)

图表63: 方便速食产品收入按渠道细分



资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)

图表64: 第三方收入按产品细分



资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)

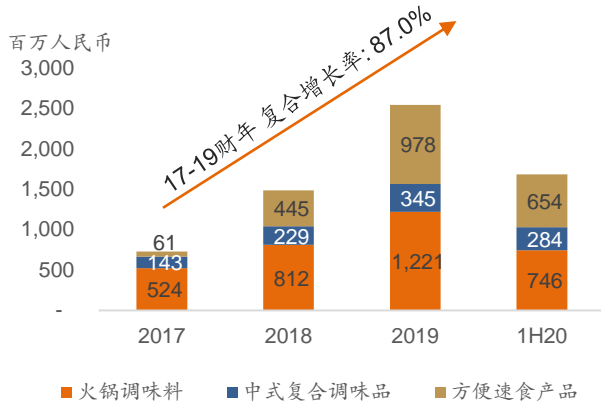
分销渠道不断拓展

为了扩大销售网络, 颐海管理层一直致力于销售和分销渠道的改革。在首次公开招股之后, 颐海就立即将分销商覆盖面由基于省级转变到基于本地, 这意味着颐海转向了规模较小的本地分销商。此举的初衷是为了让颐海更接近终端客户, 了解当地客户的口味。

作为员工整体合伙人激励制度的一部分。2018年, 颐海为其销售团队推出“合作人裂变”计划。在这种机制下, 销售人员的报酬将与其直接管理的分销商团队的损益挂钩, 而非依靠典型销售额KPI。合伙制还允许销售人员更灵活地维持其成本(如雇用其他销售人员)。与之前的机制相比, 这一机制有效地将一名销售人员转变成一名迷你的颐海企业所有人, 能够更好地将其利益与公司的利益结合起来。

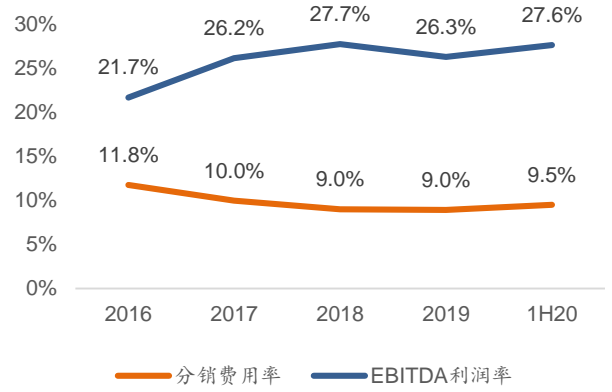
在师徒制(或家庭制)下, 销售人员可以指导其他销售人员管理其分销商。当学员成长到足够有经验时, 导师可以继续在新的地区与新的分销商开发新的业务, 把现有的成熟业务留给学员。作为回报, 导师除了从新业务中获得佣金外, 还将从学员(以及学员的学员)的利润中获得一定比例的分成。通过这种方式, 颐海能够激励有才华的销售人员将他们的技术传授给其他人, 因为导师在开发新领域以及维持现有业务(目前由学员管理)在较高水平方面获得既得权益。对颐海来说, 这意味着公司可以找到并培训高质量的销售人员, 从而迅速扩大销售网络。这个机制类似于姊妹公司海底捞开设新餐厅的机制。

图表65: 第三方收入按产品细分



资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)

图表66: 尽管快速增长, EBITDA利润率和分销费用率仍保持稳定



资料来源: 彭博、公司数据、招商证券(香港)

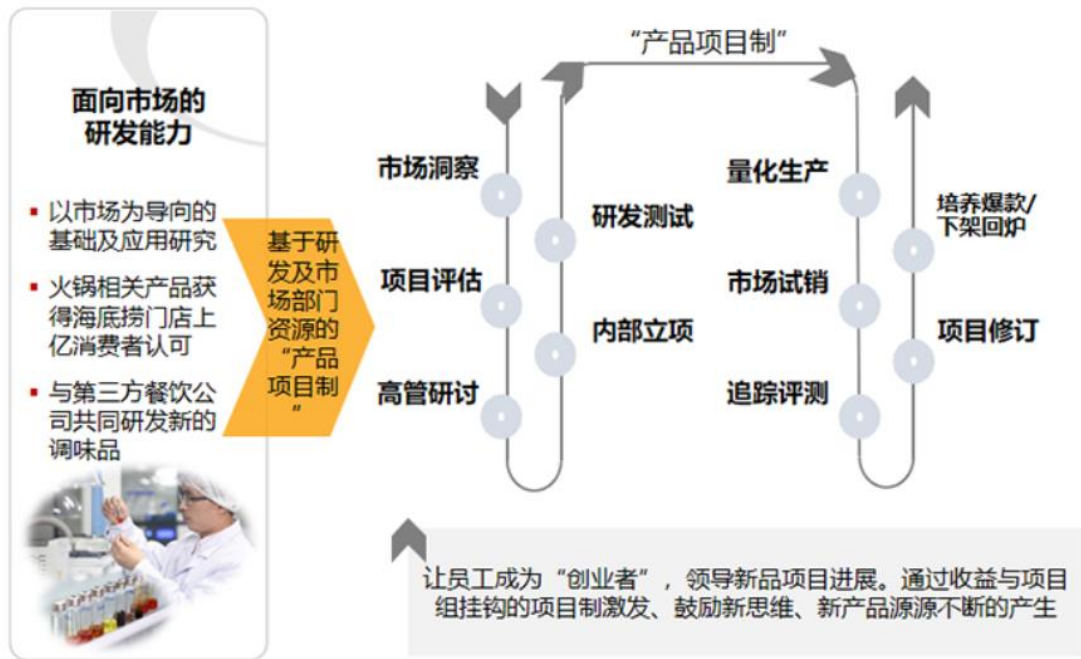
产品创新

截至2015年底，颐海有3条主要产品线56款产品。截至20年上半年，颐海的产品线翻了一番达116个，其中火锅调味料51款，中式复合调味料43款，方便速食产品22款（这是2015年尚未设立的产品线）。我们注意到，颐海并不只是简单地增加新产品，它还停产表现不佳的老产品。因此，颐海的产品线不断变化，以切合消费者不断变化的口味。

颐海表示，公司新产品的研发过程是以市场为导向的。作为合伙人激励制度的一部分，自2018年起，颐海员工（如果创意不错）可以领导整个新产品开发过程，当新产品开始盈利时，整个项目团队可以分享新产品的利润。通过这种方式，颐海员工获激励不断探索新产品的可能性，并留意消费者不断变化的口味。

图表67：颐海已经建立了精简高效的产品创新流程

创新产品项目机制，全员成为产品人

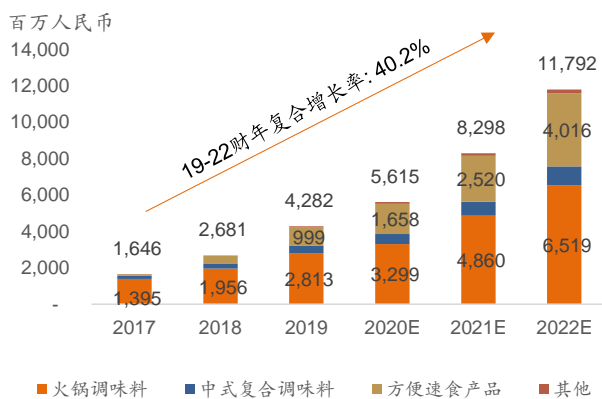


资料来源：公司数据、招商证券（香港）

财务分析

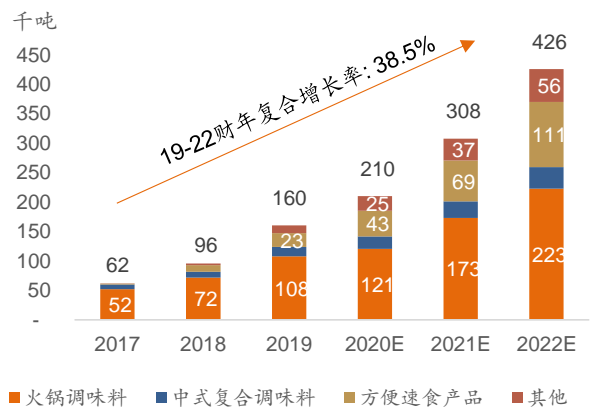
我们预测颐海的收入将从19财年的42.82亿元人民币增长到22财年的108.91亿元人民币，复合年增长率为40.2%。这主要是受到第三方销售和海底捞销售的增长推动。我们预测，第三方销售的火锅调味料和中式复合调味料的年复合增长率为30%，方便速食产品的年复合增长率为60%。我们预计火锅调味料和中式复合调味料的价格只会有适度的上涨（以成本上涨保持一致），而方便速食产品的价格则会随着颐海新产品的推出和市场份额的争夺而有适度的下调。

图表68：营业收入按产品拆分明细



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

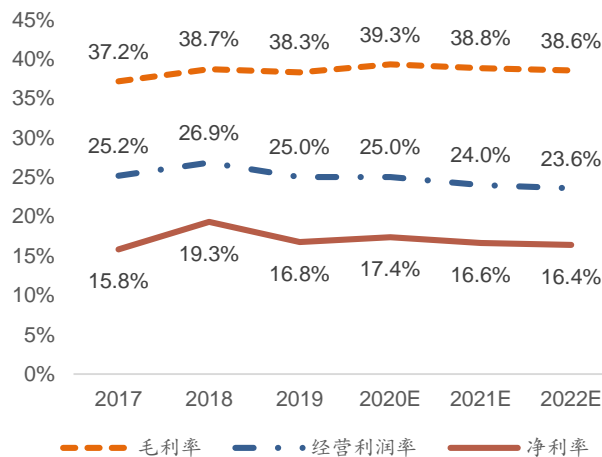
图表69：销量按产品拆分



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

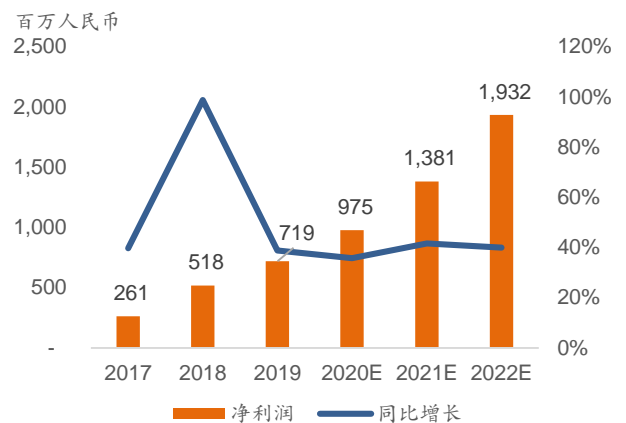
总体而言，我们预计颐海净利润将从19财年的7.19亿元人民币增长到22财年的19.35亿元人民币，复合年增长率为39.1%。我们预计，随着颐海通过新产品迅速扩大销售网络，利润率将略有下跌。

图表70：主要利润率预测



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图表71：净利润预测



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

估值

全球大多数国家仍受到新冠疫情的负面影响，当中各国经济特别是非必需消费品所受影响最大。中国是世界上唯一一个似乎已经摆脱新冠疫情的市场之一，近期的经济数据也证明其经济正恢复到疫情前的水平。事实上，颐海是受益于消费者居家煮食的公司之一，在20年上半年的收入没有出现下跌。

我们认为，中国消费品行业表现优于世界其它地区的消费品行业，继而推动了中国消费品行业股票近期估值的飙升。在全球新冠确诊病例不断增长的情况下，短期内其他国家的经济可能难以实现强劲的复苏，故我们预计中国消费品行业股票估值将继续维持在溢价的水平。

通常情况下，我们会以市盈率为基准对颐海进行估值，将其估值与历史交易区间及同业进行比较。但鉴于中国经济与世界经济表现分化，我们认为，至少在未来12个月，中国消费品企业的估值不太可能会回到历史正常水平。此外，颐海受益于更多的消费者在家煮食，如果中国疫情出现反弹，颐海将会是较具防御性的股票。

一般而言，像颐海这样的高增长公司的市盈率也很高。市场似乎使用A股估值来给颐海估值。中国最大的酱油和调味品制造商海天味业目前12个月的前瞻市盈率（20年下半年+21年上半年）为80.3倍。相比之下，颐海12个月的前瞻市盈率为76.7倍，低于海天味业，并且颐海的业绩增速快于海天味业。

根据彭博一致预期，海天味业20财年、21财年和22财年收益的预测年增长率分别为20.8%、19.2%和18.4%。因此海天味业19财年至22财年每股收益的预测复合年增长率为19.5%，而颐海的每股收益在19财年至22财年的预测复合年增长率为38.5%。海天味业1年、2年（基于19财年至21财年期间的2年每股盈利复合年增长率）和3年（基于19财年至22财年期间的3年每股盈利复合年增长率）的前瞻PEG比率分别为3.8倍、3.4倍和2.9倍。由于新冠疫情对20上半年收益带来的一次性负面影响（主要客户海底捞由于封锁在一段时间内无法运营），任何涉及20上半年收益的增长率计算可能会被扭曲。因此，我们采纳颐海2年前瞻PEG（19财年至21财年）和3年前瞻PEG（19财年至22财年），分别为1.7倍和1.2倍。

图表72：估值表（市盈率和PEG指标）

颐海		
股价（港币）	102.6	
港币/人民币汇率	0.87	
	21 财年	22 财年
每股收益	1.41	1.97
市盈率	63.4x	45.3x
每股收益复合增长率	38%	39%
PEG 指标	1.7x	1.2x

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测
注：价格是2020年10月30日的收盘价

考虑到颐海处于高增长模式，我们预计PEG比率至少为1.0倍。事实上，我们留意到海天味业（603288 CH）两年和三年的前瞻PEG的历史平均分别为2.0倍和2.1倍。我们使用1.5倍的20财年和21财年预测PEG，并使用计算得出的平均值，得出目标价111.4港元。

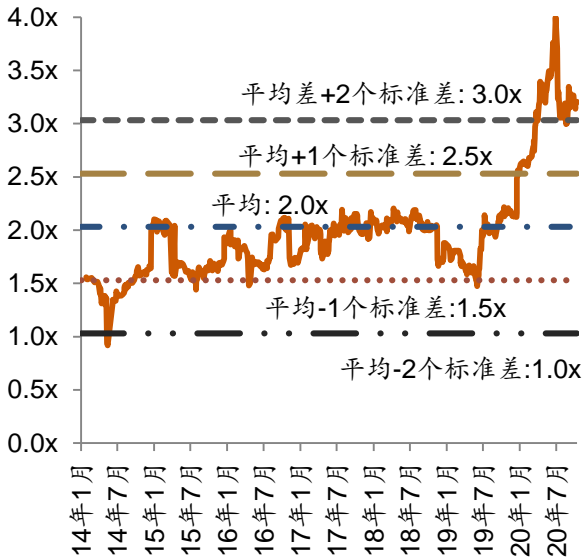
图表73：目标价

目标价计算过程		
	21 财年	22 财年
目标PEG指标	1.5x	1.5x
倒推出的市盈率指标	56.8x	57.8x
基于PEG指标的目标价（港币）	91.9	130.8
目标价（港币）	111.4	

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

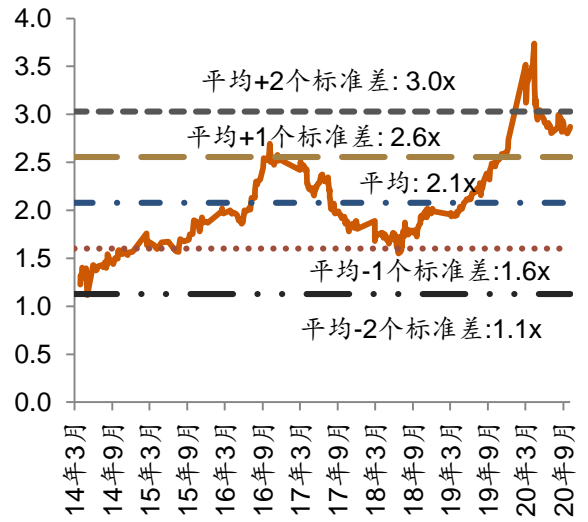
海天味业的历史PEG指标(作为颐海的可比公司)。

图表74: 海天味业的2年前瞻PEG指标



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表75: 海天味业的3年前瞻PEG指标



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

财务预测

资产负债表

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
固定资产	309	483	870	1,264	1,522
使用权资产	0	151	156	144	132
无形资产	5	18	17	11	6
递延所得税资产	24	25	25	35	49
其他非流动资产	243	280	247	247	247
非流动资产总值	581	958	1,314	1,701	1,956
库存	276	297	453	657	933
应收账款	207	269	428	618	875
定期存款	0	485	344	344	344
现金及其等价物	1,180	1,036	1,345	2,044	3,313
其他流动资产	219	266	266	266	266
流动资产总值	1,881	2,354	2,838	3,930	5,731
资产总值	2,462	3,312	4,151	5,631	7,688
租赁负债	0	26	24	23	21
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债总值	0	27	24	23	21
应付款项	189	217	340	492	700
合约负债	45	46	111	160	228
租赁负债	0	13	12	11	11
其他应付款及应计费用	104	174	227	328	467
其他流动负债	85	107	106	149	209
流动负债总值	422	557	795	1,142	1,614
负债总值	422	584	819	1,165	1,635
股本	0	0	0	0	0
员工股份	0	0	0	0	0
储备	2,005	2,614	3,108	4,105	5,500
非控股权益	35	114	225	361	552
权益总额	2,040	2,728	3,332	4,466	6,052
负债与权益总额	2,462	3,312	4,151	5,631	7,688

现金流量表

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	731	1,094	1,430	2,024	2,831
财务收益(支出)	-40	-22	-13	-33	-50
折旧摊销	23	55	84	123	159
营运资金变动	-260	53	-146	-91	-122
已收利息	10	24	26	33	50
已付所得税	-161	-278	-352	-472	-662
其他	25	26	0	0	0
经营活动现金流	329	951	1,028	1,583	2,205
资本支出	-253	-258	-455	-500	-400
出售物业, 厂房及设备所得款项	3	3	5	0	0
其他	-11	-693	204	0	0
投资活动现金流	-260	-947	-247	-500	-400
支付股息	-48	-149	-475	-384	-537
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	0	-5	0	0	0
融资活动现金流	-48	-154	-475	-384	-537
净现金流	20	-150	307	699	1,268

利润表

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	2,681	4,282	5,615	8,298	11,792
销售成本	-1,642	-2,641	-3,407	-5,074	-7,246
毛利	1,039	1,641	2,208	3,223	4,547
经销成本	-241	-383	-534	-795	-1,118
行政成本	-163	-266	-355	-498	-708
其他收入	86	79	87	60	60
经营利润	720	1,072	1,406	1,991	2,781
融资收入	10	24	26	33	50
融资成本	0	-2	-1	0	0
税前利润	731	1,094	1,430	2,024	2,831
所得税开支	-183	-299	-351	-506	-708
净利润	548	795	1,079	1,518	2,123
非控股权益所得利润	-30	-76	-104	-137	-191
本公司拥有人所得利润	518	719	975	1,381	1,932
摊薄每股收益	0.53	0.74	0.99	1.41	1.97
每股股息	0.15	0.21	0.28	0.39	0.55

财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
同比增长率					
收入	62.9%	59.7%	31.1%	47.8%	42.1%
毛利	69.8%	58.0%	34.5%	46.0%	41.1%
经营利润	73.8%	48.7%	31.2%	41.6%	39.7%
净利润	98.6%	38.8%	35.7%	41.6%	39.9%
每股收益	98.6%	38.8%	34.2%	41.6%	39.9%
利润率					
毛利率	38.7%	38.3%	39.3%	38.8%	38.6%
经营利润率	26.9%	25.0%	25.0%	24.0%	23.6%
净利润率	19.3%	16.8%	17.4%	16.6%	16.4%
流动性					
应收账款天数	23.0	20.3	22.7	23.0	23.1
库存天数	47.0	39.6	40.2	39.9	40.0
应付账款天数	36.1	28.1	29.9	29.9	30.0
现金周转天数	33.9	31.8	33.0	33.0	33.1
现金流与杠杆率					
自由现金流	85	666	543	1,024	1,723
净负债率	-57.8%	-55.8%	-50.7%	-53.5%	-60.4%
股息分配率	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
回报分析					
ROE	30.9%	33.3%	35.6%	38.9%	40.4%
资产周转率	1.3	1.5	1.5	1.7	1.8
净利润率	20.4%	18.6%	19.2%	18.3%	18.0%
杠杆率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
ROIC	22.6%	19.4%	20.0%	21.7%	24.9%
估值比率					
市盈率		120.5x	89.8x	63.4x	45.3x
市净率		31.7x	26.3x	19.6x	14.5x
EV/EBITDA		79.2x	59.9x	42.2x	30.3x

资料来源: 公司资料, 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/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

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