

从火锅底料中脱颖而出，天味食品和颐海国际谁会是中国复合调料龙头？

火锅行业全产业链研究深度报告系列四

证券分析师：马晓天 A0230516050002

研究支持：余剑秋 A0230118070008

联系人：余剑秋 A0230118070008 联系方式：19946060282

2019.5.30



- 我们对**颐海国际和天味食品**在**历史“成绩单”、背后因素和未来潜力**三大方向，从**产品品牌、研发迭代、员工及激励**等12个维度入手进行比较，设置维度权重并进行主观的1-10分打分，**最终得颐海9.6分，天味8.8分。**
- **完成蜕变脱颖而出，天味颐海历史成绩斐然。**1) **发家史**：颐海早期与海底捞共同发展完成“0-1”的积累，分拆上市第三方业务爆发向“1-N”蜕变；天味从小作坊到川味火锅料龙头，历经沧桑七年五次冲IPO终上市；二者均常年排名行业前三；2) **体量规模**：考虑颐海与海底捞关联交易，其收入/利润规模是天味的两倍为27/5亿元；不考虑颐海关联交易，其总收入利润与天味基本持平，其中火锅底料颐海已于18年底反超天味，但中式复合调料仅为天味的一半，颐海在大华北区更强势，天味在南北区接近。3) **挣钱能力**：均拥有超强ROE/ROIC和现金流，天味应收周转好于颐海，颐海存货周转和固定资产周转好于天味。
- **天味产品品牌更有潜力，颐海组织机制更有活。**1) **组织架构**：二者均为快消品架构，且都近几年加强扁平化管理，相比而言，颐海扁平化做的更早更彻底；2) **产品品牌**：天味在单位生产成本，丰富度上要优于颐海，在品牌知名度上要略输于颐海，但因其已成功培育2-3个区域知名品牌，且价格策略较好，未来在品牌全国化扩张和提高客单价的潜力均较大。3) **研发迭代**：颐海专职研发人员极少，产品项目制+集团保证活力；天味技术研发人员逐年精简，研发经费稳定小幅增加；4) **渠道管理**：1.8个颐海经销商=1个天味经销商销售额，颐海经销商数量是天味两倍，颐海2周清查经销商库存，天味1个月清查一次，颐海在渠道管控各个方面均比天味要严格。5) **员工及激励**：颐海经历组织变革后人员大幅精简，天味行政管理人员占比高但逐年下降；18年颐海人均工资是天味1倍，高管工资是天味的10倍；天味以销售目标导向，主要综合考核铺市率、库存数、上架数、回款情况等，颐海主要考核业务员净利润。6) **食安管理**：颐海和天味在控制食安上都要求非常严格，颐海在食品溯源系统中更领先。
- **天味聚焦大单品，颐海合伙人制再出发。**1) **潜在产能**：天味产能利用率不高，扩充产能系平滑淡旺季和加强定制餐饮；颐海旺季采用外协生产，新工厂在19年后产能爆发增长；2) **未来方向**：天味发力品牌加强定制餐调渠道，颐海扩充渠道发力小火锅；3) **估值比较**：天味有A股次新股因素，颐海估值与海底捞相关。
- **相关标的**：颐海国际、天味食品、海天味业、海底捞、呷哺呷哺、安井食品等

■ 关键假设点：

- 复合调料行业属于调味品行业新兴赛道，它在整个调味品份额不断提升。
- 火锅行业和餐饮行业经营逐渐走向规范，监管逐步趋严，行业对于降成本、提效率逐步形成共识。包装类调料越来越被大家所接受。
- 上游原材料等外部因素供需较平衡，价格稳定。

■ 有别于大众的区别：

- **市场认为，复合调味料难以替代传统调味品，发展易受限。**我们认为，中长期来看，就C端消费而言，随着消费年轻化大趋势，复合调味品比传统调味品更符合年轻人需求，效率高成本低。目前整个行业还处于发展初期，复合调料整体渗透率极低，远远没到发展受阻的阶段，未来发展空间巨大；就B端消费而言，由于餐饮经营逐渐走向规范，监管逐步趋严，行业对于降成本、提效率逐步形成共识，对复合调味料的需求不断增加。
- **市场认为，火锅料行业市场空间有限，用户需求频次低，天花板低，公司将很快遇到发展瓶颈。**我们认为，近几年火锅餐饮增长迅速，包装类火锅底料受食品安全、政策规范和连锁化门店影响，2B业务亟待爆发，公司优势明显必受益；家庭火锅按最保守全国一年一个家庭4次需求计算，空间接近150亿，行业超七成为中低端中小玩家，大品牌如海底捞、好人家不断替代中小玩家份额。
- **市场认为，辣味制品空间不大，机会不足。**我们认为，辣味制品行业空间巨大，第一名老干妈近五十亿量级，第二名仅有几亿量级，中间出现严重断档，这个行业足够支撑2-3家十几亿量级的巨头公司，未来天味和颐海在辣味制品领域有望持续发力。

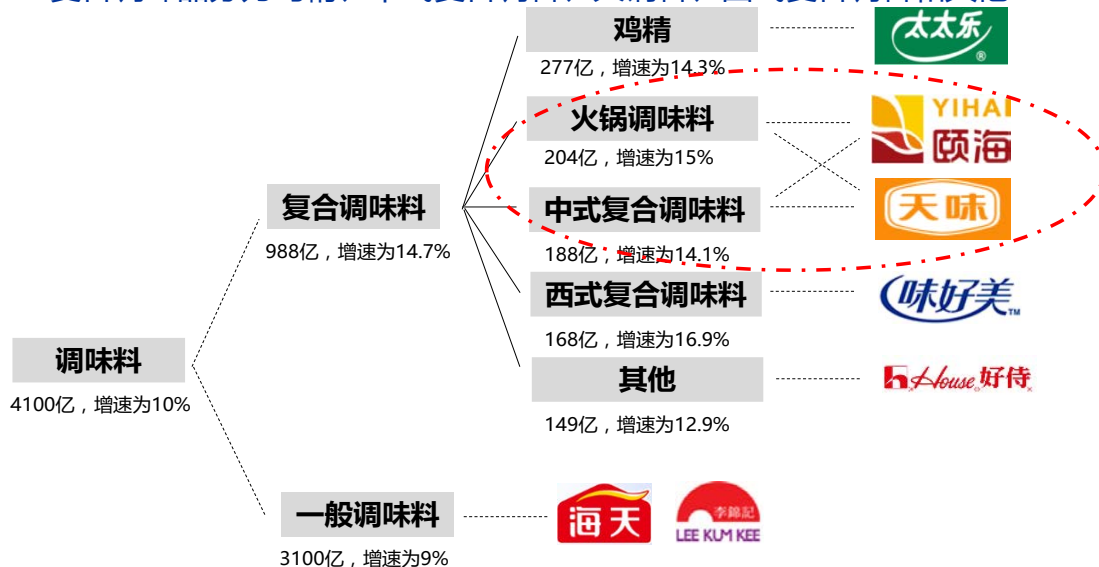
■ 核心假设风险

- 食品安全风险、家用火锅和餐厅火锅消费不达预期等

行业背景：低渗透+懒人经济趋势，复合调料行业亟待爆发

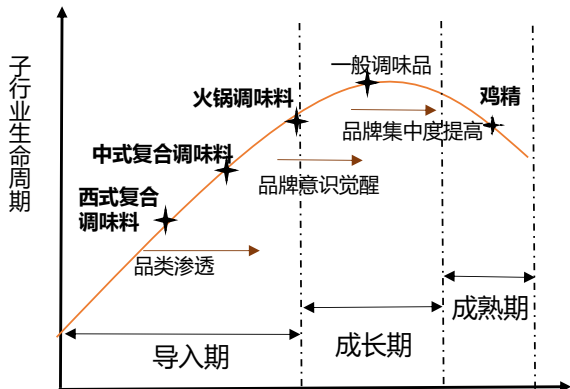
- **渗透低空间大。** 千亿规模，15%复合增长；家庭日常使用复合调料率不到20%；餐饮渗透率不到10%。
- **格局好品牌待觉醒。** 进入门槛低，细分领域众多，玩家高度分散，成规模后壁垒极高；大部分头部玩家大经销商制；中高端产品增速高于中低端，品牌意识觉醒时；

复合调味品分为鸡精、中式复合调料、火锅料、西式复合调料和其他



资料来源：中国饭店业协会，中国产业信息网，申万宏源研究

复合调料处于导入期与成长期交界



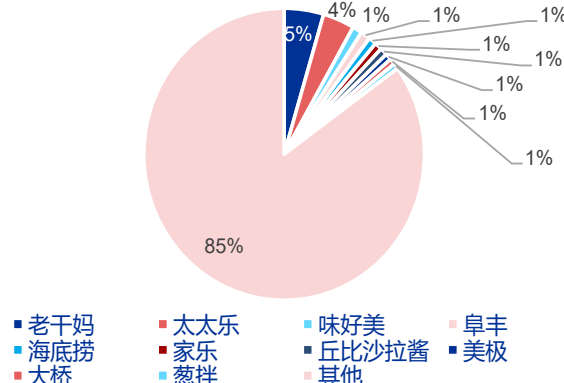
资料来源：申万宏源研究

行业规模近千亿元，15%复合增长



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

行业格局分散，CR5仅12%



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

- 复合调料一般经历“单一爆款--品类扩张--品牌整合”三阶段，做大做强后护城河极高。
- 餐调比高低决定复合调料发展顺序，火锅料当之无愧最先发展渗透低空间大。火锅料是复合调味料中餐调比最高的，且其理论上餐调比可以无上限，其最先发展，这与海外百年企业亨氏的发家产品番茄酱类似。

表 1: 复合调料相比于传统调料好处多多

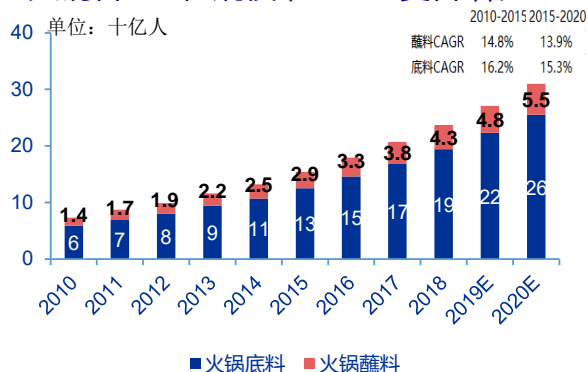
	餐食价格	复合调料价	餐调比	利润率
火锅料	约 100 元	约 10 元	10	高
酸菜鱼料	约 40	约 5	8	中
麻婆豆腐料	约 2	约 5	0.4	低

资料来源：申万宏源研究

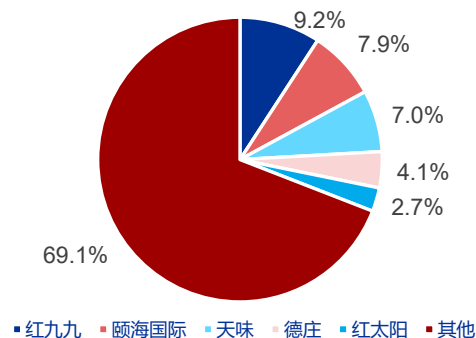
- 火锅料是复合调料排头兵，渗透率与市占率同比提升。火锅料目前2C与2B各占一半100亿元，渗透率提升主要是B端，C端是中高端底料不断替代中低端。我们按最保守情况简单测算，中国14亿人口，4.5亿家庭，春节假期2次刚性家庭火锅需求，每包火锅料13元，市场规模最低为117亿元

- 复合调料市场空间大细分品类繁多，渗透率提升是主导因素。

火锅料200亿规模，15%+复合增长



火锅料格局分散，近七中小玩家



中式复合调料180亿，15%增长



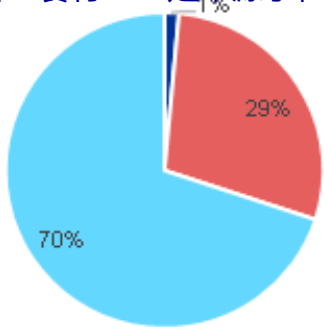
资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

- **2C端产品满足年轻人懒+宅需求。** 一日三餐70%源于在家烹饪，目前大部分家庭仍以传统调味品为主，随着越来越多新一代家庭出现，复合调料以其便捷高效、极易上手特点，深受“懒+宅”群体喜爱，未来空间巨大

一日三餐有70%是来源于在家烹饪



■ 外卖 ■ 堂食 ■ 在家做饭

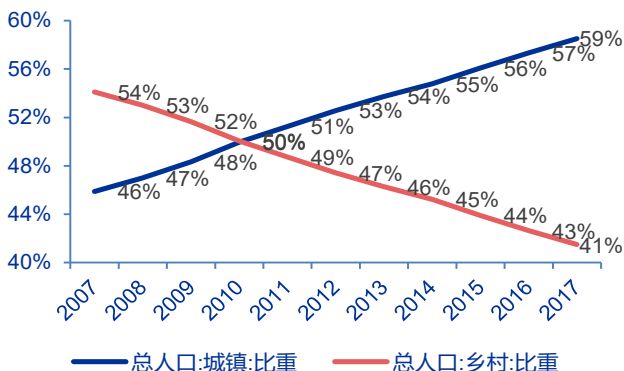
资料来源：2017年美团餐饮报告，申万宏源研究

表 2：复合调料相比于传统调料好处多多

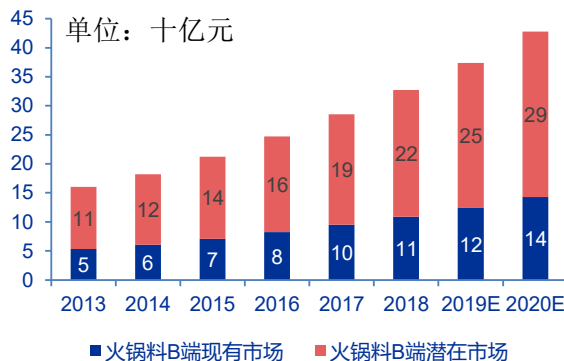
项目	复合调味料	传统调味料
效率	提升企业服务效率，控制成本	制作流程复杂，过于依赖主厨
口味	口味多元	口味单一
烹饪难度	更易烹饪出美味，满足懒人经济需求	烹饪难度高，需要一定的厨艺基础
发展趋势	产品迭代速度加快	产品传统且稳定

资料来源：申万宏源研究

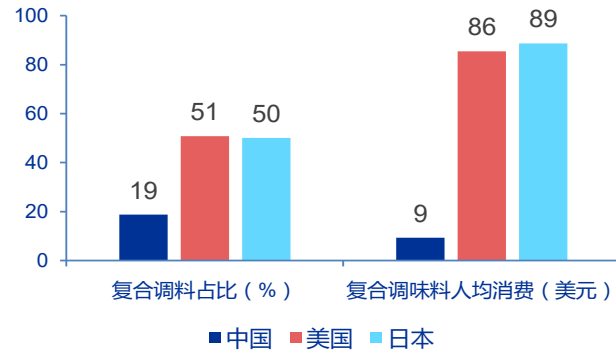
- **餐饮连锁化加快2B端业务爆发。** 随着连锁火锅比例不断增加，为实现标准化与安全高效，复合调料的需求不断提升。例如火锅行业，18年四川地区对火锅料政策监管不断趋严，自己熬制底料将逐步被包装类替代。城镇化率增加，餐饮需求不断提升



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

比较方法论：12大维度将天味食品与颐海国际对比，每个维度十分制主观打分

- 我们从公司**过去交出的“成绩单”**、**取得成绩单背后的原因**和**未来潜力**这三大方向，分成12个维度，每个维度按1-10分打分，并主观设置每一个维度权重如下
- 1) 我们将历史“成绩单”中的3大维度均设置5%权重，低于平均权重，原因在于过去的结果只能代表过去，其参考意义远小于取得“成绩单”背后的原因。2) 因此，我们设置背后因素较高权重，其中产品品牌、研发迭代、员工及激励和食安管理为10%，组织架构权重为5%，渠道管理为15%。3) 我们设置未来潜力中，我们按照重要顺序，设置未来方向和估值比较为10%，潜在产能为5%。

历史“成绩单”

发家史

权重5%

体量规模

权重5%

挣钱能力

权重5%

组织架构

权重5%

产品品牌

权重10%

研发迭代

权重10%

渠道管理

权重15%

员工及激励

权重10%

食安管理

权重10%

未来潜力

潜在产能

权重5%

未来方向

权重10%

估值比较

权重10%

天味食品与颐海国际对比维度图

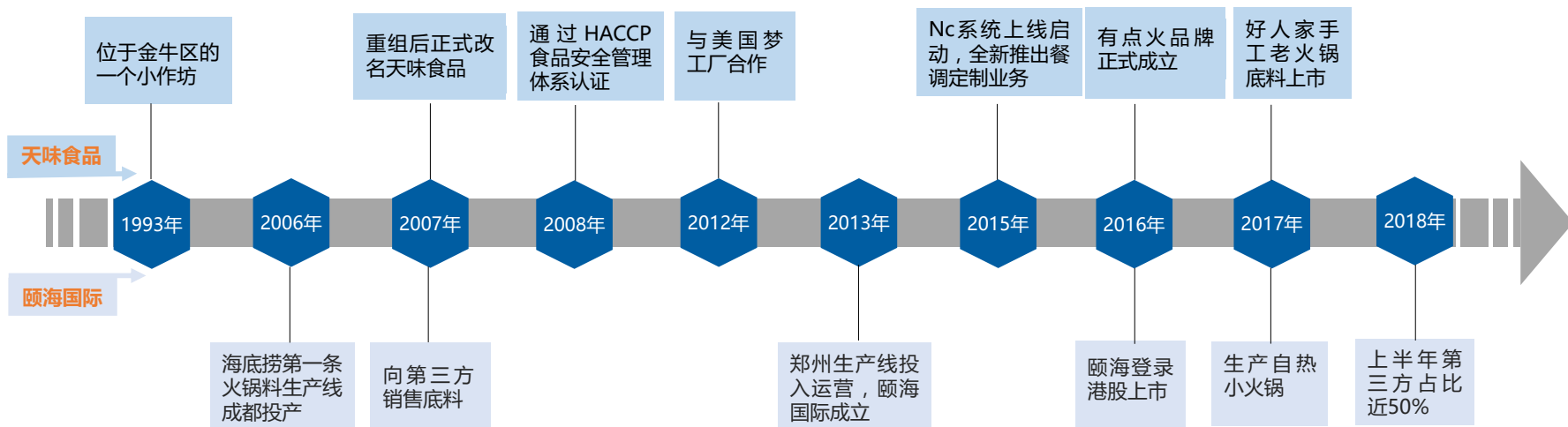
主要内容

1. 完成蜕变脱颖而出，天味颐海历史成绩斐然
2. 天味产品品牌更有潜力，颐海组织机制更有活力
3. 天味聚焦大单品，颐海合伙人制再出发

1.1 发家史：颐海从海底捞附庸走向独立，天味饱经沧桑终修成正果

- **颐海早期与海底捞共同发展完成“0-1”的积累，分拆上市第三方业务爆发向“1-N”蜕变。**海底捞开到十几家店后，原有单店炒料模式已满足不了需求，公司孕育而生。2006年，第一条火锅底料生产线在成都投入运营；2007年，公司向独立第三方经销商提供底料；2012-2013年，海底捞面临组织臃肿，效率低下，领导层将各职能分公司改成独立公司（非子公司），颐海13年开曼群岛注册，16年香港IPO上市，17-18年组织结构进一步优化，18年第三方业务已占比超过50%。
- **天味从小作坊到川味火锅料龙头，历经沧桑七年五次冲IPO终上市。**天味食品最早1993年是金牛区成都天味底料一个小作坊，经过十年发展演化，2007年重组后正式改名天味食品，2008年通过HACCP食品安全管理体系认证，“好人家”、“大红袍”被评选为“四川省调味品五强品牌产品”；2012年与美国梦工厂合作，使用功夫熊猫著作权成功开发新品投放市场；2015年，Nc系统上线启用，面向餐饮企业，全新推出餐调定制业务；2016年有点火品牌正式成立；2017年好人家手工老火锅底料上市并热卖，同期推出有点火方便火锅；
- **发家史维度：颐海得9分，天味8分。**餐饮与调料是中国最底层也是竞争最充分的生意，相比于颐海，天味的“黑历史”相对较多，曾受私有化问题、食安问题、环保等问题困扰。我们在发家史维度给颐海9分，天味8分。

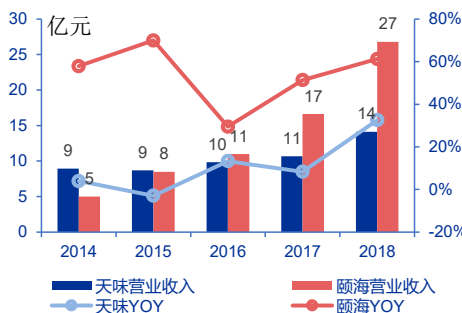
天味与颐海历史发展图



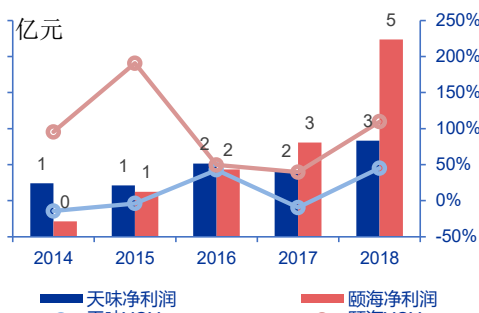
1.2 体量规模：颐海第三方火锅料规模超天味，天味中式复合料优势强

■ 考虑颐海与海底捞关联交易，颐海收入/利润规模是天味的两倍，达25亿元/5亿元，近五年收入利润增长迅速。

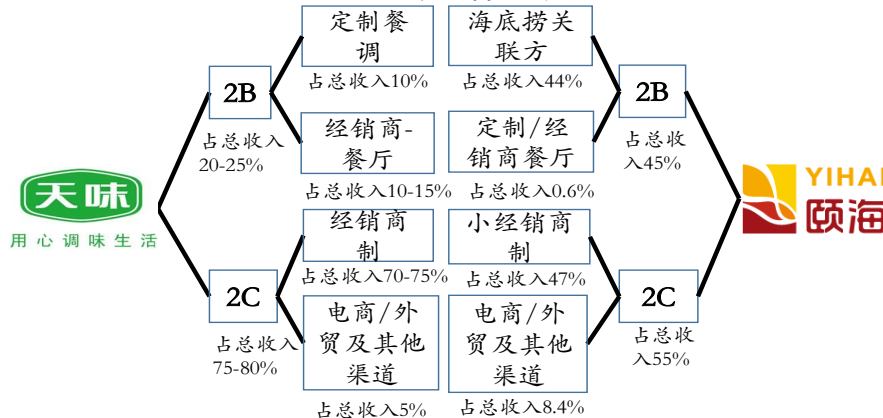
天味与颐海近五年收入快速增长



天味与颐海近五年利润快速增长



天味与颐海体量规模



资料来源：wind，申万宏源研究

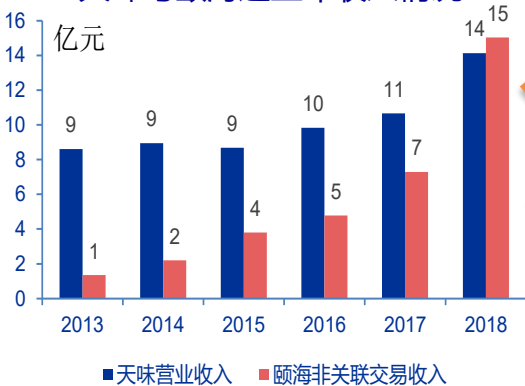
资料来源：wind，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

■ 不考虑颐海与海底捞关联交易，其总收入利润与天味基本持平。其中火锅底料颐海第三方量级已于18年底反超天味，但中式复合调料仅为天味的一半；颐海非关联交易业务在大华北更强势，例如北京、陕西等，天味在南北接近，如北京、四川重庆、河南等。

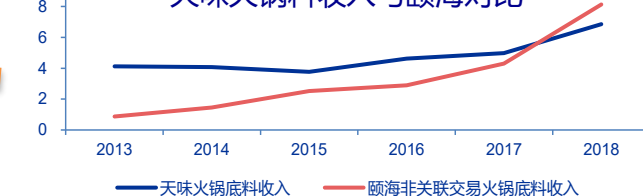
■ 体量规模维度：颐海得10分，天味9分。颐海无论是规模还是增长均领先，给予颐海10分，天味9分。

天味与颐海近五年收入情况

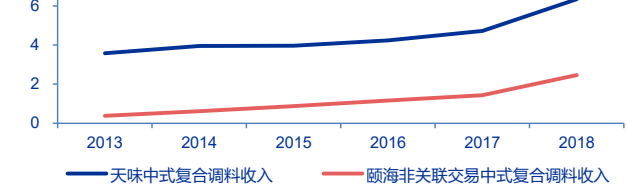


种类拆分
区域拆分

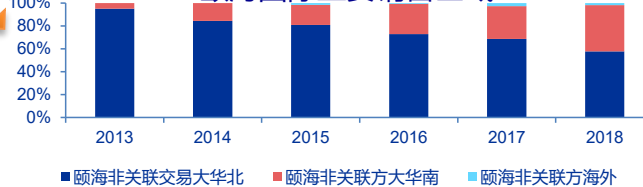
天味火锅料收入与颐海对比



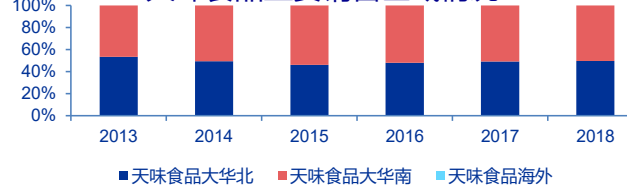
天味复合料收入与颐海对比



颐海国际主要销售区域



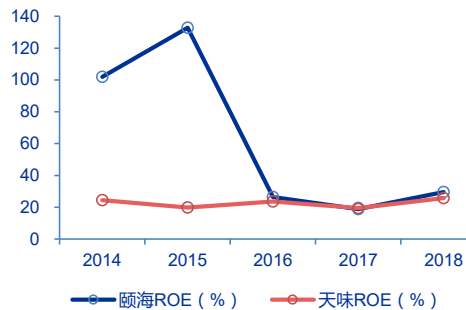
天味食品主要销售区域情况



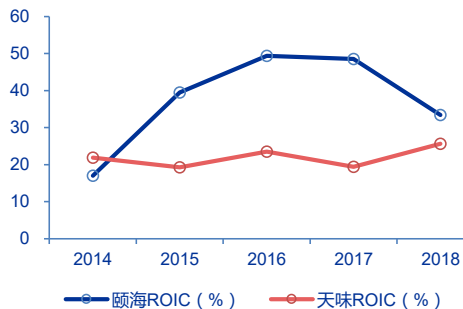
1.3 挣钱能力：均拥有超强ROE/ROIC，近五年毛利净利稳定

■ 均拥有超出行业平均水平的ROE/ROIC，近五年毛利净利率稳定，现金流与利润高度匹配，二者对比不分上下。

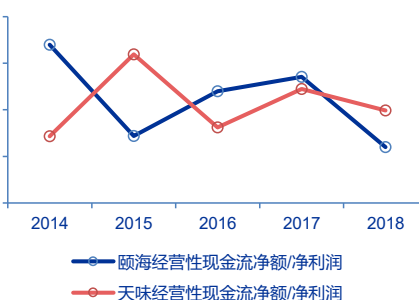
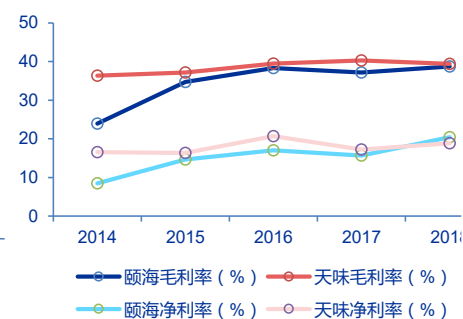
天味与颐海ROE基本一致



天味比颐海ROIC略低



天味毛利率略高，颐海净利率略高

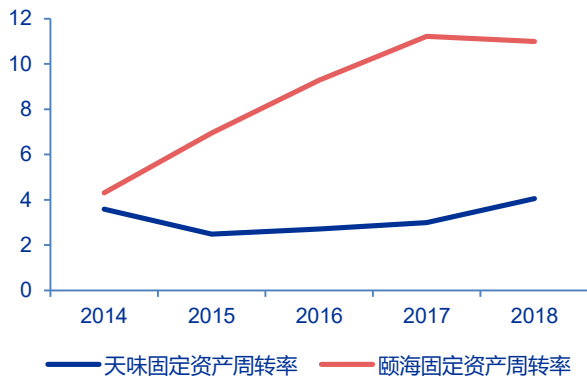


资料来源：wind，申万宏源研究 资料来源：wind，申万宏源研究 资料来源：wind，申万宏源研究 资料来源：wind，申万宏源研究

■ 天味应收账款周转更优于颐海，颐海存货周转和固定资产周转均好于天味。颐海线上渠道17、18年爆发影响其应收周转

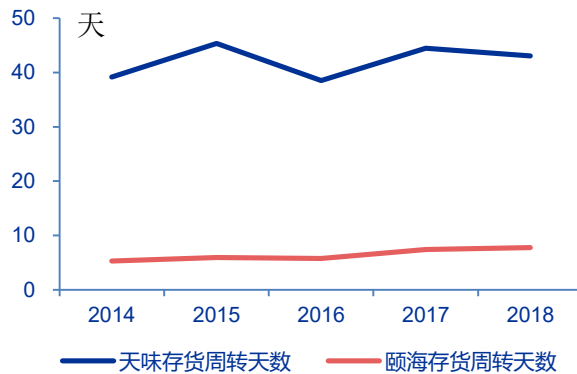
■ 挣钱能力维度：颐海得9分，天味10分。综合看，二者在挣钱能力上不分上下，但天味周转上的优势，给予10分。

天味周转次数要低于颐海



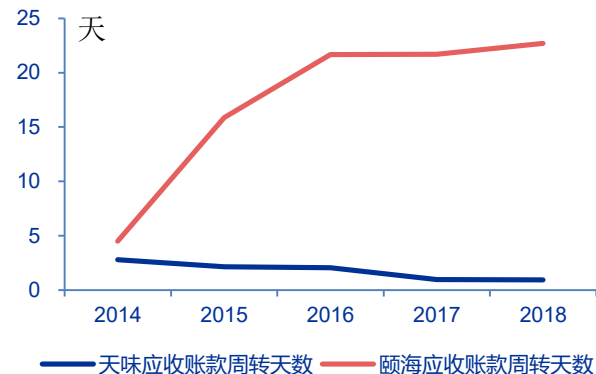
资料来源：wind，申万宏源研究

天味存货周转要比颐海差



资料来源：wind，申万宏源研究

天味应收周转要好于颐海



资料来源：wind，申万宏源研究

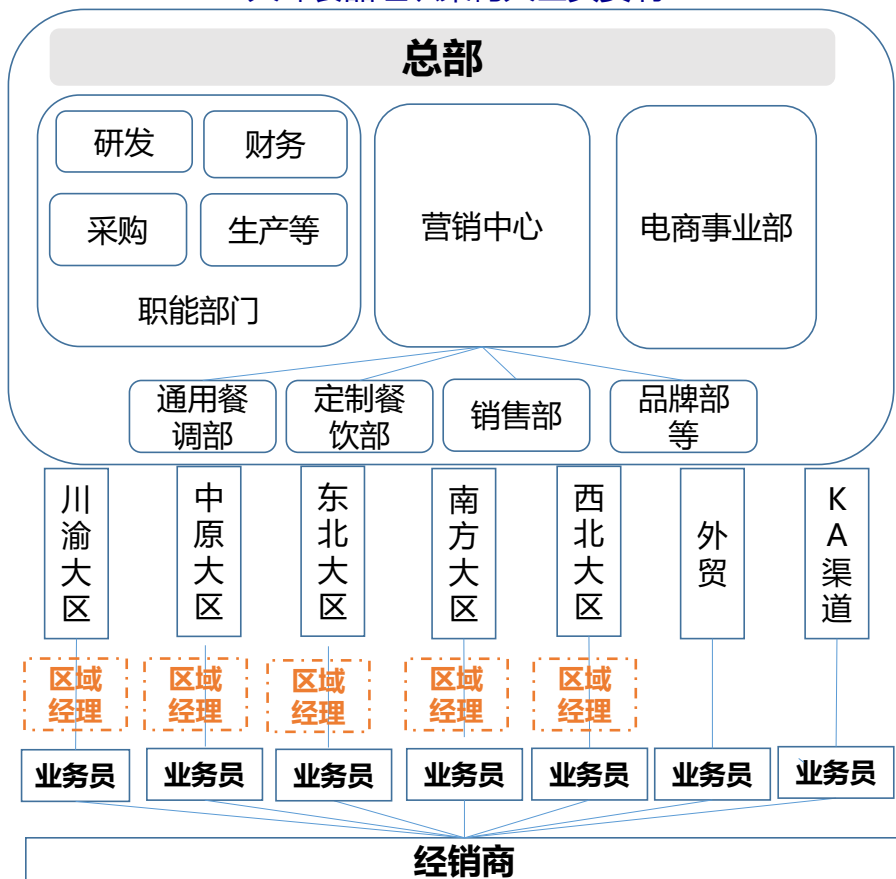
主要内容

1. 完成蜕变脱颖而出，天味颐海历史成绩斐然
2. 天味产品品牌更有潜力，颐海组织机制更有活力
3. 天味聚焦大单品，颐海合伙人制再出发

2.1 组织架构：二者组织架构均以大区管理，扁平化管理颐海略领先

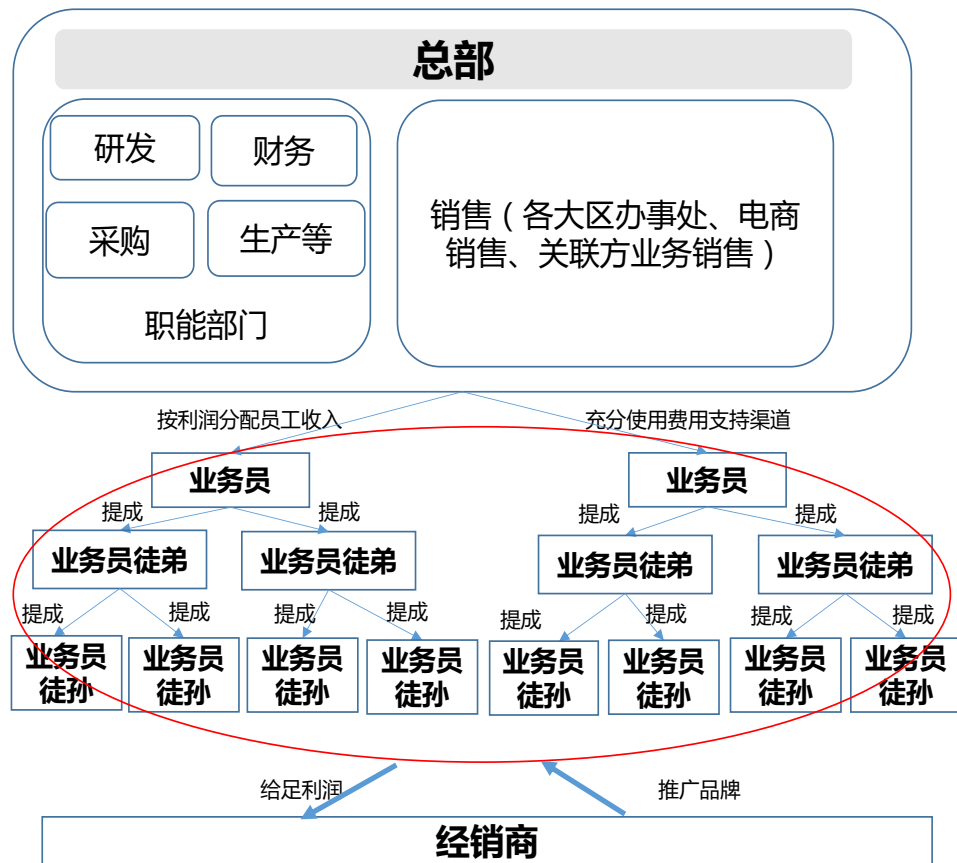
- 天味和颐海在组织架构上十分类似，均是采取职能部门+大区管理的形式，天味早期业务员向区域经理汇报，而颐海扁平化较早。

天味食品组织架构大区负责制



资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海国际组织架构更扁平



资料来源：公司公告，申万宏源研究

- 组织结构维度：颐海得10分，天味9分。**二者均为快消品架构，且都在近几年加大扁平化管理，相比而言，颐海的扁平化做的更早更领先

2.2 产品品牌：“大红袍”川味火锅料享誉盛名，“海底捞”中国第一火锅品牌

■ 颐海产品SKU略少于天味，但品牌力略强于天味。1) 就SKU而言，截至2018年底，颐海共76个品种，天味约110种，其复合调料的种类要多于颐海，但在方便食品上要略输；2) 就品牌力而言，颐海以海底捞作为产品主品牌，已是家喻户晓的全国性品牌，其第二第三品牌“好好吃饭”、“快手小厨”等，均在培育初期。天味主品牌“大红袍”和“好人家”主打川味麻辣，是非常强的区域性品牌，极具地方特色，目前已走出川渝地区，走向全国。

颐海与天味主要产品图

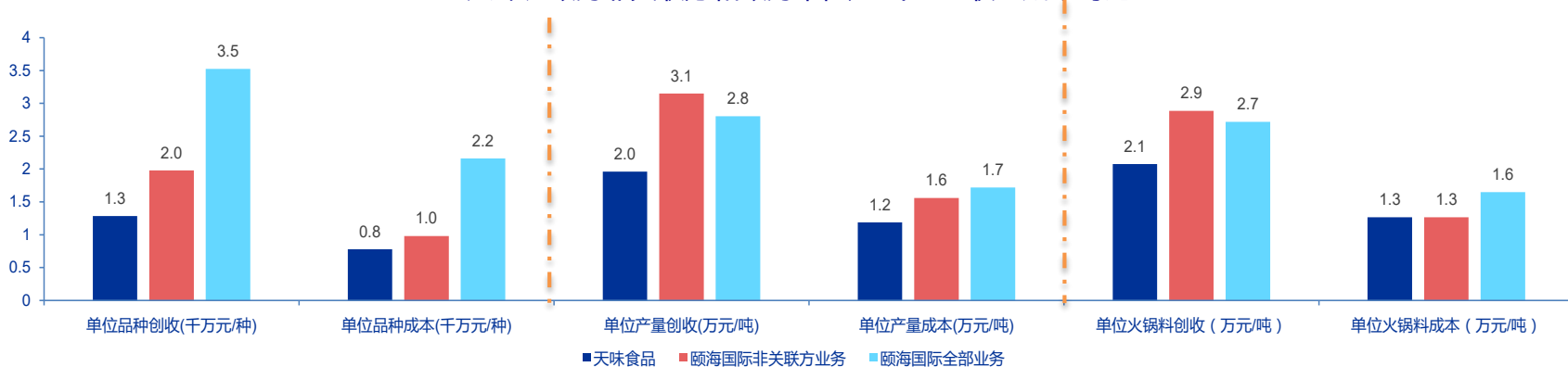


资料来源：公司官网、申万宏源研究

■ 颐海非关联方业务单位产量/品种创收最高，天味单位产量成本和单位火锅料成本最低。

■ 产品品牌维度：颐海得9分，天味10分。天味在单位生产成本，丰富度上要强于颐海，虽然其在品牌知名度上要略输于颐海，但因已成功培育2-3个区域知名品牌，且价格策略较好，未来在品牌全国化扩张和提高客单价的潜力均较大。

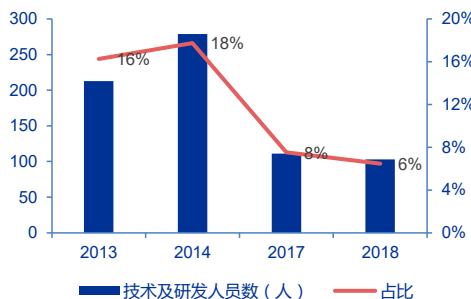
天味、颐海非关联方和颐海单位产量/SKU收入成本对比



2.3 研发迭代：颐海背靠集团+研发项目制活力强，天味研发投入稳定

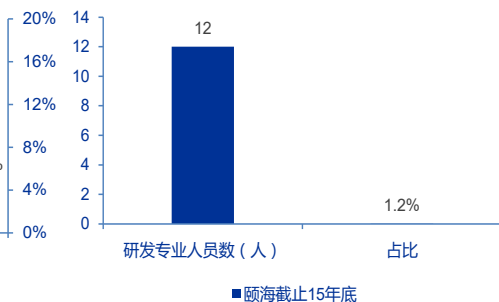
■ 颐海专职研发人员极少，产品项目制+集团保证活力；天味技术研发人员不断减少，研发经费稳定小幅增加。颐海研发主要靠产品项目制，因此其专职研发人员非常少，其招股公布截止15年底专职研发人员12名，占总人数1.2%，其13/14/15年研发费用分别为20/90/510万元；天味则不同，其研发人员从13年213人，减少至18年103人，人员占比从16%下降至6%，其研发费用从11年1700万元，增至18年2238万元，常年稳定在2000万元附近，这也与其较多SKU数量有关。

天味研发人员数及占比



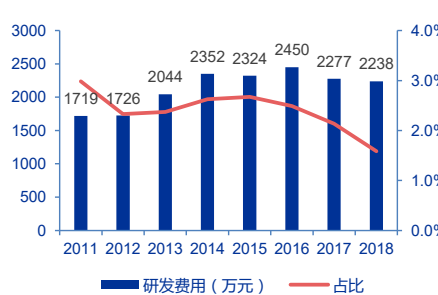
资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海研发人员数及占比



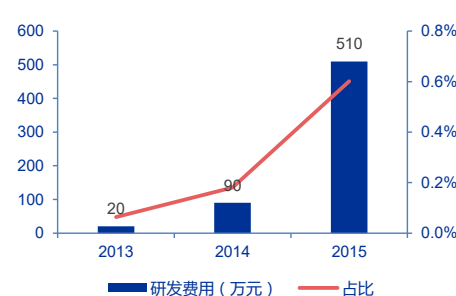
资料来源：公司公告，申万宏源研究

天味研发费用及占收入比重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海研发费用及占收入比重

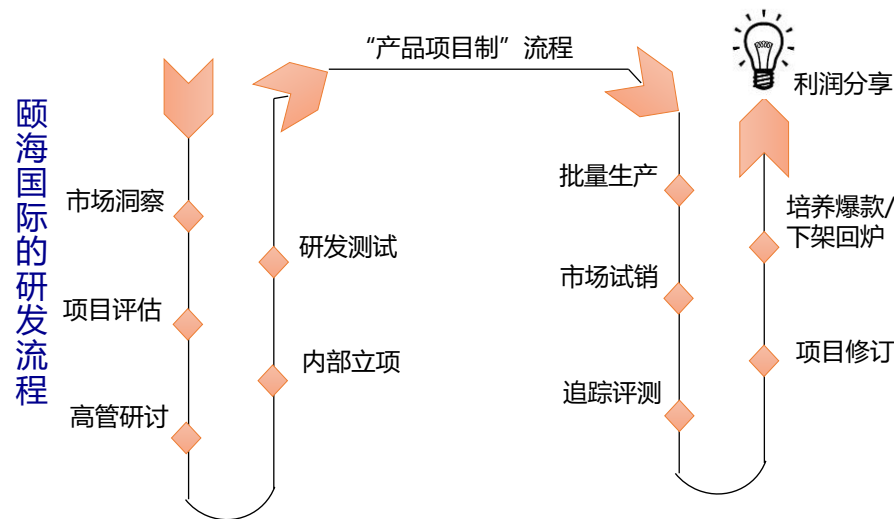
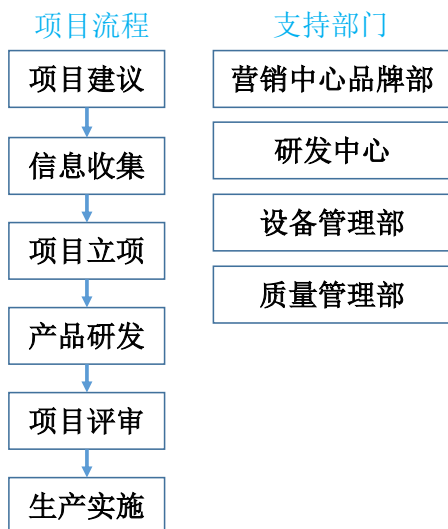


资料来源：公司公告，申万宏源研究

■ 二者研发模式不同，颐海从产品出发项目组制，天味研发中心自上而下运作。相比而言，颐海研发体系更接近市场，效率更高。

■ 研发迭代维度：颐海得10分，天味8分。

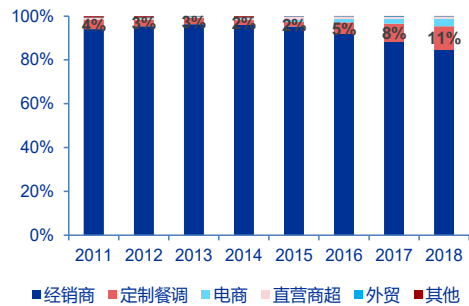
天味食品产品研发流程



2.4 渠道管理：天味经销销售额大资历深，颐海经销商更细分多新开发

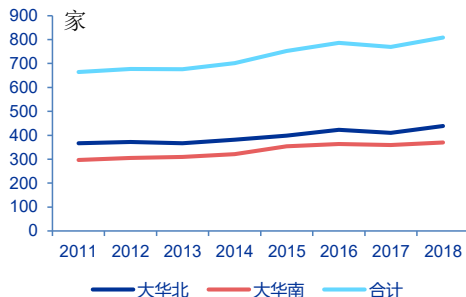
天味渠道特点：1) 天味经销渠道常年占九成以上，近几年电商和定制餐饮有所提高；2) 南北区域经销商势力相当，北方略强；3) 有约六成经销商与天味合作五年以上，合作关系稳定；4) 有近45%以上经销商的采购公司产品金额在100万元以上。

天味经销商渠道占比常年九成



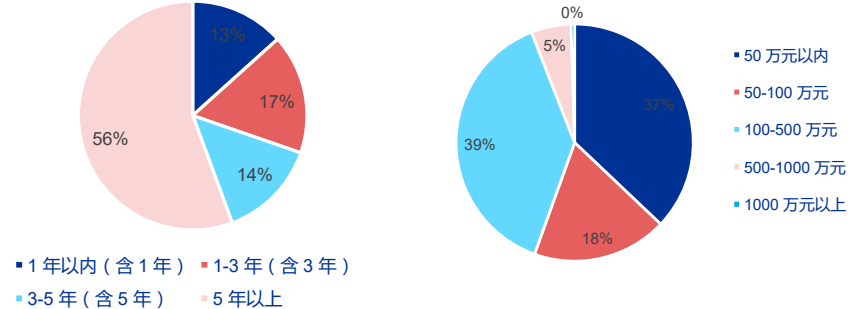
资料来源：公司公告，申万宏源研究

天味经销商北多南少总体变化不大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

天味经销商大部分和公司合作已久 天味经销商大部分单位采购金额大

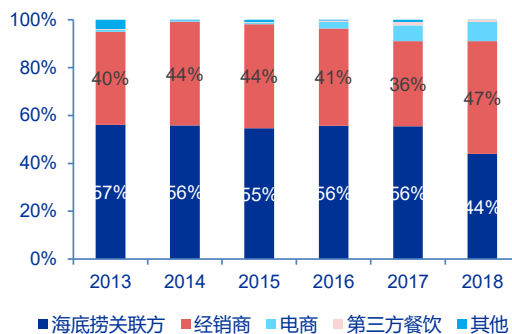


资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海渠道特点：1) 颐海第三方销售占比不断提升，其中电商尤其明显。2) 曾以华北为主，近几年华南快速扩张。3) 近几年量价
颐海经销商数量增长飞快，从15年渠道变革前300多家，增长至18年1500家（其中700家小火锅经销商），单位销售额不断提升。

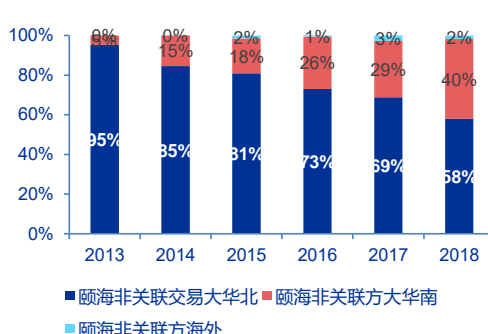
对比：1) 颐海电商渠道和2B渠道比天味强；2) 1.8个颐海经销商=1个天味经销商销售额，颐海经销商数量是天味两倍，更分散

颐海渠道第三方和关联方近五五开



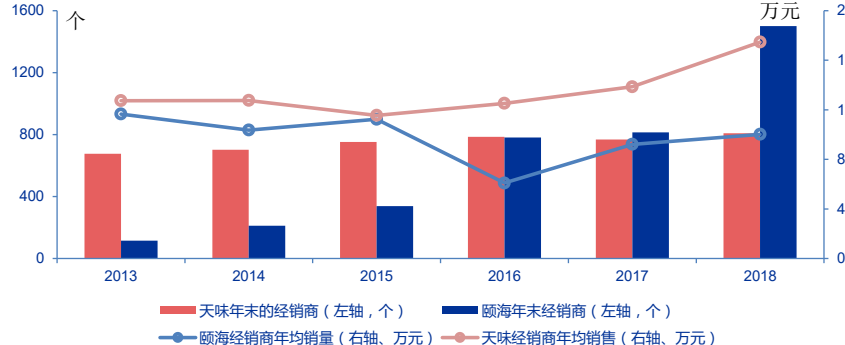
资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海第三方渠道各区域收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

天味单个经销商销售净额比颐海高75%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4.1 渠道管理：颐海在渠道的多个方面把控比天味严格

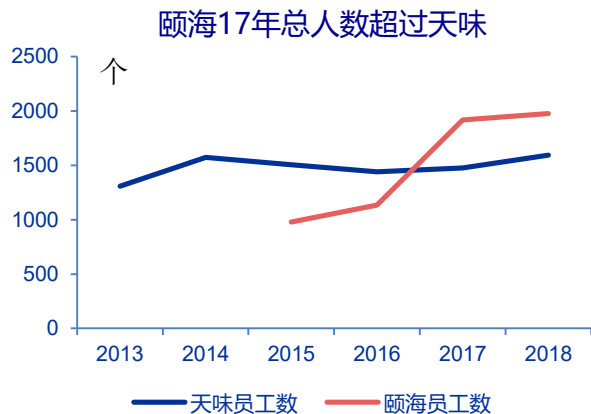
渠道管理维度：颐海得10分，天味8分。颐海在渠道管控的各个方面均比天味要严格，且渠道更接近成熟快消品扁平化渠道。

渠道管理

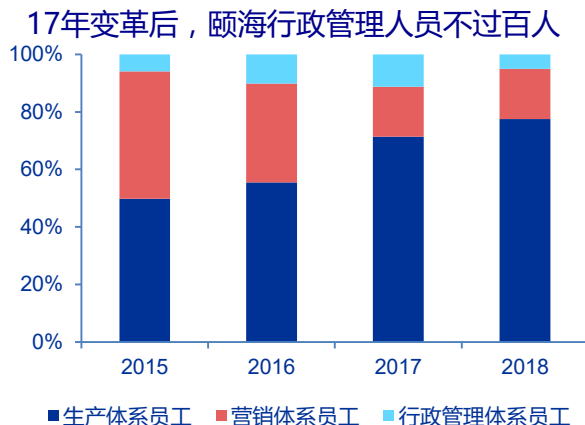
	天味	颐海国际
账期	交货前付款。经销商进行全面信用评估， 极少数信用良好 经销每年度对商才可享受一定的信用期	交货前付款。 旺季若干 主要经销商可享受 30至60天 的信用期
存货管理	为及时满足市场的货品需求，在销售合同中规定经销商的 最低库存量	无陈旧存货 。零售产品制成品仓储时间约为 7日 ，关联方的定制产品约为 30日
	要求经销商 每月 提报库存量及库龄	要求经销商每 两个星期 汇报其存货记录
	根据经销商的 库存库龄情况 ，指导其以促销活动、免费品尝、市场推广等方式 消化临期和滞销品库存	每月 核查随机抽选经销商的 存货情况 ；禁止经销商销售到期产品
防串货管理	与经销商在《产品销售合同》附件中约定了 市场秩序保证金 的收取标准及返还办法	经销商一般为 区域经销商 ，经销协议中指定经销区域
	公司根据不同市场每月设置铺市率、库存数、上架率、终端视觉表现等 市场指标 ，通过 多部门不定期 进行市场检查	造访零售商及下级经销商监察经销商是否在 指定地区内 经销产品
		核实产品上印制的 二维码 全称追踪
零售价格管理	产品须按经销协议中规定的 建议单位售价 出售。	产品须按经销协议中规定的 建议单位售价 出售。
销售目标管理	结合 不同经销商 的实际情况，将 年度销售目标 层层分解到每个经销商、每个月、每个单品， 每月检查 指标完成情况。对经销商 无返利政策 。	经销协议所载销售目标乃 基于过往表现及市场状况 等多项因素磋商及厘定。
	由区域销售人员督促、指导经销商推进发货、分销、终端展示等相关工作， 确保销售目标的实现 。	经销商达到或超过该目标时向其提供 销售折扣 作为奖励。

2.5 员工及激励：颐海员工创收创利和管理激励机制均优于天味

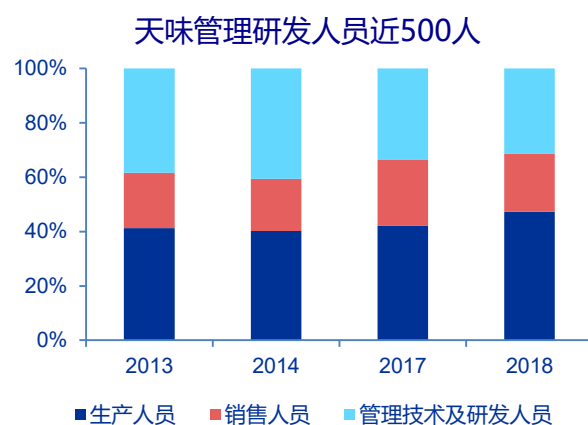
■ 颐海人员经历组织变革后管理大幅精简，天味依旧保持较高行政管理人员，但比例逐年有所降低。



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

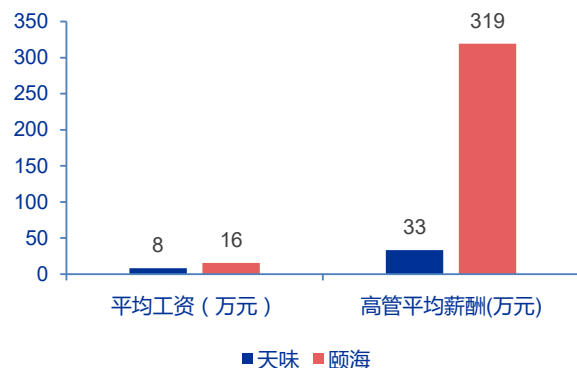


资料来源：公司公告，申万宏源研究

■ 颐海平均工资高管薪酬远高于天味，人均创收与人均利润高于天味。

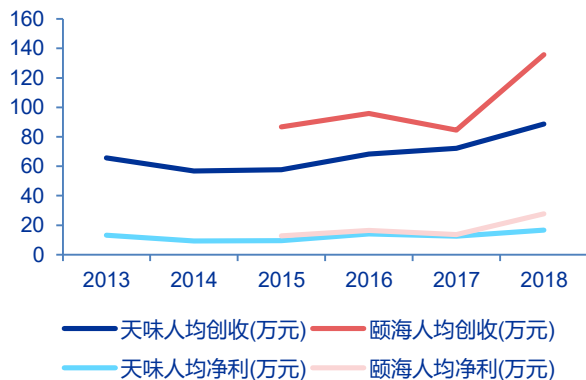
■ 天味以销售目标导向，主要综合考核铺市率、库存数、上架数、回款情况等，颐海国际主要考核业务员利润。

颐海平均工资与高管薪酬大幅高于天味



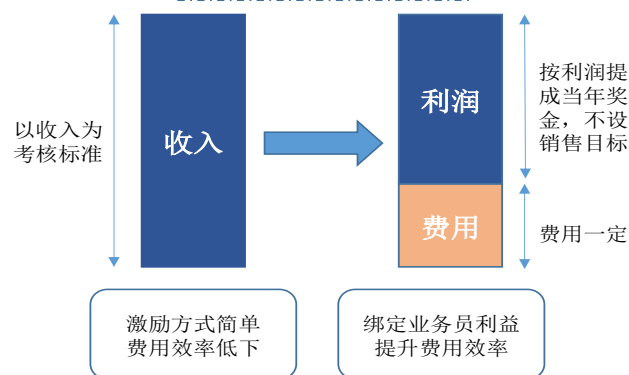
资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海人均创收创利均高于天味



资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海考核方式17年发生改变
考核方式转变



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.5.1 员工及激励：新员工招聘情况对比，颐海缺生产，天味缺销售



2019年5月29日猎聘网搜索两家公司招聘结果，天味食品232个职位在招，偏中高层；颐海国际56个职位在招，偏底层；

表3：颐海国际中低层招聘偏生产为主

颐海国际猎聘网第一页	工资及工作地
维修电工	7-8万 郑州-高新区 大专及以上学历 3年以上
工艺设备工程师	12-18万 北京-丰台区 本科及以上 5年以上
包装工程师（后段）	12-18万 北京-丰台区 本科及以上 5年以上
安全主管	10-17万 漯河 大专及以上学历 5年以上
品保经理	12-17万 漯河 大专及以上学历 5年以上
海外品控主管（经理）	14-24万 马来西亚 本科及以上 5年以上
海外生产主管（经理）	14-24万 英国 本科及以上 5年以上
海外品控主管（经理）	14-24万 英国 本科及以上 5年以上
海外生产主管（经理）	14-24万 马来西亚 本科及以上 5年以上
设备经理	12-17万 漯河 大专及以上学历 5年以上
包装工程师	10-14万 北京-丰台区 统招本科 3年以上
仪控工程师	7-12万 漯河 大专及以上学历 2年以上
设备经理（马鞍山）	12-19万 马鞍山 大专及以上学历 10年以上
仓储主管（马鞍山）	10-14万 马鞍山 大专及以上学历 5年以上
生产主管（马鞍山）	10-14万 马鞍山 大专及以上学历 5年以上
仓储主管（马鞍山）	10-14万 马鞍山 大专及以上学历 5年以上
自动化工程师	10-14万 北京-丰台区 本科及以上 5年以上
销售（海底捞调味料）	6-7万 连云港 大专及以上学历 经验不限
市场总监助理（海底捞调味料）	7-12万 上海-桃浦 本科及以上 2年以上

资料来源：智联招聘，申万宏源研究

表4：天味食品招聘中高层销售人员为主

天味食品猎聘网第一页	工资及工作地
省区经理（上海）	12-18万 上海 大专及以上学历 3年以上
定制经理（北京）	12-18万 北京 大专及以上学历 1年以上
定制经理（广州）	12-18万 广州 大专及以上学历 1年以上
定制经理（重庆）	12-18万 成都-双流区 学历不限 经验不限
定制经理（成都）	12-18万 成都 大专及以上学历 1年以上
定制经理	6-10万 昆明 大专及以上学历 5年以上
定制经理（重庆）	12-18万 重庆 大专及以上学历 1年以上
定制经理（上海）	12-18万 成都-双流区 学历不限 经验不限
定制经理（哈尔滨）	12-18万 哈尔滨 大专及以上学历 1年以上
定制经理	12-18万 成都-双流区 学历不限 1年以上
定制经理（哈尔滨）	12-18万 成都-双流区 学历不限 经验不限
省区经理（湖南）	10-12万 成都-双流区 大专及以上学历 3年以上
省区经理（天津）	12-18万 天津 大专及以上学历 3年以上
大区经理	18-24万 上海 大专及以上学历 5年以上
大区经理	18-24万 北京 大专及以上学历 5年以上
全国销售总监	48-84万 成都-双流区 大专及以上学历 5年以上
客户经理（泰州、镇江）	7-10万 泰州 大专及以上学历 1年以上
KA客户经理（上海）	7-10万 上海 大专及以上学历 1年以上
研发项目专员（可接受应届毕业生）	6-8万 成都-双流区 硕士及以上 经验不限

资料来源：智联招聘，申万宏源研究

天味首页显示省区销售经理与定制业务经理较多，偏渠道；颐海搜索首页偏生产端人员较多，偏生产。

员工及激励维度：颐海得10分，天味8分。

2.6 食安管理：均非常重视食安问题，源头管理质量体系不断强化

食安管理维度：颐海得9分，天味8分。颐海和天味在控制食安上都要求非常严格，颐海在食品溯源系统中更领先

天味

颐海国际

原材料引入

供应商所用原材料的**源头控制制度**

定期与抽查相结合的现场评审制度

与食品伙伴网合作，建立供应商食品安全**抽检风险信息预警机制**

对供应商实行严格的**分级管理制度**

严格的**供货商准入资质审核**

实行多种措施监察供货商的表现，包括**抽样检查及实地检查**

全品项的原料**不允许有单一供货商的存在**；极为重视向**声誉卓著的大型供货商**采购

定期对供货商进行考核，评分等级划分为A、B、C及D共**4个等级**

质量控制体系

ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO22000 食品安全管理体系认证、OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证和**HACCP 等体系认证**

公司实验室获得了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）颁发的**实验室认可证书**，检测设备及检测技术在行业内处于领先水平

HACCP、QS以及ISO9001质量保证**体系认证**

公司内部设立《**食品安全风险评估标准**》

零售产品独一无二的**二维码**作为质量控制措施

建立了一套**完整的产品检定与产品召回流程**

生产过程质量控制

对产品生产和出厂实行一票否决制；对**各环节实施严格抽检程序**

定期对产品开展**型式检验**及送外部检测

开展产品100%稳定提供项目，进行全供应链风险分析，**严格管控各个生产环节**

推行**产品目视化**及操作员工**持证上岗**

食品安全可追溯控制

依靠公司**ERP系统**，辅助必要的**纸质生产记录**实现食品安全的可追溯

零售产品有**独特的二维码**来追踪每个产品从生产到存储以至经销的全过程

法律法规

公司在质量管理部设立了**法规团队**

持续追踪并识别食品安全相关**法律法规的更新情况**

质量风险

曾经发生过**“金安”毒牛油事件**

集团公司海底捞曾发生过**食安事件**

食安管理

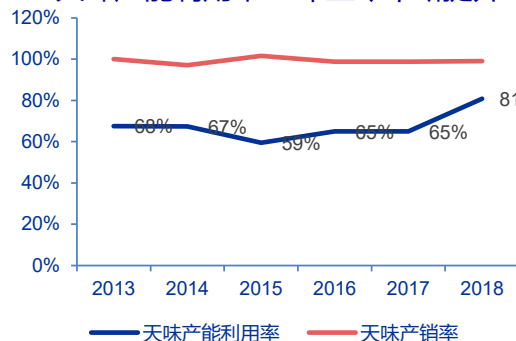
主要内容

1. 完成蜕变脱颖而出，天味颐海历史成绩斐然
2. 天味产品品牌更有潜力，颐海组织机制更有活力
3. 天味聚焦大单品，颐海合伙人制再出发

3.1 潜在产能：颐海产能18年爆发，天味产能利用率不断提高

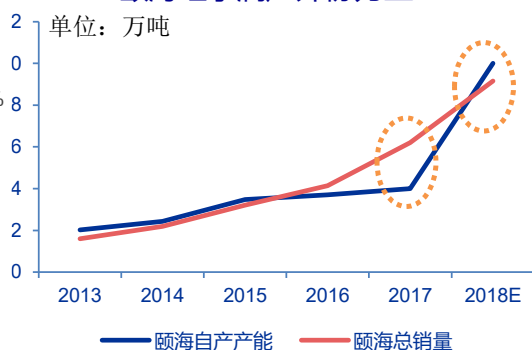
■ 天味产能利用率不高，扩充产能系平滑淡旺季和加强定制餐饮；颐海旺季采用外协生产，新工厂在19年后产能爆发增长。

天味产能利用率16年至今不断提升



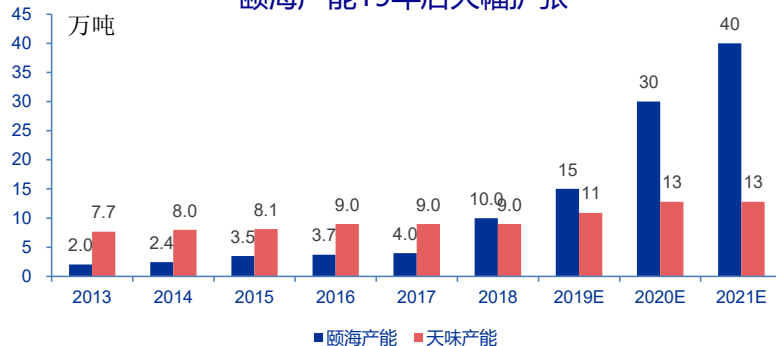
资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海旺季满产外协为主



资料来源：公司公告，申万宏源研究

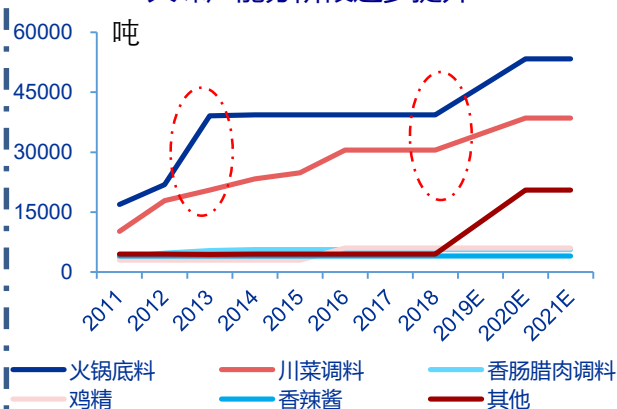
颐海产能19年后大幅扩张



资料来源：公司公告，申万宏源研究

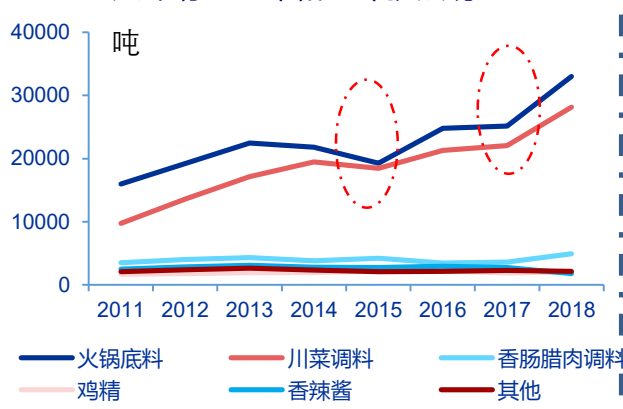
■ 天味产能和销量变化不太匹配，颐海销量持续向上产能略不足，18年大幅增加。

天味产能分阶段逐步提升



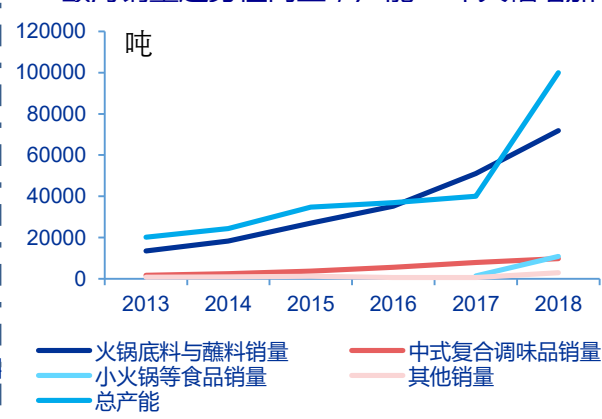
资料来源：公司公告，申万宏源研究

天味销量15年和17年拐点明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

颐海销量趋势性向上，产能18年大幅增加



资料来源：公司公告，申万宏源研究

■ 潜在能力维度：颐海得10分，天味8分。综上所述，未来颐海在潜在产能上优势明显

3.2 未来方向：天味发力品牌加强定制餐调渠道，颐海扩充渠道发力小火锅

- 未来方向维度：颐海得10分，天味10分。颐海和天味在未来方向上清晰明确，二者有同有异，规划合理

天味

颐海国际

产品创新

积极研发新产品和持续进行产品迭代

以市场为导向不断优化产品结构

丰富产品种类。实现以川味复合调味料为核心，以其他地区特色调味品、基础调味品、定制产品为补充的合理产品线

开发更多元化、更具差异化的新产品，**继续运用「产品项目制」**激励策略

通过产品的结构化创新，进一步拓宽业务边界，围绕**火锅调味料、中式复合调味料、方便快餐**等品类持续推陈出新

配合严格的产品下市制度，及时调整产品组合，提升产品的综合竞争力

渠道建设

继续加强经销商网络建设

通过产品结构调整以及推广模式创新等方式，重点突破**定制餐调渠道和电商渠道**

进一步深耕渠道建设，**提升渠道渗透率**

创新销售人员管理模式和产品模式

在电商平台方面，将通过增加人工智能客服机器人和加强与第三方物流的深度合作，优化客户服务体验

加强技术创新

全面开展复合调味料生产技术的机械化、自动化、智能化等领域的研究

持续在精益生产和自动化设备研发上进行投入。将在新建成的霸州工厂中首次引入两条全自动化生产线

提升品牌知名度和影响力

进一步树立现代品牌战略意识，以**“好人家”、“大红袍”和“天车”**三大品牌为核心，开展差异化品牌营销

用互联网思维推动品牌建设，强化网络传播

明确多品牌发展策略，以**多个子品牌**细分应用场景及产品类别

以「让美味变轻松」为主题标语打造产品、品牌及企业形象

3.3 估值比较：天味有A股次新股因素，颐海估值与海底捞相关

■ Wind一致预期及可比公司估值表如下：

表5：相关行业主要公司wind一致预期情况

股票代码	简称	2019/5/29		EPS				PE			
		收盘价 (元人民币)	市值 (亿元人民币)	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
6862.HK	海底捞	25.31	1,342	0.33	0.49	0.70	0.90	77	51	36	28
603288.SH	海天味业	97.54	2,634	1.62	1.95	2.32	2.73	60	50	42	36
603317.SH	天味食品	33.80	140	0.72	0.74	0.93	1.10	47	45	36	31
1579.HK	颐海国际	34.94	366	0.53	0.63	0.87	1.19	65	55	40	29

资料来源：wind，申万宏源研究

■ 我们对估值的一些简单讨论：

- 1) 就赛道而言，复合调料行业市场空间巨大，容纳的下2-3家巨头公司，就绝对市值而言，颐海和天味还太小，未来空间巨大。
- 2) 由于二者未来3-5年行业增速与公司增速较快，且中长期具备稳定性，可利用PEG估值和FCFF估值可能更合适。
- 3) 天味食品具备次新股属性，在估值上受限于流通盘、筹码结构等因素。
- 4) 颐海国际与海底捞一起成长，二者估值水平有着相同的趋势水平。

■ **挣钱能力维度：颐海得9分，天味10分。**

3.4 结论：目前整体来看颐海优于天味，但天味在不断改善中潜力较大

- 综上所述，天味在挣钱能力、产品品牌和估值比较方面，相比于颐海更占优势，但在组织架构、研发迭代、渠道管理和员工激励等方面，劣势较为明显，未来提升空间较大。

表6：最终打分结果颐海优于天味

类型	打分项	权重	颐海国际	天味食品
历史成绩	发家史	5%	9	8
	体量规模	5%	10	9
	挣钱能力	5%	9	10
背后因素	组织架构	5%	10	9
	产品品牌	10%	9	10
	研发迭代	10%	10	8
	渠道管理	15%	10	8
	员工及激励	10%	10	8
	食安管理	10%	9	8
未来潜力	潜在产能	5%	10	8
	未来方向	10%	10	10
	估值比较	10%	9	10
加权平均分			9.6	8.8
资料来源：申万宏源研究				

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

马晓天
maxt@swsresearch.com
余剑秋
yujq@swsresearch.com