

香草香草 (836558)
主营云南原生态主题火锅，拓展广告传媒业务
基本数据

2017年3月16日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	3000
流通股本(万股)	1567
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	1.49
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(万元)	13271.57	12983.69	11941.17	13135.28	14448.81
净利润(万元)	-123.73	1503.30	1675.66	1865.01	2132.45
毛利率(%)	67.25	70.60	66.42	66.42	66.42
净利率(%)	-0.77	10.48	14.03	14.20	14.76
ROE(%)	-	76.45	37.20	29.72	25.77
EPS(元)	-0.10	0.69	0.56	0.62	0.71

香草香草(北京)科技股份有限公司主营云南原生态主题火锅，以云南原生态风格为特色。公司以自有中央厨房为核心资源，通过中央厨房向公司所属的“香草香草”云南原生态主题火锅的直营店和加盟店提供云南特色锅底、云南特色小料、菌汤、冰鲜野生菌、野生菌干片等相关菜品。公司通过直接经营、品牌加盟渠道开拓业务，旗下的中央厨房为公司及其他餐饮企业提供产品生产、技术支持等服务。

火锅业态标准化程度高、易复制的先天优势，在助力火锅企业快速的发展的同时，由于其门槛低，也导致了发展的盲目性与同质化的惨烈竞争。随着火锅行业全程量化的行业标准相关规定的陆续推出，火锅企业将面临一次重新的行业洗牌。对于已经具备操作规范的中高端火锅企业，出台统一的执行标准规范，有利于形成行业合理的评判标尺，更好地规范火锅企业。

2016年上半年，公司新增了广告传媒业务收入，并拟将此项业务发展成为公司的主营业务。公司凭借餐饮渠道及资源优势，短短半年时间，广告传媒业务收入占比已达18%，同时也成为公司新的利润增长点。

盈利预测与估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司2016~2018年归属于上市公司股东的净利润分别为1675.66万元、1865.01万元和2132.45万元，每股收益分别为0.56元、0.62元和0.71元。按2017年15倍PE估算，其市值参考水平为2.8亿元。

风险提示

市场竞争风险，食品安全风险，新业务拓展风险。

李菲菲

lifefei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 主营云南原生态主题火锅，以云南原生态风格为特色	2
■ 实际控制人、管理团队及员工概况	4
■ 火锅行业具有较强盈利能力，竞争激烈	5
■ 拓展广告传媒业务，新增利润增长点	8
■ 盈利预测及估值	9

图表目录

图表 1 公司实际控制人和主要股东股权质押情况.....	1
图表 2 店内就餐环境.....	2
图表 3 公司部分特色菜品.....	3
图表 4 公司 2016 年上半年按业务类别营业收入占比.....	4
图表 5 公司股东持股比例.....	4
图表 6 公司员工构成.....	5
图表 7 公司员工学历结构.....	5
图表 8 我国 2010~2016 年餐饮业社会消费品零售总额.....	6
图表 9 公司 2013 年以来营业收入和净利润.....	8
图表 10 公司 2013 年以来净利率、毛利率和期间费用率.....	8
图表 11 公司盈利预测.....	9

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

1、被证监局出示警示函

公司 2016 年 12 月 20 日公告，因实际控制人郝丽莉及张旭枫占用公司资金及信批错误，被证监局出具警示函。

2016 年 3 月 14 日至 2016 年 8 月 31 日期间，郝丽莉及张旭枫通过无关联关系第三方占用公司资金 2,215.48 万元，该资金占用行为未履行决策程序及信息披露义务。2016 年 1 月 1 日至 2016 年 6 月 30 日，郝丽莉及张旭枫通过北京滇之光餐饮有限公司占用公司资金 580.48 万元，但公司 2016 年半年报中未对该资金占用行为进行披露。上述行为违反了《非上市公司监督管理办法》相关规定，被北京证监局责令采取有效措施及时整改。公司公告称，截至公告发布之日，关联方郝丽莉、张旭枫已向公司清偿了全部所欠款项，并承诺未来不再占用公司资金。

2、实际控制人股权质押

图表 1 公司实际控制人和主要股东股权质押情况

股东名称	累积质押股数 (万股)	占股东持股比例 (%)	占总股本比例 (%)	事由
郝丽莉	1220	100	40.67	为公司借款融资提 供反担保
张旭枫	200	62.5	6.67	
陈磊	315	53.91	10.5	

资料来源：Choice

财务方面：

通过公开信息，未发现公司在财务方面存在明显风险。

公司业务及行业方面：

1、食品安全风险

如果公司在原材料采购、生产、配送等过程的质量控制措施不能满足国家法律、法规以及行业的规定或消费者的需求，将可能对公司的生产经营带来不利影响。

2、新业务拓展风险

公司拓展了广告传媒业务，并拟将此项业务发展成为公司的主营业务。凭借餐饮渠道及资源优势，2016 年上半年，广告传媒业务收入占比已达 18%，同时也成为公司新的利润增长点。新业务与公司传统餐饮业务存在较大差异，存在拓展效果不及预期的风险。

■ 主营云南原生态主题火锅，以云南原生态风格为特色

香草香草(北京)科技股份有限公司成立于 2009 年 1 月。2016 年 3 月挂牌新三板。公司属于餐饮行业中的火锅类餐饮企业，公司以自有中央厨房为核心资源，通过中央厨房向公司所属的“香草香草”云南原生态主题火锅的直营店和加盟店提供云南特色锅底、云南特色小料、菌汤、冰鲜野生菌、野生菌干片等相关菜品。公司通过直接经营、品牌加盟渠道开拓业务，旗下的中央厨房为公司及其他餐饮企业提供产品生产、技术支持等服务，收入来源是直营店营业收入、中央厨房材料销售收入、加盟店品牌使用费和管理费收入、技术服务收入、广告推广收入。

2016 年上半年，公司新增了广告传媒业务收入，并拟将此项业务发展成为公司的主营业务。公司凭借餐饮渠道及资源优势，短短半年时间，广告传媒业务收入占比已达 18%，同时也成为公司新的利润增长点。

1、餐饮业务

公司餐饮业务的收入主要来源于公司的直营门店，直营门店基于公司的核心产品清代王家私房汤锅，通过优质的特色服务和鲜明的主题餐厅环境，吸引顾客就餐获得收入。在核心产品方面，香草香草云南原生态火锅传承自清代王家私房汤锅，选取极具养生功效的野生菌为主要食材，经由厨师团队的精心调配，研制出口感与营养并存的特色锅底。此外，公司餐饮业务还与大众点评网、美团网、百度糯米团购网站进行合作，合作模式如下：公司与大众点评网、美团网、百度糯米网站签订合作协议，协议规定公司委托大众点评网、美团网、百度糯米网站按照一定的折扣比例销售电子代金券，目前的折扣为 81 折；大众点评网、美团网、百度糯米网站支付公司固定金额的预付款，待预付款使用完毕时再次循环支付。公司按照协议约定的佣金向网站支付佣金。

公司在连锁火锅业态餐饮细分市场中的竞争优势，主要集中在产品方面、环境方面、营销方面。在产品方面，公司注重细分市场，专注于野生菌火锅，将“养生”理念做到极致。核心菜品均从云南空运至各门店，核心技术由中央厨房统一生产加工，从原材料源头严格把控，研发团队长期致力于研发益于养生、口味独特的底料及菜品。在环境方面，公司以云南原生态风格为特色。独具特色的就餐环境深得消费者喜爱，可满足消费者多种就餐需求。

图表 2 店内就餐环境



资料来源：大众点评网

图表 3 公司部分特色菜品



菌王奇香锅



菌王柠檬滋补锅



各类自助小料



野生黑牛肝菌



野生鲜竹荪



香格里拉牦牛肉

资料来源：公司网站

2、中央厨房业务

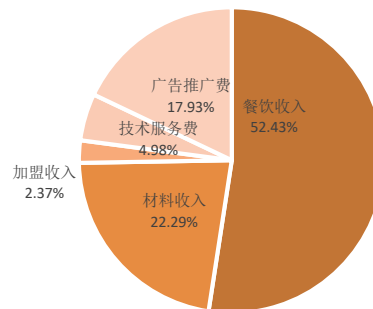
公司的中央厨房为其子公司三河市香草滇珍食品有限公司，其通过向公司直营门店、加盟店和其他餐饮品牌提供委托加工和材料销售获取营业收入。公司直营的门店食材全部由中央厨房生产及供应，加盟门店的核心菜品均需在中 央厨房统一采购，以此保障食品安全和菜品稳定控制。在委托加工食材生产及 销售方面，公司的中央厨房为其他餐饮品牌提供部分特色食材及底料的生产加 工。在定制礼品生产及销售方面，公司的中央厨房还生产销售以野生菌为核心的 衍生预包装食品，包括野生菌礼盒、月饼、袋装底料、云南特色食品等。

3、加盟业务

公司加盟业务通过向加盟商提供店址勘察、工程条件评估、工程监理、辅 助开店、阶段式培训、营运监督、共享营销、核心食材统一配送等服务，向加

盟商收取品牌授权使用费和管理费形式获得收入。

图表 4 公司 2016 年上半年按业务类别营业收入占比



资料来源：公司 2016 中报

■ 实际控制人、管理团队及员工概况

● 实际控制人具有多年餐饮经验

公司控股股东为郝丽莉。郝丽莉和张旭枫，二人系夫妻关系，为公司实际控制人。

郝丽莉，女，1980 年出生，毕业于东北财经大学文化传播系公关文秘专业，本科学历。2002 年 8 月至 2003 年 9 月于北京万慧迪医药技术有限公司任总经理助理；2003 年 10 月至 2004 年 5 月于北京《首都建设报》任新闻采访部记者；2004 年 5 月至 2005 年 2 月，待业，参加法律职业资格培训和考试；2005 年 3 月至 2005 年 8 月于北京中润律师事务所任律师助理；2005 年 9 月至 2007 年 8 月于北京金开律师事务所任律师助理；2007 年 9 月至 2008 年 12 月待业；2009 年 1 月共同出资成立北京世纪滇风餐饮有限公司，任世纪滇风执行董事、经理。2015 年 9 月共同发起设立股份公司后担任公司董事长。现任公司董事长。

张旭枫，1977 年出生，山东师范大学（肄业）。1997 年 9 月至 1998 年 7 月于山东省郑城县花园乡中学任教师；1998 年 8 月至 2001 年 6 月于山东鲁南制药集团历任销售员、北京办事处主任；2001 年 6 月至 2009 年 1 月于海南新华药业任总经理；2009 年 1 月共同出资成立北京世纪滇风餐饮有限公司，任世纪滇风监事。2015 年 9 月共同发起设立股份公司。

图表 5 公司股东持股比例

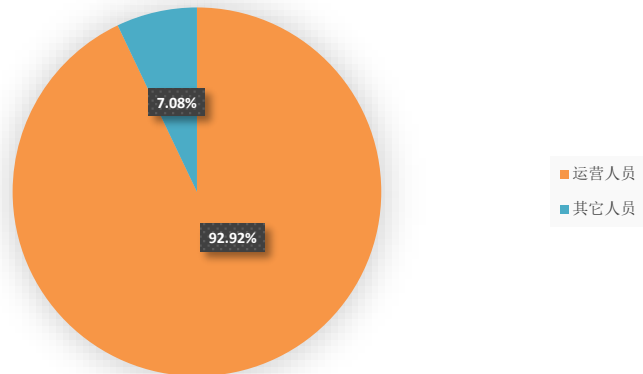


资料来源：2016 中报

- 员工构成中以运营人员为主，整体受教育程度偏低。

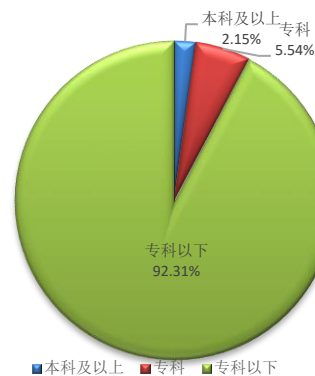
员工构成中以运营人员为主，占比 92.92%。整体受教育程度偏低，专科以下占比 92.31%。

图表 6 公司员工构成



资料来源：2015 年报

图表 7 公司员工学历结构



资料来源：公开转让说明书

■ 火锅行业具有较强盈利能力，竞争激烈

- 餐饮消费需求将保持旺盛

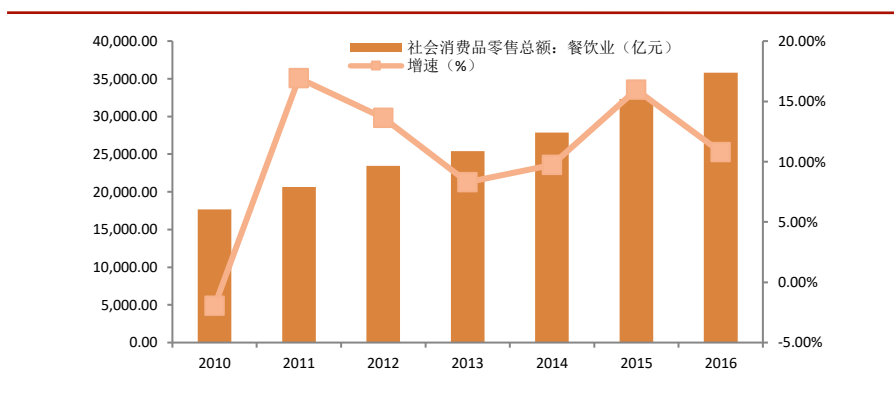
随着我国经济的不断发展，人们的收入水平和生活水平也逐渐提高，对于饮食方面的要求逐步升级。这在给餐饮企业的发展带来机遇与挑战。餐饮企业需要从菜品、服务、宣传促销等各个方面满足消费者的需求，提升顾客满意度。另一方面，在生活节奏越来越快的现代社会，人们的生活方式也发生了改变，投入在厨房的时间和精力将越来越少，对餐饮企业的需求将持续增加。2016 年我国餐饮业社会消费品零售总额达 35799 亿元，同比增长 10.8%。

预计未来五年餐饮业仍将保持年均 10% 以上的增长速度，到 2020 年餐饮行业的社会商品零售总额会超过 4.5 万亿元。

餐饮行业作为刚需市场，在“十三五”期间将迎来巨大的增长空间，特别是大众化餐饮和连锁餐饮市场的需求日益凸显。与此同时，这期间餐饮企业也将面临新的政策环境和市场环境。

在政府“供给侧”改革的政策指导下，餐饮业已逐步步入培育内生增长动能和改善就业民生的供给结构调整阶段，这对餐饮业的持续稳定发展有着重大意义。同时，“营改增”税收政策也有利于餐饮行业的健康发展。

图表 8 我国 2010-2016 年餐饮业社会消费品零售总额



资料来源：Choice

● 火锅行业具有较强的盈利能力，竞争激烈

火锅业态标准化程度高、易复制的先天优势，在助力火锅企业快速的发展的同时，由于其门槛低，也导致了发展的盲目性与同质化的惨烈竞争。

火锅餐饮以其“形式随意、气氛热烈、原料丰富、口味多样”等别具一格的特色深受大众群体喜爱，加之取材多样、丰俭由人的特点，可适应各类消费者的不同需求，有广泛的消费群体。正因为火锅业态的这种消费特征，使得其在餐饮业遭遇寒冬下得以一枝独秀。根据中国烹饪协会发布的百强统计数据来看，2013 年餐饮百强中，火锅业态是唯一一个平均单店收入、平均每平劳效、净利润率都正增长的业态，具有较强的盈利能力。

● 餐饮行业正逐渐向品牌化、大众化、信息化、多元化方向发展

“十二五”期间，餐饮行业经历“八项规定”的短暂调整期，并于 2014、2015 年逐渐从整改中恢复行业稳定发展态势。2016 年作为“十三五”规划的开局之年，也是餐饮业发展的机遇期和关键年，餐饮业在政府新经济政策指引下，已经步入培育内生增长动能和改善就业民生的供给结构调整阶段。因此，从总体来看，餐饮行业处于不断发展的阶段，具有广阔的市场前景和发展潜力。受到国外餐饮品牌的影响以及信息化的带动，餐饮行业正逐渐向品牌化、大众化、信息化、多元化方向发展。

(1) 品牌力成制胜法宝。现代餐饮消费已经进入注重整体消费感受的阶段，消费者在就餐之后，对餐饮店的整体感知已不局限于菜品、味道、服务和环境，而是综合的消费体验，即餐饮企业的品牌文化。餐饮企业根据不同定位，体现自身独特文化，已经成为其竞争的主要手段。餐饮市场的竞争，必将回归于品牌间的竞争，品牌力强的企业才能有更广阔的市场和更好的发展。

(2) 大众化餐饮是主流。在商务部的重点工作中，早餐工程、厨房改造工程、绿色饭店将是财政支持的重点项目。政府将引导更多的餐饮企业加入早餐工程、社区餐饮、商务快餐等领域，加大大众化餐饮连锁步伐。

(3) 信息化带动作用日趋明显。信息化的应用将覆盖餐饮企业预订、采购、点餐、人员绩效考核、财务管理及客户关系管理等各环节，对企业降低运营成本、提高管理效率、优化服务流程等产生极大促进作用。而移动互联网的发展也使得网络营销、口碑营销被广泛应用，企业可以在各大社交平台 and 团购 APP 上进行宣传和促销活动。

(4) 多元化发展成趋势。餐饮形式多种多样，休闲餐饮、浪漫餐饮、沙龙餐饮、网络餐饮、邮递餐饮等等会更多地进入人们的生活。餐饮环境风格多样，富丽堂皇的高档酒店、别致静谧的私人小院、热闹自在的路边大排档、简洁大方的快餐店等，将会吸引不同的消费群体。餐饮品种会更加丰富，除了中国的传统菜系之外，国外餐饮大量进入国内，逐渐被人们接受，将极大地丰富对餐饮品种的选择。

● 火锅行业量化标准出台，行业面临洗牌

火锅行业量化标准 2015 年内出台，行业面临洗牌。火锅行业全程量化的行业标准主要包含三方面内容：首先，标准将加强企业诚信自律和行业信用体系建设。建立会员企业信用档案，开展火锅餐饮会员单位信用等级评价工作，加强会员企业信用信息共享和应用。同时，协会也将逐步健全行业自律公约、制定行业职业道德准则。其次，标准将构建食品安全“社会共治”的模式，倡导火锅企业推广“明厨亮灶”，满足消费者的知情权。再次，协会将开展“食品安全与营养管理体系”认证评估，鼓励企业按照原料采购、产品加工、现场管理、餐厅服务、营养配餐、诚信经营等全过程的综合指标进行自查，确保食品安全过程监管可持续。

随着火锅行业全程量化的行业标准相关规定的陆续推出，火锅企业将面临一次重新的行业洗牌。部分中低端火锅企业将会由于安全和管理等方面无法达标而支付整改费用或退出市场；对于已经具备操作规范的中高端火锅企业，出台统一的执行标准规范，有利于形成行业合理的评判标尺，更好地规范火锅企业。

● 影响餐饮行业发展的不利因素

(1) 餐饮行业自身存在“四高一低”的特质，阻碍行业发展。“四高一低”指的是原料价格高、人力成本高、运营成本高、房租高和利润低，这是餐饮企业在生产经营中普遍面临的问题。

(2) 行业内竞争激烈，外资企业的冲击较大。一方面，虽然目前餐饮行业发展出火锅、中餐、烧烤等等多种不同口味和风格的企业，也有餐厅、快餐店、摊贩等多种营业形式，但是，由于消费的需求量是基本一定的，故它们之间仍然存在着激烈的竞争关系。另一方面，随着全球化趋势进一步加深，外国餐饮企业持续进驻国内，诸如肯德基、必胜客的洋快餐在我国遍地开花，韩餐、日式餐厅甚至形成了饮食文化，在年轻人中备受欢迎。这些都对我国本土餐饮企业造成了极大的冲击。

(3) 产品差异化程度低, 创新难以实现。其一, 餐饮产品虽然有不同菜系和品类之分, 但其本质上都是食物, 且相同菜品的做法基本一致, 少有差异, 因而同质化现象较为严重。其二, 餐饮行业很难在产品上突破创新, 故大多数餐饮企业都选择在服务或宣传促销的手段上进行创新。但根据目前我国餐饮企业发展现状看来, 餐饮企业在服务和宣传上的做法都大同小异, 很难取得竞争优势。

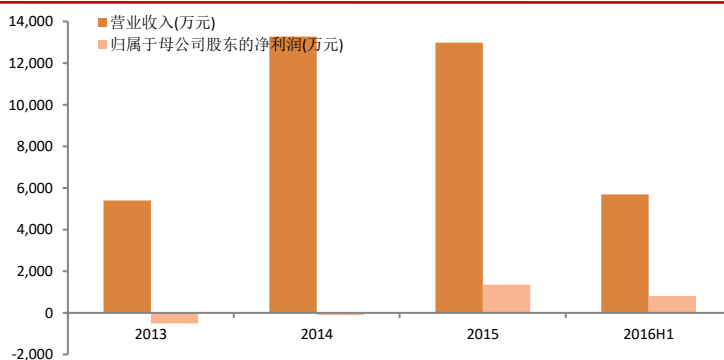
■ 拓展广告传媒业务, 新增利润增长点

公司 2016 年 1 至 6 月公司实现营业收入 56,86.27 万元, 同比降低 17.14%; 实现净利润 779.86 万元, 同比增长 8.13%。

2016 上半年, 公司餐饮收入减少较大, 主要是报告期与上年同期相比减少了 6 家餐饮门店。公司拓展广告传媒业务, 因此其他业务收入(技术服务收入和广告推广收入)增加 949.50 万元, 占营业收入的比重比去年同期增加 17.76%。

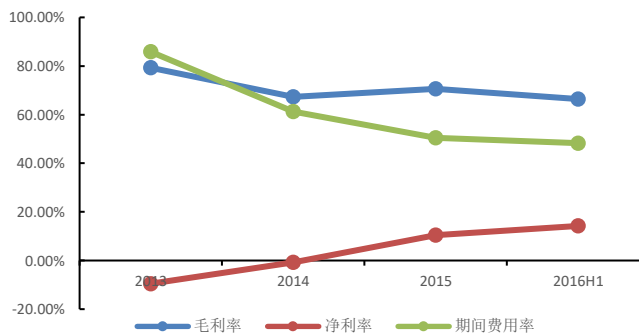
公司主营业务由单纯的餐饮及加盟业务逐渐扩展为餐饮企业、食品加工企业及其他企业提供菜品和产品的研发、品牌梳理、管理及服务培训、广告推广等技术、管理及广告业务宣传服务。广告传媒业务是公司新增的收入来源, 提升了企业利润增长点。

图表 9 公司 2013 年以来营业收入和净利润



资料来源: Choice

图表 10 公司 2013 年以来净利率、毛利率和期间费用率



资料来源: Choice

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2016~2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1675.66 万元、1865.01 万元和 2132.45 万元，每股收益分别为 0.56 元、0.62 元和 0.71 元。按 2017 年 15 倍 PE 估算，其市值参考水平为 2.8 亿元。

图表 11 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	13271.57	12983.69	11941.17	13135.28	14448.81
净利润 (万元)	-123.73	1503.30	1675.66	1865.01	2132.45
毛利率 (%)	67.25	70.60	66.42	66.42	66.42
净利率 (%)	-0.77	10.48	14.03	14.20	14.76
ROE (%)	-	76.45	37.20	29.72	25.77
EPS(元)	-0.10	0.69	0.56	0.62	0.71

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

