

2019年08月12日

餐饮

# 火锅产业链剖析报告：围炉聚炊欢呼处，火锅经济百味融，未来趋势几何？

目前市场对于火锅产业链宏观层面分析较多，而对未来产业链上中下游及对应供需两端的细分趋势分析较少。对此，本文的重点在于分析未来各细分领域的趋势及原因，进而分析具备哪些核心能力的企业能把握机会胜出，并提出相关投资建议。

■大发展的火锅行业供需端格局仍存较多变革，真正能把握住产业链上、中、下游变革趋势的企业有望中长期领跑行业成长。市场对火锅行业在可复制性+需求拉动下的好赛道预期一致，但随更多资本流入该赛道，产业链在中长期维度下变革加大的趋势尚未引起市场关注，我们认为有能力把握住供需中长期变革趋势的企业更有望成为一家长跑龙头，具备更长远成长潜力。1) 产业链上游：为养殖基地和蔬菜生产基地等原材料供应商，行业高度分散，目前体量超 1000 亿，未来上下游融合及供应链专业化有望成为风口赛道，布局完善企业有望进一步降本提效和突出优质食材的优势。2) 产业链中游：包括火锅底料、火锅蘸料和火锅丸料等供应商（2025 年市场规模预计 400 亿元，18~25 年行业 CAGR 预计 12%）。我们认为中游作为同时面向 B、C 两端的企业，若想领跑对企业自身实力有更高要求，未来在中游产品 B 端定制化、C 端潮流化趋势下，产品矩阵竞争以及渠道加速下沉竞争将为下一阶段的主题，未来更具备大规模低成本生产优势、定制柔性化生产能力、产品矩阵更合理且丰富、以及经销商渠道管理优势较好的企业成长性在行业内预计更加突出（火锅底料颐海、天味市占率仅 8%和 7%，龙头集中度均存在较大提升空间）；3) 产业链下游：主要为火锅餐饮门店，行业趋势为连锁化推进、品牌力更重要、以及差异化定位进一步细化等变革，未来管理能力、品牌力优质并且定位精准的企业将脱颖而出。预计 2022 年市场空间超 7000 亿，目前 CR5 仅 5.5%，对标海外易标准化的西餐领域，火锅门店集中度仍将继续提升。

■上游：中下游龙头实现降本提效+优质食材优势的必布局领域，规模化集采+上游延伸布局成产业趋势。火锅食材直接呈现给消费者，因此会影响火锅品质及品牌力，对上游食材的把控至关重要。随着消费者对食材品质关注度提升+企业降低成本驱动，传统分散采购模式难以满足需求，规模化集采+上游延伸布局成产业趋势。1) 变革一：中下游与上游签订长期协议或自建生产基地，最大限度保证食材品质，叠加火锅行业产业链较短且上游农产品行业进入壁垒低，产业链打通管理具备可行性，上下游呈日益密切趋势。国内大型火锅企业均加紧上游布局，海底捞有扎鲁特旗供应羊肉；呷哺呷哺合作建立蔬菜基地；小肥羊、小尾羊都有自营养殖基地，火锅上下游加速一体化成趋势。2) 变革二：下游自建物流供应体系或使用第三方 B2B 餐饮供应链平台降本提效。规模化集采减少中间环节并提高了中下游议价能力，且中央厨房+统一配送的布局进一步提升高峰时段产能，降低一线厨房加工任务量。此外，受益物联网技术发展，火锅餐饮龙头可实现数据分析预测和方案规划，供应链发展具备更有利环境，拉大与中小火锅企业的优势。呷哺呷哺、巴奴等均建立现代化的物流和央厨体系，同时海底捞集团旗下的蜀海等餐饮供应链 B2B 平台也逐渐崛起。

■中游：从供给、需求维度看：供给端标准化，需求端定制化&潮流化为趋势，具备规模化生产和定制化柔性生产的天味、颐海有望受益。1) 供给端：目前，火锅底料的 CR5 集中度在 17 年仍仅 30%，较多中小企业仍依托半自动人工生产线供货。但随下游火锅门店连锁化趋势推荐并对口味稳定性要求更高，高自动工厂化生产的火锅底料口感稳定性更优+成本更低，成为品牌火锅店的首选。考虑到高度自动化生产线

## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票	目标价	评级
天味食品 603317	-	-
海底捞 6862.HK	-	-

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.71	-7.03	-24.09
绝对收益	-6.72	-9.63	-17.38

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

### 相关报告

好赛道好企业，剖析海底捞成功秘笈  
2018-05-22

对企业存在研发壁垒和资金壁垒，生产技术落后的中小企业或加速出清，推动颐海国际和天味食品等龙头市占率提升。2) 需求端：①To B 需求：下游连锁火锅企业扩张下对于中游话语权增强，且为实现口味差异化预计将寻求与中游企业的定制合作。中游若实现定制生产需要将麻味、辣味、香味提取出来进行调和并实施模块化和柔性化生产，对技术要求较高。天味等龙头目前已具备提色、提辣、提麻、提香等模块化研发技术，可大幅降低 B 端定制化成本，拉大与不能柔性化生产的小企业差距。公司还将计划新建两处研发中心并新增定制餐调产能 1.2 万吨，定制餐调业务成长可期。②To C 需求：C 端消费者追求潮流个性，为热点单品开发创造环境，小龙虾、榴莲等食品走红已验证逻辑。研发反应速度快，热点把握精准的企业优势凸显。目前，天味、颐海等纷纷跟踪热点开发老火锅、小龙虾等周边热门单品，增速明显。随着 B、C 端需求的变迁，拥有柔性定制研发实力和对市场反应迅速的龙头有望受益。

■ 中游：从产品、渠道维度看：产品端品类更细分定位化，渠道端下沉&线上发力为趋势，未来产品定位更清晰精准+矩阵丰富，以及渠道下沉突出的企业有望受益。1)

产品端：我们复盘了火锅底料发展历史及红 99 在 2013~17 年市占率的变迁可看出，随着标准化生产技术的成熟，火锅底料龙头之间的产品差距已开始缩小，若想单一依靠几款经典款占领大多数市场的时代已过。叠加下游火锅品牌等更多新晋玩家纷纷进入行业并多元化产品矩阵，目前多层次的竞争格局已初显——传统调味料供应商的产品定位高性价比，新进入企业的产品趋向中高端，且传统辣味锅底品类更细分化，新口味层出不穷。我们认为火锅底料产品端的竞争将转向企业产品精准定位+品类矩阵扩张的全面竞争，未来计划扩大自身产品品类+强化细化产品市占率将成为主线。2) 渠道端：经销商渠道占比中游企业销售渠道大部分，预计渠道端的扩张及竞争将是未来中游扩张的重点。天味、颐海均已开展渠道下沉进程+线上渠道布局(线上购物便利、选择种类多，符合目前消费主力喜好，目前规模尚小，发展空间巨大)，未来拥有良好渠道基础和渠道管理能力的企业优势凸显。

■ 下游：未来将呈现出三大趋势：餐厅经营从独立走向连锁+“品牌力”作用更显著+川味火锅的差异化定位将更显著，预计具有优质管理能力、品牌力和定位精准的企业有望受益。1) 从独立走向连锁：连锁火锅店通常品牌力强、设施更好、成本更低，经营市占率将扩大。目前我国餐饮行业连锁餐厅营收占比约 19%，预计火锅行业 2025 年连锁餐厅营收占比近 30%。连锁经营下，管理及复制能力将成为核心竞争，“师徒制”下的海底捞未来 3 年仍有望快速开店受益。2) “品牌力”作用更显著：顾客层面驱动力：①品质化升级下消费者对试错成本和品牌认可度提升；②社交网络兴起使得品牌传播更快且面更大(例如海底捞借助“好服务”使得品牌快速传播)，强品牌力者可吸引更多流量。企业自身驱动力：客流吸引能力决定租金高低，强品牌力塑造企业核心布局要素。因此，在内外层面双驱动下，未来品牌力作用将继续提升，推动企业进一步强化品牌力和开发更多衍生品最大化价值。3) 产品定位更细化：川味火锅辣味锅底普通人难以分辨，因此差异化定位的重点将集中在易辨认的食材特色、餐厅服务和场景打造等细分维度。成功的关键在于契合消费者长期需求，博人眼球而忽视需求的创新定位如脏脏锅，各类装修主题火锅店热度或难持续；海底捞定位好服务，呷哺定位“一人食+高性价比”等更符合长期需求。

■ 投资建议：1) 中游行业供给端标准化工厂生产趋势明显，需求端 B、C 端展现定制、潮流新动向，产品矩阵更加细化，渠道端扩张下沉加速，未来具备领先生产能力、研发能力、渠道管理能力并且产品矩阵定位清晰品类丰富的企业将受益，推荐天味食品，建议重点关注颐海国际。2) 下游餐厅经营将从独立迈向连锁，品牌力作用更加显著，差异化定位也会更加细化。我们认为具有优质管理能力+强复制+品牌力+定位精准的企业更有望成长为龙头，推荐海底捞，建议重点关注呷哺呷哺。

■ 风险提示：1) 门店扩张不及预期；2) 食品安全问题；3) 渠道开拓不及预期等。

## 内容目录

<b>1. 火锅行业：“标准化”造就好赛道，未来发展大有可为</b>	<b>8</b>
1.1. 扩张基础好+需求拉动：火锅行业是中式餐饮的优质赛道	8
1.2. 火锅产业链条清晰，发展空间广阔	8
<b>2. 上游：生产、供应两发力，产业链一体化可期</b>	<b>11</b>
2.2. 变革的两个发力点：上下游融合和供应链体系专业化	12
2.2.1. 融合上游保障品质，下游加速自建基地进程	12
2.2.2. 专业供应体系提高效率，平台型公司崛起	13
<b>3. 中游：四维度新动向精彩纷呈，研发力和渠道力必不可少</b>	<b>18</b>
3.1. 供给端：下游标准化加剧中游马太效应，工厂化生产将成主流	18
3.2. 需求端：B端C端需求分化，研发优势扩大	20
3.2.1. B端：量身定制，柔性生产必不可少	20
3.2.1.1. 下游话语权增强，带动定制餐调需求崛起	20
3.2.1.2. 柔性定制能力是破局关键	22
3.2.2. C端：推陈出新，热点细分单品蓄势待发	23
3.3. 产品端：“单品为王”时代已过，细分品类大爆发	25
3.3.1. 行业发展初期，产品起决定性作用	25
3.3.2. 标准化生产技术逐渐成熟，产品端差距收窄	25
3.3.3. 下游餐企强势入局，加剧行业竞争	26
3.3.4. 差异化竞争时代，多层次格局初显	27
3.3.5. 打造定位清晰，品类丰富的产品矩阵为产品端竞争主线	30
3.4. 渠道端：渠道扩张加速，低线城市和线上渠道将为开拓重点	31
<b>4. 下游：连锁经营大步迈进，品牌优质与定位精准者称王</b>	<b>35</b>
4.1. 连锁经营成为火锅行业新动向，管理能力将成必争之地	35
4.2. 内应外合，品牌力将成为火锅店的最宽护城河	37
4.3. 差异化创新百花齐放，定位精准是关键	40
<b>5. 投资建议</b>	<b>43</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>44</b>

## 图表目录

图 1：火锅产业链研究框架图谱	7
图 2：火锅店后厨的标准化配菜	8
图 3：火锅的麻辣口味具有成瘾性	8
图 4：火锅产业链分为上、中、下游三个环节	9
图 5：火锅底料发展空间 2025 年超 400 亿（单位：亿元）	9
图 6：2015 年火锅底料行业 CR5 占比 30%左右	9
图 7：火锅料制品市场竞争格局集中度有待提升	10
图 8：火锅行业收入增长迅速（单位：亿元）	10
图 9：2017 年火锅行业 CR5 市占率仅 5.5%	10
图 10：普通中式餐饮经过烹饪后食材本身风味被掩盖	11
图 11：火锅食材直接面对消费者	11
图 12：上游餐饮供应环节的两个发力点	12
图 13：火锅产业链较短	13
图 14：德庄火锅花椒基地和辣椒基地	13

图 15: 供应链采购议价能力较强.....	14
图 16: B2B 餐饮平台可省去中间商环节.....	14
图 17: 大数据可以提升供应链效率.....	14
图 18: 云鸟配送的运输管理系统.....	14
图 19: 中央厨房供应体系.....	15
图 19: 呷哺呷哺冷链物流体系.....	15
图 20: 巴奴火锅央厨体系.....	15
图 21: 蜀海全国七大物流中心.....	16
图 22: 餐饮供应链 B2B 平台众多玩家入局.....	16
图 23: 传统火锅底料炒制技术难以标准化.....	18
图 24: 工厂化火锅底料生产线.....	18
图 25: 川菜调料的工艺流程涉及多种高新技术工艺.....	19
图 26: 安井食品“低值水产蛋白的重组加工与产业化”生产技术被列入国家课题.....	20
图 27: 黄焖鸡米饭席卷全国.....	21
图 28: 面向下游开发的黄焖鸡调料.....	21
图 29: 天味食品部分定制餐调客户.....	21
图 30: 颐海国际部分定制餐调客户.....	21
图 31: 定制餐调客户的培养过程.....	22
图 32: 天味食品定制餐调客户数量逐年增加.....	23
图 33: 颐海国际第三方餐饮定制客户数量逐年增加.....	23
图 34: 2018 年中国各年龄段消费意愿 (单位: 点) .....	23
图 35: 消费者在食品消费上追求潮流和个性.....	23
图 36: 近年来小龙虾消费量连创新高.....	24
图 37: 榴莲走红带动各类周边单品.....	24
图 38: 天味研发费用保持在 2000 万元以上 (单位: 万元) .....	24
图 39: 颐海国际产品项目制贴近市场.....	24
图 40: 颐海国际自热小火锅.....	25
图 41: 天味食品和颐海国际推出小龙虾调料.....	25
图 42: 红九九火锅底料经典单品.....	错误!未定义书签。
图 43: 2013 年“红 99”火锅料市场占比领先.....	错误!未定义书签。
图 44: 火锅底料部分加工流程.....	26
图 46: 火锅底料产品端竞争变化.....	26
图 45: 火锅底料市场参与者的三种类型.....	27
图 46: 底料行业发展历程.....	28
图 46: 火锅底料市场消费定位.....	29
图 47: 德庄火锅底料按照辣度细分品类.....	30
图 48: 呷哺呷哺推出各种底料新鲜品类.....	30
图 49: 天味食品大红袍四川印象系列定位高端.....	30
图 50: 天味食品打造定位清晰的产品矩阵.....	30
图 48: 天味食品火锅底料单价及增速 (单位: 元/kg, %) .....	31
图 49: 天味火锅底料销量及增速(单位: 万吨).....	31
图 51: 新品手工老火锅次年开始放量 (单位: 百万元) .....	31
图 52: 新品手工清油老火锅次年开始放量 (单位: 百万元) .....	31
图 53: 天味食品各渠道收入中经销商占比最大.....	32
图 54: 颐海国际剔除关联方业务后经销商占比最大.....	32

图 57: 近年来低线城市社零增速高于一二线 (单位: %)	32
图 58: 低线城市下沉空间巨大	32
图 62: 天味和颐海线上渠道营收增速	33
图 63: 天味和颐海电商收入逐年攀升 (单位: 亿元)	33
图 55: 天味食品经销商数量 (单位: 家)	34
图 56: 天味食品销售区域覆盖全国	34
图 59: 海底捞中央厨房	35
图 60: 海底捞智能云餐厅最新 2.0 版本可实现口味私人定制	35
图 61: 呷哺呷哺比同等价位自营餐厅门店环境更佳	36
图 62: 呷哺呷哺比同等价位自营餐厅菜品更加卫生	36
图 63: 我国连锁餐厅营收份额逐年上升 (单位: 十亿)	36
图 64: 连锁餐厅营收增速表现好于独立运营餐厅	36
图 65: 海底捞的优质管理能力带来好服务和强复制	37
图 66: 中国消费者消费升级趋势明显	38
图 67: 食品饮料只购买我关注品牌的百分比上升 10%	38
图 68: “抖音”上海底捞的网红吃法	38
图 69: 海底捞顺势推出新品“抖抖面筋球”	38
图 70: 火锅就餐场合多为聚会	39
图 71: 火锅就餐人数 3 人及以上居多	39
图 72: 2018 年海底捞租金成本显著低于行业	39
图 73: “呷哺呷哺”品牌火锅蘸料	40
图 74: “海底捞”品牌的火锅底料和自热火锅	40
图 75: 2017 年火锅餐厅差异化方向	41
图 76: 市场上众多同质化的“老北京羊蝎子”	41
图 77: 我国火锅派系中川系火锅占比最高	41
图 78: 我国各类火锅派系差别很大	41
图 79: 博人眼球的奶茶脏脏锅	42
图 80: 教室主题的火锅店	42
图 81: 海底捞热情洋溢的服务	42
图 82: “凑凑”开启火锅+茶憩新场景	42
表 1: 传统餐饮原材料采购方式	12
表 2: 火锅店央厨体系对比	16
表 2: 餐饮食材 B2B 平台对比	17
表 2: 天味食品目前采用的部分生产技术	19
表 3: 天味食品部分研究成果	22
表 4: 天味食品部分在研项目	22
表 5: 传统调味品生产商更注重性价比	28
表 6: 下游餐饮品牌底料定位较高	28
表 7: 新晋品牌中高端切入市场	29
表 8: 天味食品每年推出新品丰富产品品类	31
表 11: 天味食品的“顾问式”管理	33
表 9: 火锅行业连锁餐厅未来占比估算达 28.3% (单位: 十亿)	37
表 10: 部分火锅品牌衍生产品	40
表 11: 火锅的不同派系	40

表 12: 重点公司盈利预测及估值 (2019 年 7 月 13 日) ..... 44

## 序言

目前市场对于火锅产业链宏观层面分析较多，而对未来产业链上中下游及对应供需两端的细分趋势分析较少。对此，本文的重点在于分析未来各细分领域的趋势及原因，进而分析具备哪些核心能力的企业能把握机会胜出，并提出相关投资建议。

图 1：火锅产业链研究框架图谱



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

## 1. 火锅行业：“标准化”造就好赛道，未来发展大有可为

### 1.1. 扩张基础好+需求拉动：火锅行业是中式餐饮的优质赛道

**可复制性+成瘾性奠定行业扩张基础。**不同于西餐，中式餐饮没有固定的标准和公式，从火候到调味都高度依赖厨师的技术经验，因而难标准化成为制约中餐扩张的最大痛点。而火锅是个例外，火锅企业中厨师仅负责切菜配菜，各家火锅店菜品没有显著差异，火锅料可以标准化生产配送，标准化相对容易。除此之外，火锅重油、麻辣口味具备成瘾性，回头客多，收入可持续强，成为其扩张的另一天然优势。

**高自由度+互动性强契合现代人群就餐社交需求。**随着城镇化的稳步推进，快节奏的城市生活推动人们更多外出用餐，也产生了更多餐饮社交需求。火锅由于自由选择菜品和大锅涮煮的用餐方式，用餐互动性更强，适于社交；口味、菜品、配料选择余地多，可自由组合，受众更加广泛。高自由度+互动性完美贴合现代人的餐饮社交需求，成为推动火锅行业发展的最大驱动力。

图 2：火锅店后厨的标准化配菜



资料来源：中国日报网，安信证券研究中心

图 3：火锅的麻辣口味具有成瘾性



资料来源：小木凳火锅，安信证券研究中心

### 1.2. 火锅产业链条清晰，发展空间广阔

**火锅产业链分为上、中、下游三个环节。**上游是农牧业原材料供应商，为中游或者下游企业提供肉类、蔬菜、面粉等火锅所需原材料，该环节主要为农产品生产企业，上市公司标的较少，毛利率较低；中游是火锅调料及火锅料供应商，利用上游提供原材料进行生产，产品供应下游火锅门店，也有一部分产品直接面对消费者。该环节主要上市公司有天味食品，颐海国际，安井食品等。下游主要是火锅餐饮门店，面对消费者提供火锅餐饮服务，该环节主要上市公司有海底捞，呷哺呷哺等。火锅产业链覆盖农牧业，食品工业和餐饮业三大行业，涉及多个生产部门，覆盖面广。

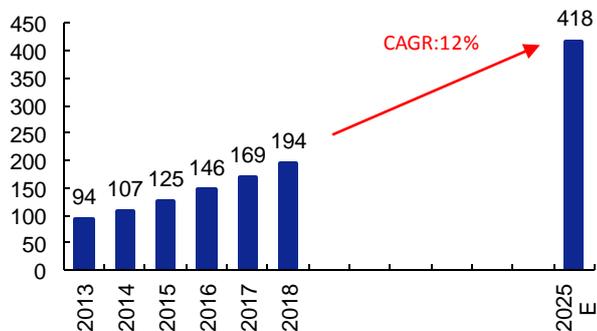
图 4：火锅产业链分为上、中、下游三个环节



资料来源：美团网，安信证券研究中心整理

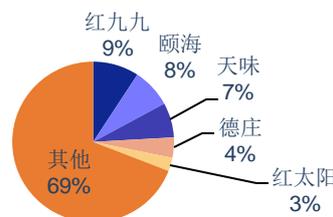
**中游：火锅底料龙头初显，火锅料集中度存在提升空间。**火锅餐饮行业需求拉动下，中游火锅调料和火锅料市场迅速发展。根据 Frost&Sullivan 统计，2017 年中国火锅底料市场规模约 169 亿元，2011-2017 年市场规模增速达到 12% 以上。预计未来 CAGR 保持 12%，2025 年市场空间达 418 亿。行业龙头为红九九，颐海国际，红太阳，天味等企业，CR5 占比 30% 左右，集中度不高；火锅料市场 2017 年市场规模约 683 亿元，竞争格局分散，龙头企业安井食品市占率仅 5.1%，海霸王、海欣等不足 5%，集中度存在较大提升空间。

图 5：火锅底料发展空间 2025 年超 400 亿（单位：亿元）



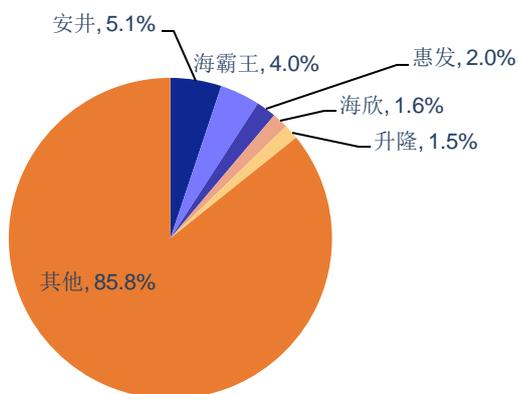
资料来源：Frost&Sullivan，安信证券研究中心

图 6：2015 年火锅底料行业 CR5 占比 30% 左右



资料来源：Frost&Sullivan，安信证券研究中心

图 7：火锅料制品市场竞争格局集中度有待提升



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

**下游：火锅餐饮行业发展迅速，预计未来五年 CAGR 超 10%。**2013-2017 年，火锅行业规模从 2813 亿元快速增至 4362 亿元，CAGR 达 11.6%。根据海底捞招股书，预计未来五年行业 CAGR 达 10.2%，2022 年市场空间可达 7077 亿元，发展空间广阔。

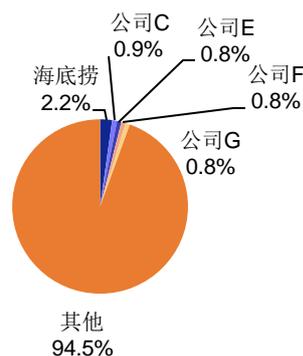
**行业 CR5 仅占 5.5%，对标海外集中度有待提升。**目前行业竞争格局还比较分散，行业龙头海底捞 2017 年市占率仅 2.2%，CR5 占比 5.5%。对标海外餐饮龙头，2017 年美国餐饮行业 CR5 市占率为 10.55%，均为连锁快餐类企业，国内行业尚存在较大的整合空间，未来龙头市占率有望继续提升。

图 8：火锅行业收入增长迅速（单位：亿元）



资料来源：海底捞招股说明书，安信证券研究中心

图 9：2017 年火锅行业 CR5 市占率仅 5.5%



资料来源：海底捞招股说明书，安信证券研究中心

## 2. 上游：生产、供应两发力，产业链一体化可期

核心逻辑：上游未来将出现与生产端上下游联系更紧密，供应链体系专业化趋势。相比其他中式餐饮，食材品质对于火锅更为重要。在消费者对食材关注度提升+成本管控双轮驱动下，上游在生产端和供应链两个方面发生变革。一方面，下游直接与生产基地签订长期协议或自建生产基地可保障食材品质和稳定供应，叠加火锅产业链较短，上游壁垒低，打通产业链易于实现，未来上下游联系将更加密切，海底捞、德庄等众多行业龙头已开启自建生产基地进程；另一方面，供应体系专业化可提升效率，降低成本，目前互联网技术的迅猛发展可实现数据分析预测和物流方案规划，为供应链赋能。下游火锅门店尝试自建物流和央厨体系，蜀海等其他餐饮供应链 B2B 平台正在崛起当中。

### 2.1. 品质+成本管控推动上游供货模式变革

**食材是衡量火锅品质的核心标准。**不同于其他中式餐饮经过调味和烹饪后食材本身风味大部分会被覆盖，火锅的食材原料直接呈现给消费者，可从视觉、味觉、嗅觉多层次直观影响消费者对火锅的品质判断；同时，由于火锅“涮煮”的单一烹饪方式，火锅底料差异较小，食材的品质对食物口感影响很大。相比其他中式餐饮，上游材料质量、功能和产品性能对整体影响更大，运输中食材上损耗也更多。

图 10：普通中式餐饮经过烹饪后食材本身风味被掩盖



资料来源：糯米网，安信证券研究中心

图 11：火锅食材直接面对消费者



资料来源：汇图网，安信证券研究中心

**品质+成本管控双轮驱动供货模式变革。**我国餐饮市场仍然以中小规模的餐企为主，下游门店多采用传统分散供应商供货的方式，通常使用的方法有农贸市场采购，供应商报价采购等。这些方式在品质管控和成本管控方面存在明显弊端。

(1) **品质管控:**传统分散采购模式下，上游企业同消费者和下游沟通不足，难以及时根据顾客需要调整供应下游所需产品，比如德庄等大型火锅店对于化肥使用、日照时间和温度等一系列参数都有严格要求，上游分散农户难以达到标准；同时食材无法溯源，价格经常波动，难以长期稳定保证原材料供应数量及品质。以花椒为例，同样都是花椒，品种产地和出产月份不同，口味差异会很明显，如果各门店分散采购，难以保证口味标准化。在消费者对食材品质关注度提升，火锅门店对食材提出更高要求等因素共同作用下，依靠供应商供货模式的弊端更加突出，变革呼之欲出。

(2) **成本管控:**当下游餐企扩张至十几家的时候，传统分散采购模式水平便跟不上规模化的速度，会因采购、品控、物流等维度导致管理混乱、成本上升、体验下降等问题，下游门店出于提升效率和管控成本的考虑，寻求新的供货方式。

表 1: 传统餐饮原材料采购方式

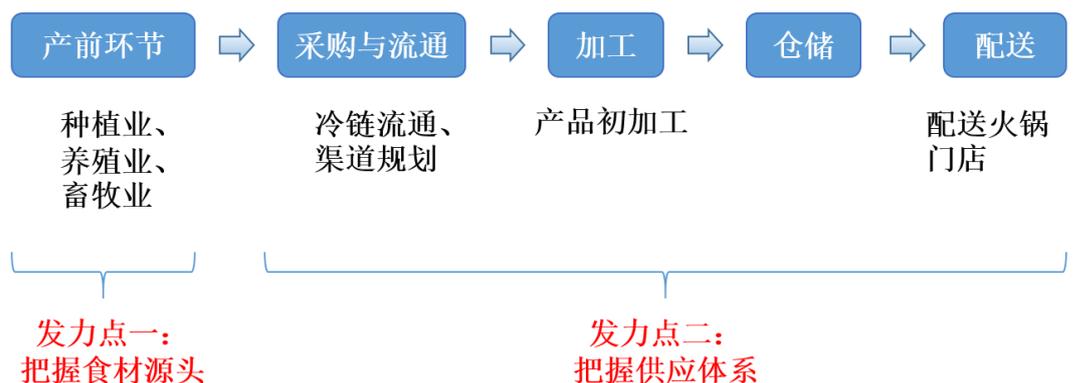
方式	适应对象	特点
农贸市场采购	大多数中小餐饮企业	优点: 库存可以降至最低, 原材料新鲜程度得到保障; 缺点: 成本较高
供应商报价采购	一定规模企业	选择其中原材料质量便、价格最优的供货单位, 通常还要求供应商在送货时自动清点存货, 以保证存量的合理性。
原产地采购	海鲜餐厅, 某些大型餐饮企业	可保证原材料的新鲜, 易取得较低的价格。
招标采购	大型餐饮企业、集团公司等对大宗货物的采购	易取得较低的价格
“一次停靠”采购	一些精力有限的饭店	一个综合报价较低的供应商提供全部原料, 方便快捷
合作采购	两家以上的餐饮企业, 联合采购某些同标准的原材料	集中采购, 价格低

资料来源: 亿欧智库, 安信证券研究中心

## 2.2. 变革的两个发力点: 上下游融合和供应链体系专业化

餐饮供应链包括种植/养殖、食品加工、物流、仓储等诸多环节, 火锅行业未来变革的发力点将集中在把握源头种植养殖基地和把握采购、加工、物流体系两方面。

图 12: 上游餐饮供应环节的两个发力点



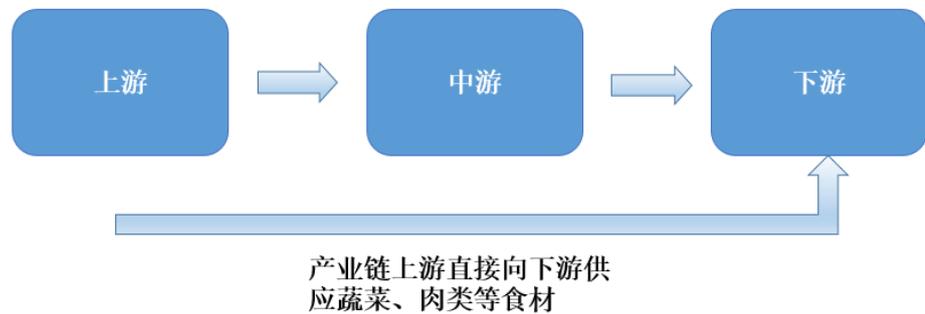
资料来源: 安信证券研究中心

### 2.2.1. 融合上游保障品质, 下游加速自建基地进程

**把握食材源头能更好管控品质。**下游企业通过与上游签订长期或独家供货协议, 甚至自建生产基地, 加速上下游联动, 管控食材品质。下游火锅门店直接与种植或养殖基地签订长期协议, 省去中间商环节, 实现菜品从土地或牧场直接到餐桌, 最大限度保证食材新鲜; 下游火锅门店通过自建生产基地, 用现代化种植技术对日照、湿度等环境严格控制, 从下种、施肥、田间管理到采摘都实行严格的技术要求, 实现规范化, 标准化管理, 从源头把握食材品质, 保证食材长期稳定供应。

**产业链短+壁垒低利于打通管控。**从产业链角度看, 火锅行业上下游打通具有无可比拟的优势: 1) 火锅产业链链条较短, 环节少, 且上游蔬菜、肉类生产企业直接与下游门店产生联系, 利于产业链打通; 2) 上游农产品行业进入壁垒较低, 便于下游企业进入。

图 13: 火锅产业链较短



资料来源：安信证券研究中心整理

**下游加速布局，融合大势所趋。**目前，国内大型火锅企业均加速与上游原材料企业的联系。海底捞旗下有扎鲁特旗海底捞供应羊肉产品；借鉴海底捞，大龙燚火锅也意识到后端搭建的重要性，自建原料精选基地，完备自己的供应链体系；呷哺呷哺与弘阳农业合作创立自己的蔬菜种植基地；德庄火锅依托重庆石柱县 10 万亩辣椒产业基地进行辣椒科技产业开发，在重庆万州、合川等地建立了 500 万只山地乌骨鸡养殖示范基地，在重庆南川和永川等地建立生姜、方竹笋、豆瓣基地；小尾羊拥有种羊繁育中心，其养殖基地分布于河套、敕勒川、锡林郭勒等地区；小肥羊拥有一个调味基地，两个肉业基地，辐射全国数百家加盟店。随着行业逐渐发展成熟，未来产业链打通、上下游融合趋势将更加明显。

图 14: 德庄火锅花椒基地和辣椒基地



资料来源：重庆德庄南宁金湖店，安信证券研究中心

### 2.2.2. 专业供应体系提高效率，平台型公司崛起

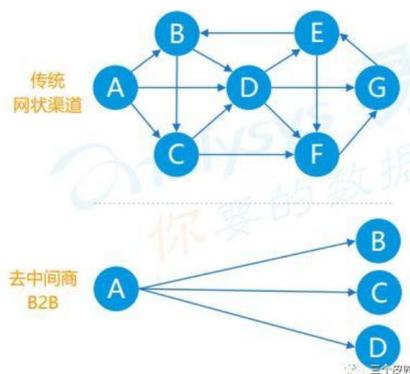
专业化食材供应体系可以显著提升效率，降低成本。除了自己把控食材源头，下游火锅企业还尝试自建或使用第三方 B2B 餐饮供应体系服务。专业供应体系通过对上游供应商集中采购，将其中部分食材分拣加工，将产品标准化、半成品化，搭配配送给下游火锅餐饮企业。平台能够以大量的集采优势来跟供货企业进行谈判，降低成本，解决分散采购议价能力弱的问题，并利用规模优势降低人员成本和交通成本。还可以省去中间商环节，直接对接供应商，大幅提升采购配送效率。

图 15：供应链采购议价能力较强



资料来源：餐饮界，安信证券研究中心

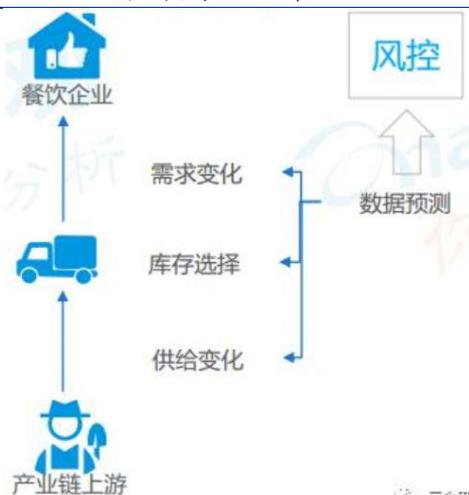
图 16：B2B 餐饮平台可省去中间商环节



资料来源：行业报告研究院，安信证券研究中心

**互联网技术为餐饮供应链赋能。**互联网技术的迅猛发展为我国餐饮供应链体系的发展提供优质的环境。数据分析与预测方面，互联网化供应平台通过长期累积的数据资源，进行数据分析，预测需求供给变化和库存选择。通过数据信息收集，将商户现阶段共通的需求集中起来，与一些性价比高的优质供应商进行对接，从而帮助商户拿到低于市场价格的优质产品。利用大数据，企业可以根据数据制定物流计划，改变之前依据经验制定计划的模式，使得餐饮供应链体系运转更加高效。大数据除实现订单高效履约外，还可实现订单的预测；方案规划方面，运输管理系统可以依靠技术为客户规划最佳线路，提升效率。以云鸟配送和东方饺子王的合作为例，由于云鸟的TMS（运输管理系统）能够根据车辆在途情况监控和优化线路，成功将东方饺子王此前600多元/车的物流成本降到500多元/车，线路也从此前的一车五点变成了一车六点，提高了物流效率。

图 17：大数据可以提升供应链效率



资料来源：行业报告研究院，安信证券研究中心

图 18：云鸟配送的运输管理系统



资料来源：物联中国，安信证券研究中心

**火锅门店尝试自建供应体系。**当连锁餐饮店发展到一定规模，核心菜品成熟稳定，并具有建立完备供应链的资金和技术实力时，才具备建立中央厨房体系的条件。中央厨房即配餐配送中心，将原料加工成半成品或成品，配送到各连锁店二次加热或组合后销售给顾客。完备的中央厨房体系包括统一采购，统一制作和统一配送过程。具有以下优点：

- ① 统一采购既可以把握食材品质又可以降低成本；
- ② 统一制作极大提升餐饮企业高峰时段产能，提高效率，生产出的半成品还降低了一线厨房里厨师的工作难度，同时还保证配方掌握在少数人手里。
- ③ 统一配送使运力得到有效配置。

目前，海底捞、呷哺呷哺、巴奴、秦妈、小龙坎等火锅企业都建立了自己的中央厨房供应体系。

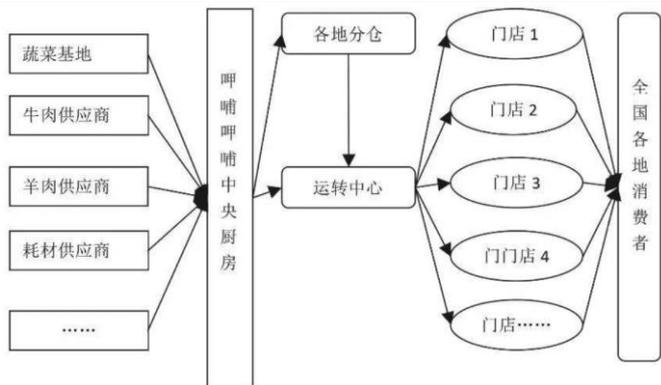
图 19：中央厨房供应体系



资料来源：奇能设计，安信证券研究中心

呷哺呷哺在配送网络上设置全国总仓—区域分仓——运转中心三级网络架构，在全国有 130 条物流线路，为全国 52 个城市的 550 家餐厅提供每日配送，还在北京、上海建立物流生产中心。公司根据当地市场门店数量、布局、食材消耗量以及配送成本综合考量，来确定在该地是否建立运转中心或者区域分仓。随着门店数越来越多，运转中心的辐射能力越来越强大，分摊到每家门店的费用进一步降低。2013 年至 2015 年，巴奴火锅共投资 3000 余万元，分别于郑州、无锡、安阳投资建成 3 家集加工车间、仓储物流等配套设施为一体的现代化央厨体系，生产区包括 13 个恒温 20 度的加工区，物流中心仓库占地 2000 多平方米。

图 20：呷哺呷哺冷链物流体系



资料来源：中冷联盟，安信证券研究中心

图 21：巴奴火锅央厨体系



资料来源：品牌与加盟，安信证券研究中心

表 2：火锅店央厨体系对比

	海底捞	呷哺呷哺	巴奴
地点	北京、上海、郑州、武汉、西河、西安 7 个城市	北京	郑州、安阳、无锡
采购	蜀海统一采购	农餐对接	自建辣椒基地
生产	蔬菜、肉制品、熟食等 10 个加工间 严格分区		清洗区、粗加工区、毛肚涨发区等 13 个全年恒温 20 度的加工区
仓储			占地 2000 多平方米的物流中心仓库
物流	依托蜀海供应链，全国七大物流中心	自建全国总仓—区域分仓— 运转中心三级网络架构	

资料来源：安信证券研究中心整理

第三方供应平台崛起，蜀海供应链集合研发、采购、运输等多环节为一体，服务海底捞及其他客户。海底捞旗下蜀海供应链，最初依托于海底捞中央厨房而设，2007 年开始独立于海底捞运作，随后发展成集研发、采购、生产、品控、仓储、运输、销售为一体的餐饮供应链服务企业。2016 年以 B2B 的模式对外服务，平台承载 3000 多个 SKU。采购环节，遵循“寻找好食材”和“产地化管理”战略，选择供应商时划分品类，每个品类有专门采购负责，要求证照齐全和性价比高；加工环节，蜀海在北京、上海、成都、西安、郑州、武汉和东莞建有 7 个生产加工基地，不仅能够提供标准化商品，还可以根据餐饮企业的配方制作个性化菜品，甚至和餐饮企业联合研发新菜；物流环节，蜀海全国布局七个物流中心，日吞吐量达到 900 吨，通过全国布点，蜀海能够满足连锁餐饮企业异地扩张和跨区域经营的需求。

除此之外，美菜网、美宴、小农女等众多餐饮食材平台玩家入局，美菜网、链农等采用重模式，为全国餐饮门店提供食材采购服务，小农女主要为广州、深圳等地餐饮企业提供采购服务；餐馆无忧和餐馆管家主要专注调料这一垂直细分领域，天平派采用平台模式，为餐馆和供货商提供一站式交易平台；蔬东坡等定位于餐饮食材 O2O 解决方案的 SAAS 服务商。

图 22：蜀海全国七大物流中心



资料来源：蜀海供应链官网，安信证券研究中心

图 23：餐饮供应链 B2B 平台众多玩家入局



资料来源：百度百科，安信证券研究中心

表 3: 餐饮食材 B2B 平台对比

	美菜	链农	小农女	菜点点	餐馆无忧	餐馆管家	天平派	蔬东坡
特点	为全国近千万家餐厅提供全品类、全程无忧的餐饮食材采购服务	为中小餐饮商家提供一站式、全品类且更低价食材采购的服务商	城市一级批发商采购到餐馆	从事中小餐饮企业提供采购及配送的平台	将餐馆与调料的生产厂家或一级代理商进行对接	为中小餐厅供应调料副食	餐馆和供货商可分别通过“天平派买家APP”和“天平派卖家APP”进行下单和接单,从而完成餐饮食材一站式交易	发挥互联网+优势,为食材配送者提供 O2O 解决方案
成立时间	2014.6	2014.8	2014.9	2015.5	2015.1		2014.8	2014.8
范围	全国性	全国性	区域性(仅在广州、深圳)	区域性	垂直细分品类	垂直细分品类	全国性	全国性
模式	重模式	重模式	重模式	重模式	重模式	重模式	平台模式	餐饮食材 O2O 解决方案的 SAAS 服务商

资料来源: 亿邦动力网, 安信证券研究中心整理

### 3. 中游：四维度新动向精彩纷呈，研发力和渠道力必不可少

**核心逻辑：**四维度看中游未来新动向：供给端标准化工厂生产，需求端定制&潮流化，产品端品类、定位更细化以及渠道端下沉、线上加速的新趋势，生产技术领先，研发能力优秀，产品矩阵合理丰富和渠道管理能力优越的企业将持续受益。①下游品牌门店连锁化经营驱动中游工厂化标准生产，标准化对生产技术要求高，具有生产优势的龙头企业将受益；②B端连锁餐厅为实现差异化需求与中游的定制合作，C端消费者追求个性热点单品受追捧。随着B端和C端出现新的需求，我们认为，未来研发优势的可以拆分为柔性定制能力和对市场迅速反应的能力。柔性定制能力表现为能满足B端定制餐调的要求，对市场迅速反应能力表现为能满足C端热点单品的需求，具有这两方面研发优势的企业将在B、C端需求变迁中受益；③标准化生产收窄产品端差距，叠加众多新玩家入局加剧竞争，未来竞争将转向整个产品矩阵的全面竞争，目前多层次竞争态势初显，产品矩阵定位清晰，品类丰富的公司将受益；④未来渠道扩张仍是中游企业业务扩张的主要方式，渠道扩张的方向将转向低线城市，线上渠道成为新的增长极，渠道发展主要取决于公司的渠道基础和渠道管理能力，

#### 3.1. 供给端：下游标准化加剧中游马太效应，工厂化生产将成主流

**下游连锁门店扩张驱动中游标准化。**下游门店的连锁化和规范化经营带来对标准化复合调味料需求的快速增长。尤其对于具有一定口味特色要求的连锁餐饮企业，口味的标准化和稳定性是其快速扩张所具备的重要条件。传统人工炒制方法成本高且口味不稳定。对于产业链中游企业而言，具有较强的标准化能力的生产企业能满足连锁餐饮客户对产品标准化和口味稳定性的需求，将具备较大的竞争优势。

图 24：传统火锅底料炒制技术难以标准化



资料来源：红厨网，安信证券研究中心

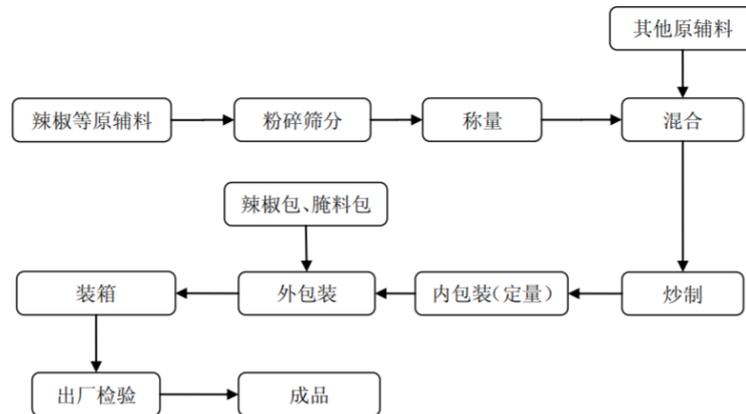
图 25：工厂化火锅底料生产线



资料来源：慧聪网，安信证券研究中心

**标准化对生产技术要求较高。**以川味复合调味料的生产为例，其工艺涉及到微波处理技术、热反应增香技术、自动炒制技术、冷却干燥技术以及自动包装技术等多项高新技术工艺。其工艺研制难度较高，且业内缺乏通用设备，生产水平低的企业生产出的产品质量参差不齐，达不到标准化要求；再例如对定制餐调等对工艺参数控制要求较高的业务，电磁炒制系统的引入十分必要，其可以在保障炒制环节更加安全，卫生的同时，显著提高炒制过程中对工艺条件的精准控制，以达到标准化的要求。

图 26：川菜调料的工艺流程涉及多种高新技术工艺



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

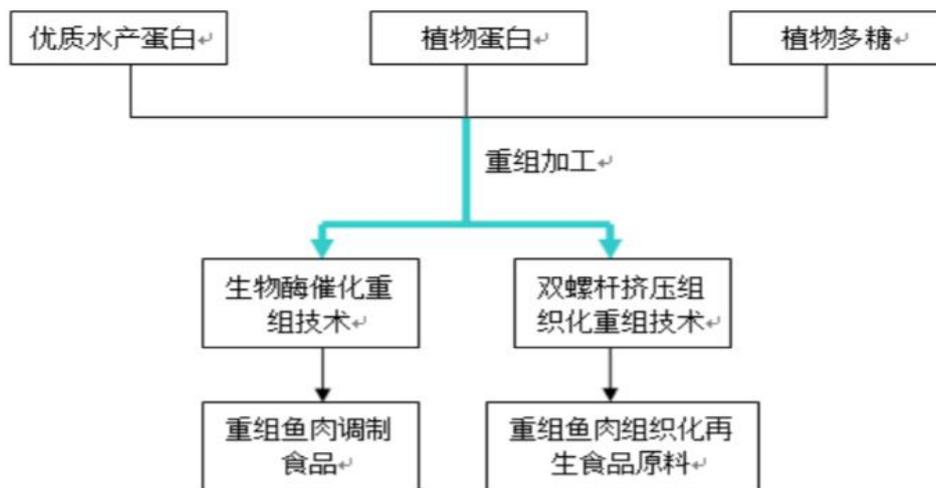
中长尾技术劣势加速出清，工厂化生产将占据主导。中游行业内中小型企业数量较多，众多中小企业以作坊式和手工生产为主，加工设备简陋，不仅效率低下，且不利于保障产品质量，未来将加速出清；行业内龙头上市公司，利用领先优势积极推进生产的自动化和机械化，进一步提高产品稳定性并降低成本，未来市占率有望继续提升。以天味食品为例，公司拥有调味品炒制、灌装、冷却成型、包装四大工艺的完整生产设备，并致力于复合调味品生产自动化技术和装备的研发，突破了复合调味品全自动炒制技术，复合调味品全自动输送灌装技术、火锅底料称量及冷却成型等技术，多项技术获国家发明专利，另有多项技术在研。未来还将引入“超临界萃取系统”“电磁炒制系统”等先进技术；安井食品在积极引进国外先进机械设备和生产线外，还自主设计和开发各种成型模具和专用生产设备，获得 20 多项实用新型专利授权。未来具有生产技术优势的企业将持续扩大市占率，占据市场主导地位。

表 4：天味食品目前采用的部分生产技术

技术名称	技术所处阶段	主要用途
原料煮制预处理技术	大批量生产	主要用于干辣椒的煮制漂烫
原料微波杀菌技术	大批量生产	主要用于处理辣椒、花椒等干料包微生物杀菌。
原料用油炼化预处理技术	大批量生产	主要用于牛油、起酥油的熔化预处理工序。
火锅底料调配、炒制技术	大批量生产	主要用于火锅底料的全自动称量、炒制工序。
全自动炒锅炒制技术	大批量生产	主要用于火锅底料的全自动炒制工序。
火锅底料自动输送技术	大批量生产	主要用于火锅底料管道输送工序。
火锅底料自动灌装技术	大批量生产	主要用于火锅底料自动灌装工序。
火锅底料全自动称量冷却成型技术	大批量生产	主要用于火锅底料全自动复称、冷却、成型工序。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 27：安井食品“低值水产蛋白的重组加工与产业化”生产技术被列入国家课题



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 3.2. 需求端：B 端 C 端需求分化，研发优势扩大

#### 3.2.1. B 端：量身定制，柔性生产必不可少

##### 3.2.1.1. 下游话语权增强，带动定制餐调需求崛起

初期餐饮行业议价能力弱，“生产什么买什么”。2017 年我国调味品消费渠道中餐饮采购、家庭消费、食品加工分别占比约 45%、30%和 25%，B 端餐饮渠道仍然是调味品消费的主力军。行业发展初期，下游餐饮行业高度分散，火锅店往往自己熬制火锅底料等调味品或直接从渠道商拿货。单个火锅门店缺乏规模优势，议价能力较弱，往往是中游生产什么买什么，决定权主要在中游。

**连锁经营崛起，下游话语权增强。**随着我国餐饮行业尤其是火锅行业逐渐趋向连锁化，下游餐企拥有一定体量，拥有对渠道商的议价权，当餐企绕过渠道商的种种限制，就拥有对中游底料生产企业的对话权。下游餐厅的连锁化经营倒逼餐饮对调味料的需求和采购方式发生改变。例如，随着懒人经济发展，以餐企为首带动复合调味品席卷市场，黄焖鸡米饭等各种快餐店中宫保鸡丁、红烧肉、鱼香肉丝等细分菜品崛起，这一变化直接促使中游黄焖鸡酱油酱料、宫保鸡丁料、红烧肉料等复合调味料面世。

图 28：黄焖鸡米饭席卷全国



资料来源：百度糯米，美团网，安信证券研究中心

图 29：面向下游开发的黄焖鸡调料



资料来源：阿里巴巴，安信证券研究中心

连锁餐厅寻求与复合调味品公司的定制合作，“需要什么研发什么”。与其他中式餐饮相比，火锅类餐饮同质性更强，品牌连锁店需要一定的口味特色。随着下游话语权增强，火锅门店寻求与中游企业进行味型和口味定制，以求在保证连锁餐企不同门店菜品味型和口味的稳定和标准化的同时，实现菜品口味的独特性和差异化。从以往厂家“生产什么买什么”转变为“需要什么研发什么”。理想大虾、张亮麻辣烫、U 鼎冒菜等泛火锅餐饮门店就相继与天味食品和颐海国际进行底料定制合作。

图 30：天味食品部分定制餐调客户



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

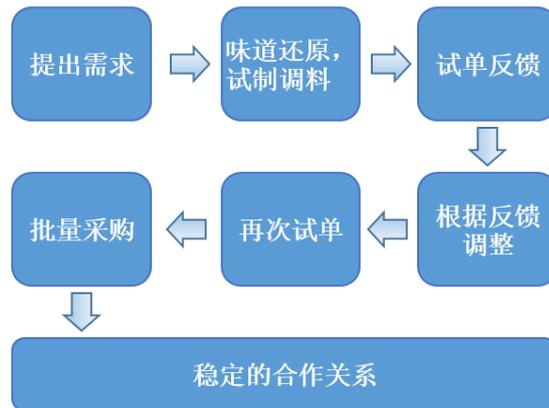
图 31：颐海国际部分定制餐调客户



资料来源：颐海国际官网，安信证券研究中心

定制餐调客户一经培养成功，粘性较大。定制餐调客户的培育建立在对客户需求的深刻理解和满足之上，需要一定的时间。客户培养需要经历客户提出需求，研发部门根据需求味道还原，试制调料，客户试单后反馈，研发根据反馈调整，再试单直至客户批量采购等较长的时间过程。客户试单成功批量规模采购后，公司将与客户保持相对稳固的长期合作关系。定制餐调渠道粘性较大，具备较好的稳定性和可持续性。

图 32：定制餐调客户的培养过程



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

### 3.2.1.2. 柔性定制能力是破局关键

柔性生产企业将扩大领先优势。定制餐调需要客户需求定向开发产品，产品风味特点根据客户要求制作，每个客户产品仅供该客户单独使用，这就要求模块化而非传统标准化刚性生产。生产关键在于将麻味、辣味、香味提取出来，对三者进行调和从而实现柔性化生产。天味食品建立完备的研发流程，制定《定制餐调产品开发管理办法》等相关制度，并将继续引入多规格、定制化生产、适应性更强的专业设备，如电磁炒制系统，来满足定制餐调产品多样化和规模化的需求，同时进行多项提色、提辣、提麻、提香的模块化研究，提高定制化的柔性生产能力，降低 B 端定制化口味的成本，未来将进一步拉大与不能柔性化生产的小企业差距。

表 5：天味食品部分研究成果

项目名称	项目类型	说明
产品提色、提辣研究	基础研究	对产品的色泽、辣度进行研究，通过原料选择与工艺调整，对产品品质进行改良
产品提麻、提香研究	基础研究	对产品的麻味、香味进行研究，通过原料选择与工艺调整，对产品品质进行改良
产品及菜品适宜盐分研究	基础研究	对产品和将烹饪出的菜品盐分进行研究，为产品开发和改良提供依据
香水产品包装合格率研究	基础研究	对产品料液比、物料温度等因素进行研究，为提高包装合格率提供支持
研究如何提升干料包风味及特点	基础研究	主要从辣椒和花椒的处理工艺，以及品种的选择优化上入手，为提升产品品质提供支持
焖锅工艺	新工艺	让复合调味料中各种风味物质更好融合，提升产品风味
香辛料品种及呈味研究	基础研究	对不同香辛料的风味特征进行研究，为产品开发和改良提供支持
泡制品新原料呈味研究 酸菜包呈味及风味	基础研究	优化酸菜包配方及灭菌工艺，提升酸菜包整体的风味，提升酸菜的口感

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

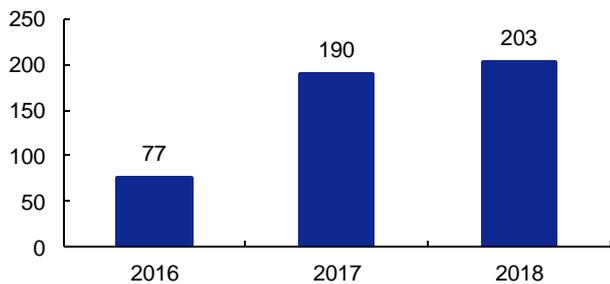
表 6：天味食品部分在研项目

研发项目	类型	用途
泡制品新原料呈味研究	基础研究	对新的泡制品原料进行研究，为产品开发和改良提供支持
产品保质期论证试验研究	基础研究	系统研究产品的加速试验，论证产品在不同贮存条件下的保质期状况
香辛料复配及呈味研究	基础研究	对香辛料复配后的呈味特征进行研究，为产品开发和改良提供支持
泡萝卜基础工艺研究	基础研究	护色保脆，提升产品货架期

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

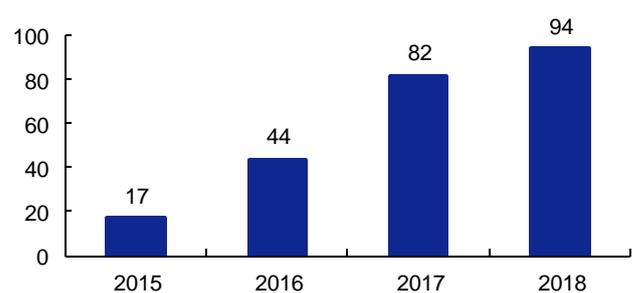
中游龙头企业定制餐调业务未来可期。天味食品成立通用餐调和定制餐调事业部运营定制餐调业务，客户数量由 2016 年的 77 家上升至 2018 年的 203 家，2016/2017/2018 年定制餐调业务收入增速为 184.9%/68.8%/71.8%，CAGR 达 70.3%，收入占比 5.3%/8.3%/10.8%，逐年攀升。未来天味还将在北京、上海两地新建两处餐调体验中心，并新增定制餐调产能 1.2 万吨，为公司定制餐调业务的进一步发展提供支持；颐海国际凭借向海底捞提供定制化服务的经验，也寻求向第三方餐饮供应商提供定制的复合调味品，通过进行各类试吃及展会活动形式推广品牌及产品，其第三方定制客户数量已由 2015 年的 17 家上升至 2018 年的 94 家。

图 33：天味食品定制餐调客户数量逐年增加



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 34：颐海国际第三方餐饮定制客户数量逐年增加

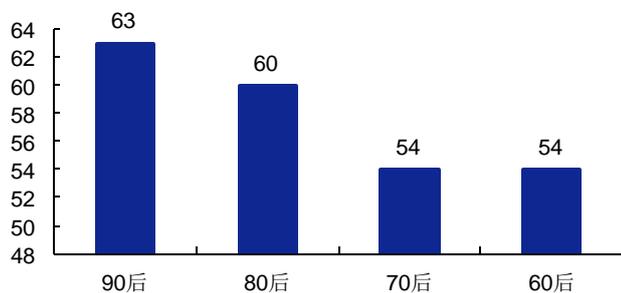


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2.2. C 端：推陈出新，热点细分单品蓄势待发

90 后成消费主力，追求潮流和个性。社会的消费人群呈现年轻化态势，90 后已逐渐成为消费市场的中坚力量。根据尼克森中国消费调查，90 后对未来收入普遍保持乐观态度，在各年龄段内消费意愿最强。同时，90 后是深受互联网影响的年轻一代，追求潮流，崇尚个性，对新奇事物有着更高的敏感度和接受度。这种消费偏好加上网络时代的裂变传播效应，十分利于爆款网红单品的产生。

图 35：2018 年中国各年龄段消费意愿（单位：点）



资料来源：尼克森中国消费趋势指数调查，安信证券研究中心

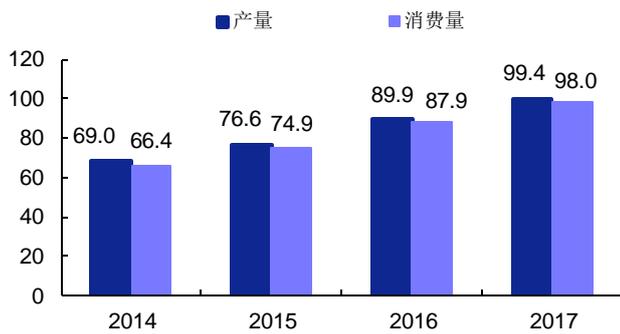
图 36：消费者在食品消费上追求潮流和个性



资料来源：京东消费研究所，安信证券研究中心

小龙虾、榴莲等食物走红验证爆款单品逻辑。近年来随着社交媒体的发展，许多爆款单品取得成功。小龙虾 2013 年以来逐渐火遍全国，至今势头不减，成为千亿级规模大产业，带动 500 多万就业岗位，发展前景可观。此外，榴莲、牛油果、奶茶等产品的走红带动了许多周边产品的发展，新品层出不穷，后续潜力巨大，印证互联网时代爆款单品逻辑。

图 37：近年来小龙虾消费量连创新高



资料来源：三胜咨询，安信证券研究中心

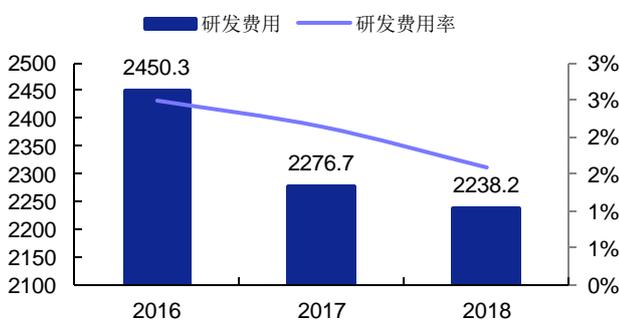
图 38：榴莲走红带动各类周边单品



资料来源：豆果美食，商国互联网，安信证券研究中心

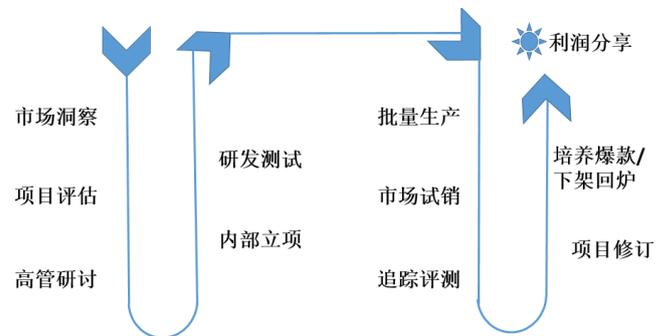
对市场反应迅速，研发能力强的公司具备领先优势。安井食品坚持“市场导向+技术创新”的经营思路，推动研发工作开展，拥有国家级企业技术中心、农业农村部冷冻调理水产品加工重点实验室和国家冷冻调理水产品加工分中心，每年不断推出多种新品；天味食品研发费用常年保持在 2000 万元以上，2018 年专业研发人员 103 人，占比 6%。并取得“火锅底料灌装自动化技术及装备”等科技成果，拥有授权专利 31 项，其中发明专利 12 项，实用新型专利 1 项，外观设计 18 项；颐海国际为解决研发与业务脱节问题，2018 年实施“产品项目制，通过提拔有新品创意及管理能力的员工作为项目负责人，依靠公司强大的研发平台和技术支持，推行新产品的开发及推广。未来龙头的研发优势将随市场需求变化进一步扩大。

图 39：天味研发费用保持在 2000 万元以上（单位：万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 40：颐海国际产品项目制贴近市场



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

先行企业紧密跟踪热点，打造新的增长极。为迎合热点潮流，优质中游龙头加速 C 端单品推陈出新节奏，这些单品受到消费者认可，收入规模得到了远高于普通产品增速。安井食品遵循爆品思维模式，速冻米面制品推出流沙包，核桃包，火锅料制品拟推出啵啵肠；颐海国际 2017 年下半年推出自热小火锅，次年收入增速高达 636%；天味食品、颐海国际相继推出小龙虾调料，安井食品 2017 年推出速冻小龙虾。未来看好中游火锅料龙头通过追随潮流，打造热点单品，不断创造利润增长点，从而保证牢固的龙头地位。

图 41: 颐海国际自热小火锅



资料来源: 京东商城, 安信证券研究中心

图 42: 天味食品 and 颐海国际推出小龙虾调料



资料来源: 淘宝网, 安信证券研究中心

### 3.3. 产品端：“单品为王”时代已过，细分品类大爆发

#### 3.3.1. 行业发展初期，产品起决定性作用

早期竞争由产品价值驱动。火锅底料行业发展初期，行业生产技术参差不齐，最容易打动消费者的是产品本身，先进入行业的大型龙头企业因技术先进具备先发优势。红 99 是火锅底料行业最早的生产企业之一，1993 年进入火锅底料行业，2002 年就建立 60 亩现代化的火锅生产基地，2004 年投资 120 余万元定制了天然气自动搅拌炒制设备及附属设施，2010 年拥有全自动智能化的生产和包装线。彼时行业内小型家庭作坊众多，生产技术落后，在这一阶段，产品质量突出、价格合理的产品就是最有力的竞争手段，红九九生产的火锅底料在当时的情况下具备领先优势。

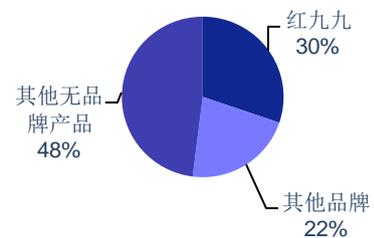
红 99 凭借经典单品份额迅速上升。红 99 的经典火锅底料产品有重庆火锅浓缩底料和海味火锅浓缩调料两种。火锅底料单品 2007 年实现年销量 3 亿元，行业销售第一；2012 年世界经济低迷情况下保持 5 亿多元销售记录；2013 年销售额突破 7 亿，占全国火锅底料品牌企业销售总量一半以上，其余一半由国内近 30 家火锅底料品牌占有。凭借几款核心单品，红九九市场份额迅速跃升。

图 43: 红九九火锅底料经典单品



资料来源: 红九九官网, 安信证券研究中心

图 44: 2013 年“红 99”火锅料市场占比领先



资料来源: 红九九官网, 安信证券研究中心

#### 3.3.2. 标准化生产技术逐渐成熟，产品端差距收窄

火锅底料生产壁垒主要在于加工处理。火锅底料的生产原料主要为牛油、起酥油等油脂、辣椒、花椒、姜、蒜等农副产品类原材料。火锅底料本身味道刺激，重油重辣，原材料差距难

以分辨，壁垒主要在于加工工艺的把握。原料的预处理、配比、炒制、成型等生产工序会对影响最后的产品品质。

图 45：火锅底料部分加工流程



资料来源：斑马斑马儿，安信证券研究中心

标准化生产进一步收窄产品端差距。随着技术落后的手工作坊被淘汰，中游生产趋向工厂化、标准化，加工处理环节差距被进一步弱化。随着产品端差距收窄，产品本身的决定性作用将下降。未来产品端竞争将不只长期依靠几款经典单品，而转向整个产品矩阵的品类、定位、创新等多维度全面竞争。

图 46：火锅底料产品端竞争变化



资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

### 3.3.3. 下游餐企强势入局，加剧行业竞争

随着市场前景逐渐明朗和标准化技术的日趋成熟，众多玩家入局。呷哺呷哺 2016 年底推出推出麻辣、番茄、菌汤等 11 种口味火锅底料打入流通渠道；国内最大的饲料生产商新希望推出的“有言有味”火锅底料，以“手工火锅”为卖点，分“上品牛油、麻辣清油”两种口味；火腿大王金锣推出“香辣红油”和“麻辣清油”两款产品，规格 160g/包，售价约为 10 元，目前正在天猫、京东、苏宁等多家线上平台正式开售。目前，火锅底料市场参与者主要可分为以下几种类型：

- ① 专业调味品生产商：包括红九九，天味食品，颐海国际等。
- ② 下游火锅门店：呷哺呷哺，德庄，秦妈，蜀九香等。
- ③ 其他泛食品行业生产商：金锣，新希望等。

图 47：火锅底料市场参与者的三种类型



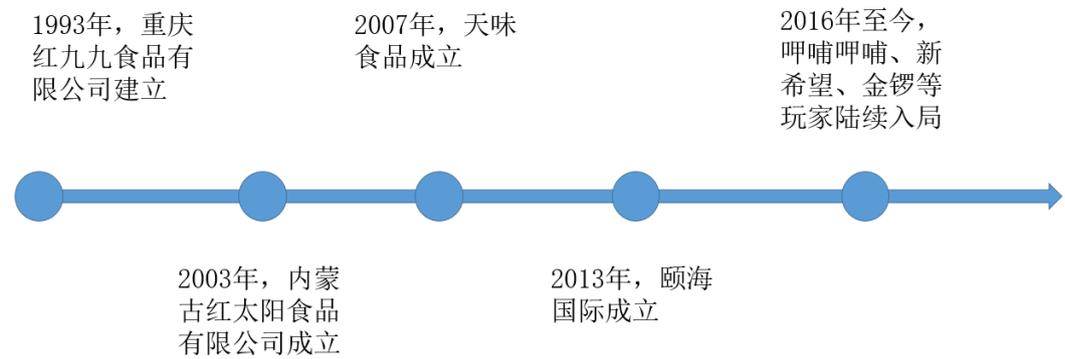
资料来源：MAIGOO，淘宝网，安信证券研究中心

### 3.3.4. 差异化竞争时代，多层次格局初显

随着市场竞争渐趋激烈，产品端差距收窄，仅靠某一单品难以抓住消费者，市场逐渐显现多层次竞争格局。

从消费定位来看，传统调味品生产商更注重性价比。红 99、天味、草原红太阳等传统调味品生产商入局较早，行业尚为一片蓝海。红九九 1993 年进入火锅底料行业，草原红太阳 2003 年成立，天味食品 2007 年入局，至今已十余年。这些企业生产规模大，技术先进，产品性价比较高，主要面对大众消费市场，终端单位均价通常在 0.06 元/g 及以下。

图 48: 底料行业发展历程



资料来源：安信证券研究中心整理

表 7: 传统调味品生产商更注重性价比

公司	品牌	产品名称	价格 (元)	重量 (g)	单位均价 (元/g)
天味	大红袍	麻辣牛油	10.8	150	0.07
	大红袍	清油	9.8	160	0.06
	大红袍	红汤	15.8	300	0.05
	大红袍	三鲜清汤	9.8	168	0.06
红九九	红 99	重庆火锅浓缩底料	8.9	150	0.06
草原红太阳		牛油	8.0	150	0.05
		微辣香汤	9.0	160	0.06

资料来源：淘宝网，安信证券研究中心

**下游餐饮品牌底料定位较高。**下游火锅门店品牌发展成熟后，依托自己品牌优势进军中游底料行业。火锅底料市场本身为品牌弱势品类，潜在顾客兴趣不高，通常关注产品本身功能价值，做出购买决策较迅速。知名度较强的下游餐饮品牌在弱势品类中具有一定竞争优势，能迅速获得消费者认可，取得品牌溢价，定位中高端。海底捞在餐饮界知名度高，潜在顾客会认为，既然海底捞火锅很出名，它的火锅底料应该也不错，赢得顾客的优先选择。海底捞、秦妈等火锅底料每包价格在 12-18 元（150-220g）左右，超过大众水平 8-12 元每包价格，单位均价约 0.07-0.09 元/g。

表 8: 下游餐饮品牌底料定位较高

公司	品牌	产品名称	价格 (元)	重量 (g)	单位均价 (元/g)
颐海国际	海底捞	醇香麻辣牛油	11.9	150	0.08
		麻辣清油	15.9	220	0.07
		清汤	15.6	110	0.14
小肥羊		辣汤微辣	58.5	705	0.08
		麻辣	19.5	330	0.06
秦妈		麻辣	32.0	460	0.07
		麻辣牛油	18.8	200	0.09
小龙坎		一次性牛油	25.0	220	0.11
		经典牛油	26.8	450	0.06
		牛油	16.8	198	0.08

资料来源：淘宝网，安信证券研究中心 注：产品价格按照在售最小包装

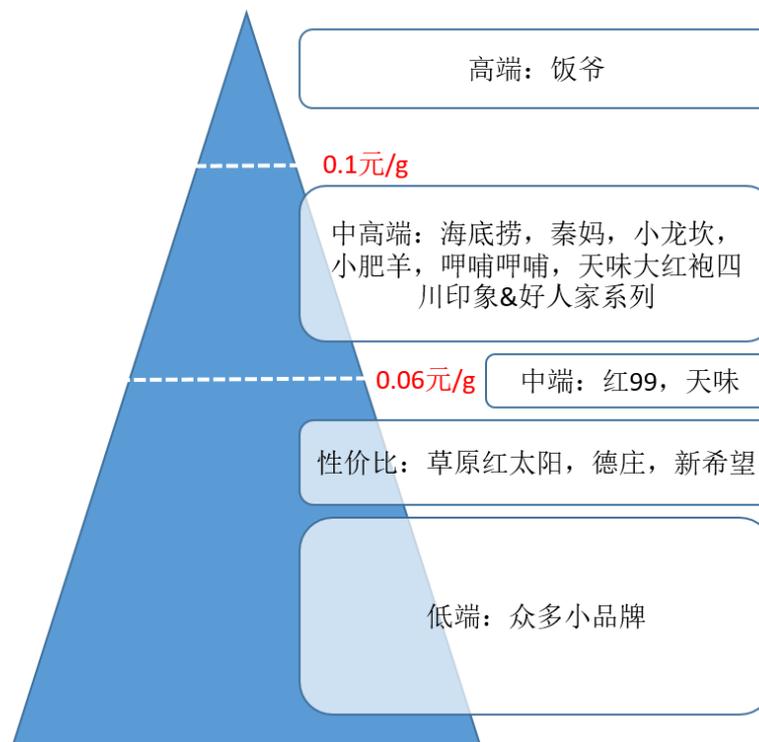
**新晋品牌中高端切入市场。**呷哺呷哺、饭爷等新晋底料品牌入局晚，大众消费市场已是一片红海，因此选择中高端火锅底料这一细分市场，借助消费升级风口打入。饭爷新推出的 220g 清油火锅底料零售价达 29 元，比海底捞同款产品约贵 2/3，对准高端市场；呷哺呷哺下游虽定位高性价比火锅，但 2017 年入局底料以来推出的袋装火锅底料最便宜也要 12.9 一袋，单位均价达到 0.09~0.12 元/g。

表 9：新晋品牌中高端切入市场

公司	品牌	产品名称	价格 (元)	重量 (g)	单位均价 (元/g)
饭爷		牛油火锅底料	48.0	400	0.12
		麻辣清油	29.0	220	0.13
呷哺呷哺		麻辣火锅底料	15.8	190	0.08

资料来源：淘宝网，安信证券研究中心 注：产品价格按照在售最小包装

图 49：火锅底料市场消费定位



资料来源：安信证券研究中心整理

从细分产品来看，传统麻辣口味品类更细，新鲜口味层出不穷。麻辣口味已不仅仅局限于麻辣牛油和麻辣清油两种类型。德庄火锅推出“李氏辣度”系列细分 12 度、36 度、45 度等不同辣度等级针对不同细分人群；天味食品旗下多个品牌针对红汤火锅、四川火锅、手工老火锅推出不同产品；秦妈针对家庭消费，一人食场景，餐饮店同款推出产品。传统麻辣口味之外，新口味也被逐渐开发出来，呷哺呷哺推出更多非传统的底料产品如印度咖喱、松茸菌汤、海鲜等，天味也将清汤细分为三鲜清汤，山珍菌汤和鲜香骨汤。

图 50：德庄火锅底料按照辣度细分品类



资料来源：淘宝网，安信证券研究中心

图 51：呷哺呷哺推出各种底料新鲜品类



资料来源：长顺网，安信证券研究中心

### 3.3.5. 打造定位清晰，品类丰富的产品矩阵为产品端竞争主线

推出高端系列产品，创造差异化定位。在市场多层次格局初显的趋势下，明确自己产品定位为竞争关键。天味食品产品定位大多偏向中端，2013 年推出大红袍四川印象产品，260g 每袋 26 元左右，单位均价 0.09 元/g，直指高端市场。2016 年推出好人家手工老火锅系列同样定位高端，每袋 228g 约 20 元，单位均价约 0.09 元/g。目前，天味食品底料业务中端有“大红袍”，中高端有大红袍四川印象和好人家手工老火锅，形成了定位清晰，覆盖中高端的产品矩阵。

图 52：天味食品大红袍四川印象系列定位高端



资料来源：长顺网，安信证券研究中心

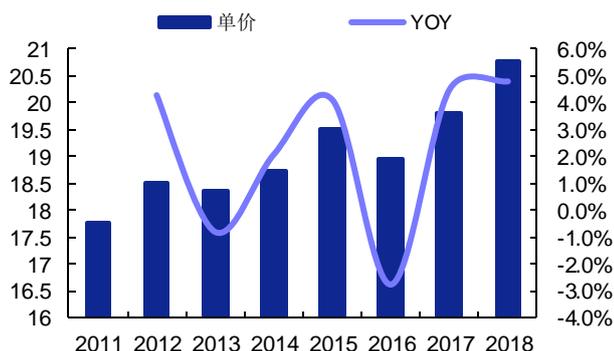
图 53：天味食品打造定位清晰的产品矩阵



资料来源：天味食品官网，安信证券研究中心

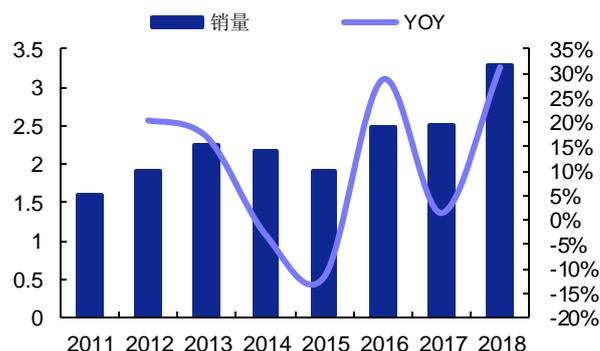
天味食品提价能力较强，量价齐升。随着天味直接提价和产品结构升级，2011 年到 2018 年，天味火锅底料产品全渠道终端销售单价从 17.75 元/kg 提升至 20.77 元/kg，增加 17.0%，18 年增速 4.8%，销量从 1.6 万吨提升至 3.3 万吨，增加 106.3%，2014 年销量下滑系 2013 年和 2014 年先后开发推出了大红袍四川火锅系列的中端产品和大红袍四川印象系列的高端产品，新产品的市场推广和培育需要一定时间，18 年销量增速 31.2%，呈现量价齐升态势。颐海提价进程 2014 年起增速趋缓，但销量增速较高，2018 年第三方火锅底料销量增速达 89%。

图 54: 天味食品火锅底料单价及增速 (单位: 元/kg, %)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 安信证券研究中心

图 55: 天味火锅底料销量及增速(单位: 万吨)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 安信证券研究中心

**不断细化现有产品品类, 丰富产品矩阵。**天味食品每年都会推出新品, 丰富自己产品品类, 新品通常次年开始放量。2011年“大红袍”推出四川火锅牛油系列产品, 进行产品口味提升, 2012年四川火锅系列新增麻辣清油口味及麻辣香锅等单品。2013年“四川印象”系列产品不仅有麻辣牛油、麻辣清油、山珍清汤、三鲜清汤和孜然香辣五种风味, 更以模块化的产品包装模式打造出了“火锅口味DIY”的概念, 以四川印象麻辣牛油产品为例, 其将火锅底料分为油料包, 汤料包, 辣椒包, 花椒包等。消费者在使用过程中可以依据自身口味决定各料包的使用量。咸鲜麻辣甜, 料包的自由组合能够创造出更多层次的口感, 最大化的满足消费者的口感需求。2017年推出“好人家”全型(手工)火锅底料, 其手工老火锅/手工清油老火锅产品推出后次年销售额增速达310.6%/248.8%。

表 10: 天味食品每年推出新品丰富产品品类

时间	新品名称
2018	特麻辣手工老火锅、手工火锅(大红袍餐饮装)、粉蒸排骨调料-香辣味、粉蒸排骨调料-五香味、金汤酸菜鱼调料、泡椒麻鱼调料、麻辣藤椒鱼调料、招牌大盘鸡调料、蒜香排骨调料、微辣手工老火锅、高鲜鸡精、香辣酱
2017	手工老火锅底料、手工清油老火锅底料、菌汤汤锅底料、番茄汤锅底料、香辣蘸料、重庆小面调料、奥尔良烤翅调料、方便火锅、麻辣香锅(好人家香辣味)调料、麻辣小龙虾调料、香辣烤鱼酱调料、麻辣香锅酱、酸辣粉调料、麻辣烫串串香底料、青花椒麻辣鱼调料、番茄火锅底料、三鲜骨汤火锅底料、香辣烧肉
2016	青花椒沸腾鱼调料、水煮沸腾鱼调料

资料来源: 天味招股说明书, 安信证券研究中心

图 56: 新品手工老火锅次年开始放量 (单位: 百万元)



资料来源: 天味招股说明书, 安信证券研究中心

图 57: 新品手工清油老火锅次年开始放量 (单位: 百万元)



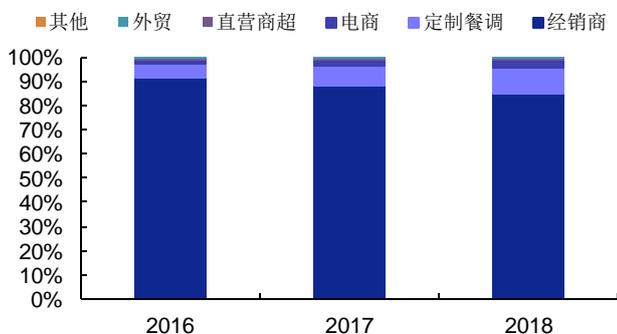
资料来源: 天味招股说明书, 安信证券研究中心

### 3.4. 渠道端: 渠道扩张加速, 低线城市和线上渠道将为开拓重点

中游企业业务扩张的关键在于渠道扩张。目前, 经销商渠道仍为中游企业业务的主要渠道。

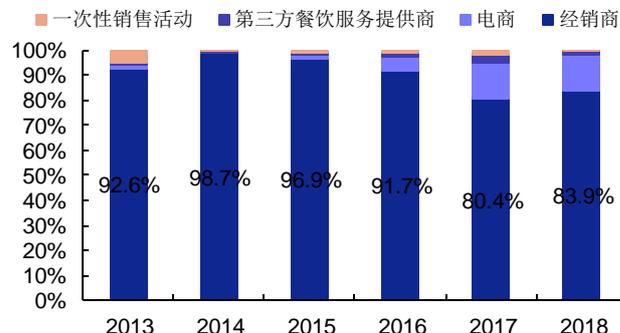
以天味食品和颐海国际为例，天味食品经销商业务占比常年保持在 80% 以上，颐海国际剔除关联业务后，第三方业务中经销商渠道占比最高。未来经销商渠道下沉和扩张仍为中游企业业务扩张的主要方式。

图 58：天味食品各渠道收入中经销商占比最大



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

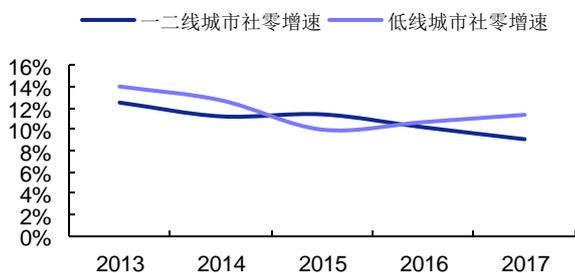
图 59：颐海国际剔除关联方业务后经销商占比最大



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

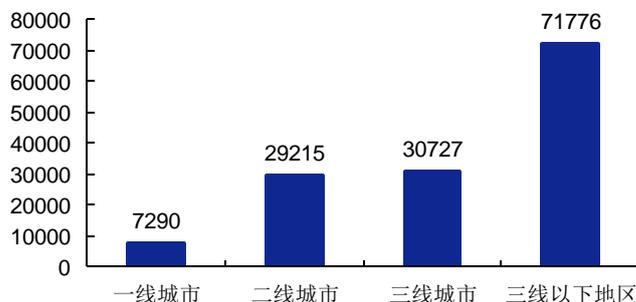
**渠道扩张重点转向低线城市。**从近年的社会消费品零售总额来看，一二线城市的社零总额同比增速处于下降趋势，低线城市社零总额增速要高于一二线城市，表现更佳。根据麦肯锡的预测，2022 年三四线城市中产阶级占比将提升至 39%，继续支撑低线城市消费能力提升。从我国人口分布来看，三线及以下城市人口基数大，下沉空间广阔，比一二线城市天花板更高，品牌深耕低线城市发展空间可期。天味、颐海纷纷加紧低线城市布局。颐海国际 16 年起调整经销商策略，用“小区域代理制”代替“省级代理制”，让产品能够触及更多低线终端。即将大型区域经销商拆分为地级市小型经销商，地级经销商也可以把产品分销到县级市。公司的增长区域主要集中在三四线及县乡级城市。2018 年公司经销商数量增加 686 家，突破 1500 家；天味食品在河南、四川等成熟和高成长地区，重点拓展经销渠道的深度，加大对终端的管控，将经销商拓展到县级，完善销售网络覆盖面。通过实施营销网络下沉战略，设立区域办事处，指导辖区内业务员的市场推广和经销商拓展管理，不断优化经销商的结构，提升经销商整体竞争力。

图 60：近年来低线城市社零增速高于一二线（单位：%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 61：低线城市人口众多，下沉空间巨大（单位：万人）

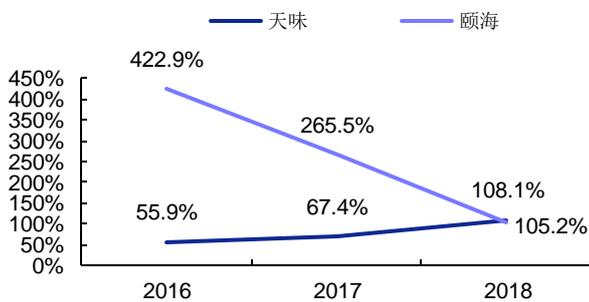


资料来源：国际统计局，百家号，安信证券研究中心

**线上渠道尚存巨大开拓空间，成为新的增长极。**网络购物便利性强，可选种类多，消费主力年轻群体更习惯线上购物。火锅底料的传统销售渠道位于线下，与线下渠道相比，线上渠道规模尚小，发展空间巨大。线上营收看，天味食品和颐海国际电商渠道收入均呈现快速上升趋势，天味食品电商渠道 2016/2017/2018 年增速为 55.9%/67.4%/108.1%，颐海国际

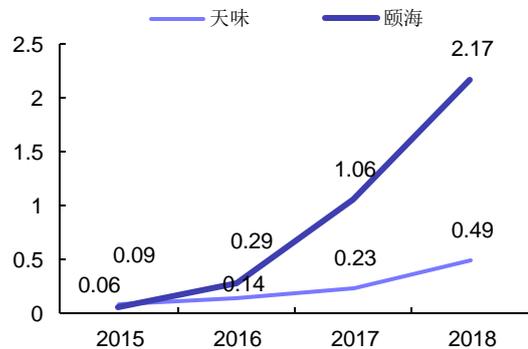
2016/2017/2018 年电商渠道收入增速为 422.9%/265.5%/105.2%，增长势头良好，后续发展空间广阔。

图 62：天味和颐海线上渠道营收增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 63：天味和颐海电商收入逐年攀升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**拥有渠道基础和渠道管理能力的企业将占据优势。**1) 经销渠道方面，产业链中游上市公司中，天味食品销售网络覆盖约 30.8 万个零售终端，5.86 万个商超卖场和 4.1 万家餐饮连锁单店，超过半数的经销商合作五年以上。天味采取“顾问式”经销商管理，秉承“共同开发，共担风险”的经营原则，在销售目标具体执行过程中和产品滞销时都会对经销商进行指导，助力销售目标的实现，并通过设立区域办事处，指导辖区内业务员的市场推广和经销商拓展管理，不断优化经销商结构。2016/17/18 新增空白区域经销商 55/34/85 家。随着未来公司在渠道开拓过程中实施差异化营销策略，并全面升级网点职能，增加连锁超市渠道终端，未来优势有望继续扩大。

2) 线上渠道方面，颐海 2015 年以来就持续将电商渠道作为业务板块发展重点。公司将线上旗舰店作为新品试销的重要平台，借此快速收集消费者反馈，对新产品定位和配方进行调整。营销方面，公司根据不同的节日和促销节点制定具有针对性的营销方案，还在自营旗舰店会员服务范畴内尝试赠品创新、新品试吃和积分兑换等多样化互动形式，提升消费者进店频次和满意度；购物体验方面，公司设立多个电商物流分仓，提升各个区域消费者的收获时效。天味食品从 2013 年开始建立电商销售渠道，17 年开始重点加大对电商的资源投入，将原营销中心下属的电子商务事业部作为独立的一级业务部门进行管理。未来一方面，公司拟投入 5000 万元投入综艺和电商数字平台，主要选取电商平台站内广告、移动端新闻媒体广告、网络电视剧/综艺节目广告等形式进行品牌推广，通过推广增加品牌知名度并进行电商流量导入，另一方面，将一部分双流老厂区改造为电商仓储库房，加强电商销售物流效率，完善线上客服与售后服务管理流程，改善顾客用户体验。

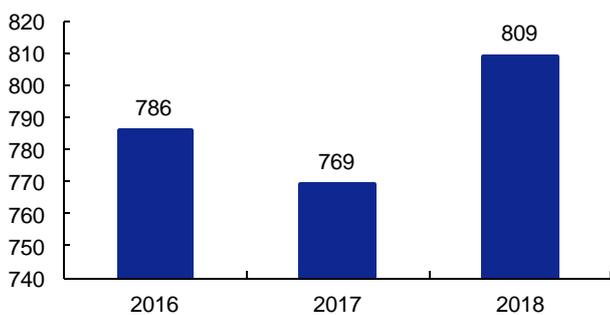
表 11：天味食品的“顾问式”管理

管理方面	管理细则
经销区域选择	首先需要考虑当地市场对公司产品是否有足够需求，在有足够需求的前提下，发行人根据当地是否已经有公司经销商覆盖或者该地区经销商覆盖是否全面、已有经销商表现是否优秀等情况决定是否需要在该区域选择经销商。
经销商选择	考察对方的合作意愿、资金实力、渠道能力、仓储配送能力、管理能力、信誉等因素决定
付款	先款后货，每年度对经销商进行全面信用评估，极少数信用良好的经销商在特殊情况下经申请同意后才可享受一定的信用期。
商品退还	非质量问题有三种情况可申请退货：非成熟开发区产品、新品、季节性产品
协议期限	一般为一年
销售区域	协议规定销售区域
销售目标	按照发展规划每年制定年度销售目标。年度销售目标制定完成后，公司将年度销售目标层层分

培训	解，分解到每个经销商、每个月、每个单品，并在与每个经销商签订年度销售合同时结合不同经销商的实际情况共同协商确定每年的具体销售指标。
目标执行	公司不定期开展不同主题的培训课程、经销商观摩研讨会，组织经销商进行互动学习；不断推出样板市场，以提高经销商的经营管理能力和市场推广能力。公司还对过去一年合作较好且表现突出的经销商进行评奖，鼓励经销商向公司引导的方向发展。
未达销售目标	在具体执行过程中，公司每月检查指标完成情况，针对完成情况进行分析总结，按区域、月度销售目标及既定方案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。
激励	扣除市场秩序保证金 无返利政策。对经销商的折扣，由营销中心根据年初的预算规划，进行分批次的促销方案提报，由公司签批后予以执行，公司的促销主要以实物搭赠形式，并在日常订单中予以执行。公司对每个经销商都设定不同的各项考核指标，根据综合表现来评定经销商的等级，并根据考核结果来制定不同的激励方案。
日常监管	1.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，如发现不达标，即向经销商发出市场整改通知，并派业务代表提供顾问咨询服务，如在规定时间内仍然不能达标，将对区域营销人员和经销商进行考核扣分处理，以达到对市场指标的严格控制。2.保证金：经销商需缴纳市场秩序保证金和品牌保证金。公司根据《市场秩序保证金管理办法》从销售达成率、经销商市场表现等方面对经销商进行考核，根据考评结果退还经销商市场秩序保证金；如经销商在合同期内严格维护公司产品品牌形象，未违背协议条款之相关约定，则合同期满，公司相应退还该部分款项或者转为下一合同期的保证金款项。
库存管理	公司要求经销商需保证有合理的库存量，并在销售合同中规定经销商的最低库存量，该最低库存量根据区域市场情况、历史销售情况来规定。每月要求经销商提报库存量及库龄，根据经销商的库存库龄情况，公司和经销商商讨消化库存的办法，指导经销商以促销活动、免费品尝、市场推广等方式消化临期和滞销品库存。
终端价格	经销商应按照合同的附件价格表中列示的终端执行价进行销售，公司可根据市场变化对价格体系进行调整。
竞争	选择经销商时会考虑是否经营与公司有直接竞争关系的产品

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 64：天味食品经销商数量（单位：家）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 65：天味食品销售区域覆盖全国



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 4. 下游：连锁经营大步迈进，品牌优质与定位精准者称王

**核心逻辑：**未来火锅下游门店将呈现出从独立走向连锁，品牌力作用更显著和差异化定位更细化三大趋势，具有优秀管理能力、品牌力和精准差异化定位的企业将持续受益。①连锁化趋势来自于连锁火锅店未来将更受欢迎和成本更低，预计火锅行业 2025 年连锁店收入占比近 30%。连锁化趋势下，具有优秀管理能力的企业将持续受益，因为管理能力决定了企业的复制能力和盈利能力；②随着消费者对品质要求提升，社交网络的发展，火锅的强社交属性以及企业降低成本的需要，品牌优势将凸显。下游火锅店继续深挖品牌价值，打造更多衍生产品；③优质的差异化定位应具备受众广+壁垒高，常见派系/食材种类/烹饪方式难以满足。我们认为，川渝系火锅的核心优势将持续，未来仍将是主流。未来差异化的重点将集中川味火锅的食材品质、场景和服务等细化领域，定位关键在于契合消费者长期需求。

### 4.1. 连锁经营成为火锅行业新动向，管理能力将成必争之地

**更受欢迎+成本更低，连锁经营优势显著。**与小型自营火锅店相比，连锁火锅店有以下两点优势：1) 连锁火锅店通常有较好的基础设施和 IT 系统，对食品安全投资较大且对供应链的控制能力较强。海底捞和呷哺呷哺等连锁餐厅都配备有中央厨房，集中采购，集中处理，集中配送，最大限度保证产品质量；海底捞还采用 ipad 智能云餐厅系统自助点餐，其数字餐饮解决方案红火台最新 2.0 版本可实现口味私人定制。随着我国消费者越来越重视食品安全与质量，连锁火锅店在消费者中会越来越受欢迎。2) 连锁餐厅通常规模较大，规模经济可降低食材、管理等方面的经营成本，相比小型餐厅，连锁餐厅引流能力也较强，具有更强的议价能力，可降低租金成本。我们选取上海地区同一区域客单价 70-80 元的连锁火锅店“呷哺呷哺”与同价位某自营火锅进行对比，发现呷哺呷哺门店外观与内部装修较自营餐厅更优，内部就餐环境更整洁，后厨与菜品卫生情况也更有优势。随着城镇化推进，消费者对食品品质关注度提升，品质优势和成本优势将成为未来推动餐厅连锁化的长期驱动力，小型和非连锁餐厅市场份额将逐渐缩小，连锁经营餐厅市占率有望扩大。

图 66：海底捞中央厨房



资料来源：荆楚网，安信证券研究中心

图 67：海底捞智能云餐厅最新 2.0 版本可实现口味私人定制



资料来源：科技微动力，安信证券研究中心

图 68: 呷哺呷哺比同等价位自营餐厅门店环境更佳



上图为某同等价位自营火锅店，下图为呷哺呷哺

资料来源：大众点评，北京 APM，安信证券研究中心

图 69: 呷哺呷哺比同等价位自营餐厅菜品更加卫生

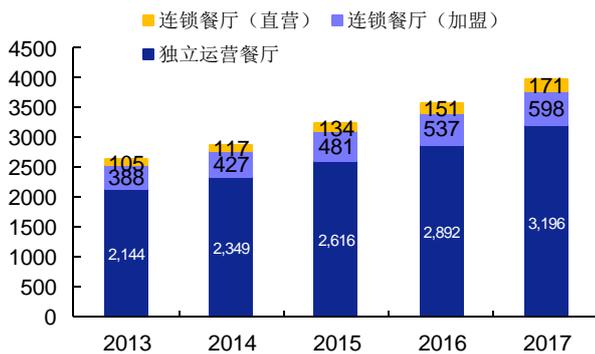


上图为某同等价位自营火锅店，下图为呷哺呷哺

资料来源：大众点评，安信证券研究中心

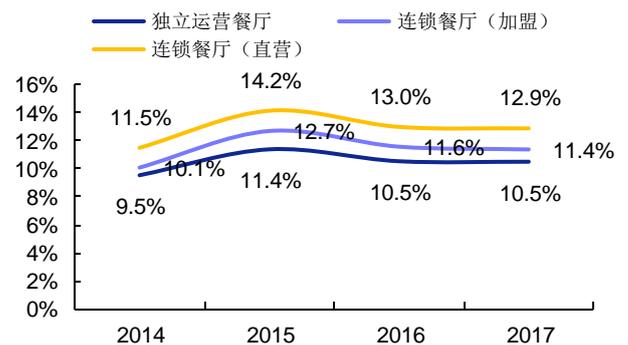
连锁餐厅增速更快，受益好赛道预计 2025 年占比近 30%。目前，我国的餐饮市场集中度较低，以独立运营餐厅主导。但是连锁餐厅相比独立运营餐厅增速更快，份额不断提升。根据 Frost&Sullivan 的数据，2013-2017 年，我国餐饮行业连锁餐厅（含自营与加盟）整体营收从 4928 亿增至 7685 亿，占比从 18.7% 上升至 19.4%。从增速看，自营连锁 > 加盟连锁 > 独立运营。我国餐饮行业长期以来“难标准化”为最大痛点，连锁运营发展受限，优势尚未完全发挥，火锅行业拥有“易复制可标准化”的天然特点，因此火锅行业连锁运营的优势更大。我们以 2017 年相关数据为基准估计火锅行业未来连锁餐厅占比，保守估计下假设 2017 年火锅行业各类型餐厅占比与总体餐饮行业相同，依据 2017 年火锅行业收入占比 13.7% 以及预估 2020 年火锅行业收入超 7000 亿，在行业整体自营连锁/加盟连锁/独立运营 CAGR 分别为 12.9%/11.4%/10.5% 情况下，估计火锅行业自营连锁/加盟连锁/独立运营 CAGR 分别为 17%/15%/8.5%，得出 2025 年火锅行业连锁餐厅营收占比达 28.3%，占比近三成。

图 70: 我国连锁餐厅营收份额逐年上升（单位：十亿）



资料来源：Frost&Sullivan，安信证券研究中心安信证券研究中心

图 71: 连锁餐厅营收增速表现好于独立运营餐厅



资料来源：Frost&Sullivan，安信证券研究中心

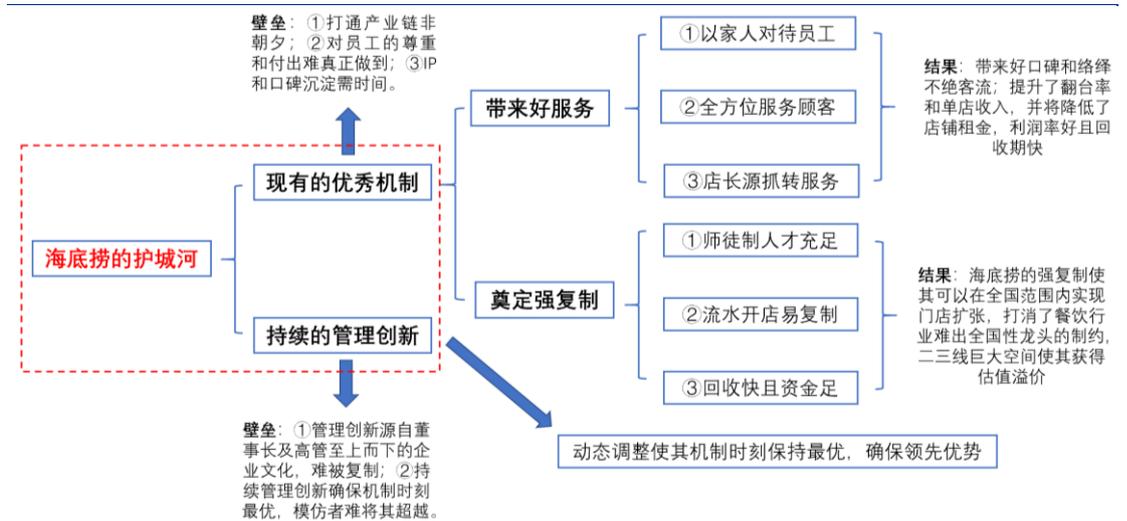
表 12: 火锅行业连锁餐厅未来占比估算达 28.3% (单位: 十亿)

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
独立运营餐厅	437.8	475.1	515.4	559.2	606.8	658.4	714.3	775.0	840.9
YOY	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
加盟连锁餐厅	81.9	94.2	108.3	124.5	143.2	164.7	189.4	217.8	250.5
YOY	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
自营连锁餐厅	23.4	27.4	32.0	37.5	43.8	51.3	60.0	70.2	82.2
YOY	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
合计	543.1	596.6	655.8	721.3	793.8	874.4	963.7	1063.1	1173.6
连锁餐厅占比	19.4%	20.4%	21.4%	22.5%	23.6%	24.7%	25.9%	27.1%	28.3%

资料来源: 安信证券研究中心整理

**连锁趋势强化, 优势管理能力群体是持续受益者。**连锁经营企业持续增长的关键在于单店的盈利能力和门店的扩张能力。优秀的管理一方面可以带来好口碑和更多客流, 降低租金, 增强盈利, 另一方面决定了企业的标准化程度, 决定复制能力。海底捞凭借领先的管理制度和动态的管理创新延伸出好服务和强复制两大核心优势, 只核心考核客户满意度和员工积极性这两大源头指标, 实现了从源头抓服务的管理模式, 使得海底捞用餐体验及行业口碑越来越出色, 单店年收入可以达到 3500~5000 万元水平, 而租金成本 (仅 4%) 远低于餐饮行业平均 (约 10%); 同时师徒制下储备店长源源不断, 产业链打通+开店流水化, 支撑门店快速扩张。未来在火锅店连锁趋势下, 类如海底捞管理能力强的企业将受益。

图 72: 海底捞的优质管理能力带来好服务和强复制



资料来源: 安信证券研究中心整理

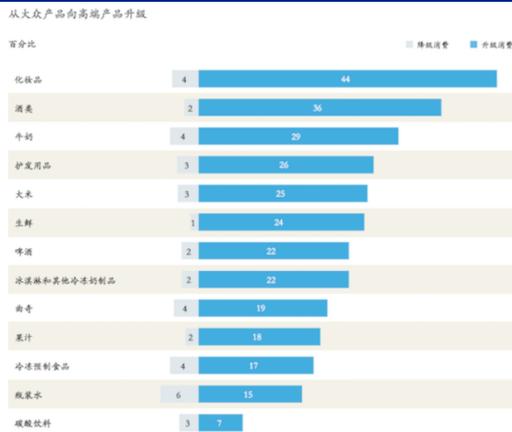
#### 4.2. 内应外合, 品牌力将成为火锅店的最宽护城河

环境因素+自身属性共同凸显“品牌力”的显著作用, 拥有优质品牌力的公司将脱颖而出, 拉大与品牌力薄弱公司的差距。环境因素表现为消费者对品质要求提升+社交网络兴起, 自身属性表现为火锅的社交属性+品牌力可降低成本。

**消费环境: 消费者对品质要求提升, 试错成本变高。**随着我国城镇化推进, 人民生活水平不断提高, 消费者从单纯追求价格低廉、实惠型消费逐步转向注重品质和体验型消费, 更加关注饮食的品质和健康。根据麦肯锡 2016 年中国消费者调查, 47.8%的用户表示更注重商品的品质, 这些用户更愿意在同类商品中选择品质好的, 并愿意为此多付 10%的消费溢价; 与此同时, 随着生活节奏加快, 人们的闲暇时间变少, 对于餐厅选择的试错成本变高, 品牌忠

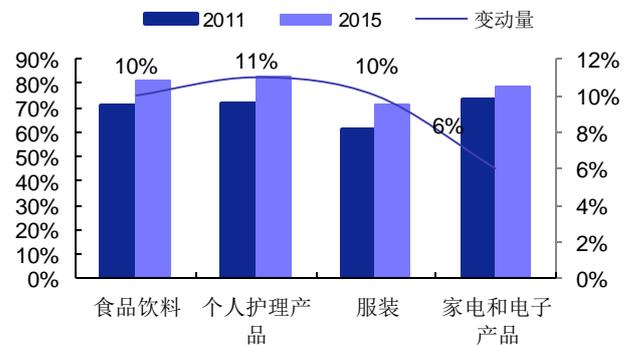
诚度也相应提高。麦肯锡数据显示，2015年相比2011年，中国消费者在食品饮料领域只购买自己关注品牌的人群比例上升10%。品牌的认知度和声誉与餐厅的食物口味、安全和质量、服务和环境密切相关，消费者将越来越倾向于选择有较高品牌认可度的餐厅。城镇化带来人口消费心理和消费模式的变化是餐饮品牌化和持续升级的长期动力。

图 73：中国消费者消费升级趋势明显



资料来源：麦肯锡2016年中国消费者调查，安信证券研究中心

图 74：食品饮料“只购买我关注品牌”的百分比上升 10%



资料来源：麦肯锡2016年中国消费者调查，安信证券研究中心

**传播环境：社交网络为品牌传播打造沃土，筛选出有真正品牌力的企业。**近年来，微博、知乎、抖音等社交网络的兴起为餐饮品牌传播提供有利的外部环境，品牌可以借助网络平台病毒式传播，提升关注度和话题性。在传播过程中，品牌的优缺点也会被放大。有真正核心竞争力的品牌能在传播中收获好口碑，提升品牌优势，并能顺势而为转化为公司收入；而虚有话题性品牌的走红只是“昙花一现”，难以持续。2018年随着抖音爆红全国，海底捞也借助抖音走红，凭借贴心的服务和网友各色网红吃法获得全国各地网友追捧，海底捞还根据网友创意顺势推出新品“抖抖面筋球”，品牌知名度大幅提升。

图 75：“抖音”上海底捞的网红吃法



资料来源：搜狐网，安信证券研究中心

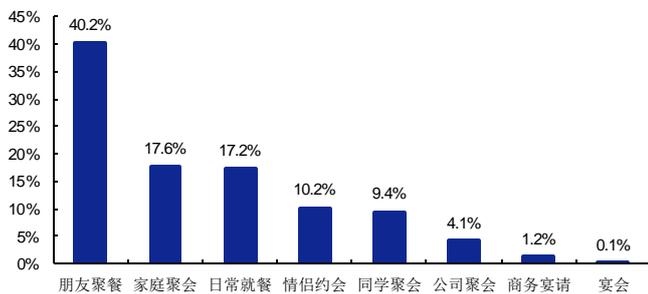
图 76：海底捞顺势推出新品“抖抖面筋球”



资料来源：海底捞火锅，大众点评，安信证券研究中心

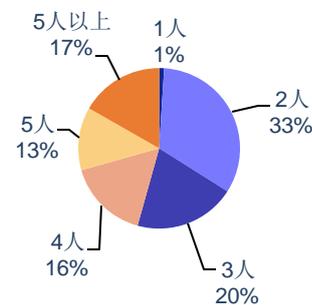
**社交属性：火锅社交属性驱动消费者为品牌溢价买单。**吃火锅是典型的多人行为，往往承载着社交功能。根据辰智餐饮数据库的数据显示，火锅就餐场合中40.2%为朋友聚餐场合，17.6%为家庭聚餐场合，且3人及以上用餐场景占比高达66%，社交属性明显。因此火锅餐厅的选取不仅仅取决于火锅店的质量和口味，还有火锅店的社会定位和认可度。火锅店的品牌力就是社交标签，承载着社交定位，驱动人们为火锅的品牌溢价买单。火锅店品牌认可度越高，作为标签的价值就越大，越能吸引更多的社交流量。

图 77：火锅就餐场合多为聚会



资料来源：辰智食客跟踪日记，安信证券研究中心

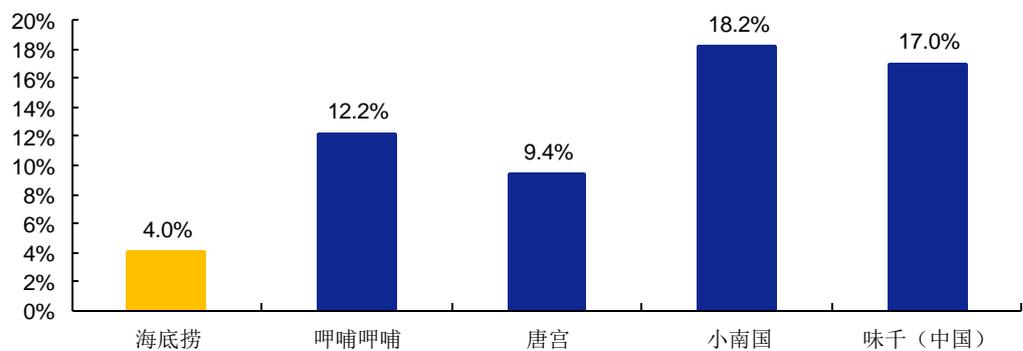
图 78：火锅就餐人数 3 人及以上居多



资料来源：辰智食客跟踪日记，安信证券研究中心

**引流属性：品牌化可以为企业带来更低租金，提高盈利能力。** 餐饮行业租金成本较高，一般情况下会占到营业额的 25% 左右。强大的品牌力往往具有突出的引流能力，租金议价能力强，并且租约多规定租金为固定金额，能显著控制餐厅运营成本，进一步扩大优势。海底捞就因其海底捞的优质品牌力使其在与物业方谈租金时拥有更好的议价能力，租金成本（仅 4%）远低于餐饮行业平均（约 10%），节省出来的成本再投入到员工的工资及福利，使得员工的待遇高于行业平均，身份得到尊重，自我认可度提升，离职率大大降低，形成良性循环，推动单店的高盈利持续。

图 79：2018 年海底捞租金成本显著低于行业



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**下游火锅门店继续深挖品牌价值。** 火锅门店利用品牌打造更多衍生产品或子品牌，海底捞、小龙坎、大龙燚等大型火锅店正横向拓展至慢餐以外的其他品类，进军火锅底料和自热小火锅；呷哺呷哺 2017 年推出中高端火锅品牌“湊湊”，2018 年进军茶饮，打造旗下茶饮子品牌“茶米茶”。随着火锅店品牌覆盖范围的扩大，满足更多消费者的需求，公司品牌价值也在拓宽，影响力进一步扩大。

表 13: 部分火锅品牌衍生产品

品牌	品牌衍生产品	销售渠道
海底捞	火锅底料 (颐海国际), 自热小火锅	主要依靠第三方渠道, 电商渠道为辅
小龙坎	火锅底料, 自热火锅	电商渠道, 第三方渠道
大龙燚	火锅底料, 自热火锅, 小食	电商渠道, 第三方渠道
巴奴毛肚火锅	火锅底料	天猫, 京东等电商渠道
小辉哥火锅	丸子, 牛肉等预包装食品	盒马鲜生等第三方渠道
呷哺呷哺	火锅底料, 火锅蘸料	第三方渠道, 电商渠道
重庆秦妈火锅	火锅底料	第三方渠道, 电商渠道
猪小嫚	自有 IP 的靠枕, 碗, 玩偶, 铸铁锅	自有门店

资料来源: 餐饮老板内参, 安信证券研究中心

图 80: “呷哺呷哺” 品牌火锅蘸料



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

图 81: “海底捞” 品牌的火锅底料和自热火锅



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

### 4.3. 差异化创新百花齐放，定位精准是关键

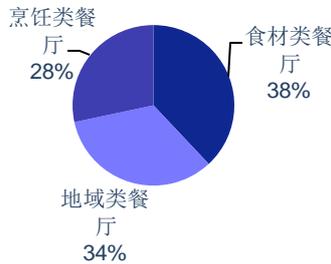
差异化竞争为“刚需”，难点在于受众要广+壁垒要高。普通中式餐饮的口味因厨师水平或经验的不同而不同，形成天然壁垒，而火锅不需要厨师烹饪，同质性较强。火锅企业为提升自己竞争优势，从众多同质企业中脱颖而出，纷纷寻求差异化定位。目前差异化的大方向主要有地域派系、主打食材或烹饪方式。根据辰智餐饮数据库的数据，2017 年我国火锅门店中有 36.2% 为食材类餐厅，32% 为地域类餐厅，28% 为烹饪类餐厅。地域派系、主打食材或烹饪方式本身并不形成壁垒，且市场易跟风，仅仅按大方向定位而没有自己细分特色会造成大量同质化，市场上大量同质的“老北京羊蝎子”“重庆老火锅”就是例证。而选取小众类型如生蚝火锅，菌菇火锅又难以做大。成功定位的要素在于受众要广+壁垒要高。

表 14: 火锅的不同派系

派系	主要类型	代表品牌
川渝系	四川火锅、重庆火锅、鱼头火锅等	海底捞, 小龙坎, 巴奴火锅, 大龙燚, 德庄
北派火锅	老北京火锅, 内蒙肥羊火锅、东北肥牛火锅	小肥羊, 东来顺
粤系火锅	海鲜火锅、粥底火锅、潮汕牛肉火锅	澳门豆捞
云贵系火锅	菌菇火锅、腊排骨火锅等	
江浙系火锅	菊花暖锅、一品锅等	

资料来源: 安信证券研究中心整理

图 82： 2017 年火锅餐厅差异化方向



资料来源：辰智餐饮数据库，安信证券研究中心

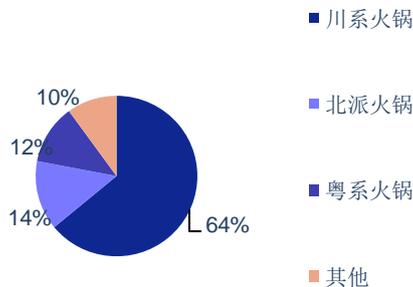
图 83： 市场上众多同质化的“老北京羊蝎子”



资料来源：美团网，百度糯米，大众点评，安信证券研究中心

川味火锅未来仍是主流，差异化定位将以此为基础。在不同派系火锅中，川渝系火锅常年占据着半壁江山。根据《2018 中国火锅行业发展研究报告》，川渝火锅份额占六成，在所有火锅派系中占据绝对优势。川渝火锅主流的核心原因在于从食材、口味到食用方式受众更广，其他派系火锅如菌菇火锅、粥底火锅，酸菜鱼火锅等仅面向某一群体，全国内推广受限。川渝火锅的这一核心优势在可见的将来仍将继续保持，因此我们预计未来川味火锅仍为行业主流，是易出大公司、好企业的细分赛道，随着行业发展成熟，未来差异化定位的关键将集中于这一受众最广的细分赛道。

图 84： 我国火锅派系中川系火锅占比最高



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

图 85： 我国各类火锅派系差别很大



资料来源：搜狐网，头条号，安信证券研究中心

未来定位将集中于食材特色、服务、场景环节，优秀定位关键在于契合消费者长期需求。川味火锅锅底以辣味为主，重油重辣普通人难以吃出区别，靠锅底口味难以形成壁垒，差异化创新的方向在食材特色，服务和场景。近年来，在这些细分领域涌现出多种创新火锅业态，受到消费者关注，如创新食材的“奶茶脏脏锅”，创新场景的“教室火锅店”“故宫火锅店”等。这些创新化的尝试百花齐放，共同促进火锅行业的蓬勃发展。随着时间推进，消费者逐渐回归理性，其中抓住消费者长期需求的定位将会胜出，仅有创新而忽视消费者需求的定位热度或难持续。成功定位的关键在于抓住消费者的长期需求。海底捞以“好服务”定位，通过服务铸就口碑并吸引越来越多的客户，获得高翻台率和低租金，盈利能力行业领先，成为差异化定位的成功典范；呷哺呷哺定位“高性价比+一人食”休闲用餐场景，在快速休闲火锅的细分领域几乎没有竞争对手，最近又推出高端品牌“湊湊”，尝试定位“火锅+茶饮”新场景。随着行业逐渐发展成熟，人们消费趋于理性，定位精准的火锅店将持续享受红利。

图 86: 博人眼球的奶茶脏脏锅



资料来源: 开动美食, 安信证券研究中心

图 87: 教室主题的火锅店



资料来源: 百度糯米, 安信证券研究中心

图 88: 海底捞热情洋溢的服务



资料来源: 搜狐, 安信证券研究中心

图 89: “湊湊” 开启火锅+茶憩新场景



资料来源: 美团网, 安信证券研究中心

## 5. 投资建议

1) 中游行业供给端标准化工厂生产趋势明显，需求端 B、C 端展现定制&潮流新动向，产品矩阵更加细化，渠道端下沉、线上加速，未来具备领先生产能力、研发能力、渠道管理能力并且产品矩阵定位清晰品类丰富的企业将受益，推荐天味食品，建议重点关注颐海国际。

①**颐海国际：受益海底捞+第三方业务增长+产品品类拓展：**1) 公司背靠海底捞，火锅底料业务受益于海底捞的关联业务，2018 年关联方客户营业收入 11.76 亿元/+28.4%，占总营收比例为 43.9%/YOY-11.7%pct，未来随着海底捞门店扩张将持续受益；2) 受益于对第三方渠道的精耕细作，非关联方和电商渠道营收占比快速提升。经销商渠道实现营业收入 12.63 亿元/+115.2%，占总营收比例为 47.1%/YOY+11.4%pct，电商渠道实现营业收入 2.17 亿元/+105.2%，占总营收比例为 8.1%/YOY+1.7%pct；3) 2017 年公司进军自热小火锅市场，18 年自热小火锅产品实现营业收入 4.49 亿元，占总营收比例为 9.4%，得益于公司对小火锅产品的持续升级和口味优化，叠加渠道扩张的促销活动，使得该产品收入快速增长。公司还相继进入拌饭酱、休闲零食等领域，未来有望尝试更多新产品品类。

②**天味食品：渠道扩张+产能扩大+定制餐调业务：**1) 公司深耕传统经销商渠道，在川渝、华中、东北等优势地区，重点拓展深度，下沉到县市，浙江、江西、云贵等成长领域，派驻专业小组，辐射带动周边，2018 年经销商渠道收入增速 27.4%；2013 年起布局电商渠道，2016-2018 年电商渠道收入占比从 1.4%上升到 3.5%，随着未来继续投入有望继续提升；产能端家园+双流项目拟新增 3.8 万吨产能，为收入扩张蓄力；2) 定制餐调业务发展势头良好，客户由 2016 年 77 人升至 2018 年 203 人，长期有望收获更多红利。

2) 下游市场未来餐厅经营将从独立迈向连锁，品牌力作用更加显著，差异化定位也会更加细化。我们认为具有优质管理能力，品牌力和定位精准的企业更有望从火锅赛道中成长为龙头。海底捞具备优秀的管理机制和持续的管理创新能力，品牌力强且定位好服务；呷哺呷哺管理品牌皆优，定位“一人食+高性价比”。推荐海底捞，建议重点关注呷哺呷哺。

①**海底捞：门店扩张+同店指标增长：**1) 海底捞 18 年新开店 193 家，数量由 17 年末的 273 家增长至 466 家。在地区上，一/二/三及以下线城市的门店数分别增多 41 家/87 家/48 家，海外门店数增多 6 家，各线城市展店情况均稳步推进。2) 18 年整体同店指标依旧增长 6.2%，整体翻台率保持稳定。海底捞 18 年的 145 家同店整体销售为 81.07 亿元，同比增长 6.3%。一/二/三及以下线城市的同店销售增长率分别+11.7%/+4.3%/+10.6%；18 年的整体翻台率 5.0 次/天，同比提升 0 次/天。一/二/三及以下线城市的翻台率分别+0.3%/+0.1%/+0.1%。

②**呷哺呷哺：门店扩张+外卖业务+中高端业务扩张：**1) 公司 2016 年启动呷哺+品牌首升级计划，进行“呷哺 2.0”的店面更新和菜单菜品升级，提升餐厅客单价和客流量，带来同店销售额的增长。同时配合轴辐式扩张，近两年门店扩张速度 15%以上；2) 外卖业务发展势头良好，依托呷哺店面开展“呷哺小鲜”“呷煮呷烫”，2018 年外卖业务增长 27.6%，3) 进军中高端市场，推出副牌“湊湊”，2018 年新增 27 间店面，营收增加 374.9%。

表 15: 重点公司盈利预测及估值 (2019 年 8 月 11 日)

板块	股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新收盘价 (原始币种)	EPS			PE			评级
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	
餐饮	6862.HK	海底捞	1448.05	30.55	0.33	0.49	0.69	48.41	55.93	39.41	买入-A
	603317.SH	天味食品	181.54	43.94	0.72	0.79	1.00	63.23	55.66	43.89	买入-A

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 6. 风险提示

- 1) 门店扩张不及预期;
- 2) 火锅食品安全问题;
- 3) 渠道扩张不及预期等。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034