

增持

——首次

日期：2019年09月25日

行业：食品饮料



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070002

证券研究报告/行业研究/行业深度报告

## 复合调味品行业景气，龙头发力成长

### ■ 主要观点

#### 复合调味品：具有成长性的景气行业

复合调味品处于成长期，16-21年CAGR为14.2%，高于同期单一调味品的8.6%，成调味品行业增长主要动力。比照日美复合调味品50%左右的渗透率，我国尚不到20%，未来提升空间大。火锅调味料受益于火锅业的快速发展，需求上升带动规模扩大，成长为第二大品类，仅次于鸡精，且中高端市场马太效应增强，第一名颐海国际对二三名呈明显的份额挤占，市场竞争格局优化，龙头优势突出。外卖盛行加大B端餐饮对标准化原材料的需求，叠加C端年轻人主导的家庭烹饪对便捷制作美味的诉求上升，中式复合调味料迎快速增长，增速领先其他品类。

#### 产品：深耕核心组合，创新产品品类

颐海国际和天味食品均深耕火锅调味料和中式复合调味料构建的核心组合，火锅底料呈健康化、小块化趋势，中式复合调味料中鱼调料系列成熟、小龙虾创新产品彰显潜力。同时不断推陈出新，开创自加热小火锅新品类，拓宽了产品边界。研发端，颐海拥有海底捞独家的验证通道，在研发-投产-铺货-反馈改进方面的机制更加健全；天味每年投入逾千万元用于研发，也属C2M式研发，形成了以市场指导研发、以用户推动研发、以数据支撑研发的研发思路。

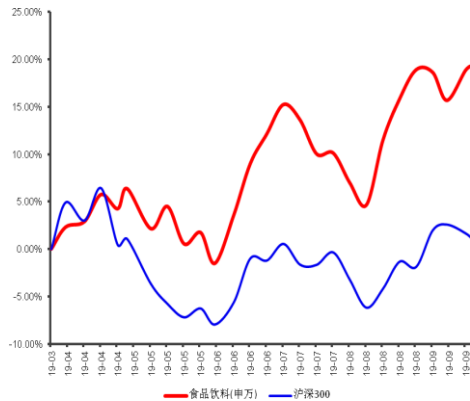
#### 渠道：大力拓展C/B渠道，电商主攻上新和营销

虽基因不同（颐海国际背靠海底捞，天味无自营餐饮渠道），但在大力拓展C端经销商渠道方面有所归同。颐海依靠强品牌发力第三方市场，议价权带来毛利率优势；天味始终以经销商体系为主，加大对华东、华中、东北等市场的开拓，完善全国化布局。餐饮连锁化带来定制餐调的增量空间，预计未来火锅底料和中式复合调味料定制化率将分别达到35%（2020年）和22%（2021年）。颐海由直接服务转为通过蜀海供应链服务第三方终端餐饮客户，天味则近几年发力定制餐调市场，18年定制餐调业务收入占比超过10%，但定价偏低拉低了毛利率水平，未来有改善空间。电商渠道主要承担新品试销和品牌营销两大功能，且为匹配线上购物快速便捷的特性，企业加强了线下电商物流分仓的建设。

#### 管理：加强激励，提升内部人效

研发上，颐海推产品项目制，激发员工创意，产品上市盈利后可进行利润分享，进一步强化主观能动性，有效提升了公司新品开发速度和成功率。2018年开发的小龙虾调味料、自加热小火锅及即食酱等产品获得不俗表现，2019H1新开发产品数量达29种，创下新高。销售上，18年颐海在内部销售人员中引入合伙人机制，业绩提成改为与负责业务单元利润挂钩，19年再引入裂变机制，与海底捞的师徒制一脉相承，激励更加到位，人效大幅提升。外部经销商16年进行“大商拆小商”，区域代理更加细化、销售结构更加扁平，助力公司快速拓展空白区域、

近6个月行业指数与沪深300比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

下沉渠道。2019H1 公司建立了 5 个区域物流分仓，缩短发货周期、降低起订量，以使经销商订货更灵活、减轻渠道库存压力、保障终端产品新鲜度。

### ■ 投资建议

受益于C端家庭烹饪对便捷美味的诉求及B端餐饮连锁化对标准化餐品的需求等多方因素的共振提升，复合调味品成为具备成长性的景气行业，我们给予行业“增持”评级。细分投资赛道优选火锅调味料和中式复合调味料。火锅调味料行业规模第二，且中高端市场马太效应明显，绝对龙头呈压倒性优势。中式复合调味料增速领先，依靠鱼调料、小龙虾调味料等大单品策略快速拓展C端市场，且短期定制餐调需求上升，带来增量空间。建议关注：颐海国际（中高端火锅底料市场绝对龙头，关联方海底捞收入增速稳健，积极拓展第三方市场，研发和销售激励机制灵活）、天味食品（川味复合调味料行业领先地位，鱼调料系列处于头部，经销商渠道全国化布局更完善，发力定制餐调）。

### ■ 风险提示

行业景气度下降风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、食品质量安全风险等。

## 目 录

<b>一、复合调味品：具有成长性的景气行业</b> .....	<b>6</b>
1.1 复合调味品处于成长期，渗透率提升有空间 .....	6
1.2 细分赛道：火锅调味料规模第二，中式复合调味料增速最快.....	7
1.3 市场格局：火锅底料竞争激烈，中高端市场更为集中 .....	9
<b>二、产品：深耕核心组合，创新产品品类</b> .....	<b>11</b>
2.1 深耕核心组合，持续优化升级 .....	11
2.2 推出创新品类，拓宽产品边界 .....	14
2.3 颐海研发-反馈机制健全，天味研发投入比例较高.....	15
<b>三、渠道：大力拓展 C/B 渠道，电商主攻上新和营销</b> .....	<b>18</b>
3.1 深耕线下，基因不同，有所归同 .....	18
3.1.1 颐海国际：海底捞门店扩张奠定稳健基础，强品牌下拓展经销商挖掘 to C 市场 .....	18
3.1.2 天味食品：以经销商为主，完善全国布局 .....	20
3.2 定制餐调：餐饮连锁化带来增量空间 .....	22
3.3 电商：新品试销和品牌营销主阵地 .....	26
<b>四、管理：加强激励，提升内部人效</b> .....	<b>28</b>
4.1 研发：产品项目制激发创意，加速出新 .....	28
4.2 销售：内部合伙人及其裂变机制提高人效，外部精细化经销商渠道 .....	29
<b>五、风险提示</b> .....	<b>31</b>

图

图 1 调味品按产品成分可分为单一调味品和复合调味品 .....	6
图 2 复合调味品增速远高于单一调味品 .....	7
图 3 我国复合调味品渗透率及人均开支均偏低 (2016 年) .	7
图 4 我国火锅餐饮市场规模及增速 (亿元) .....	8
图 5 我国火锅调味料市场规模及份额 (亿元) .....	8
图 6 我国火锅底料及蘸料市场规模 (亿元) .....	9
图 7 中高端火锅底料市场份额不断提升 .....	9
图 8 我国中式复合调味料市场规模 (亿元) .....	9
图 9 中式复合调味料增速最快 .....	9
图 10 我国火锅底料市场 CR5 份额变化 .....	10
图 11 我国中高端火锅底料市场 CR3 份额变化 .....	11
图 12 2019H1 颐海国际收入结构 (%) .....	12
图 13 2019H1 天味食品收入结构 .....	12
图 14 颐海国际推出多种更清淡口味火锅底料 .....	12
图 15 天味食品旗下好人家推出独立小块装的火锅底料 .....	12
图 16 部分品牌旗下鱼调料系列产品 .....	13
图 17 颐海国际推出小龙虾调味料系列 .....	14
图 18 颐海国际推出的自加热小火锅系列 .....	15
图 19 颐海国际方便速食收入 (百万元) .....	15
图 20 颐海国际研发费用情况 (百万元) .....	16
图 21 颐海国际产品种类情况 .....	16
图 22 海底捞历年服务顾客总量人次 (百万) .....	16
图 23 天味食品研发费用情况 (百万元) .....	17
图 24 天味食品部分新品推出后创收情况 (万元) .....	17
图 25 天味食品历年推出新品情况 .....	17
图 26 颐海国际关联方收入及增速 (百万元) .....	18
图 27 海底捞全国门店数量 .....	18
图 28 颐海关联方收入及海底捞收入增速比较 .....	19
图 29 颐海关联方收入占海底捞食材成本的比例 (%) .....	19
图 30 颐海第三方经销商销售收入及增速 (百万元) .....	19
图 31 颐海经销商数量 .....	19
图 32 颐海火锅调味料第三方业务毛利率高于天味食品 .....	20
图 33 天味食品营销体系结构 (%) .....	21
图 34 天味食品营销网络情况 .....	21
图 35 天味食品销售区域结构 (%) .....	22
图 36 16-18 年天味食品各区域销售收入复合增速 .....	22
图 37 天味食品各区域经销商数量 .....	22
图 38 中美日三国餐饮企业连锁化率 (2017 年) .....	23
图 39 我国餐饮业收入规模及增速 (亿元) .....	23
图 40 我国在线外卖市场规模及增速 (亿元) .....	23
图 41 火锅底料 B 端市场实际和潜在的市场规模 (亿元) ..	24
图 42 火锅底料 B 端市场实际和潜在的市场规模 (亿元) ..	24
图 43 颐海国际第三方餐饮服务收入 (百万元) .....	25

图 44 颐海第三方餐饮服务客户数量 .....	25
图 45 天味食品定制餐调收入及占比（百万元） .....	26
图 46 天味食品定制餐调客户数量 .....	26
图 47 天味食品各产品不同渠道毛利率水平（2018 年） .....	26
图 48 全国网络零售额规模及占比（亿元） .....	27
图 49 颐海在线上推出新品 .....	28
图 50 颐海与聚划算联合推出促销活动 .....	28
图 51 颐海电商渠道收入及占比（百万元） .....	28
图 52 颐海的产品项目制流程 .....	29
图 53 颐海历年推出的新品数量 .....	29
图 54 2018 年起颐海第三方收入增速明显高于关联方 .....	30
图 55 颐海销售费用率变化 .....	30
图 56 颐海销售人员及人均创收情况 .....	30
图 57 颐海对经销商进行结构调整及优化配送效率 .....	31

## 一、复合调味品：具有成长性的景气行业

### 1.1 复合调味品处于成长期，渗透率提升有空间

调味品按产品成分可分为单一调味品（基础调味品）和复合调味品。单一调味品通常仅包含一种主要材料，如酱油、蚝油、料酒、醋、腐乳、香辛料、味精等。复合调味品则由两种或以上材料组成，主要包括鸡精、火锅调味料（火锅底料、火锅蘸料）、中式复合调味料、西式复合调味料及日式和东南亚式等其他复合调味料。

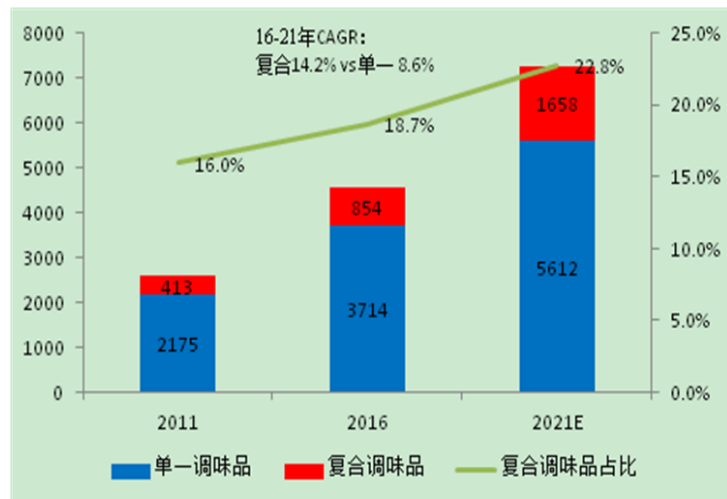
图 1 调味品按产品成分可分为单一调味品和复合调味品



数据来源：上海证券研究所

单一调味品部分品类进入成熟期，复合调味品仍处成长通道。单一调味品在我国已有数千年历史，规模占整个调味品市场的 80% 以上，但随着酱油、味精等品类市场渗透率不断提高、进入成熟期，行业增速趋缓。2016 年，单一调味品市场规模 3714 亿元，占比 81.3%，预计到 2021 年可达 5612 亿元，期间年均复合增速为 8.6%。对比来看，受益于消费升级，复合调味品成为未来调味品发展的主要趋势，一方面 B 端餐饮连锁化、标准化加大了对定制类复合调味品的需求，另一方面 C 端家庭烹饪追求做法方便快捷、口味丰富美味等也刺激了复合调味品的消费。2016 年，复合调味品市场规模 854 亿元，占比 18.7%，预计到 2021 年将达 1658 亿元，期间年均复合增长 14.2%，领先单一调味品逾 5 个百分点，成调味品行业增长主要动力，市场份额有望进一步提高至 22.8%。

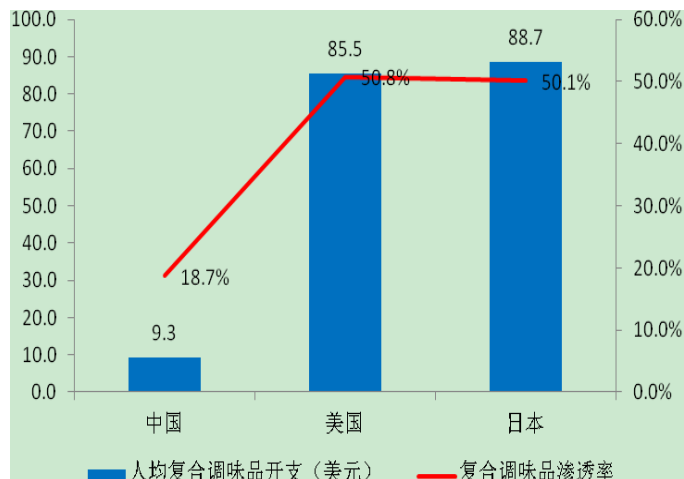
图 2 复合调味品增速远高于单一调味品



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

对标海外，我国复合调味品渗透率仍有较大提升空间。美国和日本的季节品市场发展成熟且稳定，2016年复合调味品分别占美国和日本整个调味品市场的50.8%和50.1%，而我国不到20%，未来复合调味品的渗透率仍有很大的提升空间。从人均开支角度来看，2016年我国复合调味品的人均年度开支为9.3美元，而美国和日本分别为85.5美元及88.7美元，我国约是发达国家的1/9。

图 3 我国复合调味品渗透率及人均开支均偏低 (2016年)



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

## 1.2 细分赛道：火锅调味料规模第二，中式复合调味料增速最快

火锅热助推火锅调味料成为第二大复合调味品。火锅是我国第一大餐饮业态，占中式正餐市场的13.7%，2018年全国火锅餐饮市场收入约为4814亿元，较2014年的3167亿元上涨超52%，预计

2019/2020 年将分别达到 5300/5843 亿元。受益于火锅餐饮的快速发展，火锅调味料的需求不断上升，且随着制作工艺的成熟和技术水平的提升带来集约化生产优势的显现，专业的火锅调味料供应市场规模不断扩大，已成为仅次于鸡精的第二大复合调味品品类。2016 年火锅调味料市场规模为 174 亿元，预计至 2021 年可达 332 亿元，期间年均复合增长 13.8%，市场份额始终高于 20%。

图 4 我国火锅餐饮市场规模及增速 (亿元)

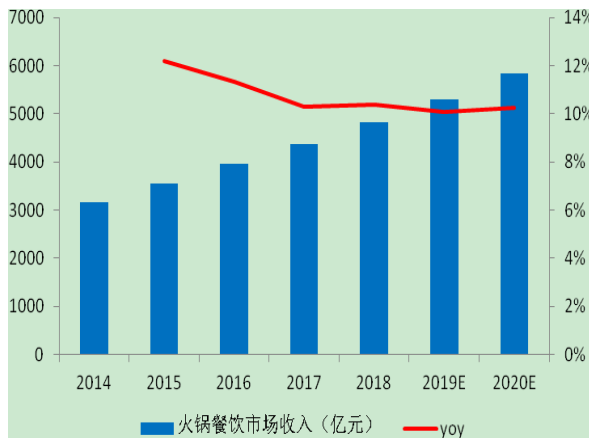
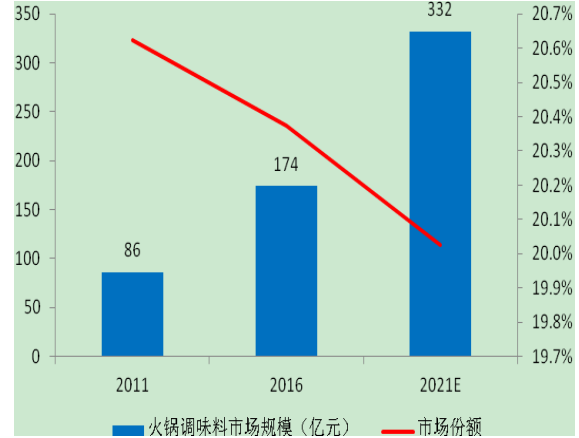


图 5 我国火锅调味料市场规模及份额 (亿元)



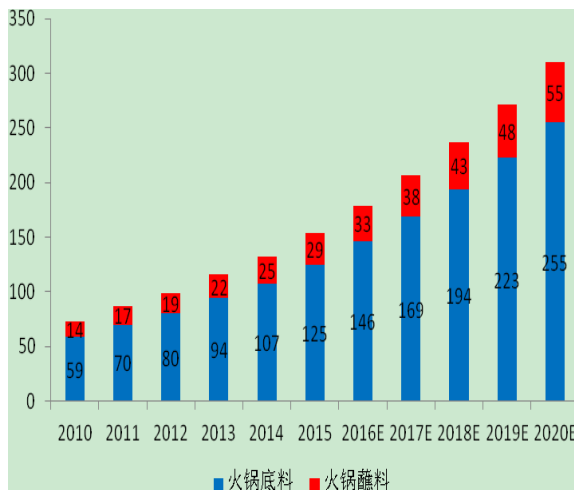
数据来源：中商产业研究院，上海证券研究所

数据来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

**火锅底料为主，中高端火锅底料占比趋升。**火锅调味料由火锅底料和火锅蘸料组成，其中火锅底料占主导，市场份额高于 80%。火锅底料按成分可分为中高端产品和大众产品，中高端产品多以植物油为基料，大众产品则主要以牛油等动物脂肪油为基料。牛油锅底通常重油重盐、热量较高，在消费者愈发加强的健康及食品安全意识下，口味清淡的中高端植物油火锅底料产品需求不断增加。2015 年，中高端火锅底料市场规模 28 亿元，市场占有率 22.6%，且预计在 2016-2020 年期间将保持 20% 以上的增速水平，2020 年市场规模有望达到 76 亿元，占有率接近 30%。

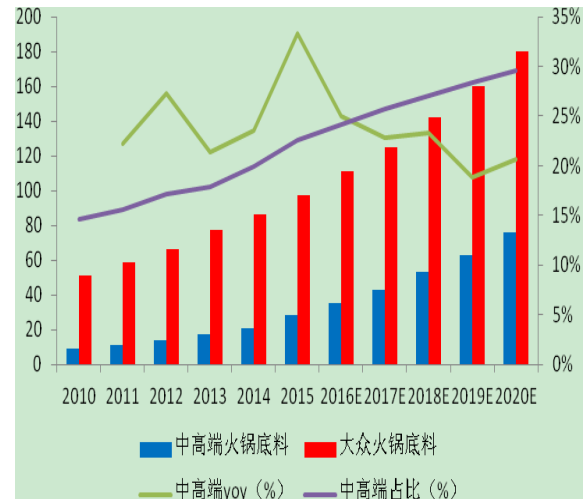


图6 我国火锅底料及蘸料市场规模(亿元)



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

图7 中高端火锅底料市场份额不断提升



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

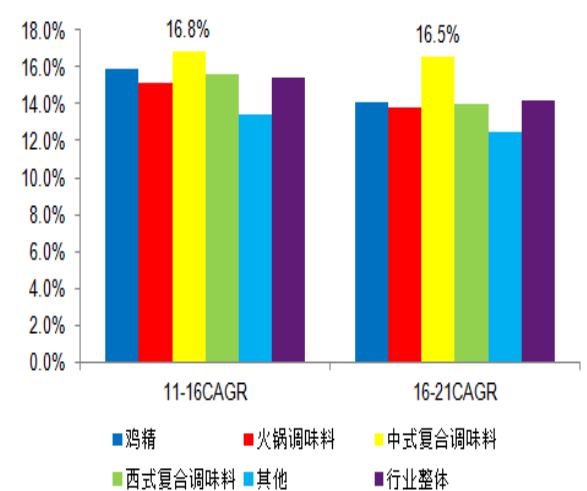
**中式复合调味料为增速最快的细分品类。**人均收入水平提升背景下，消费者外出就餐或点外卖的频次增加，促进餐饮业发展的同时也给餐饮企业在菜品质量、服务效率等方面提出更高要求，从而加大了B端餐饮业标准化原材料的需求。同时，在家场景中，年轻群体购买力强但不擅长烹饪，使用中式复合调味料能满足其便捷制作美味的需求，增加了C端的家庭消费。因此，近年来中式复合调味料快速增长，行业规模由2011年的65亿元增加至2016年的141亿元，复合年增长率为16.8%，预计2021年可达302亿元，2016-2021年的复合年增长率为16.5%，增速快于其他细分品类。

图8 我国中式复合调味料市场规模(亿元)



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

图9 中式复合调味料增速最快



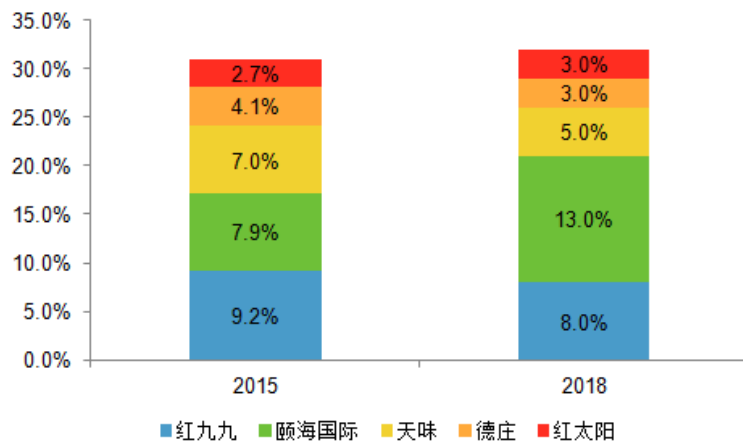
数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

### 1.3 市场格局: 火锅底料竞争激烈, 中高端市场更为集中

成长的火锅底料市场吸引多方入局，行业竞争激烈。火锅底料市场的参与方包括：一是连锁火锅餐饮品牌推出自有的底料产品，

如海底捞、大龙燚、德庄、刘一手等，将产业链上端的原材料供应独立出来，开放向第三方餐饮客户或家庭用户，共用品牌能够有效利用强品牌快速打开市场，且能通过更轻的产品形态率先覆盖重资产门店尚未渗透到的二三四线城市等空白区域。二是专业的大中型火锅底料生产商，如天味、红九九、红太阳等，该类厂商多年专营火锅调味料的研究生产，主要以经销商渠道进行销售，没有自营的餐饮流通渠道，体量较大，具备较强的研发实力，产品类型多元化，具有一定的品牌力。三是小型的火锅底料生产商或代加工商，这类企业自身产能规模有限，品牌市场认知度低，多为大型企业提供代加工生产服务。2018年，我国火锅底料市场CR5为32%，较2015年小幅提高约1个百分点，行业整体竞争格局仍然分散，但头部结构有所分化，其中颐海国际上市后备借品牌优势、渠道优势、产品优势等快速发展，市场份额由2015年的7.9%跃升至2018年的13.0%。

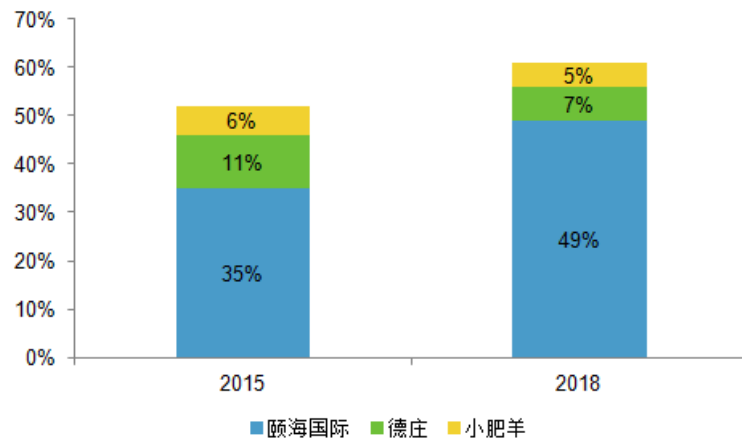
图 10 我国火锅底料市场 CR5 份额变化



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

中高端火锅底料市场更为集中，颐海国际处于绝对龙头地位。相比于火锅底料行业较为分散的竞争格局而言，中高端火锅底料细分市场则更加集中，2015年CR3为51%，2018年进一步提高至61%，马太效应明显。值得注意的是，中高端市场集中度的提升源于颐海国际对全行业其他品牌份额的挤占，颐海国际市占率由2015年的35%大幅提高至2018年的49%，而第二名德庄由11%降至7%、第三名小肥羊由6%降至5%。这彰显了颐海国际在中高端火锅底料市场压倒性的优势，处于绝对的龙头地位。

图 11 我国中高端火锅底料市场 CR3 份额变化



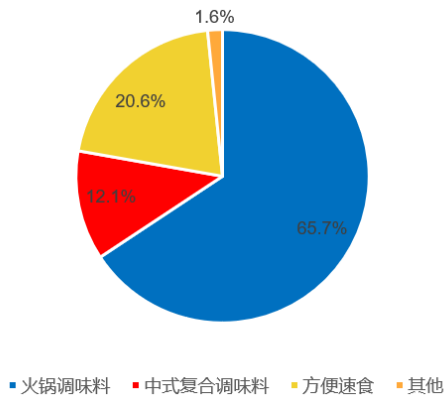
数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

## 二、产品：深耕核心组合，创新产品品类

### 2.1 深耕核心组合，持续优化升级

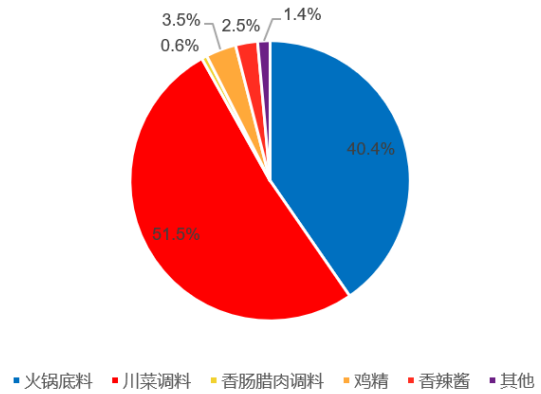
龙头企业深耕以火锅调味料和中式复合调味料为核心的产品组合。背靠火锅餐饮连锁第一品牌海底捞的颐海国际以为海底捞提供火锅底料、火锅蘸料等调味料起家，一方面在优势的火锅调味料领域借助海底捞门店的扩张保持快速增长，且依据会员数据升级产品结构，率先推出优质的植物油火锅底料，成为中高端火锅底料市场的先驱者，另一方面为降低火锅调味料的季节性，同时顺应中式复合调味料快速发展的趋势，2010年开始公司陆续推出麻辣香锅、毛血旺、上汤酸菜鱼等中式复合调味料产品。2019年上半年公司总营收16.56亿元，其中火锅调味料10.88亿元、中式复合调味料2亿元，分别占比65.7%和12.1%，合计达到77.8%。天味食品一直专注于川味复合调味料的研产销，旗下拥有火锅底料品牌“大红袍”、川菜调料品牌“好人家”及香辣酱品牌“天车”等，2019年上半年公司总营收6.29亿元，其中火锅底料2.54亿元、川菜调料3.24亿元，分别占比40.3%和51.5%，合计达到91.8%。

图 12 2019H1 颐海国际收入结构 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 13 2019H1 天味食品收入结构



数据来源: wind, 上海证券研究所

**火锅底料呈健康化和小块化趋势。**一方面，随着消费者饮食越来越注重健康，清油、清汤、番茄、三鲜等多样化的偏清淡口味火锅锅底开始受到欢迎，2018 年抖音还带火了海底捞清汤锅底玩法。颐海国际较早涉足中高端的植物油火锅底料市场，产品系列口味丰富、全面，且仍在不断的升级优化。2018 年公司对番茄口味火锅底料进行了配方和包装上的升级，市场反馈良好，促使公司进一步开发了若干款以番茄口味为基底的火锅底料；2019 年上半年，配合消费者反馈与海底捞集团合作升级了多款锅底配方，并配合研发了如咖喱锅底、椰奶锅底等多款新口味锅底。另一方面，火锅底料使用场景多元化，除了吃火锅使用，麻辣烫、家常菜（辣子鸡丁、芋儿烧鸡等）、冒菜等也均可使用火锅底料制作，但其用量较正常火锅偏少，且即使吃火锅在单身经济背景下一人食的需求也在上升，因此火锅底料呈现出小块化的趋势。天味食品旗下好人家品牌 2019 年推出了小块装的手工火锅底料产品。

图 14 颐海国际推出多种更清淡口味火锅底料



数据来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 15 天味食品旗下好人家推出独立小块装的火锅底料



数据来源: 公司官网, 上海证券研究所

中式复合调味品以川味主导，鱼调料系列较为成熟。川菜位列

我国八大菜系之首，拥有酸菜鱼、麻婆豆腐、水煮肉片等多道名菜，受众基数大且广泛。调料包的出现简化了在家复制经典川菜美味的步骤，且种类多样丰富选择，麻辣酸爽为主的口感具有上瘾性有助于提高复购率，川式复合调味料具有打造大单品的客源及品类基础。目前鱼调料系列发展较为成熟，包含酸菜鱼、青花椒鱼、麻辣水煮鱼、泡椒麻鱼等多种口味，天味食品在鱼调料领域处于头部，年零售额过亿，此外颐海国际、桥头、德庄等也有推出自己的鱼调料系列产品。

图 16 部分品牌旗下鱼调料系列产品



数据来源：公司官网，上海证券研究所

**小龙虾创新类产品具备潜力。**近几年小龙虾成为夏季网红食品，线下门店的火爆促进了家庭端消费，各大调料厂商顺势推出小龙虾系列调味料。颐海国际 2018 年上半年推出 3 款小龙虾调味料新口味获得市场热烈反馈，匹配了小龙虾季节性和区域性的需求，并与火锅底料夏季淡、冬季旺的季节性特征形成互补。2019 年公司进一步扩大小龙虾调味料的销售范围，并在原有 4 种口味的基础上新增 3 款产品，带动上半年销售额达约 7000 万元，约占公司中式复合调味料收入的 35%。

图 17 颐海国际推出小龙虾调味料系列



数据来源：公司官网，上海证券研究所

## 2.2 推出创新品类，拓宽产品边界

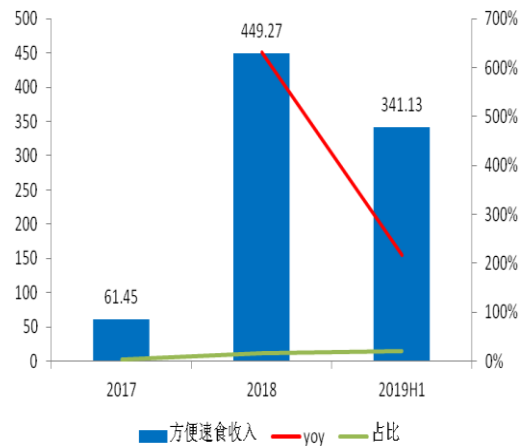
自加热小火锅仍处于快速增长期，但行业经历一轮洗牌，龙头入局拓宽品类边界、发挥既有优势。自加热小火锅兴起于 2015 年的微商渠道，2016-2017 年在电商平台爆发，2018 年加速增长，双 11 当天天猫卖出 453 万份，同比增长 1.7 倍。这个新鲜品类的参与者可分三类，一是传统线下火锅品牌，如海底捞、德庄、大龙燚、老城南、小龙坎等，二是新增自加热火锅品类的综合食品品牌，如三只松鼠、良品铺子、康师傅、百草味、三全、卫龙等，三是专做自加热火锅的垂直新品牌，如莫小仙、自嗨锅等。传统火锅品牌推出自加热火锅属于产品线的深化，具有供应链和品牌背书等优势，休闲食品品牌新增自加热火锅则进一步推进产品线的广化，其优势在于与年轻群体为主的目标客群重叠率高，粉丝营销经验丰富有助于将流量转化为销量。目前整个赛道仍处于快速增长期，但格局在优化，早期随着微商起来的一波中小品牌在巨头入局后逐渐出清，行业门槛有所提高，龙头在食材采购、线上营销及线下终端铺货等方面积淀的优势正在不断强化外在体现。颐海国际于 2017 年推出自加热小火锅产品，2019 年上半年根据使用场景推出 3 款全新的自加热米饭产品，2017-2018 年及 2019 年上半年方便速食（以自加热小火锅及自加热米饭为主）收入分别为 0.61/4.49/3.41 亿元，保持三位数以上高速增长。

图 18 颐海国际推出的自加热小火锅系列



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 19 颐海国际方便速食收入（百万元）

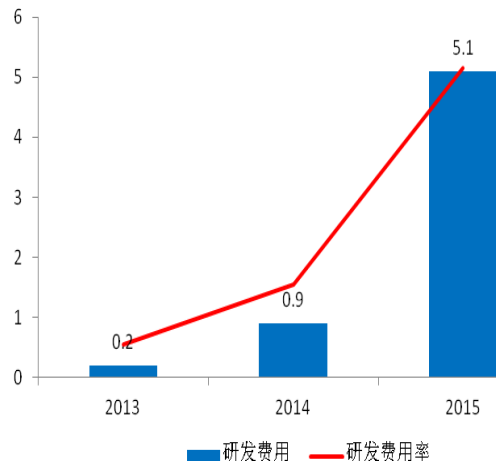


数据来源：wind，上海证券研究所

### 2.3 颐海研发-反馈机制健全，天味研发投入比例较高

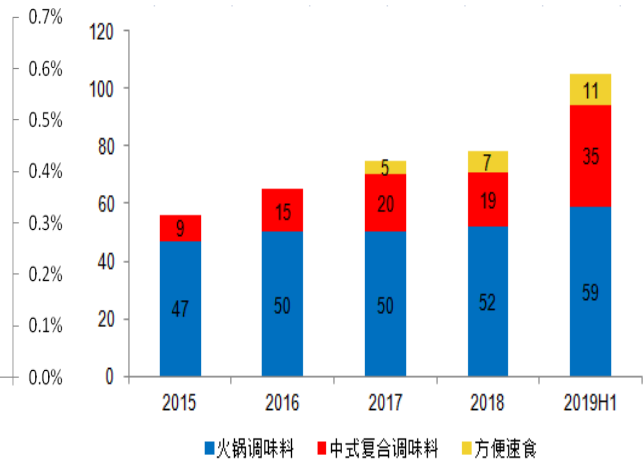
颐海国际研发推行产品项目制，拥有海底捞独家验证通道。颐海国际产品研发采取项目制，赋予生产人员更多的自主权，激发其创意与活力，有效提高了人效，因此专职研发人员配备较少。截止 2015 年底，公司披露专职研发人员仅 12 名，占员工总人数的 1.2%，2013-2015 年的研发费用分别为 20/90/510 万元，研发费用率不足 1%。产品项目制下，公司新品开发明显加速，2019 年上半年达到 29 种。截止 2019H1，公司共拥有 59 款火锅调味料产品、35 款中式复合调味料产品及 11 款方便速食产品。同时，我们认为颐海国际研发最大的优势在于拥有海底捞独家的验证通道。海底捞年服务超过 1.6 亿人次，广泛的客户基数为颐海国际提供了庞大的口味数据库，有助于公司市场化导向地研发产品配方，从而使得“千人千锅”成为可能，同时新开发的火锅调味料产品也能借由海底捞门店迅速铺开，第一时间获取市场反馈进行改良升级，提高与市场需求的契合度。与其他公司相比，公司在研发、投产、铺货、反馈改进方面更为顺畅、反应灵敏、机制健全，先发优势突出。

图 20 颐海国际研发费用情况 (百万元)



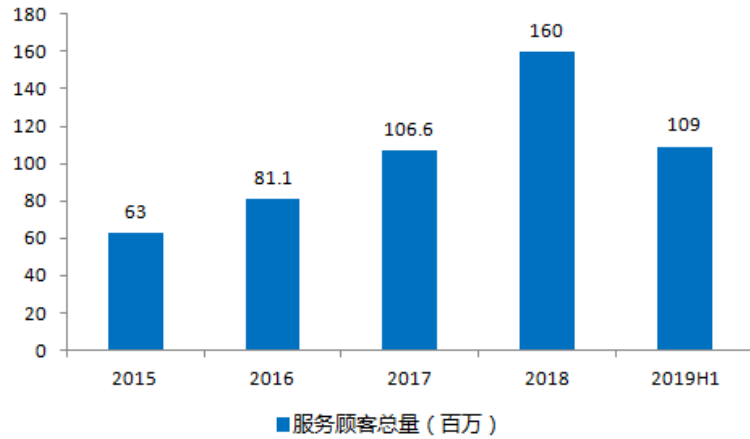
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 21 颐海国际产品种类情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 22 海底捞历年服务顾客总量人次 (百万)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

天味食品研发投入比例较高，部分新品迅速放量。公司的研发也属于 C2M 式研发，打造基于研发的区域口味特征库，利用信息化技术对公司历年电商营销、传统市场、通用餐饮等沉淀的数据资产进行加工和分析，逐步建立起针对国内不同区域主流用户在“色、香、味”方面的偏好，并分析用户的层次化和倾向性，用于指导不同需求层次的产品研发，逐渐形成以市场指导研发、以用户推动研发、以数据支撑研发的研发思路。2016-2018 年公司每年研发投入保持在 2000 万元以上，2016-2017 年研发费用率高于 2%，2018 年降至 1.59%，主要系营业收入快速增长，2019H1 研发费用为 1066 万元，同比增长 12.2%。2016-2018 年公司每年分别推出 7、11、13 种新品，2017 年推出的手工老火锅大受市场欢迎，当年实现收入 3211.13 万元，2018 年收入达到 1.32 亿元。2019H1，公司重点推出了“好人家”小块装手工火锅底料、蒜蓉小龙虾调料、剁椒蒸鱼调料、金汤火锅底料等新品。目前公司共有火锅底料、川菜调料、香



肠腊肉调料、鸡精、香辣酱、甜面酱等9种大类100多个SKU，产品线较颐海国际丰富。

图 23 天味食品研发费用情况 (百万元)

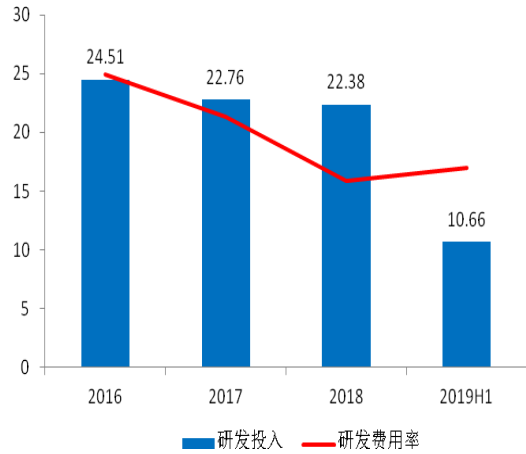
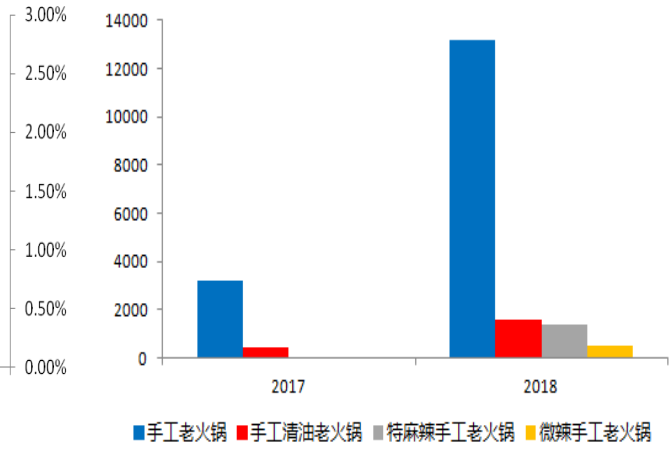


图 24 天味食品部分新品推出后创收情况 (万元)



数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 25 天味食品历年推出新品情况



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

### 三、渠道：大力拓展 C/B 渠道，电商主攻上新和营销

#### 3.1 深耕线下，基因不同，有所归同

##### 3.1.1 颐海国际：海底捞门店扩张奠定稳健基础，强品牌下拓展经销商挖掘 to C 市场

背靠海底捞，颐海国际关联方销售收入快速增长。颐海国际作为海底捞火锅底料及蘸料的独家供应商，充分受益于海底捞门店扩张带来的关联方销售收入快速增长。2013 年，公司关联方（海底捞）收入为 1.81 亿元，至 2018 年达到 11.76 亿元，年均复合增长 45.4%，2019 年上半年收入 7.09 亿元，同比增长 31.2%。尽管由于公司近几年发力拓展第三方市场导致关联方收入占比下降，但截至 2019H1 来自海底捞的关联方收入占比仍有约 43%。随着海底捞不断向二三线城市开设门店、下沉渠道，关联方收入仍将贡献公司业绩持续性增长的稳定基底。

图 26 颐海国际关联方收入及增速（百万元）

图 27 海底捞全国门店数量



数据来源：wind，上海证券研究所

数据来源：wind，上海证券研究所

长期来看，颐海关联销售占比下行但可控，增速转为稳健。2018 年至 2019 年上半年，颐海国际关联方收入增速与海底捞收入增速出现较大的差异性，一是海底捞除锅底外其他的产品人均消费量上升，海底捞收入与桌数、人数相关，而公司关联方收入主要与桌数相关；二是海底捞持续改进锅底配方和使用方法，使得单价降低；三是从 2018 年下半年开始采取少量第三方采购；四是部分含食材的锅底（如猪肚鸡锅底）占比提升。总的来看，我们认为颐海国际目前仍提供海底捞 90% 以上的火锅调味料产品，具有明显的规模优

势，在海底捞原材料成本保持高增长的态势下，即使颐海占比下降但仍将处于可控范围（2019H1 颐海关联方收入占海底捞食材成本的 14.5%），关联方收入有望维持 30-35% 的稳健增长。

图 28 颐海关联方收入及海底捞收入增速比较

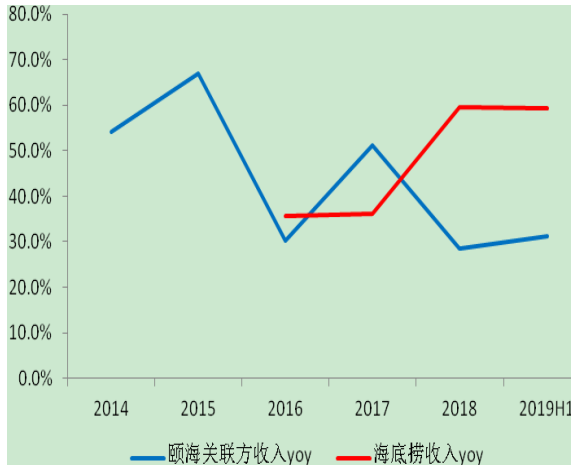
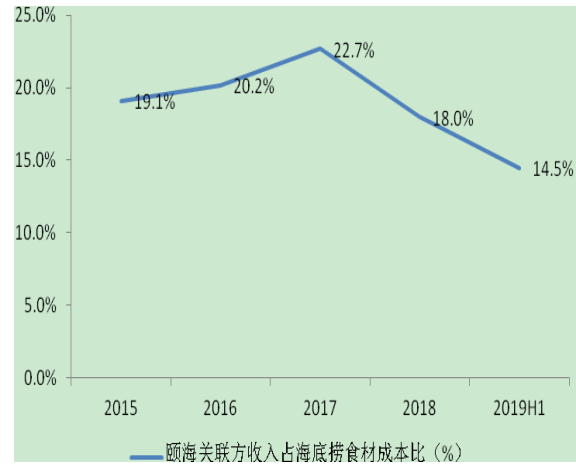


图 29 颐海关联方收入占海底捞食材成本的比例 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

**强品牌下，积极拓展经销商渠道挖掘 to C 市场。**凭借“海底捞”强大的品牌优势，颐海国际积极拓展经销商资源、建立全国性销售网络，挖掘 C 端消费市场。2013-2018 年，公司第三方（经销商）销售收入由 1.25 亿元增长至 12.63 亿元，年均复合增长 58.8%，增速超过同期关联方收入增速，2019 年上半年收入 8.06 亿元，同比增长 121.9%，收入占比达到 48.7%，已成为公司第一大收入来源。经销商数量由 2013 年的 116 家增加至 2019 年上半年的约 2000 家，其中调味料经销商数量超过 1800 家，较 2019 年初增加 500 家、较去年同期实现翻番，期末全国终端覆盖网点数量接近 40 万家。

图 30 颐海第三方经销商销售收入及增速 (百万元)



图 31 颐海经销商数量

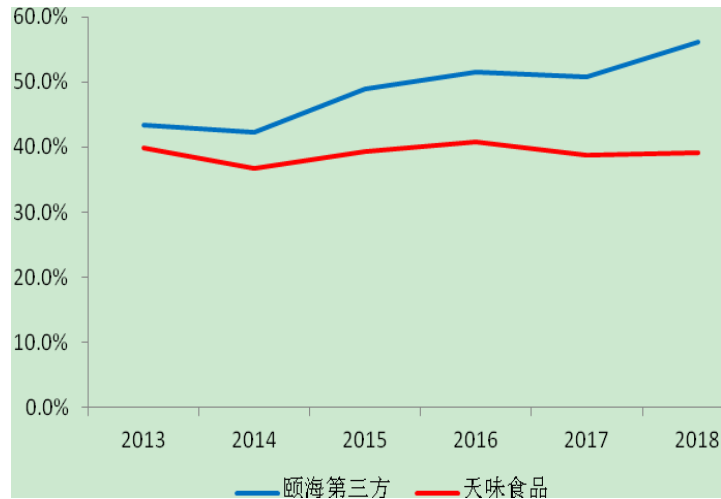


数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

品牌优势带来议价权，颐海第三方毛利率高于天味。由于海底捞强大的品牌力，颐海火锅调味料第三方业务的毛利率长年高于天味食品，且二者之间的毛利率差距由 2013 年的 3.5% 进一步扩大至 2018 年的 17.0%。

图 32 颐海火锅调味料第三方业务毛利率高于天味食品

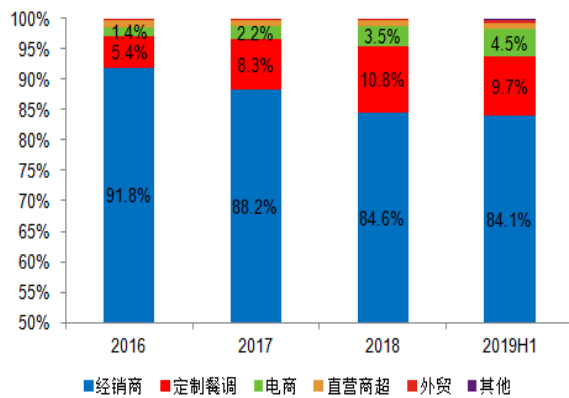


数据来源: wind, 上海证券研究所

### 3.1.2 天味食品：以经销商为主，完善全国布局

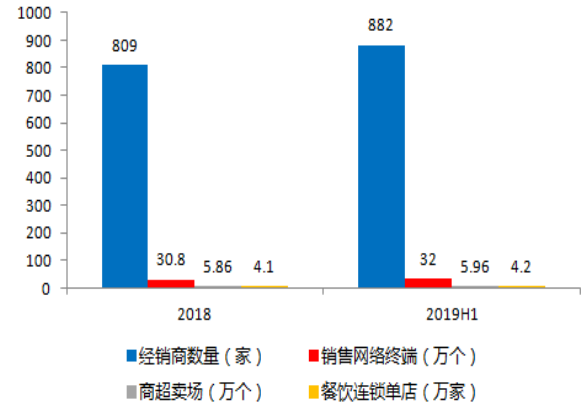
天味食品销售渠道以经销商为主，定制餐调、电商、直营商超为辅。2016-2019H1，经销商渠道销售收入占公司主营业务收入的比重分别为 91.8%、88.2%、84.6%、84.1%，比例有所下降主要系公司从 2017 年开始大力拓展定制餐调业务导致定制餐调的收入占比较快提升，但经销商渠道仍占据 80% 以上的收入来源。经过多年发展，公司已建立了覆盖全国的营销体系，截止 2019H1，公司合作的经销商 882 家，销售网络遍及约 32 万个零售终端、5.96 万个商超卖场和 4.2 万家餐饮连锁单店。根据尼尔森数据，全国可售卖的终端网点数约 332.7 万家，目前公司产品铺货率仅约 10%，未来渗透空间仍较大。公司没有自营的餐饮门店渠道，未来仍将深耕经销商体系，计划 to C 的经销商队伍扩充到 1000 家左右。

图 33 天味食品营销体系结构 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

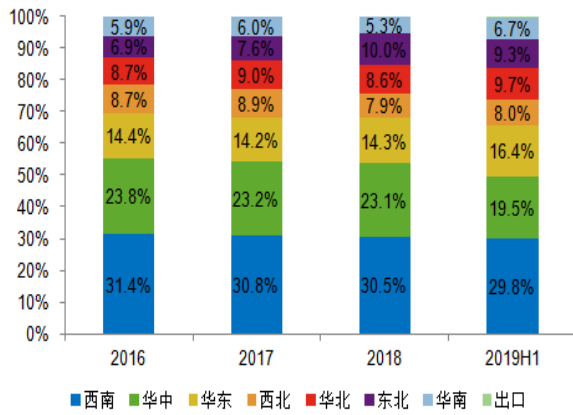
图 34 天味食品营销网络情况



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

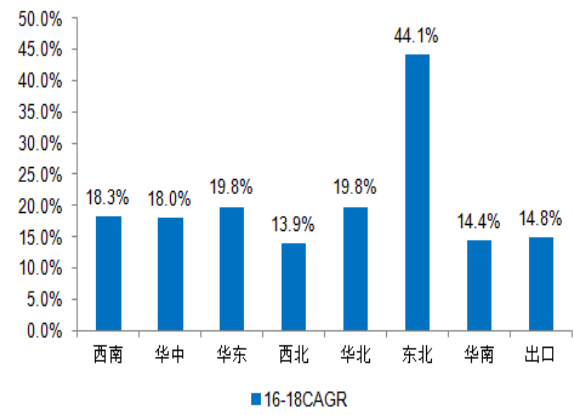
**针对不同区域差异化营销, 完善全国化布局。**公司营销网络已覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市, 并形成了川豫苏甘陕新津京沪和东三省等组成的优势区域、浙赣滇等组成的快速增长区域。在河南、四川等成熟的高成长地区, 公司拓展经销商渠道的深度和广度, 加强对终端的管控, 并进一步下沉至县级, 利用公司在当地市场的品牌优势、渠道优势等不断扩大市占率, 保持区域领先地位。在东北、西北等重点开发区域, 公司派驻专业开发小组, 加大在区域中心城市的宣传和拓展, 利用辐射作用带动周边市场。在新进入和开发的区域, 公司有重点地进行宣传和营销, 选取主打特色产品铺市, 流通首选当地农贸市场、商超等主要销售网点, 产品和渠道双击打开良好销售局面。2016-2018 年, 西南、华中、华东、西北、华北、东北、华南七大区域的收入 CAGR 分别为 18.3%、18.0%、19.8%、13.9%、19.8%、44.1%、14.4%, 东北增速领先, 公司重点开发策略显成效。西南、华中、华东稳居收入贡献前三, 但合计占比由 2016 年的 69.6% 降至 2019H1 的 65.8%, 区域之间更趋均衡。2019H1, 公司加大了华东和华中的拓展速度, 分别净增 27 家和 16 家经销商。截止上半年末, 西南、华中、华东、西北、华北、东北、华南七大区域的经销商数量分别为 184/194/162/111/81/90/60 家。

图 35 天味食品销售区域结构 (%)



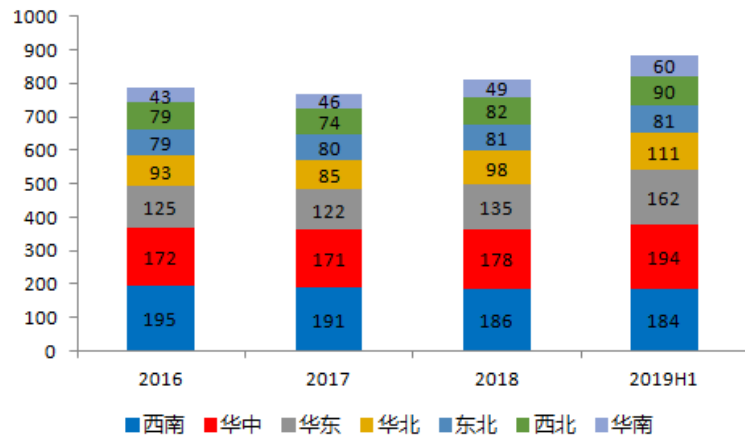
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 36 16-18 年天味食品各区域销售收入复合增速



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 37 天味食品各区域经销商数量

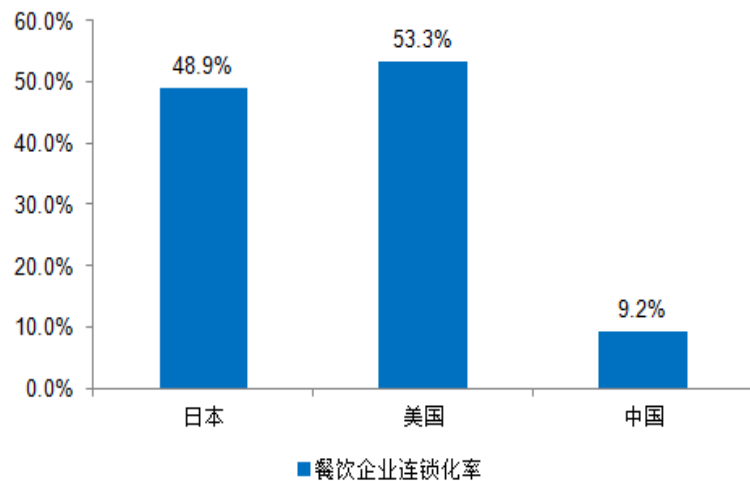


数据来源: wind, 上海证券研究所

### 3.2 定制餐调：餐饮连锁化带来增量空间

**餐饮连锁化大势所趋。**打造了一整套标准化及工业化流程的连锁餐饮企业能够更好地为消费者提供品质稳定优异的产品，降低了消费者踩雷的概率，且连锁化能够更快地实现复制输出、扩大企业服务网络，缩短与消费者之间的距离，在地理位置上提供便利性、提升可达性。从国外经验来看，发达国家餐饮连锁化率普遍达到 50% 左右水平，2017 年日本和美国餐饮企业的连锁化率分别为 48.9% 和 53.3%，而我国仅为 9.2%，不足发达国家的 1/5。消费升级过程中餐饮连锁化成为大势所趋。

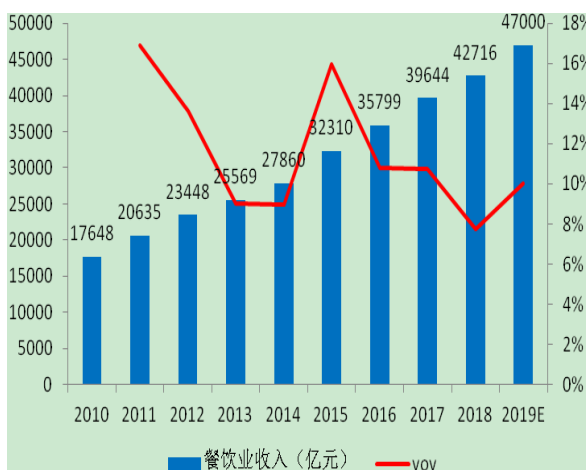
图 38 中美日三国餐饮企业连锁化率（2017 年）



数据来源：欧睿，上海证券研究所

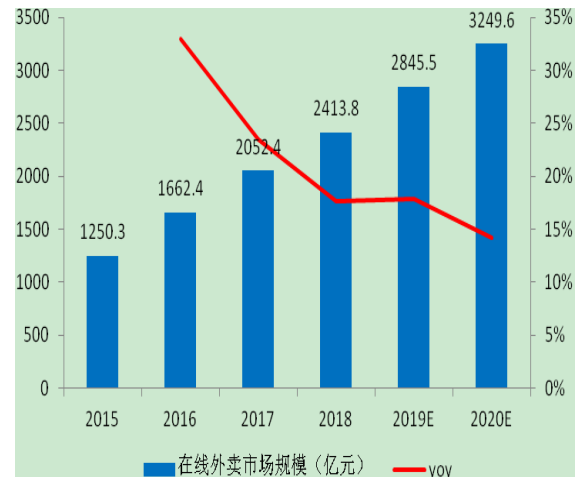
复合调味品成为餐饮连锁化过程中的“刚需”品类。使用复合调味品，一是能够解决餐饮门店专业厨师人力不够的问题，提高厨师人效，更快速更批量化地烹饪食物；二是用标准化的复合调味料产品替代餐饮企业的自制调味料，改善菜品制作低效、品质不稳定的问题，更利于餐饮企业连锁化、工业化发展。短期来看，随着餐饮及外卖行业的快速发展，B 端餐饮渠道对复合调味品的需求可能盛于零售端，尤其是以连锁餐饮品牌为代表的 KA 客户。

图 39 我国餐饮业收入规模及增速（亿元）



数据来源：中国饭店业协会，上海证券研究所

图 40 我国在线外卖市场规模及增速（亿元）

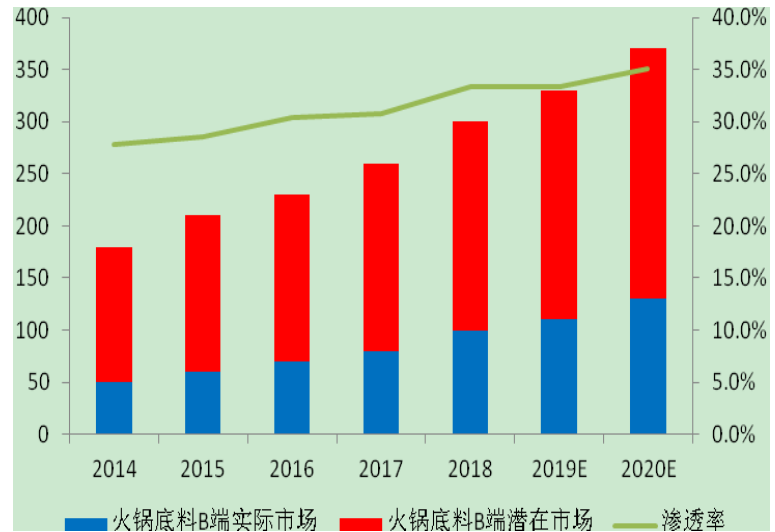


数据来源：艾媒咨询，上海证券研究所

➢ **火锅底料**：我国火锅市场规模庞大，但格局分散，第一品牌海底捞市占率仅为 3.5%，其余品牌份额均不足 1%，2017 年 CR5 仅为 5.5%。小、散、弱的火锅企业经营现状导致大多数火锅门店以自制的火锅底料为主，供给能力有限，反向压制规模扩张。作为国内第一餐饮业态的火锅业，在餐饮连锁化的大趋势中，管控产品品质、释放厨师人效、加强前端供应等带来的产品标准化、批量化产

求为复合调味品拓展 B 端餐饮渠道带来了契机。2018 年 2B 的火锅底料实际市场规模约 100 亿元，潜在市场规模约 200 亿元，渗透率由 2017 年的 31% 提高至 33%，预计到 2020 年 2B 火锅底料实际和潜在的市场规模分别将为 130 亿元和 240 亿元，渗透率有望进一步提高至 35%。

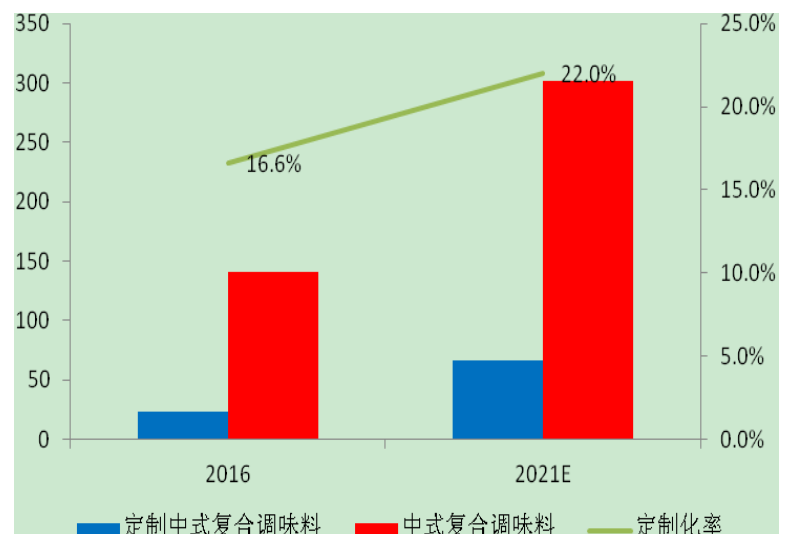
图 41 火锅底料 B 端市场实际和潜在的市场规模 (亿元)



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

➢ **中式复合调味料:** 定制的中式复合调味料有助于餐饮企业改善食品质量、简化制作流程, 促进标准化及加快业务扩张。2016 年, 我国定制的中式复合调味料市场规模约为 23.41 亿元, 占中式复合调味料市场的 16.6%, 预计到 2021 年定制市场规模可达 66.50 亿元, 期间复合增速为 23.2%, 高于同期中式复合调味料整体增速 16.5%, 定制化率将进一步提升至 22.0%。

图 42 火锅底料 B 端市场实际和潜在的市场规模 (亿元)



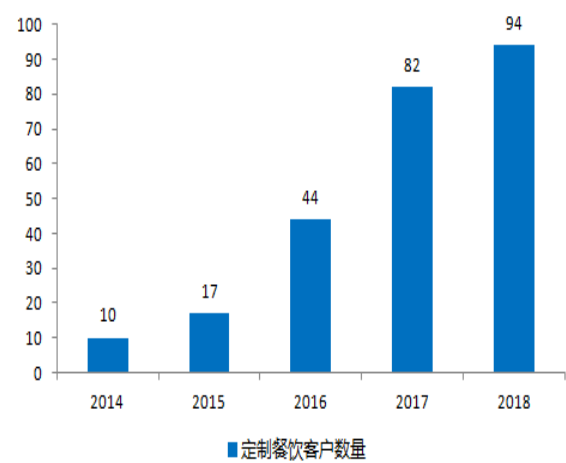
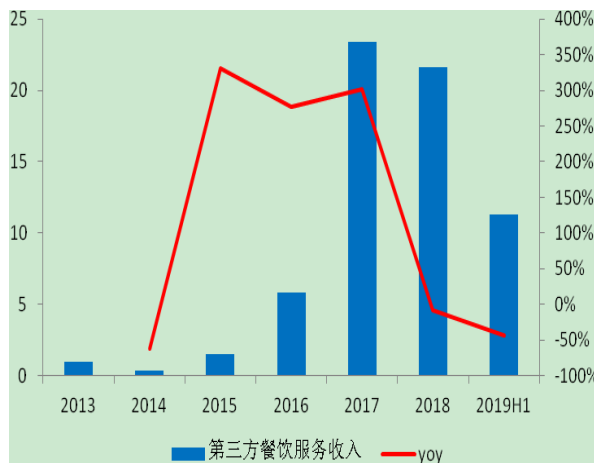
数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所



颐海国际凭借多年为海底捞供货的经验，开展第三方定制餐调服务。公司拥有强大的生产能力和坚实的研发实力，能够为第三方餐饮企业提供大批量的定制化产品，自 2015Q2 起公司加强了对第三方餐饮客户的个性化服务。2015 年，公司定制餐饮实现收入 155 万元、客户数量为 17 家，至 2018 年定制餐饮收入增长至 2160 万元、客户数量增加至 94 家，收入占比 0.8%。但 B 端定制餐调服务客户与公司现有的 to C 为主经销商渠道不完全重合，需要独立的团队去运营，费用投入大产出却较少，存在规模不经济的问题，2019 年上半年公司对定制餐调业务作出调整，不直接服务第三方终端餐饮客户，而是通过蜀海供应链为其提供服务，参照海底捞的可比净利率进行定价。2019 年上半年，受业务调整影响，公司第三方餐饮服务收入同比减少 43.5% 至 1130 万元。

图 43 颐海国际第三方餐饮服务收入（百万元）

图 44 颐海第三方餐饮服务客户数量

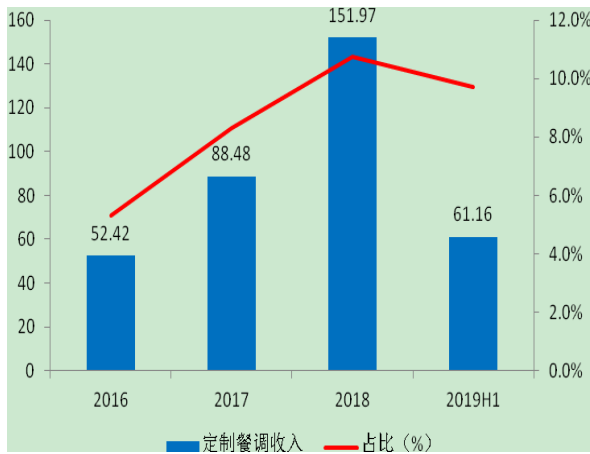


数据来源：wind，上海证券研究所

数据来源：wind，上海证券研究所

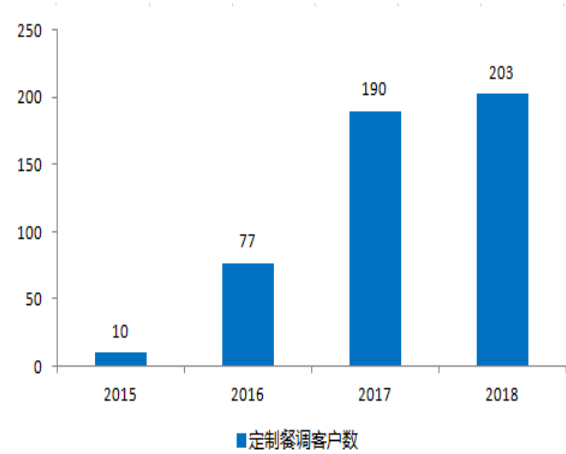
天味食品发力定制餐调，占比逐年提高，毛利率有提升空间。天味食品利用自身的研发优势为国内中大型餐饮连锁企业提供定制产品，如张亮麻辣烫、姐弟俩土豆粉、小龙坎等，满足连锁餐饮企业对产品标准化、食品安全性及口味稳定性的需求。2016 年，公司定制餐调收入 5242 万元，至 2018 年增长至 1.52 亿元，期间复合增速 70.3%，收入占比超过 10%，2019 年上半年定制餐调实现收入 6116 万元。定制餐调客户数量由 2015 年的 10 家大幅增加至 2018 年的 203 家。公司制定了全面提速定制餐调业务的整体布局与市场拓展计划，给予新进入的定制餐调客户较低定价，且由于定制餐调产品多为小批量定制生产，成本略高，使得定制餐调渠道的各个产品毛利率较其他渠道偏低，未来有较大的提升空间。

图 45 天味食品定制餐调收入及占比 (百万元)



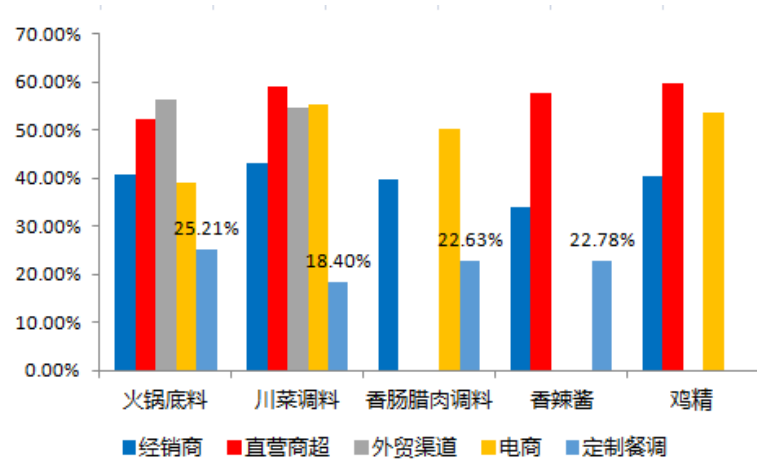
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 46 天味食品定制餐调客户数量



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 47 天味食品各产品不同渠道毛利率水平 (2018 年)

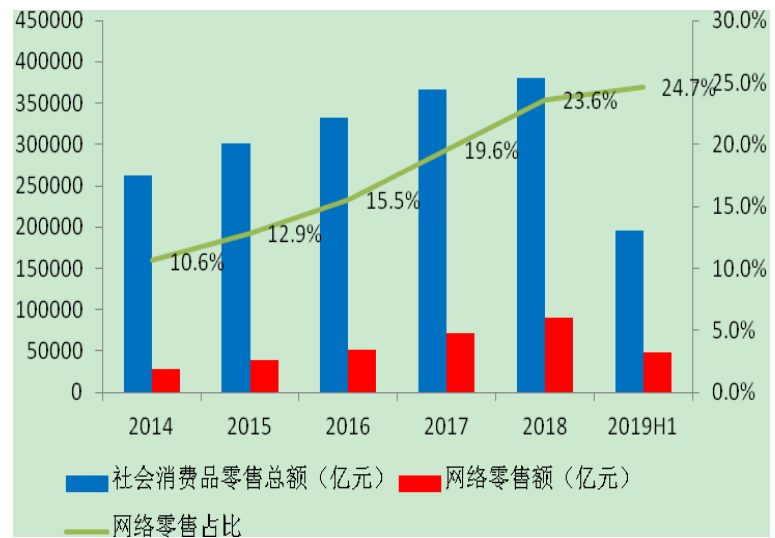


数据来源: wind, 上海证券研究所

### 3.3 电商：新品试销和品牌营销主阵地

网络零售额占比接近 25%。2018 年，全社会消费品零售总额达 38.10 万亿元，其中网络零售额 9.01 万亿元，占比 23.6%，且连续两年保持每年增加逾 4 个百分点的速度，2019H1 该比例进一步提高至 24.7%，线上零售的地位不断提升。

图 48 全国网络零售额规模及占比（亿元）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

**企业布局电商渠道，看中新品试销和品牌营销两大功能。**第一，电商逐渐成为企业新品试销的主要平台，能够迅速地触及消费者，及时收集消费者反馈信息，从而对新品定位及配方进行调整改良。第二，在线下门店及经销商渠道覆盖不到的地区，电商能够先行一步起到品牌传播、营销的作用，如配合各大节日推出促销活动能够激发人们的购物欲、刺激囤货等消费行为，从而加强消费者对品牌的认知度。为了匹配线上购物快速便捷的特性，企业需要同步加强线下物流体系，如在全国多个区域设置电商物流分仓，以提高送货的时效性。目前颐海国际在天猫、京东等电商平台拥有 5 家自营旗舰店，以旗舰店为主要的品牌互动阵地，加强与消费者的沟通，并利用多个物流分仓，线上线下结合优化购物体验。同时，颐海的产品以统一入仓模式进入到京东超市、天猫超市等渠道，主打量贩装，并配合赠品，以提升在电商大客户平台的体验感和销量。2018 年，公司电商渠道销售收入 2.17 亿元，2013-2018 年均复合增长 140.4%，收入占比由 0.9% 提高至 8.1%，2019H1 电商销售收入 1.18 亿元，同比增长 46.8%。

图 49 颐海在线上推出新品



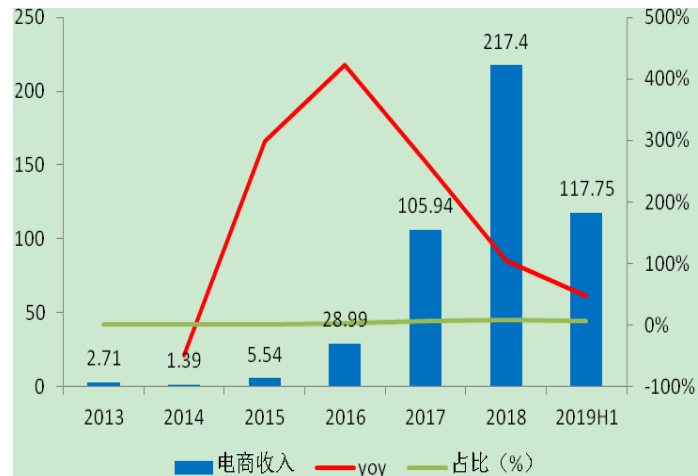
数据来源：京东，上海证券研究所

图 50 颐海与聚划算联合推出促销活动



数据来源：天猫，上海证券研究所

图 51 颐海电商渠道收入及占比（百万元）



数据来源：wind，上海证券研究所

## 四、管理：加强激励，提升内部人效

### 4.1 研发：产品项目制激发创意，加速出新

颐海国际引入产品项目制激发员工创意、加快推陈出新。颐海国际于 2018 年在研发端引入产品项目制，提拔有新品创意及具备统筹管理能力的员工作为项目负责人，领导项目从立项到上市的全过程实施与发展，并整合内外部优势资源，依托公司强大的研发平台和渠道支持，进行新产品的开发及推广，产品上市实现盈利后项目组成员可以进行相应的利润分享。产品项目制极大地刺激了员工发挥创意、推陈出新的积极性，提升了新品的开发速度和成功

率。在特有的“产品项目制”主导下，2018 年颐海国际开发了 16 种新品，包括多种口味的小龙虾调味料、多种自加热小火锅及即食酱等产品，均收获不俗的市场表现。2019 年上半年公司新开发产品数量进一步达到了 29 种，新品数量创下新高。

图 52 颐海的产品项目制流程

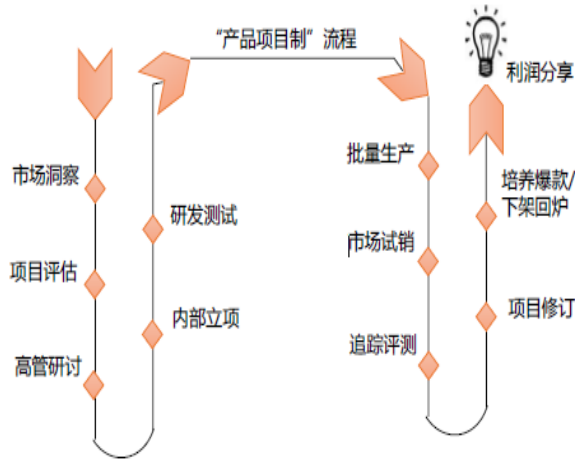
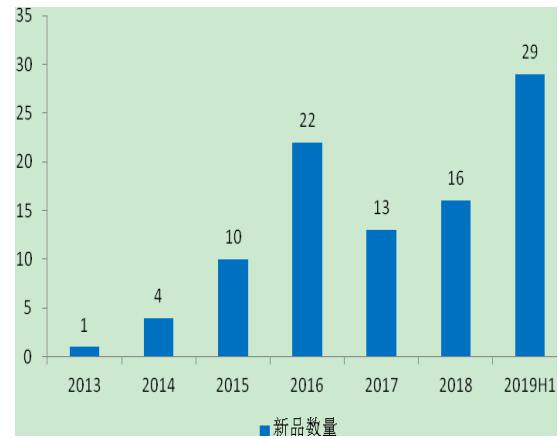


图 53 颐海历年推出的新品数量



数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：wind，上海证券研究所

## 4.2 销售：内部合伙人及其裂变机制提高人效，外部精细化

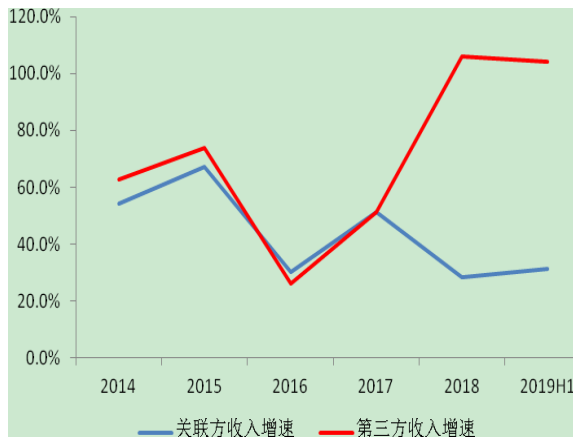
### 经销商渠道

与海底捞一脉相承，颐海国际 18 年推行销售“合伙人”激励机制。2018 年颐海国际在销售人员中推行“合伙人”激励机制，替代了以前的销售目标达成率考核方式，将业绩提成改为与负责业务单元利润挂钩，以利润的 5% 作为销售人员的奖金核算，不设上限，并给予渠道费用使用权限和方式的充分授权。此举承袭于海底捞的“店长制”，极大程度地激发了销售人员的主观能动性、强化了其“主人翁”意识，将企业经营目标和员工自身收益绑定，有效地提升了销售额增速、降低了费用率水平。在“合伙人”激励机制下，2018 年公司第三方收入达 15.05 亿元，同比增长 106.1%，远高于销售费用 46.7% 的增幅，销售费用率由 2017 年的 10.0% 降至 9.0%，销售人员人均创收从 2017 年的 18 万/月提高至 2018 年的 36 万/月，实现翻倍。

乘胜追击，19 年再引入“合伙人裂变”机制，推行师徒制。2019 年上半年，为了解决人才瓶颈和激励延续性问题，公司在已有的“合伙人”激励机制基础上实行“合伙人裂变”机制。“合伙人裂变”机制内部基因来自于海底捞的“师徒制”，授权合伙人培养自己的助理，助理可裂变为“徒弟合伙人”，并一同分享“师傅合伙人”业务单元利润，保障渠道下沉所需的人力供应，并允许师傅合伙人超出旧区域去发展业务，开拓渠道下沉动力。在 2018 年合伙人机

制及 2019H1 合伙人裂变机制下，预计公司营销人员数量后期不会减少，将维持稳定的低速增长，更注重激励人效提升。

图 54 2018 年起颐海第三方收入增速明显高于关联方



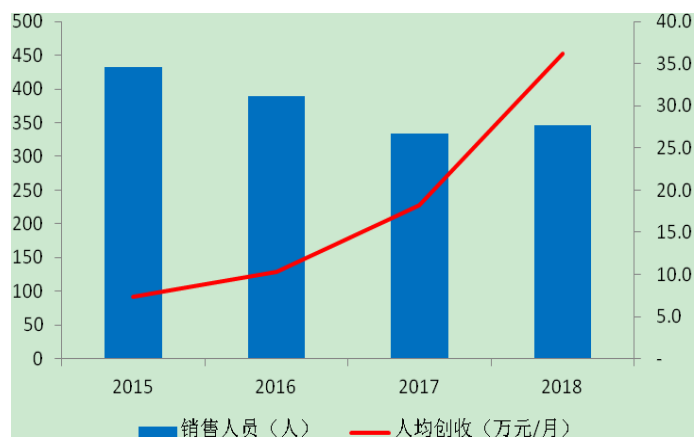
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 55 颐海销售费用率变化



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 56 颐海销售人员及人均创收情况

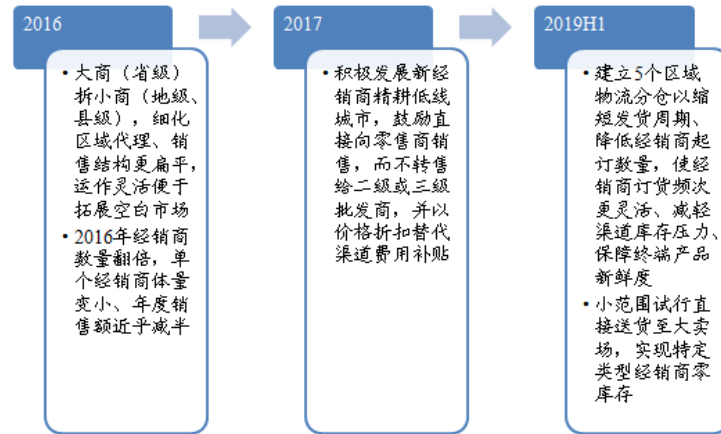


数据来源: wind, 上海证券研究所

外部对经销商进行结构调整，完善物流仓储降低渠道库存压力。2016 年上半年，颐海国际对经销商渠道进行调整，“大商拆小商”，即将大型的省级经销商拆分为地级市小型经销商，地级市经销商还可继续下沉分销至县级市，区域代理进一步细化，整体销售结构更加扁平。2016 年下半年渠道调整基本完成，经销商数量实现翻倍，但由于体量小型化，单个经销商年度销售额近乎减半。小经销商制运作更加灵活，能够帮助公司快速拓展空白区域、下沉渠道。2017 年公司积极发展新的经销商精耕低线城市，并鼓励现有经销商直接向零售商销售，而不转售给二级或三级批发商，降低渠道加价率，并针对部分经销商以价格折扣替代渠道费用补贴。2019 年上半年，为了进一步对经销商渠道进行精细化管理，公司建立了 5 个区

域物流分仓，以缩短发货周期、降低经销商的起订数量，使经销商订货频次更加灵活、减轻渠道库存压力、保障终端产品新鲜度。同时，公司小范围试行直接送货至大卖场渠道，实现特定类型经销商零库存，运行情况良好，经销商反馈积极。

图 57 颐海对经销商进行结构调整及优化配送效率



数据来源：公司公告，上海证券研究所

## 五、风险提示

行业景气度下降风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、食品质量安全风险等。

## 分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。