

火锅行业深度报告：群英毕至，火中取“利”

休闲服务行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

➤ **火锅作为餐饮行业细分品类中的翘楚，迎来万亿市场空间。**2018年全国餐饮收入42716亿元，同比增长7.8%，其中，火锅餐饮依旧是餐饮细分中最大的品类，占餐饮市场份额的比重达到20.5%，实现总收入8757亿元。根据《2018年中国餐饮业年度数据报告》，对比其他餐饮业态，火锅业每平方米营收高达2.63万元，营收同比增速24.7%，净利率为11.8%，领先其他餐饮品类，预计到2020年，国内火锅市场规模有望破万亿。

➤ **门店席卷全国，竞争格局分散。**据《2018年中国火锅品类专题报告》数据，截至2018年上半年，全国火锅店数量已经接近40万，其中以“麻辣”口味为主的川渝系火锅占据半边江山，甚至更多，但是目前行业竞争格局分散，排名前十的企业门店数量合计不到6200家，占国内40万家的比重仅为1.55%，连锁化率较低。

➤ **上游食材丰富，强化供应链管控压缩成本。**火锅的食材非常丰富，但是原材料采购的地域来源跨度较广，同时原材料成本占营业成本比重较大，因此合理的采购流程叠加供应链管控，能够降低企业的成本。以海底捞为例，原材料及易耗品成本占经营成本的比重高达45.08%，其次才是人力成本，占比为32.61%。

➤ **中游调味品和速冻食品，颐海国际、天味食品、安井食品。**2017年火锅调味品的市场规模突破200亿元，年增速达到13.7%，预计2018年的火锅调味品市场规模已经达250亿元左右，其中火锅底料市场占比约80%。目前火锅底料市场中，红九九（9.2%）、颐海国际（7.9%）和天味食品（7%）的市场份额合计占比24.1%，集中度不高。速冻火锅料制品中规模最大的就是安井食品，火锅料制品的销售额目前不足30亿元。而速冻米面制品的行业集中度较高，CR4超70%，未来速冻火锅料制品的集中度有望进一步提升。

➤ **下游行业发展三大趋势，火锅门店、火锅外卖、方便火锅。**1) 火锅门店，根据统计局的数据，全国餐饮门店的总个数是656.9万家，也就是说每100家餐饮门店中，就有6家是火锅门店。2) 火锅外卖，传统火锅的外卖成本非常高，发展几经坎坷，近年来以火锅的衍生品种冒菜、麻辣烫、香锅等外卖发展较快。3) 方便火锅，随着生活节奏的加快，人们对便捷就餐的要求逐步加大，方便火锅目前已经成为各大龙头企业零售端发展的主要方向之一。

➤ **风险提示：**原材料价格波动的风险、食品安全风险、行业竞争格局变化的风险、宏观经济下行的风险。

一年内行业相对大盘走势


钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理

电话：051082832787

邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中秋国内旅游人次过亿，十一假期行情预热》
《休闲服务》
- 2、《行业增长进入低速区间，龙头贡献加大》
《休闲服务》
- 3、《中秋小长假即将来临，周边游需求旺盛》
《休闲服务》

正文目录

1	火锅:餐饮行业细分品类中的翘楚	4
1.1	火锅市场迎来万亿空间	4
1.2	六大派系口味各有千秋	5
2	火锅市场的现状:高盈利+竞争分散+多业态	7
2.1	高盈利模式下的优选赛道	7
2.2	门店席卷全国,竞争格局分散	8
2.3	价格阶梯分布,传统火锅价位更高	9
2.4	差异化带来多元化,业态不断丰富	10
3	火锅产业链分析:聚众上演沸腾时刻	11
3.1	上游:完善采购流程+强化供应链管控	12
3.2	中游:调味品和速冻食品	14
3.3	下游:火锅门店+火锅外卖+方便火锅	19
3.3-1	火锅门店:多品牌竞争激烈	20
3.3-2	火锅外卖:成本居高不下,火锅衍生品更佳	23
3.3-3	方便火锅:零售空间大,渠道竞争是关键	24
4	行业相关标估值比较	26
5	风险提示	26

图表目录

图表 1:	2010-2018 年餐饮行业收入及增速	4
图表 2:	2017 年餐饮行业细分类别市场份额	4
图表 3:	2018 年火锅行业市场规模突破 8700 亿元	4
图表 4:	5000 年前的初级火锅——小陶灶	5
图表 5:	春秋时期的青铜火锅	5
图表 6:	海底捞具有四川特色的清油麻辣锅底	6
图表 7:	海底捞具有重庆特色的牛油麻辣锅底	6
图表 8:	国内六大派系火锅分类和区域分布	6
图表 9:	粤系经典火锅——潮汕牛肉火锅	7
图表 10:	台式小火锅	7
图表 11:	2018 年火锅与其他品类餐饮经营情况对比	8
图表 12:	2014—2018 中国餐饮门店数量及火锅门店家数占比	8
图表 13:	2019 年中国火锅 TOP10 企业排名及门店数量	9
图表 14:	人均消费 50 元以下的火锅仍是主流	10
图表 15:	传统火锅及火锅衍生出的其他“变种”	10
图表 16:	火锅行业产业链图谱	11
图表 17:	2018 年海底捞经营成本构成	12
图表 18:	味蜀吾老火锅采购流程	13
图表 19:	小龙坎供应链——盖志赋能	13
图表 20:	蜀海供应链合作伙伴	13
图表 21:	火锅调味品市场规模及增速	14
图表 22:	2017 年火锅调味品市场结构	14
图表 23:	火锅底料市场规模及增速	14
图表 24:	2017 年火锅底料市场结构	14
图表 25:	红九九产品体系	15
图表 26:	颐海国际营业收入及增速	15

图表 27: 颐海国际毛利率和净利率趋势.....	15
图表 28: 颐海国际产品系列.....	16
图表 29: 颐海国际的收入构成.....	16
图表 30: 颐海国际火锅调味料中关联方占比情况.....	16
图表 31: 天味食品营业收入及增速.....	17
图表 32: 天味食品毛利率和净利率趋势.....	17
图表 33: 天味食品收入结构.....	17
图表 34: 天味食品火锅底料销售额.....	17
图表 35: 速冻食品中的火锅料制品——以安井食品为例.....	18
图表 36: 安井食品火锅料制品销售额.....	18
图表 37: 安井食品已形成全国覆盖的销售网络.....	18
图表 38: 火锅行业发展的三个方向: 火锅门店+火锅外卖+方便火锅.....	19
图表 39: 15 大城市火锅店数量以及不同连锁火锅品牌的门店数量 (家).....	20
图表 40: 上半年海底捞营业收入增速达到 59.3%.....	21
图表 41: 上半年海底捞净利润增速达到 40.92%.....	21
图表 42: 2019 年上半年海底捞门店数达 593 家.....	22
图表 43: 海底捞同店销售额及增速.....	22
图表 44: 2019H1 呷哺呷哺营业收入增速达到 27.3%.....	22
图表 45: 2019H1 呷哺呷哺门店数达到 955 家.....	22
图表 46: 2019H1 呷哺呷哺顾客人均消费 56.3 元.....	23
图表 47: 2019H1 呷哺呷哺翻座率为 2.4 倍.....	23
图表 48: 淘汰郎小外卖火锅.....	23
图表 49: 暴躁熊猫外卖火锅.....	23
图表 50: 自家热小火锅主要材料.....	25
图表 51: 自热小火锅销售渠道.....	25
图表 52: 火锅行业发展的三个方向: 火锅门店+火锅外卖+方便火锅.....	25
图表 53: 行业相关标的业绩和估值情况比较.....	26

1 火锅:餐饮行业细分品类中的翘楚

1.1 火锅市场迎来万亿空间

2018年全国餐饮收入42716亿元,同比增长7.8%,其中,火锅餐饮依旧是餐饮细分中最大的品类。2017年火锅占餐饮市场份额的比重为13.7%,其次是四川菜和中式快餐,占比分别为12.4%和12.2%。2018年,火锅餐饮行业持续高增,全国火锅业实现总收入8757亿元,市占率大幅提升,占餐饮市场份额的比重达到20.5%,较2017年提升了6.8个百分点,位居细分类别第一。

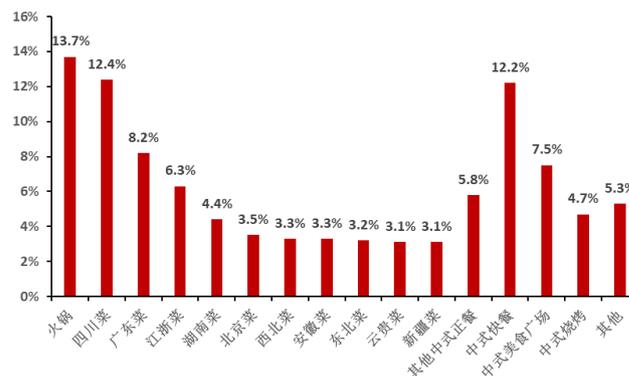
据《2018年中国火锅品类专题报告》数据,截至2018年上半年,全国火锅店数量已经接近40万,火锅市场规模不断扩大,一线城市门店成熟后,众多商家将门店逐步向二三线城市下沉,同时引入更多的消费场景,预计到2020年,国内火锅市场规模有望破万亿。

图表 1: 2010-2018 年餐饮行业收入及增速



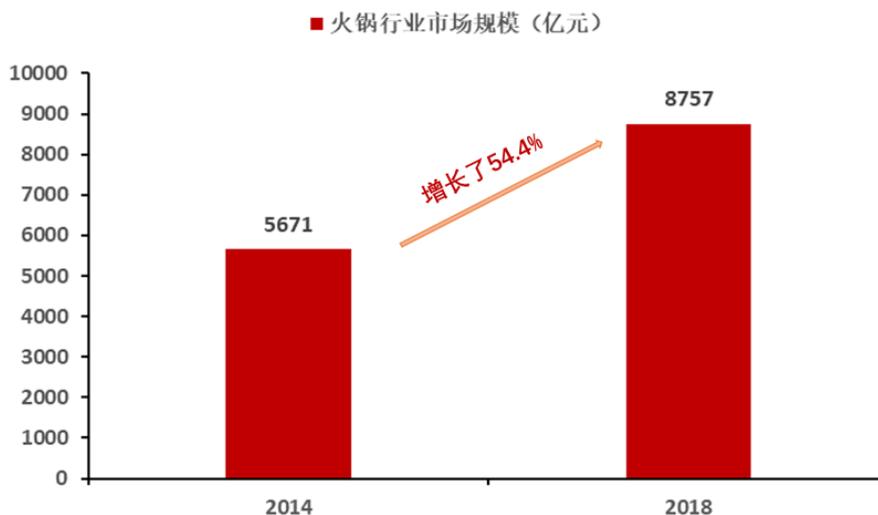
来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 2: 2017 年餐饮行业细分类别市场份额



来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

图表 3: 2018 年火锅行业市场规模突破 8700 亿元



来源: 中国饭店业协会, 国联证券研究所

1.2 六大派系口味各有千秋

中国的饮食文化历史悠久，国人已经走出了早期的“饥饿时代”，进入“饱腹时代”，随着食物供给的不断充足，生活水平的不断提高，人们对于“吃”也越来越讲究。例如在不同的节日，全国各地均有一些独特的食俗，春节吃饺子、端午吃粽子，中秋吃月饼等。我国地大物博，地理文化的差异形成了不同的饮食喜欢，口味不一。

火锅作为餐饮行业的细分一支，最早在 5000 年前江浙地区就形成了以小陶灶为主了初级火锅模式，经历了春秋时期青铜火锅，到三国时期出现了分有几格的火锅，最早在《魏书》中就提到“五熟釜”，这和现在的鸳鸯锅以及九宫格有异曲同工之处。在汉代兴起了碳炉火锅，唐宋时期火锅开始盛行，元朝时期，涮肉火锅开始流行起来，发展到清代，各种涮肉火锅已成为宫廷冬令佳肴。

图表 4: 5000 年前的初级火锅——小陶灶



来源：宝藏网，国联证券研究所

图表 5: 春秋时期的青铜火锅



来源：宝藏网，国联证券研究所

在火锅发展的过程中，其实器皿的变化并不是很大，新的容器都通过更好的材质来传递热量和保全食物的味道。但是由于地域环境、饮食结构等多种因素，火锅的汤底、调料愈发的不同，口味逐渐出现多样化，让火锅类别越来越细分，并且逐渐形成了目前的区域格局。我们根据市场上的口味特征，对火锅进行了划分，主流的有六大类，分别是北派火锅、江浙系火锅、川渝系火锅、云贵系火锅、粤系火锅以及台式火锅。

北派火锅：北派火锅最大的特点就是食材偏爱肉类，尤其是羊肉和牛肉，熟知的有老北京火锅、内蒙古肥羊火锅、东北白肉火锅、羊蝎子火锅、山东肥牛火锅等，汤锅的锅底相对清淡，调味料的品种很多，偏爱麻酱。

川渝火锅：川渝火锅特指四川和重庆地区的火锅，以“麻辣鲜香”著称，也是目前最受消费者喜爱的火锅。但是四川火锅和重庆火锅并不完全相同。1) 首先在底料上：四川火锅经常以菜籽油等植物油为主，因此为了增加味道，需要辅助添加辣椒和花椒等味道比较重的香料，而重庆火锅多以牛油为主，油质较重，能够很好的锁住味道，特别是火锅中以肉食为主，各种动物性食材能很好的融入牛油中并保存下来。2) 其次是食材的区别，重庆火锅对食材的前期加工较少，偏爱肉类，早期绿色蔬菜很少，品种没有四川火锅那么丰富。3) 蘸料。两地蘸料的标配就是蒜泥加香油，重庆火锅

的蘸料基本就是这两样在配上香菜，而四川蘸料丰富，海鲜酱、蘑菇酱、牛肉酱等等。

图表 6: 海底捞具有四川特色的清油麻辣锅底

清油麻辣火锅

植物油炒制，香辣浓郁不油腻

严选花椒、辣椒、香辛料原料，地道川味火锅；传统工艺发酵豆瓣；汤底色泽鲜红，口感香辣浓郁；推荐搭配涮食脆弹类动物食材。

覆盖区域：全国覆盖



来源：海底捞官网，国联证券研究所

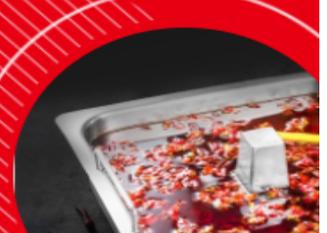
图表 7: 海底捞具有重庆特色的牛油麻辣锅底

牛油麻辣火锅

慢火熬煮4小时的牛油锅底

选用牛油与茂汶等原产花椒，越煮越香，不变味，搭配蒜泥香油味碟，这样吃才地道。

覆盖区域：全国覆盖



来源：公开资料整理，国联证券研究所

图表 8: 国内六大派系火锅分类和区域分布



来源：公开资料整理，国联证券研究所

江浙系火锅:江浙地区文化融合俩全国各地,因为口味比较多,食材也相对丰富,比较著名的有菊花锅、什锦锅、一品锅和土鸡锅等。菊花火锅盛行于晚清宫廷,取菊花瓣净洗,撕成荏丝洒入汤内。待菊花清香渗入汤内后,将生肉片、生鸡片等入锅汤熟,蘸汁食用,其滋味芬芳扑鼻,别具风味。

云贵系火锅:云贵地区喜欢吃野生菌类,味道鲜美,因此以养生菌菇汤居多,偏爱酸辣口味,火锅汤底制作过程讲究,口味独特。比较火的有菌菇火锅、酸汤鱼火锅、腊排骨火锅等。

粤系火锅:粤系火锅包括广东、福建等地,口味清淡,清汤锅底居多、食材以海鲜、牛肉、丸子为主。包括海鲜火锅、潮汕牛肉火锅、豆捞火锅等。近两年潮汕牛肉火锅在已经在江浙沪地区开了多家门店。

台式火锅:多以环保、时尚、养生为口号,一般是“一人一小锅”形式,口味清淡。呷哺呷哺是比较具有代表性的台式火锅,1998年创立于北京,开创了时尚吧台小火锅的新业态。

图表 9: 粤系经典火锅——潮汕牛肉火锅



来源: 国联证券研究所

图表 10: 台式小火锅



来源: 中国食品网, 国联证券研究所

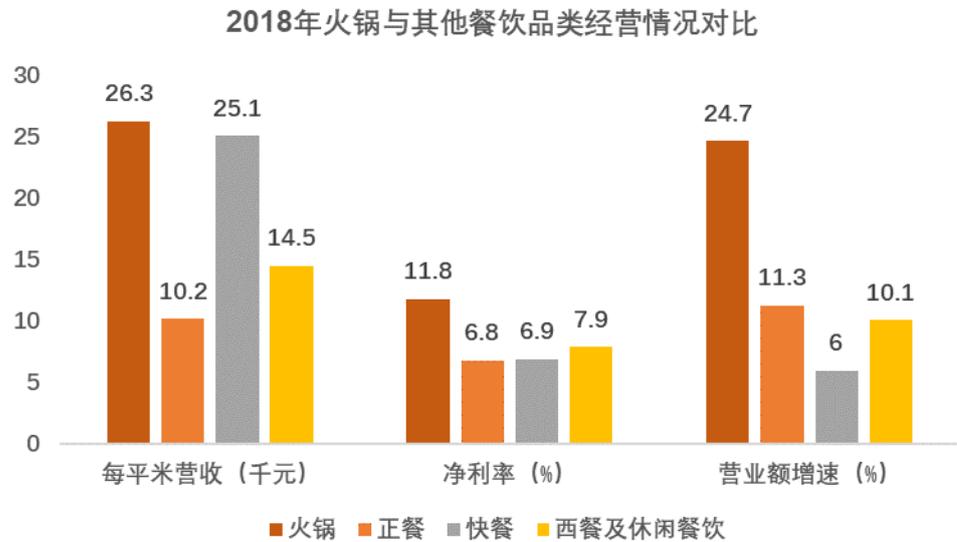
2 火锅市场的现状: 高盈利+竞争分散+多业态

2.1 高盈利模式下的优选赛道

前文中我们便指出 2018 年全国火锅业市场收入 8757 亿元,较 2014 年增长 54.4%,火锅成为餐饮细分类别中占比最大的分支,同时随着居民收入水平的提高,外出就餐的频次也在不断增长,未有望来迎来万亿万亿的增长空间。

根据抽样的数据,中国饭店业协会发布了《2018 年中国餐饮业年度数据报告》,报告显示火锅行业每平米营收高达 2.63 万元,快餐次之为 2.5 万元,而正餐仅为 1.02 万元。同时营业额增速上火锅以 24.7%的增速位列首位。在净利率方面,火锅达到 11.8%,同样高于其他三种餐饮类型。从收入的增速和盈利能力的表现上来看,火锅行业较其他餐饮类型的表现较好,成为高速增长的首选赛道。

图表 11: 2018 年火锅与其他品类餐饮经营情况对比



来源: 中国饭店业协会, 艾瑞咨询, 国联证券研究所

2.2 门店席卷全国, 竞争格局分散

据《2018 年中国火锅品类专题报告》数据, 截至 2018 年上半年, 全国火锅店数量已经接近 40 万, 而 2017 年规模尚且在 30 万左右, 仅上半年的时间, 火锅店就如雨后春笋般的在国内各大城市快速扩张。《2017 年餐饮大数据白皮书》中披露, 中国餐饮门店数量达到 578.6 万家, 其中火锅门店占比为 5.1%; 到 2018 年餐饮门店数量为 656.9 万, 但是火锅门店占比已经提升了 1 个百分点, 未来仍持续不断地有新品牌进入, 竞争激烈。

图表 12: 2014—2018 中国餐饮门店数量及火锅门店家数占比



来源: 中国饭店业协会, 艾瑞咨询, 国联证券研究所

火锅行业门店 40 多万家，但是以“麻辣”口味为主的川渝系火锅占据半边江山，甚至更多。然而随着消费者健康养生意识的提高，清汤锅底的菌汤火锅、海鲜火锅以及潮汕牛肉火锅等云贵系和粤系火锅也正在不断崛起，火锅门店实现跨区域全国布局，多品类共同发展。

下表统计了中国火锅 TOP10 企业排名，海底捞和呷哺呷哺稳居第一和第二，香天下、蜀大侠和朝天门异军突起，香天下由 2018 年的第八名提升到 2019 年的第三名，蜀大侠和朝天门进入了前十名。前十大火锅企业的排名中，川渝系 7 家，北派 2 家，台式 1 家，川渝系火锅已经成为最受大众欢迎的火锅品类。下表中：1) 门店数量仅指集团旗下火锅品牌的门店数量，首先以公司官网上公布或者最近一期年报公布的门店数为依据，如果没有，我们提取公开新闻资料中的门店数量；2) 上海门店数量首先以公司官网中门店查找的数据为主，公司官网中提取不到的，以大众点评搜索到的门店数量为依据。

图表 13: 2019 年中国火锅 TOP10 企业排名及门店数量

排名	集团	变动	门店数量 (家)	派系	上海门店数量 (家)	上海人均消费 (元)
1	海底捞	持平	466	川渝系	47	135-150
2	呷哺呷哺	持平	886	台式	55	75-90
3	香天下	提升 5	700	川渝系	23	125-135
4	德庄	提升 1	900	川渝系	9	115-130
5	刘一手	提升 2	700	川渝系	7	95-120
6	小龙坎	下降 3	710	川渝系	9	145-160
7	黄记煌	下降 3	640	北派	7	90-100
8	小尾羊	下降 2	188	北派	2	82
9	蜀大侠	上升 10	300	川渝系	12	130-150
10	朝天门	上升 8	700	川渝系	3	105-115

来源：中国饭店业协会，大众点评，国联证券研究所

火锅行业目前竞争格局分散，根据上表统计的数据显示，前十名企业门店数量不到 6200 家，占国内 40 万家的比重仅为 1.55%，而目前这十家已经是火锅行业中规模相对较大的企业。因此火锅行业的目前连锁化率非常的低，大型火锅连锁企业一般选择以直营+加盟的模式迅速拓展新店，德庄和呷哺呷哺有望在今年突破 1000 家门店，但行业中仍存在很多小规模的家庭店。在如此竞争分散的市场中，品牌优势、连锁化能力、管理能力等会让目前的明星企业逐步发展壮大，市占率不断提升。

2.3 价格阶梯分布，传统火锅价位更高

根据美团点评统计的数据显示，人均消费 50 元以下的火锅是大众主流，2018 年中期人均消费超过 80 元以上的火锅店占比仅为 8.7%，具有代表性的就是传统型火锅海底捞、小龙坎、香天下等；人均消费 50 元-80 元的占比在 31.9%；30 元-50 元的占比高达 45.2%，60% 的火锅门店人均客单价不足 50 元。

美团点评统计出来的人均消费价格和我们日常生活中接触到的似乎有些偏差，这是为什么呢？主要是由于传统火锅定位和大众休闲火锅之间的消费差距。传统火锅指的是川渝系和北派这种，对锅底的底料、食材的选择、就餐的场地等要求较高，人均

消费较高，例如海底捞、小龙坎、蜀九香、巴奴火锅等。而大众休闲火锅是一种快速休闲火锅，餐桌服务比较简单，一般 1-2 人一锅，价格较低，包括串串、冒菜、麻辣烫、单人小火锅等。呷哺呷哺也是大众休闲火锅的一种，北上广深等热门商圈的客单价可以达到 80 元以上，大部分的门店的人均消费仍在 50 元-80 元区间。

图表 14: 人均消费 50 元以下的火锅仍是主流



来源：美团点评，国联证券研究所整理

2.4 差异化带来多元化，业态不断丰富

近年来，我国火锅的种类日趋多样化，大众对火锅的需求日益旺盛，据调查，以麻辣口味闻名的川式火锅约占中国火锅餐市场的 64.2%（按 2017 年收入计），是中国最受欢迎的火锅类型。

传统火锅的发展竞争激烈，不断细分的口味、特色和 demand 衍生出了新的业态。传统火锅更讲究包容，通常是大锅多人聚餐的选择，但是两三个人、一人食的需求逐步带来了“小”火锅市场，一人小火锅、串串、冒菜、麻辣烫、冷锅串串、钵钵鸡、关东煮等门店在国内迅速展开。例如冷锅串串，发源于成都，继承了火锅的精华和川味的精髓，不但味道悠长，麻辣可调，味碟多样且使用方便，具有休闲的情调，同时物美价廉，人均消费只有传统火锅的一半。

火锅的衍生品种其实是作为传统火锅的补充，能够更好地覆盖周边的消费人群，适应不同场景的需求，冒菜、麻辣烫、串串这些既可以堂食，也可以打包，还可以外卖，更符合中式快餐的经营模式，此外他们对技术要求更低，经营灵活，便于在全国扩张。但是由于客单价低、规模小、口味多变，很难形成标准化产品，因此连锁化的程度比较低，不存在较强的进入壁垒。因此这部分的门店淘汰和更新的速度都很快。

图表 15: 传统火锅及火锅衍生出的其他“变种”



来源：美团点评，国联证券研究所整理

3 火锅产业链分析：聚众上演沸腾时刻

图表 16：火锅行业产业链图谱



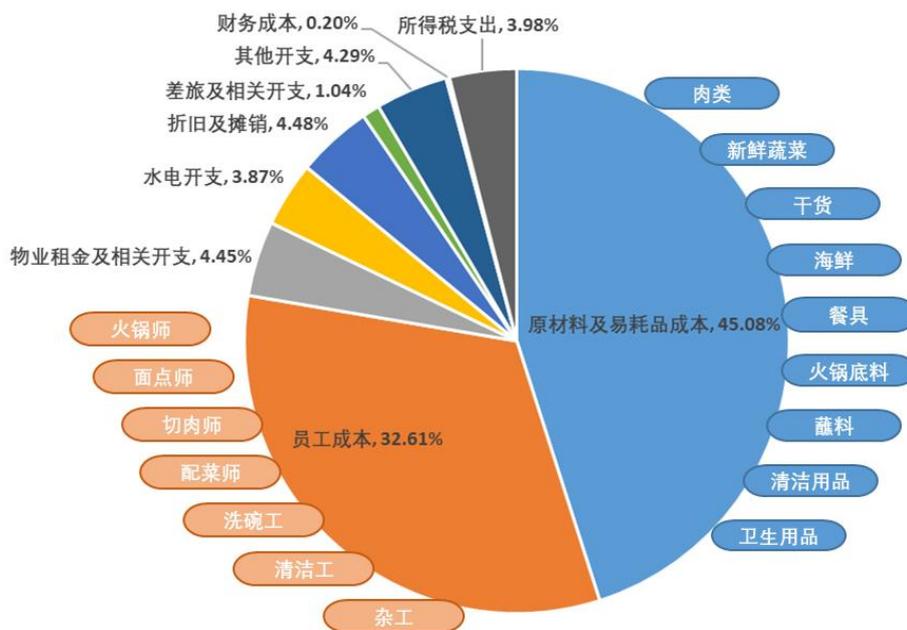
来源：国联证券研究所整理

3.1 上游：完善采购流程+强化供应链管控

火锅的食材非常的丰富，包括牛肉、羊肉、猪肉、海鲜、蔬菜水果等各种容易变质的食品原料—鲜活原料，以及大米、面粉、香料、罐头、干货等不容易变质的原料—可储存原料。鲜活的原料中尤其以毛肚、牛羊肉、鱼虾类海鲜等菜品最受欢迎，但是其食材来源多为北部草原、东南部沿海等地区，因此对于食材采购的质量和数量把控非常重要。

此外火锅的原材料占经营成本的比重最高，因此完善的采购流程可以从源头上把控好成本，进一步提升利润空间。我们以海底捞为例，原材料及易耗品成本占经营成本的比重高达 45.08%，其次才是人力成本，占比 32.61%。餐饮业为服务业，属于典型的劳动密集型产业，员工成本占总营业成本的比重较高，根据《2019 年中国餐饮业年度报告》显示，火锅行业的一线员工人均工资达 3400 元。海底捞以服务的高质量著称，火锅门店的人员要比一般的火锅店多 2-3 个，一般的火锅餐饮企业的人力成本要略低一些。

图表 17：2018 年海底捞经营成本构成



来源：海底捞 2018 年年报，国联证券研究所

采购流程的规范性和供应链的管控能力是控制上游原料成本的主要途径。这两年食材的价格也在不断地上涨，今年猪肉、牛肉、蔬果包括葱姜蒜等调味品均有不同幅度的上涨，原材料成本的压力较大，因此激烈的竞争中，成本的控制就显得至关重要。大型连锁的火锅企业，由于业务规模大，门店分散，各部门所用的食品、餐具、调料、酒类饮品原材料等，由行政总厨或部门经理将请购单交采购部，由采购人员按计划进行采购，保证供应。因此部分新鲜的食材由门店自主采购，但是冷鲜肉、冻肉、干货等易于集中采购的原料由公司餐饮部门集中采购，门店申领。

对于中小型火锅加盟店，由于其大多实行单独经济核算，加上火锅店加盟店品种

繁多，加工过程复杂，在火锅制作上大多未曾实行科学的定量管理，且食品原料受季节、市场、交通等因素影响较大。所以火锅原材料、调料、饮料等物资的采购、储存、库存管理均由火锅制作部门自行负责实施火锅店管理。完善的采购流程对原料质量、数量和及时性的把控能够在某种程度上降低成本，加大盈利能力。

行业中海底捞和小龙坎是供应链管理做的比较好的企业。小龙坎使用盖志赋能生态系统，上游端，盖志与全国 100 多家源头生产基地、国内上千家食品生产商，建立长期战略采购供应体系；下游端，盖志拥有 1000+合作餐饮门店，作为长期的固定终端渠道，对生鲜、干料、油类等食材有着庞大且稳定的需求量。通过上、下游打通，让火锅供应链发生从“直供”向“智供”的深层次转化。目前，盖志可量身定制黄喉、笋片、醪糟等上百类产品，全球日均消耗盖志 OEM 产品达 160 万份。

图表 18: 味蜀吾老火锅采购流程



来源：味蜀吾老火锅官网，国联证券研究所

图表 19: 小龙坎供应链——盖志赋能



来源：小龙坎官网，国联证券研究所

而海底捞上游拥有蜀海供应链管理有限公司，2007 年开始独立运作，为海底捞提供整体供应链托管运营服务，拥有遍布全国的现代化冷链物流中心、食品加工工厂等基地。目前除了供应海底捞之外，还服务于世界最大零售集团之一的“7-11”便利店、中餐类杨记兴·臭鳊鱼、青年餐厅、九毛九、丰茂烤串、管氏翅吧、肉串汪韩时烤肉等 1000 余家知名连锁餐饮及零售企业。

图表 20: 蜀海供应链合作伙伴



来源：海底捞官网，国联证券研究所

3.2 中游：调味品和速冻食品

3.2.1 火锅底料：红九九+颐海国际+天味

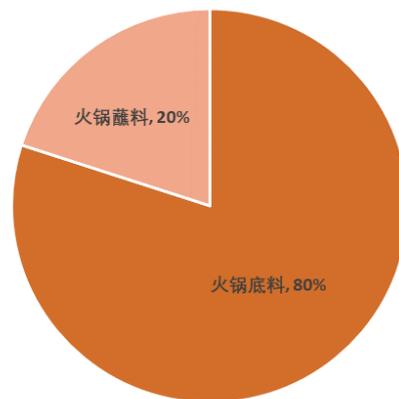
火锅的调味料分为火锅底料和火锅蘸料，2017 年火锅调味品的市场规模突破 200 亿元，年增速达到 13.7%，2018 年火锅下线门店快速增长，火锅调味品市场也顺势高增，我们预测 2018 年的火锅调味品市场规模已经达 250 亿元左右。其中火锅底料市场占比约 80%，火锅蘸料市场占比约 20%。

图表 21：火锅调味品市场规模及增速



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

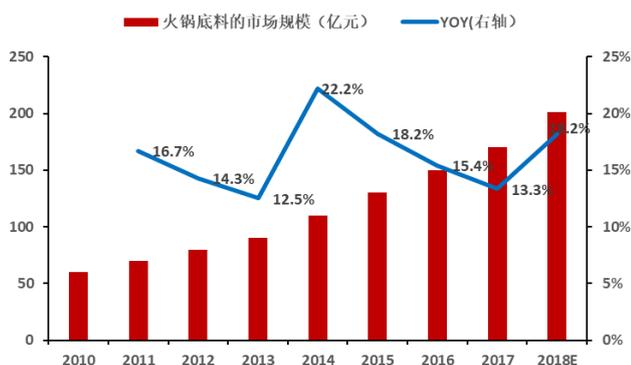
图表 22：2017 年火锅调味品市场结构



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

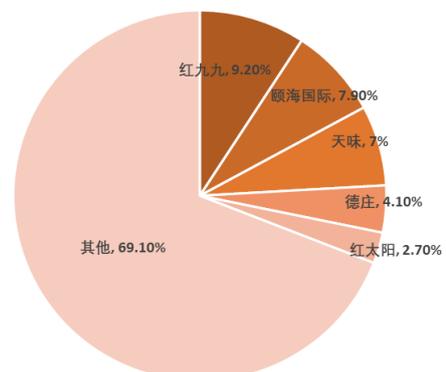
火锅底料是火锅调味品中的最重要的市场，决定了火锅的口味，主要消费的场景包括了餐厅和家庭食用，根据前瞻产业研究院的数据 2017 年的总规模已经达到 170 亿元，我们预测 2018 年约 200 亿左右。火锅底料既可以在零售渠道端销售，又可以进入 B 端市场。但是目前大部分的火锅都是以自制底料为主，尤其是小规模在市井火锅店、夫妻店、麻辣烫等，因此 2017 年 B 端市场的规模仅有 80 亿元。但是随着火锅门店的扩张以及连锁化率的提升，标准化的包装火锅底料产品能够避免自制带来的味道偏差，更好地服务于消费者，因此未来火锅底料的渗透率还会逐步提升。从 2017 年市场的竞争格局来看，红九九占底料市场规模的 9.2%，位居首位，颐海国际占比 7.9%，天味食品占比 7%，CR3 占比仅为 24.1%，市场集中度不高。

图表 23：火锅底料市场规模及增速



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 24：2017 年火锅底料市场结构

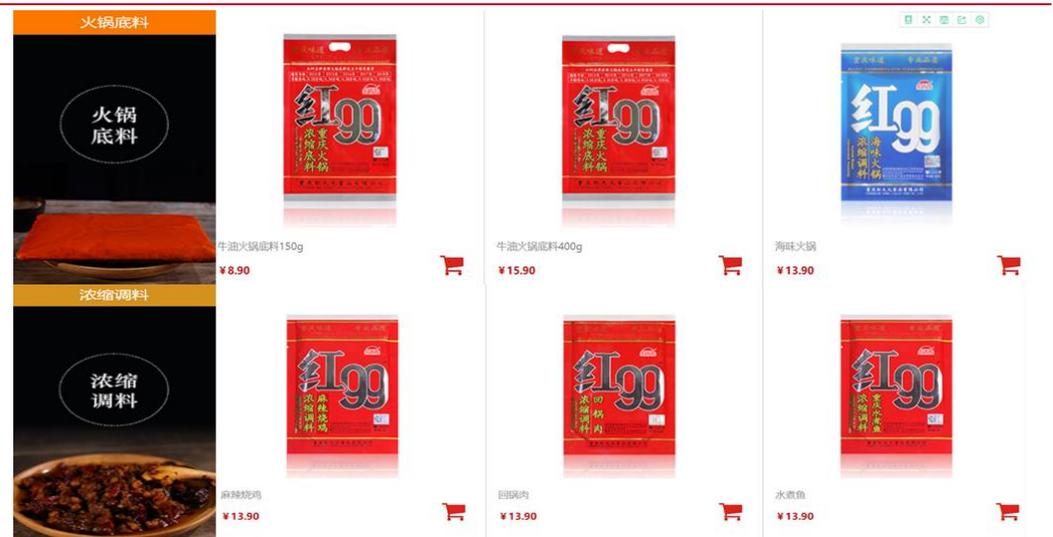


来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

➤ 红九九。

重庆红九九食品有限公司品牌“红九九”始建于1993年,是生产多用途“浓缩火锅底料”的专业生产厂家。目前拥有近4万平米的生产经营场地,年生产能力可达到10万余吨,并配有齐备的检验设施,自主创新设计能力极强,现拥有自主开发创新的世界唯一的全自动化、智能化的火锅底料机械化生产线11条,专业化程度极高。2013年红九九的销售规模不足5亿元,2017销售直逼10亿元,全年人均产值609万元,市场占有率第一,达到9.2%,领先颐海国际和天味食品。目前红九九的产品已经不局限于重庆地区,在全国的商超渠道均有流通。

图表 25: 红九九产品体系

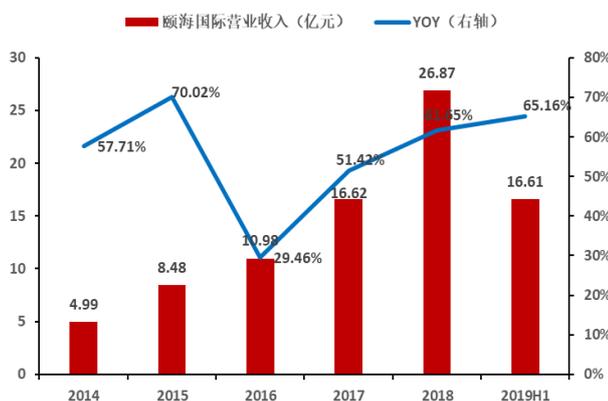


来源: 红九九官网, 国联证券研究所

➤ 颐海国际 (1579.HK)。

公司中国领先的复合调味料生产商, 产品包括火锅底料、复合调料、火锅蘸料、佐餐酱 (仅2款产品) 以及速食火锅, 以火锅调味料市场为主, 截止2018年底, 共拥有52款火锅调味料产品, 19款中式复合调味料产品, 以及7款方便速食产品。今年上半年实现营业收入16.61亿元, 同比增长65.16%。

图表 26: 颐海国际营业收入及增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 27: 颐海国际毛利率和净利率趋势



来源: 公司公告, 国联证券研究所

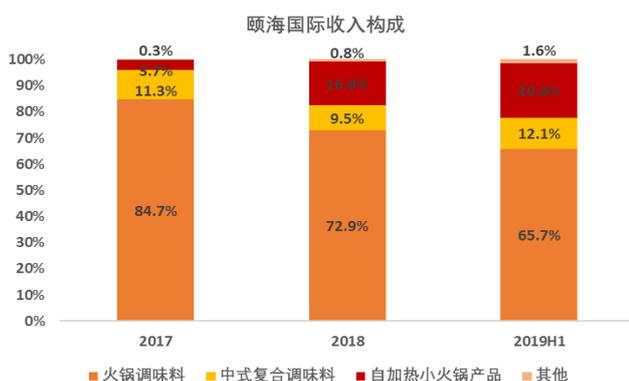
图表 28: 颐海国际产品系列



来源: 颐海国际公司官网, 国联证券研究所整理

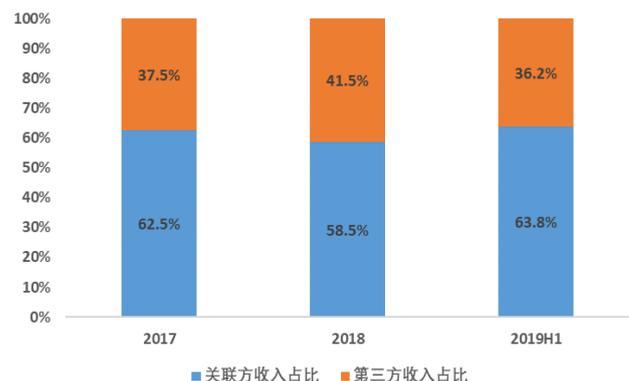
颐海国际的产品主要包括火锅调味料、中式复合调味料和自加热小火锅, 从收入的结构来看, 火锅调味料占比较高, 2017 年高达 84.7%, 其中主要是关联方采购, 既来自海底捞门店的订单, 但是从 2018 年和今年上半年的情况看, 火锅调味料占比下滑, 自热小火锅快速增长, 上半年收入占比高达 20.6%, 中式复合调味料占比上升到 12.1%, 收入结构逐步优化, 利润来源不仅仅依靠火锅调味料。目前经销商已经达到 1500 多个, 随着公司第三方销售渠道不断深化, 销售区域进一步下沉, 产品将在第三方渠道得到快速增长。

图表 29: 颐海国际的收入构成



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 30: 颐海国际火锅调味料中关联方占比情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

➤ 天味食品 (603317.SZ)。

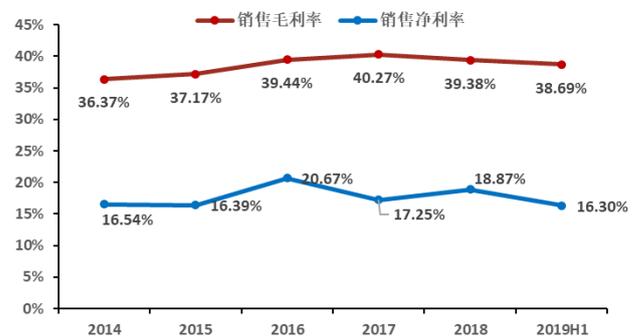
公司旗下拥有的“大红袍”、“好人家”等耳熟能详的火锅底料品牌，形成了以经销商为主，定制餐调、电商、直营商超为辅的营销架构。2018 年度公司合作的经销商有 809 家，销售网络覆盖约 30.8 万个零售终端、5.86 万个商超卖场和 4.1 万家餐饮连锁单店，覆盖全国 31 个省自治区及直辖市，形成了四川、河南、东北三省、江苏、陕西、甘肃、新疆、天津、北京、上海等多个优势省市以及由浙江、江西、云南等组成的快速增长区域。同时，产品已连续 12 年出口到美国、澳大利亚、加拿大、日本、比利时等国家。2018 年收入增速超过 30%，今年上半年营业收入 6.29 亿元，同比增长 32.1%。

图表 31: 天味食品营业收入及增速



来源：公司公告，国联证券研究所

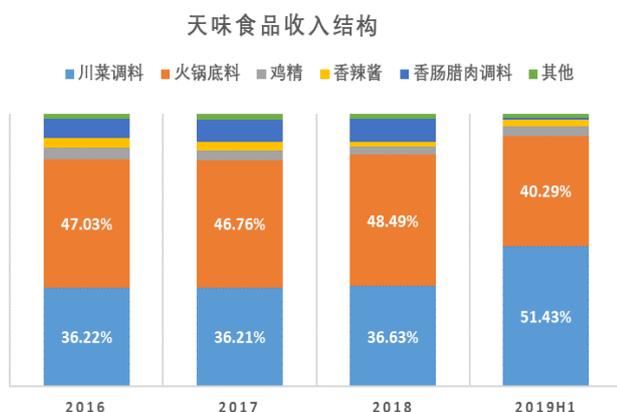
图表 32: 天味食品毛利率和净利率趋势



来源：公司公告，国联证券研究所

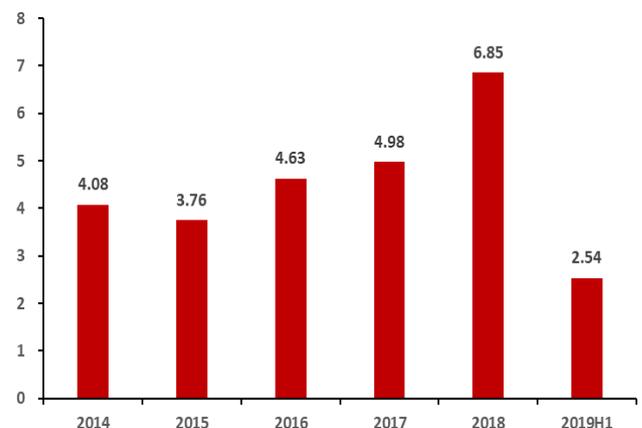
天味产品体系更加的合理，种类丰富，除了火锅底料，川菜调料成为第二大主业，此外还发展了鸡精、香辣酱等业务。2018 年火锅底料销售额达到 6.85 亿元，上半年川菜调料销售占比更高。2019 年公司对销售市场进行全面下沉，持续拓展经销商数量，通过产品升级、品类拓展和品牌加持等多手段，从消费者终端扩大增量市场。

图表 33: 天味食品收入结构



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 34: 天味食品火锅底料销售额



来源：公司公告，国联证券研究所

3.2.2 速冻食品：安井食品+三全股份

速冻食品是指将各类加工后的新鲜食品进行适当的前期处理并加工成型后，在低温下快速冻结，然后在零下 18 摄氏度或更低温度下储藏、运输、销售的食物。包括：速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等，其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品以及部分速冻其他制品俗称“火锅料制品”。

国内的速冻食品经过多年的发展，已经培育出自己的优质品牌，安井、三全、思念湾仔码头等。但是速冻火锅料制品的行业竞争也相对分散，规模最大的就是安井食品，火锅料制品的销售规模目前不足 30 亿元。而速冻米面制品的行业集中度较高，CR4 超 70%，未来速冻火锅料制品的行业集中度有望进一步提升。

图表 35：速冻食品中的火锅料制品——以安井食品为例



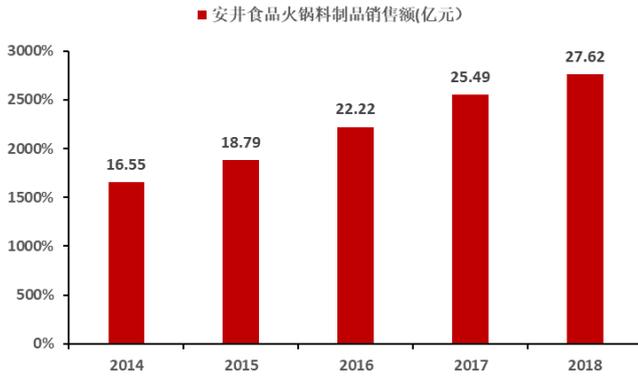
来源：安井食品官网，国联证券研究所整理

➤ 安井食品 (603345.SH)。

公司成立于 2001 年，目前已经形成了三大业务：速冻火锅料业务、速冻米面业务以及速冻菜肴制业务。目前公司共有速冻食品 300 多个品种。速冻火锅料业务是公司的收入核心，2018 年销售额达到 27.6 亿元，占总营收的比重高达 64.9%，市场占比稳居首位。截至目前公司的年产能在 40 万吨左右，2018 年的产能已经突破 37 万吨，实际的产量已经超过 40 万吨，预计到 2020 年，年产能将实现 50 万吨的突破。渠道端，经销商模式、商超模式、特通渠道、电商模式等多渠道融合发展，下沉到全国各地的不同省市，华东市场的销售额占比过半，随着华北、东北、华南、华东的渠道在不断开拓，新扩展的市场增量将进一步助推增长。

图表 36：安井食品火锅料制品销售额

图表 37：安井食品已形成全国覆盖的销售网络



来源: Wind, 国联证券研究所



来源: 公司招股说明书, 国联证券研究所

三全食品 (002216.SZ)。

三全食品是国内领先的速冻米面食品企业, 成立于1993年, 经过二十余年的发展, 在速冻米面食品市场的销售份额占比高达27%, 远远领先市场份额第二的思念品牌。西北是三全的主要优势地区, 三全在西北四省和云南省市场占有率都超过50%。三全的产品以饺子和汤圆系列为主, 火锅对这部分产品的需求相较肉制品会比较低, 这两年公司也在加大火锅渠道的销售力度, 目前销售仍以零售市场为主。

3.3 下游: 火锅门店+火锅外卖+方便火锅

火锅行业的下游发展方向有三个: 首先是火锅门店, 根据美团点评的数据全国火锅门店数量已经达到40万家, 而根据统计局的数据, 全国餐饮门店的总个数是656.9万家, 也就是说每100家餐饮门店中, 就有6家是火锅门店。其次是火锅外卖, 外卖平台的发展带来了火锅销售的新模式—火锅外卖, 传统火锅的外卖成本非常高, 发展几经坎坷, 近年来以火锅的衍生品种冒菜、麻辣烫、香锅等外卖发展较快。随着生活节奏的加快, 人们对便捷就餐的要求逐步加大, 方便火锅在2015年横空出世, 2017年得到了快速发展, 目前已经成为各大龙头企业零售端发展的主要方向之一。

图表 38: 火锅行业发展的三个方向: 火锅门店+火锅外卖+方便火锅



来源: 大众点评, 淘宝, 国联证券研究所整理

3.3-1 火锅门店：多品牌竞争激烈

竞争格局分散：火锅门店市场的竞争格局非常的分散，品牌众多，仅重庆市火锅协会中的会员品牌数量就已经达到了 43 家。2017 年全国火锅店数量为 30 万左右，到了 2018 年底，这个数量持续增长到近 40 万。其中，海底捞 2018 年以 466 家门店收入 164.9 亿登榜，成为行业规模最大的一家。但是即使规模破百亿，门店数量依然仅有行业的千分之一。随着火锅市场规模不断扩大，高盈利吸引了大量同质化门店涌入，也导致了国内火锅市场竞争更加的激烈，优胜劣汰，老店新店不断地更新。

区域偏好明显：前文我们也曾叙述过，全国来看，以“麻辣”口味为主的川渝系火锅收入占据火锅市场的半边江山，作为麻辣火锅的发源地，四川大约有 4 万家火锅店，重庆约 3 万家，火锅店数量约占全国的 18.4%。由于口味的偏好，“外来的火锅”也很难进入川渝地区，相反对于香辣口味的火锅，在全国范围内备受喜爱。

连锁化率低：下表是我们以大众点评平台搜所结果统计的不同城市的火锅店数量，从分布来看，热门一线城市的火锅店数量较多，有四个城市门店数量过万家。重庆市火锅门店 34439 家，成都市火锅门店 20820 家，但是作为国内知名品牌的海底捞、德庄、小龙坎、刘一手等，在成都和重庆的布局仅有几十家，小龙坎成渝两地一共不到 100 家，仅有 89 家，连锁化率非常低。

口味壁垒依然存在，二三线城市未来布局加快。海底捞和小龙坎的布局更加的广泛，一线城市门店更多，未来将加大对二三线城市的布局力度。同时口味的壁垒依然存在，以厦门为例，厦门市火锅店 1515 家，但是穿川渝系的门店布局仅小龙坎和德庄有六家，口味丰富的海底捞也仅有 8 家，但是潮汕牛肉火锅却有 287 家。

图表 39：15 大城市火锅店数量以及不同连锁火锅品牌的门店数量（家）¹

排名	城市	火锅门店数	海底捞	德庄门店	刘一手	呷哺呷哺	香天下	小龙坎
1	重庆	34439	2	17	23	0	1	17
2	成都	20820	17	11	19	0	10	72
3	西安	11170	67	1	7	21	0	16
4	北京	11025	66	1	8	320	3	16
5	深圳	9039	35	0	0	4	3	22
6	广州	8278	28	17	3	2	6	10
7	上海	8040	47	9	7	55	23	9
8	天津	6572	12	15	1	89	0	6
9	武汉	4792	24	6	18	19	2	16
10	青岛	4540	22	1	0	10	0	6
11	杭州	4302	22	9	9	3	4	7
12	无锡	3837	7	5	10	4	7	5
13	南京	3772	23	8	8	14	3	15
14	大连	2575	5	0	8	12	0	7
15	厦门	1515	8	6	0	0	0	6

来源：大众点评，国联证券研究所

¹ 表格中火锅门店的数量以大众点评中美食频道下搜索“火锅店”显示的搜所结果数量为依据，与新闻网站或者不同品牌官网统计的数据存在某些的偏差，仅供参考。

➤ 海底捞 (6862.HK)。

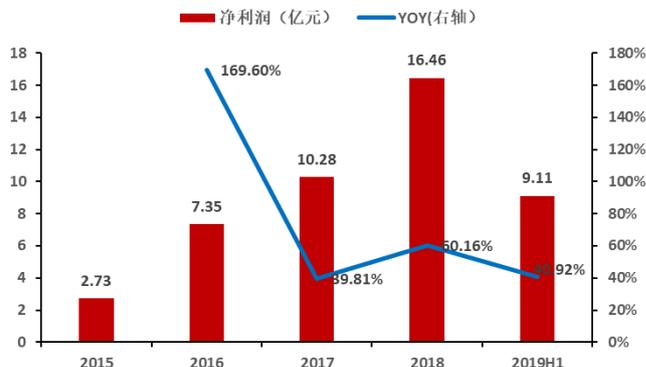
海底捞是目前国内唯一一家火锅门店销售额突破 100 亿元的企业, 2019H1 实现营业收入 116.95 亿元, 同比增长 59.3%, 增速仍然维持在高位, 实现净利润 9.11 亿元, 同比增长 40.92%。我们认为公司未来仍然有持续增长的潜力。

图表 40: 上半年海底捞营业收入增速达到 59.3%



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 41: 上半年海底捞净利润增速达到 40.92%



来源: 公司公告, 国联证券研究所

新店扩张提速, 布局下沉二三线城市。2017 年海底捞门店数量仅有 273 家, 但是截止 2018 年底, 门店数量扩增到 466 家, 其中 430 家位于中国大陆的 109 个城市, 以及 36 家位于台湾、香港及海外。境内净开业 430 家门店中, 一线城市 106 家, 二线城市 207 家, 三线城市 117 家, 其中二线城市的 2018 年营业收入增速高达 47.2%, 成为业绩增长的主要推动。2018 年公司服务超过 1.6 亿人次的顾客, 会员人数超过 3600 万。未来新增门店将逐步向二三线城市下沉, 公司在提高覆盖密度同时将不断优化门店布局结构和区域方位。

客单价+翻台率提升, 同店销售额稳增。2018 年公司的翻台率和客单价均持续提升, 门店平均翻台率维持在 5.0 次/天, 其中二线城市达到了 5.3 次/天, 而 2015 年门店的平均翻台率只有 4.0 次/天, 这说明公司延长部分门店运营时间的效果非常显著。同时客单价从 2017 年的 97.7 元上升到了 2018 年的 101.1 元, 其中一线城市客单价高达 106.1 元, 同比增长 7.9%, 二线城市客单价为 94.8 元, 三线城市可达 92.1 元。2018 年同店 (营业超过 300 天) 销售额达到 81.1 亿元, 较 2017 年增长了 6.3%。未来随着新店布局的增加, 区域竞争或带来翻台率的下滑, 但是新品类的扩充将为销售额提供支撑。

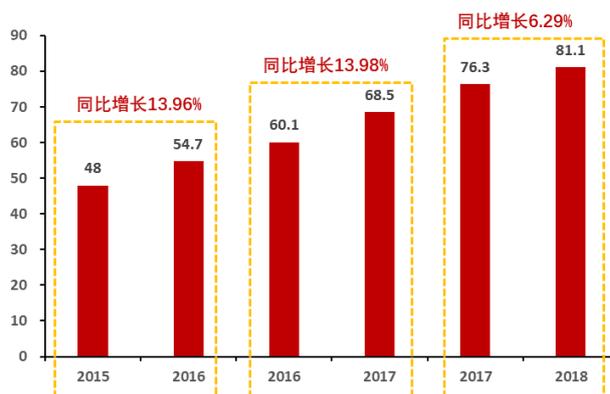
布局产业链上下游, 关联采购降低成本。2011 年公司开始改革, 采用阿米巴经营模式, 独立核算和自主经营, 通过“师徒制”连任利益, 锁住管理。同时, 向产业链的上下游延伸, 将各个环节逐步细分, 目前从食材供应 (蜀海集团、扎鲁特旗)、底料加工 (颐海国际)、装修设计 (蜀韵东方) 到技术服务 (微海咨询), 实现供应链一体化, 提高经营效率的同时, 通过关联采购降低食材成本, 对上游原材料采购保持较高的议价能力。中长期来看, 处于产业链的子公司不仅能够服务于母公司海底捞, 同时能够借助行业之势迅速扩大, 成长为公司核心利润的一部分。

图表 42: 2019 年上半年海底捞门店数达 593 家



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 43: 海底捞同店销售额及增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

➤ 呷哺呷哺 (0520.HK)。

今年上半年公司新开业 76 家呷哺呷哺餐厅以及 13 家凑凑餐厅, 截至上半年一共在国内 19 个省份 118 家城市以及北京、上海、天津共经营了 955 家呷哺呷哺餐厅。从门店的数量上来看, 已经远远领先其他火锅企业。从布局来看, 北京 304 家, 上海 58 家, 天津 89 家, 以上三个城市就占据了门店数的一半以上, 其余的主要分布在河北、华北等地, 区域偏好明显。2018 年以后, 公司逐步向华南、西南地区扩张, 销售额来源不再过度依赖北京等地。今年上半年实现营业收入 27.25 亿元, 主要为餐厅经营收入。

图表 44: 2019H1 呷哺呷哺营业收入增速达到 27.3%



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 45: 2019H1 呷哺呷哺门店数达到 955 家



来源: 公司公告, 国联证券研究所

餐厅升级持续, 2.0 版本今年有望完成。公司从菜品、摆盘、服务等多方面进行升级, 为消费者提供额用餐体验, 目前已经超过 700 家餐厅升级得到了 2.0 版本。此外随着智能技术的不断升级, 公司将新的科技进行相关改进后引入到新的餐厅中, 通过二维码让顾客手机点餐, 同此尝试使用机器人代为送餐, 进一步提高运营效率。

由于开店提速, 区域覆盖的密度加大, 加上食品安全问题的影响 (上半年被爆出顾客门店汤底内吃出老鼠), 公司上半年的翻坐率有所下滑, 只有 2.4, 但是顾客的人均消费达到 56.3 元, 创近年来的新高。目前试水外卖业务也发展的如火如荼, 呷哺呷哺的外送业务已扩展至 73 个城市, 实现了 19.0% 的同比增长。外卖业务在某种程度上影响到餐厅层面的经营利润, 但开设外卖有助于提升品牌形象, 除了火锅外卖

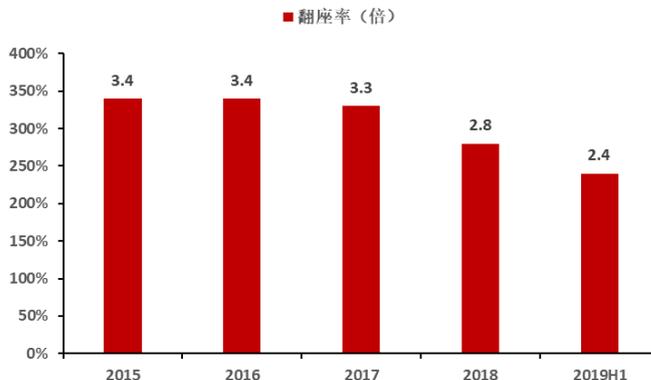
配送,公司也在做火锅冒菜的外卖业务,呷煮呷烫为呷哺呷哺的冒菜品牌。短期来看,快速扩店带来的人力成本压力依然存在,加之今年以猪肉为代表的肉制品价格大幅上涨,下半年原材料的成本或将上行,进一步压缩利润。但是中长期来看,西南、华南地区仍存在门店布局的空间。

图表 46: 2019H1 呷哺呷哺顾客人均消费 56.3 元



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 47: 2019H1 呷哺呷哺翻座率为 2.4 倍



来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.3-2 火锅外卖: 成本居高不下, 火锅衍生品更佳

根据 CNNIC 发布的第 44 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示,截至 2019 年 6 月,中国网上外卖用户规模达 4.21 亿,占网民整体规模的一半左右。上半年外卖市场的规模已经达到 2623 亿元,预计今年全年的交易额将突破 6000 亿元。庞大的线上用户将餐饮业进行了分割,外卖平台越来越便利化,这改变了很多餐厅的业态,也让火锅外卖逐步在平台上出现。

其实最早期的时候,海底捞已经开始从事火锅外卖业务,最早通过电话来叫火锅外卖,但是当时国内的外卖平台尚未成熟,配送环节也不够完善,因此消费的群体也比较具有局限性,以餐厅周边为主。饿了么和美团逐渐成熟之后,不断有新的品牌进入火锅外卖市场,目前国内火锅外卖市场做的比较好除了海底捞以外,还有淘汰郎小火锅、暴躁熊猫、以及锅 sir 时尚火锅外卖。

图表 48: 淘汰郎小外卖火锅



来源: 淘汰郎官网, 国联证券研究所

图表 49: 暴躁熊猫外卖火锅

熊猫力荐任性自选129套餐:

1. 锅+燃料 / 虾滑+燃料
2. 锅底任选1
3. 爆汁鱼蛋拼芝士包/爆汁鱼蛋拼蟹黄包/
爆汁鱼蛋拼V型蟹柳/爆汁鱼蛋拼蟹肉条
4. 娃娃菜+油麦菜/ 菠菜+油麦菜/生菜+娃娃菜
5. 蔬菜冻豆腐+川粉/ 鸭血+川粉/金福卷+川粉

固定食材: 暴躁猫精选肥牛*1, 苏尼特羔羊肉*1, 三味蔬菜面*1, 麻酱*2, 葱花香菜蒜泥各1, 餐具*2

来源: 暴躁熊猫官网, 国联证券研究所

目前品牌连锁来看，除了海底捞的外卖业务做得不错，小龙坎等已经退出了这个市场。火锅外卖之所以发展较慢，主要是由于配送环节的问题。首先是配送的难度较大，不同于普通的外卖，火锅外卖食材丰富，半成品很多，同时还有煮食器皿，锅碗瓢盆、汤汤水水一大堆，配送起来难度较大。其次是配送的成本较高，外卖火锅由于不要堂食，人均价格比堂食要低，一般达到起送费就可以，一般外卖客户点餐的价格在 100-200 之间左右，但是单次配送的成本就要 30-40 元左右。此外火锅外卖后锅碗瓢盆的回收也是问题，有的需要二次回收，店家又需要支付一笔配送费，如果是一次性的锅具，虽然不需要回收，但是一次性投入的成本仍然很高，这部分的支付如过让消费者承担，消费体验不佳，因此火锅店的利润被进一步压缩，难以获利，不少餐企逐步退出了火锅外卖的市场。

但是外卖市场的高增红利，仍然让人垂涎，因此大家都在进行新的尝试和探索，例如小龙坎在退出火锅外卖后，今年欲推出冒菜外卖，相较于火锅，冒菜不需要较高的配送要求，不需要回收，不需要锅炉等餐具，价格更低，面向消费者更广，因此火锅冒菜更适合于现在的外卖平台。目前外卖平台上，冒菜、香锅、串串等火锅衍生品势头正旺，连锁火锅店凭借品牌和味道更容易抢占市场，可作为辅助主业发展的新增羽翼。

3.3-3 方便火锅：零售空间大，渠道竞争是关键

方便火锅又被成为自加热小火锅，加热原理很简单，配在火锅盒里所谓的发热包，主要成分就是碾碎的生石灰粉末，加入水后产生化学反应释放热量，只需要一杯水就可以享受到美味。火锅堂食需要三五人，外卖火锅一人食价格又较高，因此方便火锅成为懒人经济下享用火锅的简餐。

据不完全统计，目前市面上的方便火锅品牌有 50 余个，产品单盒价格区间为 20 元至 30 元，其中大部分品牌的销售渠道主要依靠线上。生产销售的企业主要有三类：1) 一类是原有的火锅企业，依靠自有品牌推出的产品，例如海底捞、小龙坎、德庄等，这部分产品的价格相较更高；2) 一类是新的品牌或者其他行业的跨界经营，例如自嗨锅，百草味等；3) 一类是原火锅上下游企业，借助自主生产线延伸而来。例如肉包厂、粉条厂借助现有原料推出自热火锅产品，筷时尚、盈棚、踏水坊、剑蜀便是其中代表。

原材料：自加热小火锅的原材料包括餐具、火锅底料、果蔬、肉制品、米面食品、加热包等，所需的材料中只有加热包正是常餐食之外的配件。加热包的主要成分是碳酸钠、铁粉、焦炭粉、活性炭、生石灰等，这些成分组成一袋，加入水，靠加水后引发反应。这种无火加热的功能是利用石灰中的氧化钙遇水放热的化学反应，释放热能并产生蒸汽，从而煮熟食物。温度可高达 150 度以上，蒸汽温度达 200 度。正常一包 50g 的加热包价格只有 0.5 元-0.7 元左右，批量采购的成本更低，因此相较于正常的外卖餐食，自加热小火锅的成本并没有高出太多。

销售渠道：目前自加热小火锅的销售渠道主要以线上为主，目前超过 85% 的方便火锅品牌更侧重于线上销售渠道的开发，与传统经销模式相比，线上渠道的入局门槛更低，投入回报速度更快。如今方便火锅准入门槛低导致涌入许多厂商，尤其是从

事休闲零食的一些厂家，可以迅速通过品牌的庞大粉丝导入新的产品。线下的渠道目前以传统的经销商模式为主，主要就是进入商超渠道，商超渠道的进入门槛也比较低，对于加盟模式和特通渠道的挖掘尚不足，尤其是特通渠道，机场、火车站和旅游景区等存在巨大的消费潜力，尚未开发。未来线上的竞争会逐步转移到线下，零售市场空间巨大，低技术低门槛会让更多的企业进入这一市场，前期的消费引导、品牌塑造会对未来混战的格局产生较大的影响，市占份额逐步向大品牌倾斜。

图表 50: 自家热小火锅主要材料



来源：公开资料整理，国联证券研究所

图表 51: 自热小火锅销售渠道



来源：公开资料整理，国联证券研究所

价格对比：我们选取了目前是市场上销量较高的几种自加热小火锅进行了对比，价格、净含量、种类以及保质期均来自天猫超市的数据。定价一般在 30 元—40 元之间，网红莫小仙品牌价格略低，但是也接近 30 元，目前肉类的方便火锅市场价格普遍相近。规格上由于包装不同导致重量有所偏差，有的方便火锅是已经将所有荤菜、素菜均放置于一个餐盒中，但是自嗨锅和和三只松鼠就将食材分为调味料、荤菜包、素菜包，导致净含量略有差距。配菜品种上 6-10 种类，一般荤菜在 3-4 种，其余为素菜，食材比较丰富，基本满足消费者的需求。火锅类的企业生产的方便火锅，上游食材更加的丰富，供应链压缩成本，为利润提供空间，同时分量明显更足。

图表 52: 火锅行业发展的三个方向：火锅门店+火锅外卖+方便火锅

品牌	价格	净含量 (g)	配菜种类	保质期 (月)
海底捞麻辣嫩牛肉	33.9	435	7	10
小龙坎麻辣牛肉	32.8	418	8	9
自嗨锅麻辣牛肉	38.8	171	10	7
德庄麻辣牛肉	34.9	430	6	9
大龙燻麻辣牛杂	35.8	425	6	6
莫小仙麻辣嫩牛肉	29.9	270	8	9
统一泰式冬阴功	39.9	320	—	6
三只松鼠麻辣肉类	32.9	410	—	6

来源：天猫超市，国联证券研究所整理

4 行业相关标估值比较

图表 53: 行业相关标的业绩和估值情况比较

证券代码	公司简称	2019H1 业绩情况 (亿元)				EPS (元)		PE (倍)	
		营业收入	YOY	归母净利润	YOY	2019E	2020E	2019E	2020E
1579. HK	颐海国际	16.6	65.2%	2.7	46.5%	0.7	0.9	73.4	55.3
603317. SH	天味食品	6.2	32.3%	1.0	40.9%	0.8	1.0	66.7	53.8
603345. SH	安井食品	23.2	20.0%	1.7	16.0%	1.4	1.7	38.1	30.8
6862. HK	海底捞	117.2	59.3%	9.1	40.9%	0.5	0.7	74.6	55.1
0520. HK	呷哺呷哺	27.3	27.3%	1.6	-21.6%	0.4	0.5	24.5	19.6

来源: Wind, 国联证券研究所

5 风险提示

- 1) 原材料价格波动的风险
- 2) 食品安全风险
- 3) 行业竞争格局变化的风险
- 4) 宏观经济下行的风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210