

## 颐海国际 VS 天味食品

### 2021 年 6 月跟踪，火锅底料产业深度梳理

今天，我们来跟踪火锅底料产业的近期情况。从产业里代表龙头情况来看：

**颐海国际**——2020 年，营业收入为 53.72 亿元，较上年同期增长 25.07%，净利润为 8.85 亿元，同比增长 23.18%。

**天味食品**——2020 年全年，营业收入为 23.65 亿元，较上年同期增长 36.90%，净利润为 3.6 亿元，同比增长 22.66%。

2021 年一季度，实现收入 5.22 亿元，较上期增长 56.21%；归母净利润 0.8 亿元，同比增长 4.13%。

**从机构预测情况来看：**

**颐海国际**——2021-2022 年，wind 机构一致预测收入规模为 74.26 亿元、97.11 亿元，同比增速为 38.54%、30.78%，利润增速 38.54%、30.78%。

天味食品——2021-2022 年, wind 机构一致预测收入规模为 31.75 亿元、41.36 亿元, 同比增速为 34.23%、30.30%。

**本次跟踪, 有几个值得思考的问题:**

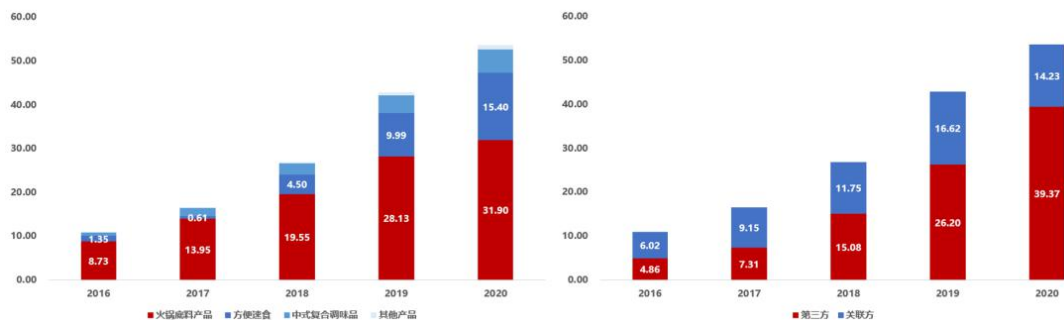
- 1) 两家公司的关键经营数据有什么变动, 数据变动背后的逻辑是什么?
- 2) 这个行业, 具备哪些素质, 才能建立长期竞争优势?

(壹)

先来看收入体量, 2020 年, 颐海国际 (53.59 亿元) > 天味食品 (23.65 亿元)。

**从收入结构上来看:**

- 1) **颐海国际**——2020 年收入中, 59.53%来自**火锅底料**, 28.74%来自**方便速食** (主要是小火锅, 新品包括冲泡米粉、冲泡米饭等), 9.8%来自**中式复合调味品** (简称中式复调, 回锅肉、麻婆豆腐、酸菜鱼调料等), 其他占比 1.85%。



图：颐海国际收入结构按照产品和渠道划分

来源：塔坚研究

颐海国际此前是海底捞旗下子公司，后续分拆，目前海底捞 90% 的火锅底料仍由颐海供应。注意，2016 年至 2020 年，关联方收入占比分别为 55.34%、55.58%、43.79%、38.82%、26.55%，尽管市场对海底捞预期较弱，但实际上颐海国际对海底捞的依赖程度在下降。

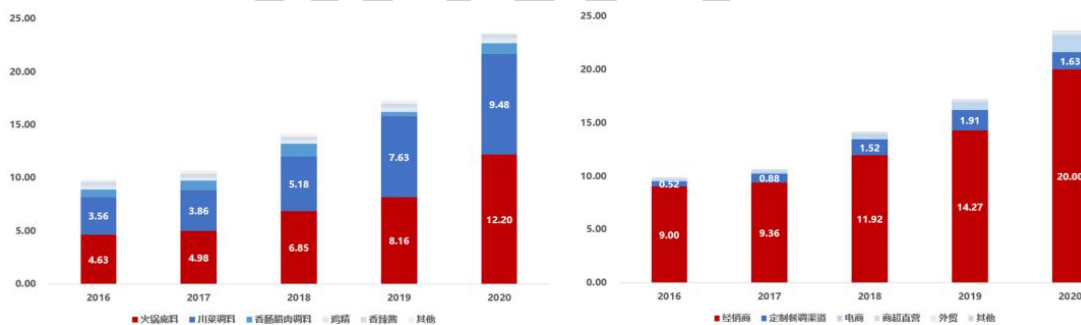


图：品牌及代表产品

来源：头豹研究院

2) 天味食品——51.59%来自火锅底料，40.08%来自川菜调料（简称川调，包括水煮鱼、酸菜鱼、辣子鸡等，与颐海的中式复调内容相近），其他产品占比 8.33%，包括香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱等，收入结构相对稳定，2016 年至 2020 年，火锅底料占比增加 4.53pct，川调上升 3.91pct。

下游主要为经销渠道，占比 82%，B 端定制餐调渠道收入占比较低，在 9%左右，旗下品牌有大红袍、好人家等。



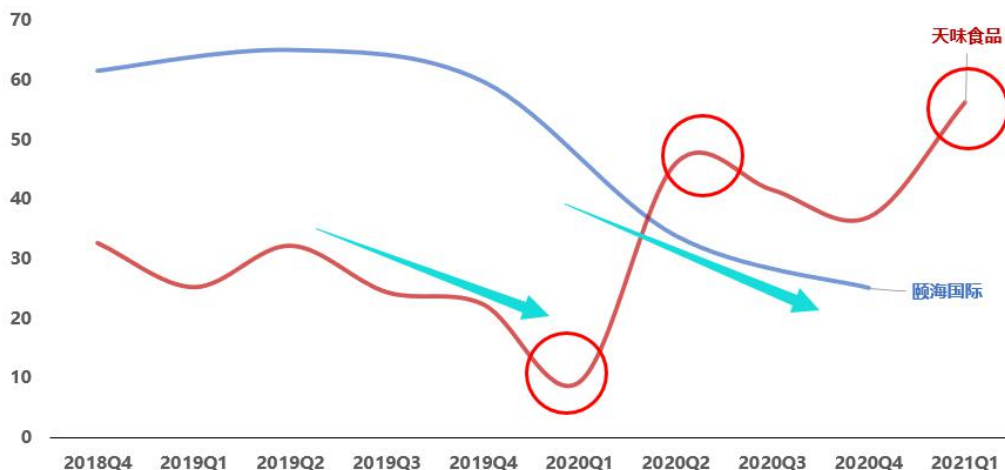
图：天味食品收入结构按照产品和渠道划分

来源：塔坚研究

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

### 1) 收入增速

整体来看，颐海和天味的营收增速均处于较高水平，历史 3 年收入复合增速均在 30%以上，如此高速的增长，很大程度受益复合调味品，尤其是火锅底料行业的增长红利：过去 5 年行业复合增速约 15%。



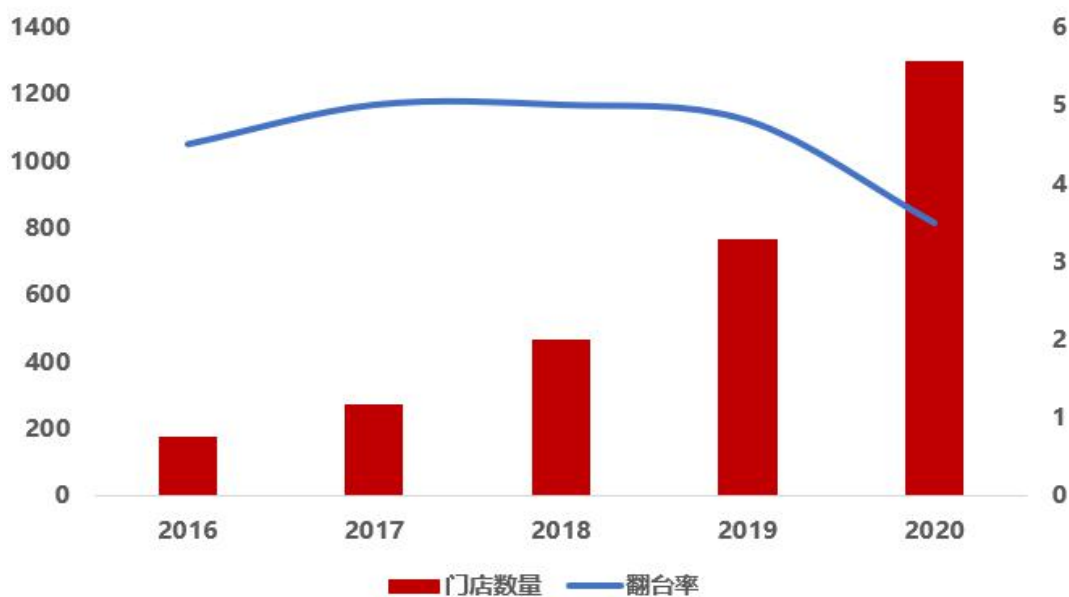
图：季度累计收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

但是，2020 年颐海国际收入滑落至 25.07%；天味食品增但是随后快速恢复，2020 年全年增速 36.9%，我们分别来看：

颐海国际——

2018 年至 2019 年，收入高增长主要来自两方面：一是大客户海底捞开店保持高增速，门店数量历史五年复合增速达到 54.80%，带动颐海的火锅底料进入快速增长通道；



图：海底捞门店数量及翻台率

来源：塔坚研究

二是新品类小火锅放量较快，小火锅剥离了传统的社交属性，具有方便、省时的特点，2018 年起，经历植入影视作品，KOL 种草带货，近几年出现爆发性增长，尤其是 2020 年卫生事件期间，宅经济盛行，颐海小火锅等方便速食收入同比增长 54.15%，达到 15.4 亿元，占总营收比重上升 5.41pct 至 28.74%。

2020 年增速下滑，主要是关联方收入下降明显。海底捞受卫生事件影响关店一个多月，2020 年全年翻台率由上年同期的 4.8 降至 3.5，火锅调

味料采购量同比减少 15.3%，进而导致颐海 2020 年关联方收入仅为 14.23 亿元，同比下降-14.4%。

作为应对，颐海 2020 年推出冲泡粉丝、自热米饭等多款方便速食产品，同时加速第三方渠道扩张，带动方便速食产品收入提升，同比增长 54.18%，抵消底料业务增速下滑的影响，维持 25% 的整体增速。

2021 年 4 月份，据券商调研数据，翻台率不到 3 次/日，仍然处于较低水平，后续需要持续跟踪恢复情况。

## 天味食品——

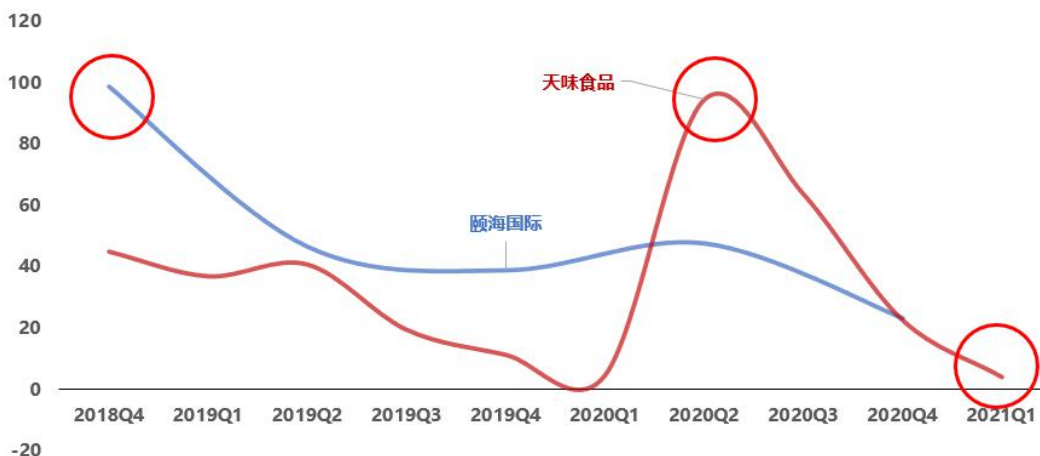
2019 年营收下降明显，主要是非洲猪瘟影响，香肠腊肉调料全年下滑 66.35%，拖累整体业绩，导致整体收入下降约 5.52%。

2020 年一季度，受卫生事件影响，收入明显放缓，但是二季度开始迅速恢复，主要是其渠道扩展力度大，加快空白区域市场布局，同时在双品牌策略下，将“大红袍”“和”好人家“两个品牌经销商分开，全年新增经销商 1780 家，经销渠道收入同比增长 40.16 %。

同时，天味加大电商渠道投入，联合薇娅直播进行品牌宣传和销售，好人家酸菜鱼在电商节销量位于品类首位，电商渠道收入（占比 5.95%）同比增长 114.90%。

2021 年 Q1，营收增速达到 56.21%，除了低基数影响外，主要是空白区域市场（主战场在西北）的渠道拓展策略效果显现，空白区域市场收入增长迅猛。分地区来看，其中华东、华北、华南增速分别为 58.70%、56.01%、32.88%。

## 2) 净利润增长



图：季度累计利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

二者利润增速与收入增速基本同步，其中：



**颐海国际**——2018 年，净利润增速高达 100%，主要受汇兑损益影响，剔除汇率影响，与当年收入增速 61.65%基本一致。

**天味食品**——2020 年半年报，净利润增速达到 94.62%，高于营收增速，主要是其对部分产品提价，叠加卫生事件影响下毛利率更高的 C 端占比提升，2020H1 毛利率提升 3.7pct。

2020 年下半年，天味净利润增速明显放缓，主要是其执行优先收入和品牌势能的策略，品宣费用投入巨大，销售费用率同比上升 6.1pct 达到 20.05%，导致利润承压。

2021 年 Q1，净利润增速进一步下降，净利润增速仅 4.13%。主要是销售费用投入持续的同时，毛利率同比下降 2.7pct 所致（材料成本上涨，以及毛利率较低的定制餐调渠道占比提高）。

(叁)

对增长态势有所感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看 2020 年年报数据。

公司名称	营业收入	净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
颐海国际	53.72	9.83	38.99	18.30	25.07	23.18
天味食品	23.65	3.64	41.49	15.40	36.90	22.66

图：2020 年年报数据 （单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

2020 年，颐海国际（53.72 亿元）>天味食品（23.65 亿元）；增速方面，天味食品（36.90%亿元）>颐海国际（25.07 %）。

具体来看：

1) 颐海国际——2020 年，营业收入为 53.72 亿元，较上年同期增长 25.07%，净利润为 8.85 亿元，同比增长 23.18%。2020 年下半年，颐海在 C 端推出新品较多，营销投入加大，导致净利润增长放缓。

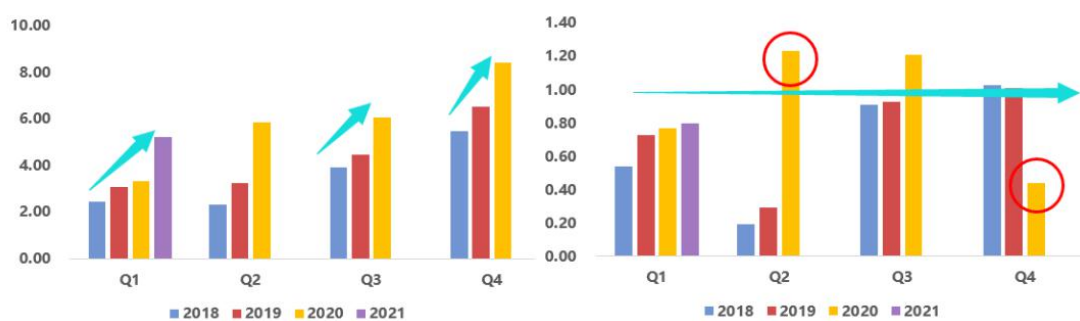


图：颐海国际半年度收入（图左）、净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2) **天味食品**——2020 年全年，营业收入为 23.65 亿元，较上年同期增长 36.90%，净利润为 3.6 亿元，同比增长 22.66%。其中，2020 年 Q2、Q3，由于复工复产后天味逆势扩张渠道，重点布局空白市场，扩张措施取得了良好的效果，利润增速较高，Q4 由于销售费用增加，利润下降。

从净利润季节波动来看，天味第二季度的净利润明显低于其他季度，推测是其运输费用、业务宣传费或促销费的结算时点集中在年中、年末，从单季度销售费用率看，近三年 Q2 单季度销售费用率均在 15%以上，而 Q1 单季度销售费用不足 10%。



图：单季度收入（图左）、单季度净利润（图右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2021 年一季度，天味实现收入 5.22 亿元，较上期增长 56.21%，净利润仅为 0.8 亿元，同比微增 4.13%。

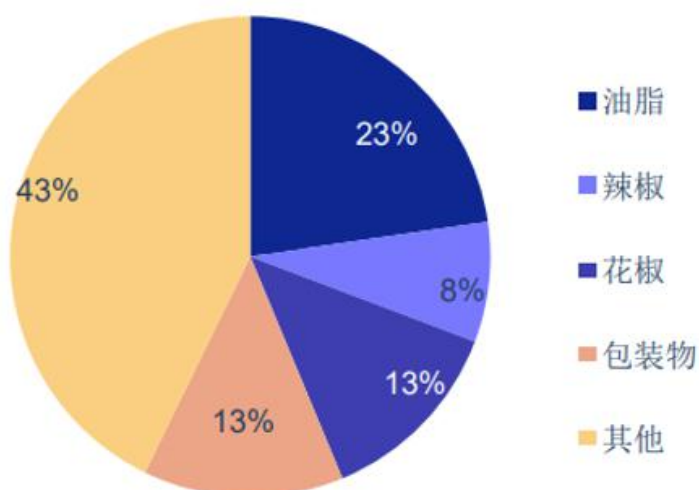
从天味食品的季度数据来看，2019 年上市以来，其出现了增收不增利，主要是在优先收入和品牌势能的策略下，其销售费用涨幅明显，2018 年至 2020 年，销售费用率由 12.96% 涨至 20.05%，压缩了利润空间。

#### (肆)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况：

首先，从成本结构看，底料和川调等复合调味品的工艺相近，主要材料也比较接近。以天味的数据为例，油脂占比 23%、辣椒占比 8%、花椒占比 13%、包装物占比 13%、其他 43%，材料成本占总成本比重为 87.13%，人工占比 6.54%，制造费用占比 6.33%。

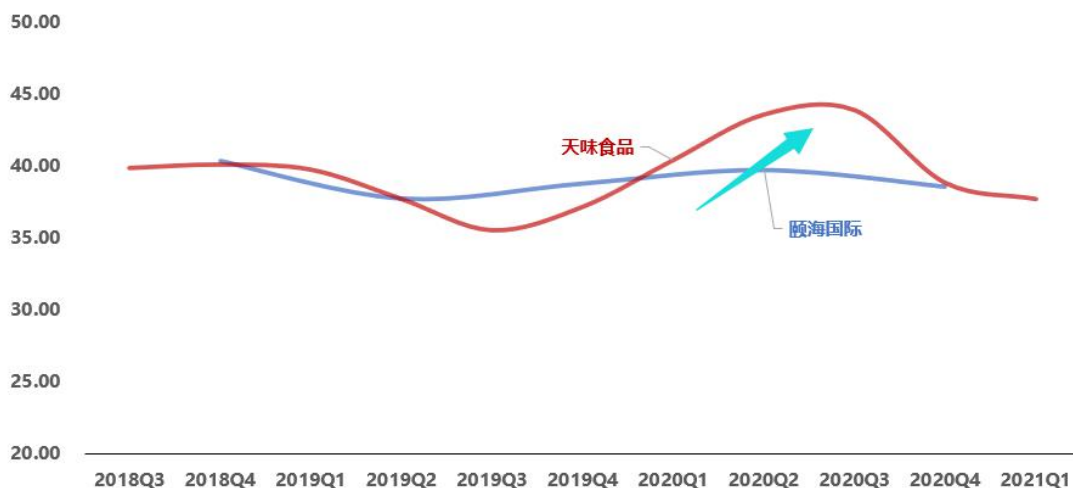
图 15：天味食品直接材料构成：以油脂辣椒花椒为主（2018）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图：天味食品直接材料构成

来源：公司公告、安信证券研究中心



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

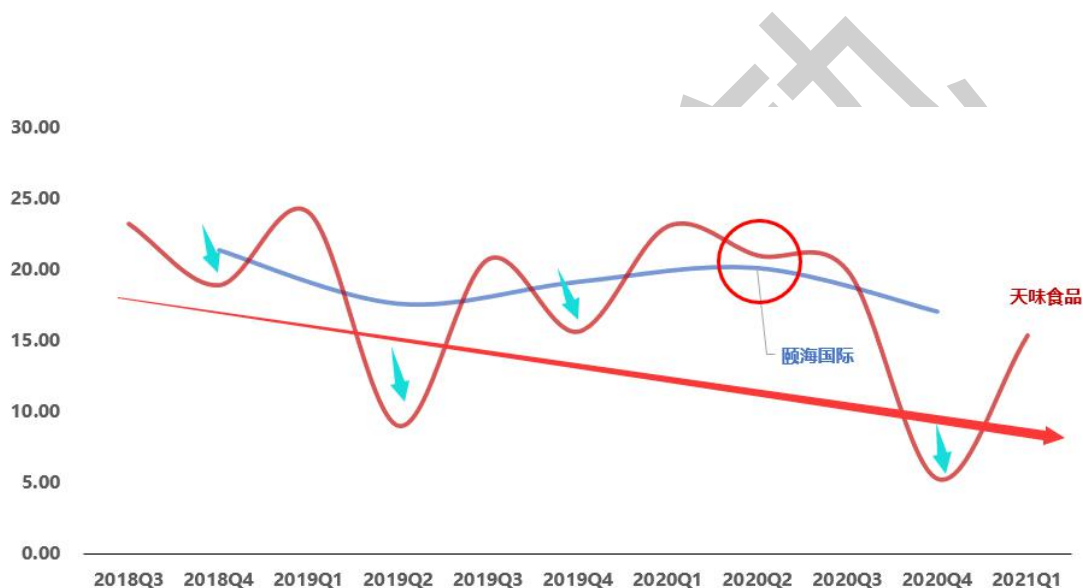
毛利率方面，天味食品也存在较大波动，这主要是收入结构变动所致。2020年，其毛利率明显上升，主要是低毛利率的餐调收入占比下降，以及部分产品提价。

2021年一季度，天味毛利率较去年同期下滑 2pct 至 38%，一是食用油、大豆、辣椒、玻璃、瓦楞纸等原料价格均出现不同程度的上涨；二是毛利率较低的定制餐调业务占比提升。

颐海国际的毛利率比较平稳，值得一提的是，2020年三季度，海底捞采用与第三方厂商市场化比价原则，对关联方定价及产品结构进行调整，

使得颐海国际关联方业务供货价格和毛利率自 2020H2 开始有所承压，2020 年，其火锅底料均价下降 7.3%。但是，关联方毛利率的负面影响被毛利较高的第三方业务增长抵消。

其次，我们再看净利率。



图：净利率（单位：%）

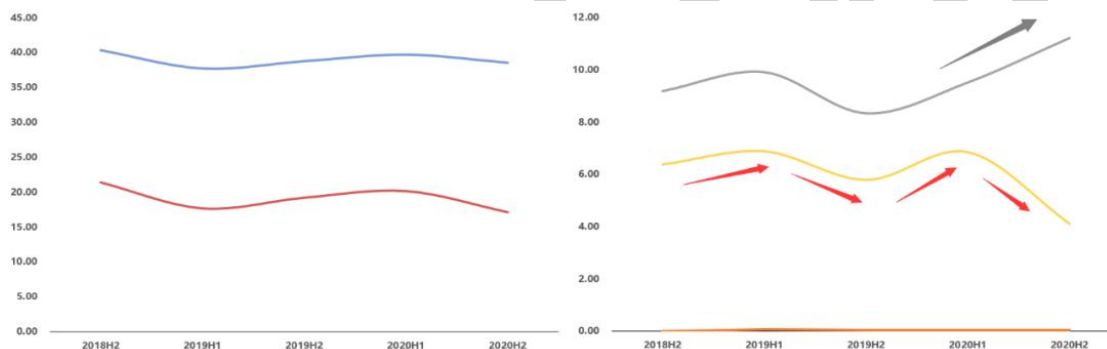
来源：塔坚研究

从净利率看，天味食品波动较大，主要是销售费用变动引起的。天味加大品牌和渠道投入后，其销售费用率已经由 2018 年的 12.96% 来到了 2020 年的 20.05%，其中广告和业务宣传费率达到 8.59%，而颐海品宣投入虽然有提升的趋势，但是 2020 年广告宣传费用率仅为 2.6%，整体销售费用率在 10% 左右。

(伍)

对利润率变动情况有感知后，我们再将两家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

颐海国际——



图：颐海国际费用率情况

来源：塔坚研究

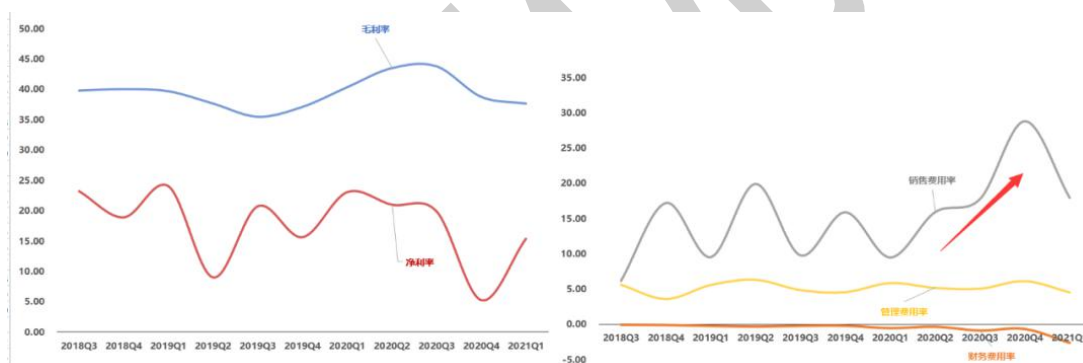
2020 年，毛利率为 38.99%，上升 0.66 pct，主要是相对高毛利率的第三方火锅料产品占比提升，2019 年至 2020 年，占比由 28.5%提升至 34.4%。净利润微降 0.21 pct 至 18.3%，整体变动比较稳定。

2020 年，销售费用率为 10.5%，同比增加 1.5pct，主要是 C 端营销投入加码，带动整体销售费用上升。

由于推出“一人食”火锅底料及“小料台”新品火锅蘸料等多款新产品，颐海组织试吃推广活动，并且增加了广宣物料投入；此外，颐海深化与经销商的合作，增设若干分仓导致仓储运输费用增加。

管理费用率存在季节波动。火锅和川调（川菜调料）以麻辣口味为主，冬季气候寒冷，为传统销售旺季，下半年收入占比高于 60%，而管理费用相对刚性，因此下半年管理费用率一般较低。

### 天味食品——



图：天味食品费用率情况

来源：塔坚研究

2020年，毛利率上升4.2pct至37.69%，净利率呈下降趋势，下降1.79pct至15.4%，主要是销售费用投入较大。

2020年初，天味食品启动双品牌（好人家、大红袍）战略，导致销售费用率上升6.1pct至20.05%，2020年Q4单季度达到28.79%，具体来看：



1) 品牌与推广方面，重新调整两大品牌的定位，签约当红流量明星；空中投放方面，与分众合作，同时在核心商圈、交通枢纽投放广告，还冠名《非诚勿扰》、《为歌而赞》；另外地面推广力度加强，草根调研终端的好人家产品陈列增多，摆放在显眼位置。

2) 渠道拓展上，新增经销商 1780 家，达到 3001 家，销售人员在 2020 年末达到 600 人，其中新增 178 人。

(陆)

成本、费用问题都解决后，我们再来看另外一项重要的经营环节：资本支出。

可比厂商	资本支出	资本支出占营收比重	单位资本支出带来毛利	单位固定资产带来毛利
颐海国际	4.04	7.54%	5.17	2.65
天味食品	1.99	8.41%	4.93	2.25

图：可比厂商 2020 年资本支出对比（单位：亿元）

来源：塔坚研究

颐海国际——2020 年，资本支出 4.04 亿元，占营收比重为 7.54%，从其产能扩张计划来看，资本支出主要用于底料和中式复调产线的建设。

天味食品——2021 年 Q1，资本支出 0.8 亿元，2018 年至 2021 年 Q1，资本支出占营收比重分别为 1.7%、2.78%、8.41%、15.33%，提升较快。

单位资本支、单位固定资产带来的毛利，颐海分别为 5.17、2.65，而天味分别为 4.93、2.25，整体来看，资本支出对盈利水平的拉动效应上看，颐海以微弱优势领先。

(柒)

火锅底料这门生意，是得品牌和渠道者得天下。

下面，我们对渠道布局、品牌力、产能等关键经营指标，挨个对比：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

**【版权、内容与免责声明】** 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

**【数据支持】** 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾