

沸腾的盛宴：寻找长期高景气度的方向

——调味品系列深度报告（火锅调料篇）

深度研究报告/食品饮料

2021年11月17日

报告摘要：

● 需求景气：行业处于成长初期，餐饮连锁化与消费便捷化驱动高增

火锅调料行业正处于成长初期，高景气度、低渗透率、龙头加快渠道织网与消费者品牌意识觉醒是行业目前的重要特征。在餐饮标准化、家庭消费便捷化的驱动下，结合沙利文数据，我们预计2023年火锅底料市场规模将达到370亿元，未来3年CAGR约13%。

(1) 餐饮端，火锅目前已成为受众广泛的菜式（口味兼容性强+容易定制化+具备社交属性），未来随着收入增长和城镇化水平提升，预计火锅餐饮市场将持续扩容，同时连锁化与成本压力将加快包装型火锅调料渗透率的提升，共同驱动火锅调料餐饮端实现较快增长。**(2) 家庭端**，从量的角度看，一方面家庭小型化与“懒人经济”推动C端火锅底料渗透率提升，另一方面泛火锅与炒菜等消费场景打开增量空间；从价的角度看，下游餐饮客单价提升打开火锅调料价格天花板，过去10年呷哺呷哺客单价提升33%，过去5年海底捞客单价提升20%。此外，对标日本、美国，国内复合调味品人均消费额仍有5倍提升空间。

● 竞争格局：品牌百花齐放，B/C端竞争逻辑各异

火锅调料竞争格局百花齐放，趋势缓慢集中，过去4年行业CR5从30%提高至36%。三类主要厂商各有发展优势，餐饮品牌型在品牌效应方面占优，也能更快捕捉到终端消费者口味变化；C端制造厂商具备成熟的品类运作经验，产品力占优；B端制造厂商要满足餐饮客户的口味稳定性、价格敏感性需求，因此在供应链方面更具优势。具体来看，

(1) 家庭端，产品种类众多且差异化较小，因此渠道密度与品牌美誉将成为企业的核心竞争力；**(2) 餐饮端**，餐饮企业更加看重口味稳定与菜品研发能力，因此具备成本优势与研发优势的企业更能在长期竞争中胜出。

● 企业分析：各有发展优势，共享行业景气

颐海国际：后发先至，早年凭借海底捞集团奠定规模基础与品牌优势，随后一方面加大力度拓展第三方渠道+新业务（中式复调、方便食品），另一方面培育自有品牌“筷手小厨”。**天味食品**：传统川式复调企业（品类禀赋），深耕行业二十余年积累了较强的产品力，具备打造区域性大单品的成熟经验，目前正处于内部管理迭代与渠道快速扩张全国化的阶段。**海天味业**：调味品平台型公司，拥有较强的渠道竞争力，尽管火锅底料无论产品属性还是行业竞争逻辑都与酱油、蚝油有较大差异，但公司依然做出了积极尝试，我们认为海天未来可通过并购、自建等多种方式完善在火锅调料行业的布局，实现品类边界扩张。

● 投资建议

我们认为行业正处于成长期，长期视角下将维持高景气度，推荐正处于渠道扩张与品牌塑造阶段的**天味食品**，建议关注品类多元化以及逐步培育自有品牌的**颐海国际**。

● 风险提示

成本涨幅超预期，需求恢复不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题。

盈利预测与财务指标

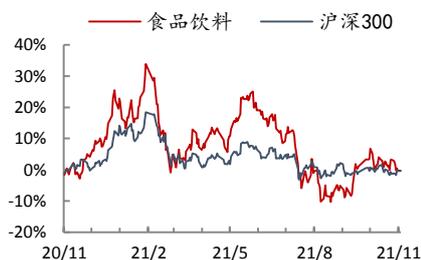
代码	重点公司	现价 11月16日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
1579.HK	颐海国际	48.85	0.90	1.14	1.42	54	43	34	/
603317.SH	天味食品	27.73	0.22	0.47	0.59	126	59	47	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院（颐海国际EPS数据为wind一致预期）

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 天味食品（603317）2021年三季度报点评：收入仍有承压，盈利边际改善
2. 天味食品（603317）2021年半年报点评：短期业绩承压，渠道下沉持续推进

目录

1 产业复盘：从四大维度回顾行业的成长路径	3
1.1 生命周期：成长初期，空间广阔	3
1.2 产品：品类扩张与结构升级，川渝火锅乘势而起	5
1.3 渠道：从农贸市场到全渠道，龙头加快渠道织网	8
1.4 品牌：头部品牌意识觉醒，加大费用投放塑造品牌力	10
2 成长空间：从两大需求理解行业长期的景气度	11
2.1 现状：310 亿元市场，餐饮与家庭为主要渠道	11
2.2 餐饮端：火锅餐饮规模壮大，包装型调料渗透率提升	11
2.3 家庭端：消费场景扩容叠加餐饮客单价提升	12
2.4 空间测算：预计 2023 年规模 370 亿元，对应复合增速 13%	14
3 竞争格局：品牌百花齐放，B/C 端竞争逻辑各异	15
3.1 格局现状：区域割据，缓慢集中	15
3.2 C 端竞争：“品牌效应”与“渠道杠杆”	17
3.3 B 端竞争：“研发能力”与“成本优势”	17
4 企业分析：各有发展优势，共享行业景气	18
4.1 “群雄逐鹿”：主要三大类型公司	18
4.2 颐海国际：强品牌力与组织活力，暂居规模领导地位	19
4.3 天味食品：品类禀赋明显，加快渠道扩张	22
4.4 海天味业：调味品平台型公司，渠道具备强竞争力	25
5 投资建议：关注“天味食品”与“颐海国际”	27
5.1 天味食品：渠道扩张叠加品牌塑造，全国化战略持续推进	27
5.2 颐海国际：品类多元化叠加渠道下沉，长期成长空间广阔	28
6 风险提示	29
插图目录	30
表格目录	31

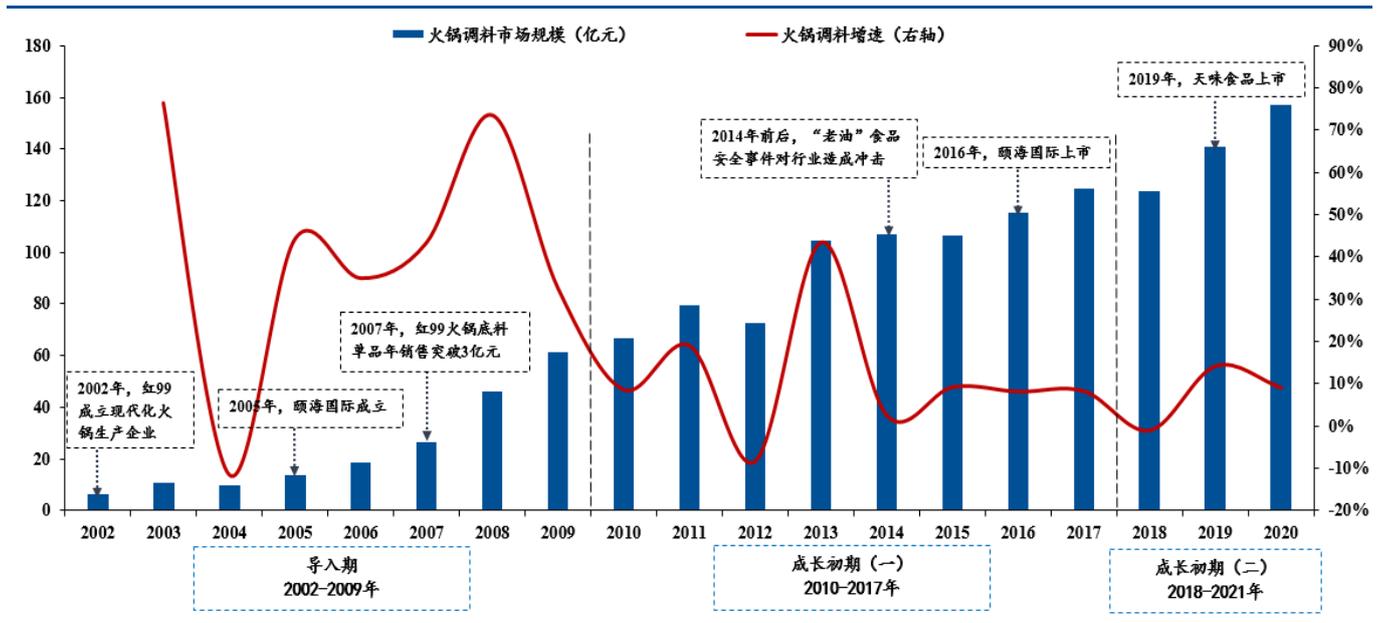
1 产业复盘：从四大维度回顾行业的成长路径

过去二十年，我国火锅底料市场规模保持 20% 的较高增速（出厂口径）。从渗透率、人均消费量等角度来看，行业仍然处于成长初期，其特征类似 2000-2008 年的酱油：一是川渝火锅底料全国化，二是龙头加快渠道下沉与织网，三是行业大品牌逐渐形成。在这一过程中行业竞争激烈但格局缓慢集中，利润率阶段性上涨但改善的趋势并不明显。

1.1 生命周期：成长初期，空间广阔

我们从行业增速、集中度、利润率、驱动要素等 4 大角度复盘过去近二十年火锅调料的发展历程，将产业历史划分为 2 个阶段：2002-2009 年属于导入期，包装化的火锅底料刚刚兴起，产品是龙头核心驱动力，这一时期诞生了区域性大单品“红 99”火锅底料，同时颐海国际、天味食品也先后成立；2010-2020 年属于成长初期，行业仍然保持双位数增长，龙头步入渠道驱动阶段，2015 年前后“老油”事件对行业造成短期冲击，但也加速了小作坊出清的进程，行业头部品牌逐渐形成，颐海国际、天味食品相继上市。

图1：火锅调料行业发展的二阶段，目前处于成长初期（出厂口径）



资料来源：红 99 官网，Wind，民生证券研究院

表1：火锅调料各发展阶段对应特征（出厂口径）

指标	导入期	成长期（一）						成长期（二）				
	2002-2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售毛利率	-			38.8%	39.7%	37.7%	33.8%	39.6%	39.1%	39.4%	38.2%	40.2%
销售费用率	-			9.8%	9.9%	9.4%	10.1%	12.1%	11.7%	11.4%	11.0%	15.3%
行业 CAGR	40%	16%						13%				
行业 CR5	川渝火锅逐渐向全国渗透	2015 年=30%						2019 年=36%				
产品	家庭端以农贸为主，餐饮端自产	川渝火锅全国化提速，川渝火锅中牛油品类进攻性最强						清油、非辣火锅底料兴起				
渠道	并不注重品牌打造	2013-2016 年，颐海加大营销力度：2016 年企业开始织网						2018 年天味开始渠道织网				
品牌	-	2016 年海底捞品牌力引起市场重视						2019 年天味开始品牌升级				
价格	-	2014 年天味开始降价，单价下滑 6%，百味斋降价						-				

资料来源：红 99 官网，Wind，民生证券研究院

注：毛利率、费用率取颐海国际与天味食品均值

1.1.1 导入期（2000-2009）：产品渗透与价格竞争

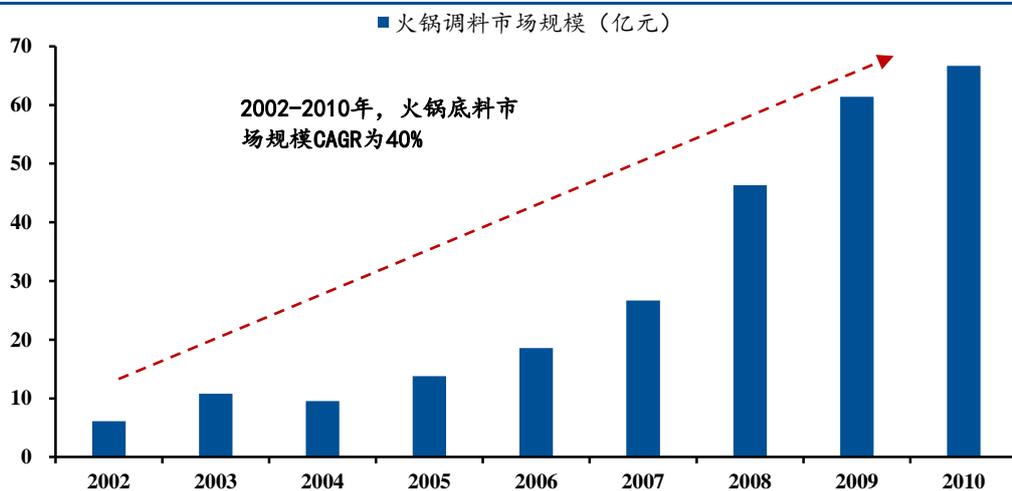
这一阶段火锅底料经历了由手工自炒到工业包装的过渡，20世纪90年代以后，随着川味火锅在全国范围内的持续扩张，单纯手工操作已经难以满足火锅底料生产和经营的需要，于是转变成手工操作与机器加工相结合的生产模式。机器加工具有标准化、规模化的特点，因而使火锅底料的制作更加规范、品质更加稳定，既降低了劳动强度和技艺难度，也降低了人工成本、增加了利润空间，并且容易复制、扩张。行业总体呈现三大特征：

特征一，收入端：产品渗透与低基数推动行业收入高增，CAGR约40%（出厂口径）。

特征二，竞争端：规模快速增长叠加厂商稀缺，竞争格局宽松，行业利润率阶段性提升。

特征三，龙头处于单品驱动阶段：产品是这一时期企业竞争与成长的核心逻辑，采取的策略是跟随-模仿的粗犷式竞争。

图2：行业规模在导入期 CAGR 达到 40%（出厂口径）



资料来源：Frost & Sullivan，红 99 官网，民生证券研究院

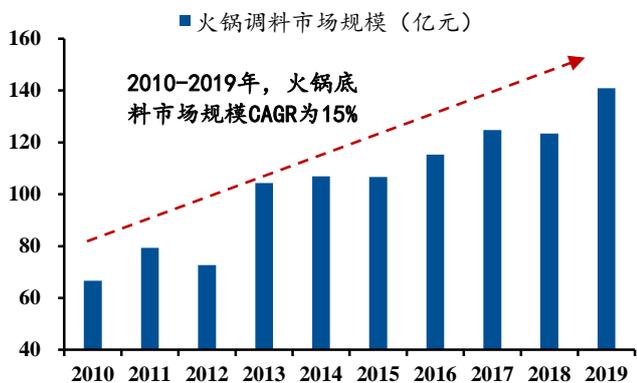
1.1.2 成长初期（2010-2020）：抢占市场与渠道竞争

特征一：收入端，B 端景气+C 端渗透推动行业 CAGR 达到 15%（出厂口径）。得益于 B 端的景气逻辑与 C 端的渗透下沉逻辑，火锅底料延续较高双位数增长。行业需求在产品层面发生 2 大趋势：**地域扩张：**随着川渝火锅的全国扩张，火锅底料主要市场已从川渝向全国转移；**产品升级：**包装、规格、品质的升级不断突破价格天花板。

特征二：竞争端，抢占市场是行业核心逻辑，竞争激烈但逐渐形成 3 家头部企业。行业高成长、高盈利、低门槛吸引众多参与者，因此抢占市场是第一诉求，市场竞争激烈（尤以川渝为重），同时终端促销动作明显，行业费用率明显阶段性上升。在这一过程中，逐渐形成了红 99、颐海、天味等头部企业。

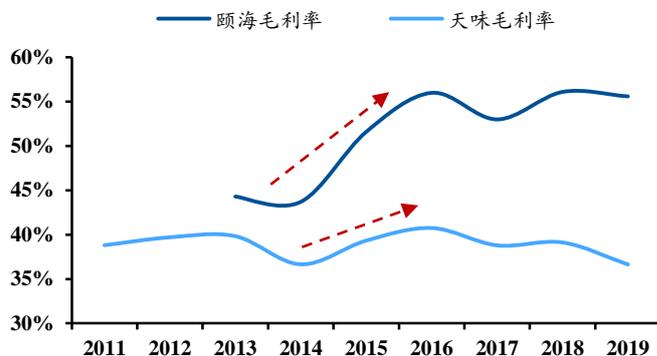
特征三，龙头处于单品驱动到渠道驱动的过渡阶段：产品力仍是核心驱动力，但渠道的重要性日益凸显，颐海在 2016 年开始通过渠道裂变与“海底捞”品牌的降维打击，迅速跃升为行业龙头，天味也在 2019 年开始全国织网计划。

图3: 行业规模在成长初期 CAGR 达到 15% (出厂口径)



资料来源: Frost & Sullivan, 红 99 官网, 民生证券研究院

图4: 火锅底料行业毛利率阶段性上行



资料来源: 颐海国际、天味食品公告, 民生证券研究院

1.2 产品: 品类扩张与结构升级, 川渝火锅乘势而起

理解火锅底料的核心要素在于产品、渠道、品牌, 我们认为产品是贯穿于行业发展的重要的线索, 并且产品力对于火锅底料行业的重要性大于基础调味品。尽管品牌可以支撑产品去低线城市下沉, 但后续产品的销量靠复购, 这就需要有强大的产品力。我们试图从结构升级、品类扩张等二个维度理解过去十年火锅底料的产品变化, 以及未来的产品发展趋势。

图5: 火锅底料品类呈现出地区差异化

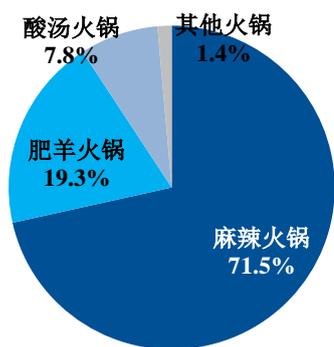


资料来源: 民生证券研究院整理

1.2.1 品类扩张：川渝火锅走向全国

过去十年火锅底料在产品层面上的最大变化体现在品类扩张,即以川渝为代表的辣味火锅走向全国,类似2000年初的广东酱油实现全国化,在诸多地区蚕食其他口味火锅的市场。伴随着这一过程的是天味、红99、德庄等川渝火锅底料品牌向外埠市场渗透,但我们注意到天味外埠市场提速增长是在2018年之后。

图6: 2019年麻辣口味火锅在市场已建立起优势



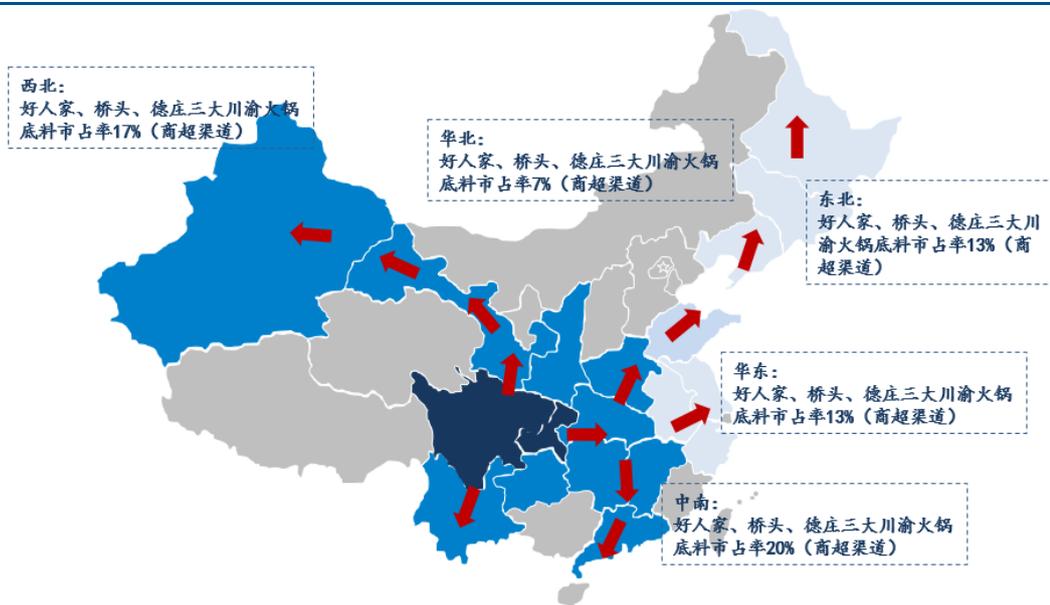
资料来源:《全国调味品行业蓝皮书》,民生证券研究院

图7: 川渝火锅的占比不断上升



资料来源:美团点评,民生证券研究院

图8: 川渝火锅底料稳步实现全国扩张



资料来源:全国连锁店超市信息网,民生证券研究院

注:图中市占率数据均为2020年1月-4月,颜色越深代表川渝火锅调料市占率越高

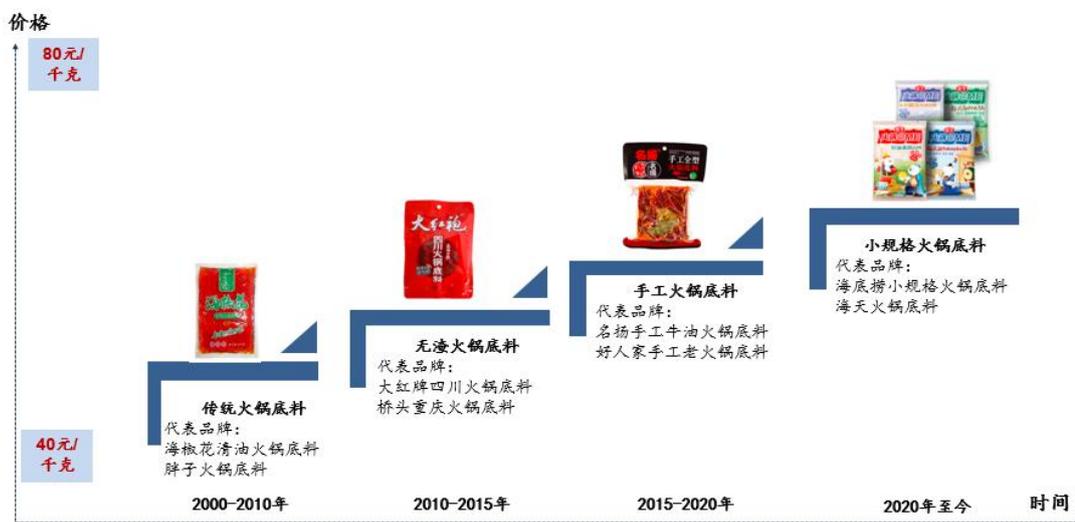
1.2.2 结构升级：品质升级与价格带上移

产品层面的第二大变化是结构升级,与酱油结构升级不同,火锅底料的升级主要体现在两方面:(1)包装与规格方面,即半透明、小规格是发展趋势,尤其是2015年之后兴起的“手工火锅底料”;(2)内容物方面,传统的火锅底料到无渣火锅底料、到清油火锅底料、再到草本火锅底料。

在结构升级带动下，火锅底料价格带不断上移，过去十年价格天花板已突破，行业迎来升级时代。我们结合天味、颐海的出厂价以及至汇咨询的调研报告，判断：（1）牛油品类火锅底料产品价格将有所提升，上海市场火锅底料产品在海底捞清油、非辣的带动下，已打破行业价格天花板，牛油类产品价格带也将在其他品类价格带动下有所上移。随着低端产品受到原材料以及市场费用攀升的影响，牛油品类 5 元以下产品将逐步淘汰，10 元以下产品也将进行升级，价格向 10 元靠拢。（2）清油、非辣类产品 2-3 年不会有价格变化：清油、非辣类产品上海市场终端价格高于现有牛油产品 5-10 元，品类价格梯度明显，上升空间小。

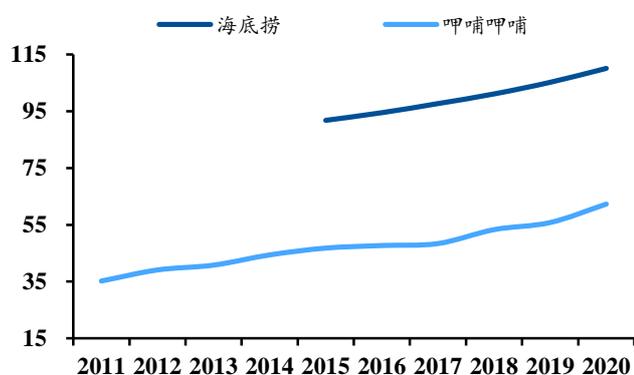
实际上，火锅调料的价格带上移与下游餐饮门店客单价提升相互呼应，2011 至 2020 年呷哺呷哺客单价提升 33%，2015 至 2020 年海底捞客单价提升 20%。

图9：火锅底料过去十年的纵向线索是包装升级不断推动产品结构升级



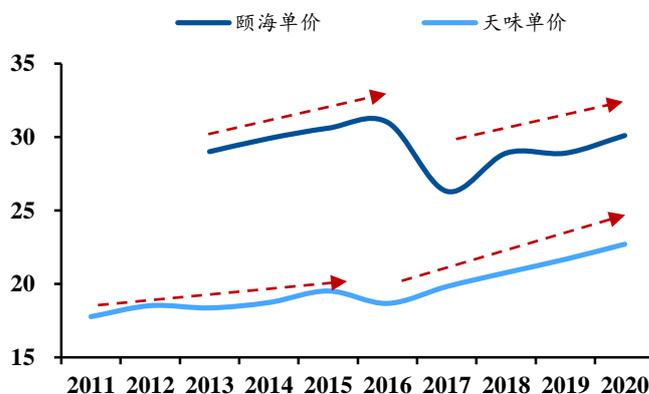
资料来源：海天味业、天味食品官网，天味食品公告，民生证券研究院

图10：火锅餐饮门店客单价提升（元/人）



资料来源：海底捞、呷哺呷哺公告，民生证券研究院

图11：颐海、天味的火锅底料出厂单价不断提升（元/千克）



资料来源：颐海国际、天味食品公告，民生证券研究院

1.2.3 口味裂变：牛油、清油、非辣三足鼎立，未来将有更多口味细分

牛油：重麻重辣，最贴合川渝口味，属于强进攻型产品，目前是最大的品类，但是竞争也最为激烈，价格带偏低。

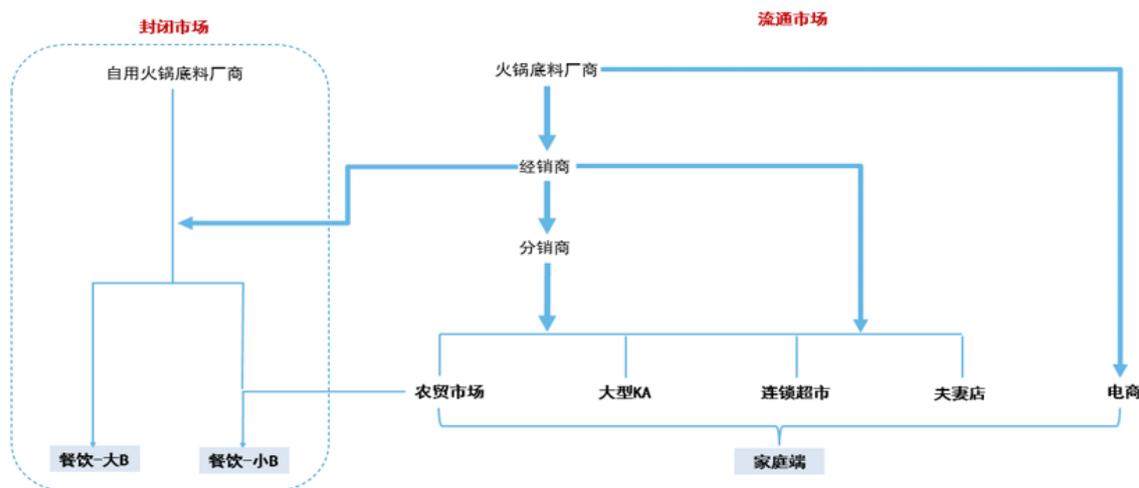
清油：偏辣、但刺激性与油腻感不强，贴合北方、安徽、湖北等咸口、偏辣，清油品类在行业龙头海底捞的市场培养和消费者教育下，已成长为行业风口，增长强劲。清油品类同等规格价格更高，可为企业带来较好的销售额和渠道积极性，给未来的增长预留了较好的竞争优势。

非辣：贴合非辣口味消费地区，在华北、东北、华南拥有较大市场，例如北京铜火锅、东北酸菜火锅、内蒙古肥羊火锅、广东粥底火锅，均强调咸鲜或者食物本味。孕育了一批主打非辣口味的品牌，如草原红太阳、小肥羊等。

1.3 渠道：从农贸市场到全渠道，龙头加快渠道织网

火锅底料品种多、购买频次低的属性决定其渠道结构中流通渠道占比大，约 70%，具体看，**农贸市场（40%，部分流向小 B）、KA（5%）、连锁超市（10%）、夫妻店（10%）、电商（5%）**。火锅底料的渠道结构与其他调味品不同：（1）农贸市场占比更大；（2）存在一些餐饮延伸型厂商。这种独特性导致火锅底料在餐饮渠道的商业模式与其他复合调味品差异较大。

图12: 火锅底料渠道模式拆分



结构占比	20%	30%	20%	5%	10%	10%	5%
客户特点	对口味稳定性要求高，多为个性化定制	对价格敏感，多为标准化定制	年龄偏大，对价格敏感	年龄偏小，注重品质、品牌	大龄客户注重价格，年轻客户注重品质、品牌	以年轻客户为主	
渠道特点			符合大众调味料购物习惯，适合产品跑量	易攻难守，高举高打、费用投放力度最大	分布分散，铺货及管理要求高	分布分散，铺货及管理要求高	突破地域限制，但是渠道费用较高
渠道门槛			低	高	适中	低	高
竞争程度			竞争激烈	适中	适中	适中	适中
产品价格			偏低	偏低	偏高	适中	适中

资料来源：至汇咨询，民生证券研究院

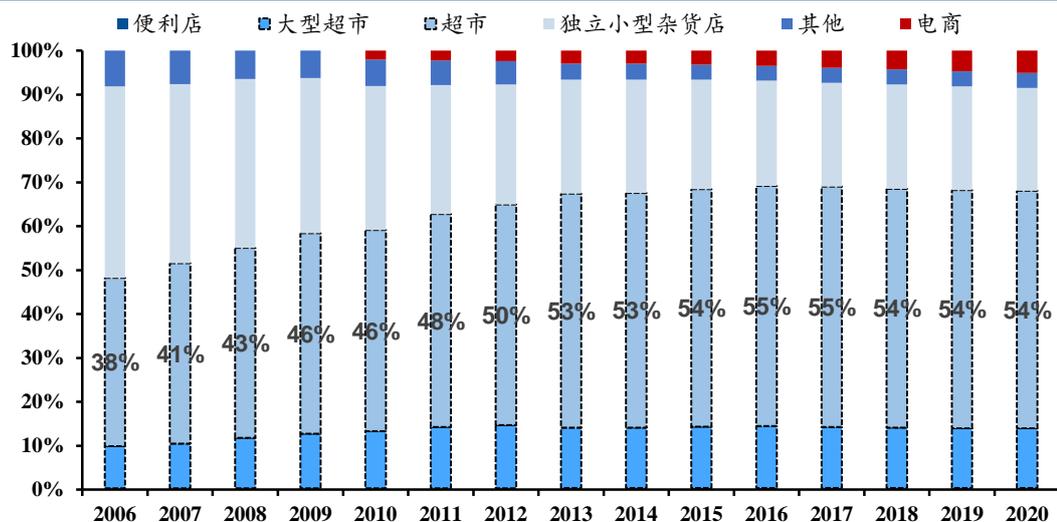
1.3.1 从农贸市场向全渠道转型

我们观察到过去十年火锅底料在渠道上发生的明显变化在于渠道结构，伴随着消费升级引导的火锅底料需求发展，以及新零售引发的商贸生态变革，行业渠道结构由批发变成了全渠道，由农贸为主到现代渠道越加重要，其营销模式也实现了从价格竞争过渡到以产品和渠道为核心。

(1) **全渠道转型，商超等现代渠道重要性凸显**：销售渠道由偏重于批发流通，发展为全渠道销售。天味食品在 2016 年以前，60% 以上是农贸市场渠道，而 2020 年公司农贸流通的比例下降至 50%，大量的 KA、连锁超市等现代终端进入公司渠道体系。

(2) **生意模式发生改变**：过去火锅底料都集中在批发流通渠道，依靠各地的副食品批发市场，依赖经销商销售，而现在通过企业直营(供餐饮、商超、工厂等)来完成的比例在提高，这也间接提高了厂商的利润率。

图13: 调味品渠道结构中 KA、连锁超市占比不断提升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3.2 龙头加快渠道下沉与织网动作

颐海：2016 年以来，颐海对外开始渠道裂变，对内引入“合伙人”制度，经销商数量由 2013 年的 116 家提升至 2020 年的 2700 家，2019 年终端覆盖 50 万个网点，尤其在华东、华北、中南地区具备核心优势。

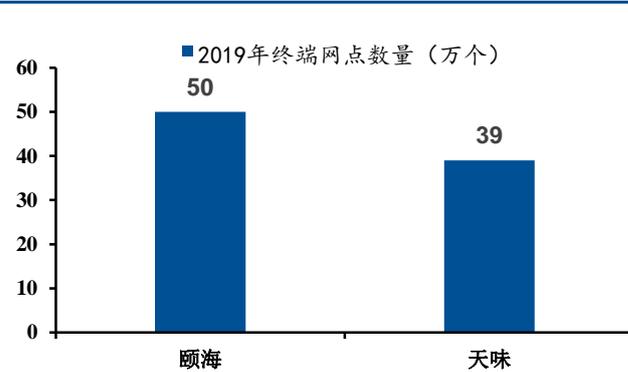
天味：2019 年以来，在经历了 3 年调整期后，天味开始加快经销商改革，一方面拆分“好人家”、“大红袍”经销体系，另一方面积极拓展空白市场，经销商数量从 2013 年的 674 家增加至 2020 年的 3001 家，2019 年终端覆盖 39 万个网点，核心优势区域在西南、中南市场。

图14: 颐海经销商数量暂时领先



资料来源: 颐海国际、天味食品公告, 民生证券研究院

图15: 颐海终端网点数量大于天味



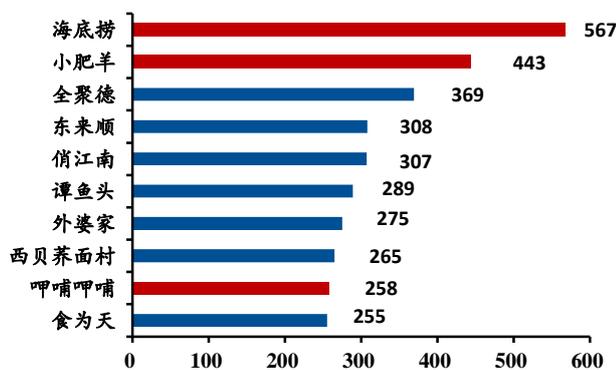
资料来源: 颐海国际、天味食品公告, 民生证券研究院

1.4 品牌：头部品牌意识觉醒，加大费用投放塑造品牌力

2000-2015年，行业前期品牌化意识不强，仅存在地区性品牌。行业处于导入期，全国性的火锅底料市场尚未形成，仅存在川渝、蒙式、粤式三大地方性市场，同时企业规模较小，没有足够的资源实现品牌的塑造与区域扩散。

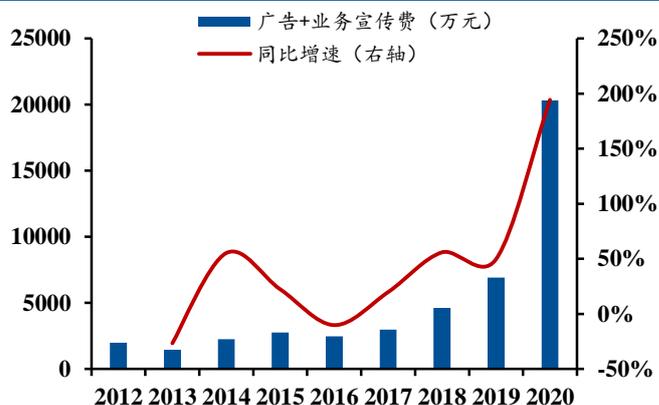
2016年至今，“海底捞”的品牌在C端的影响力逐渐凸显，加快了其他头部企业的品牌意识觉醒。与酱油等基础调味品不同，火锅底料存在较多餐饮延伸型品牌，其中的大型连锁店在进入火锅底料行业时先天便具备“品牌力”，例如2016年颐海凭借“海底捞”的品牌优势，同步加快渠道扩张与裂变，实现收入连续3年超过50%的增速。受此影响，其他食品制造型火锅底料厂商的品牌意识加速觉醒，2018年至今天味在品牌方面的投入越来越大，表现为广告营销费用占比提升，线上加大综艺营销冠名赞助，线下加大“快闪”等地推活动。

图16：餐饮品牌型火锅底料厂商的品牌优势



资料来源：chnbrand，民生证券研究院

图17：天味食品加大广告费用投入



资料来源：天味食品公告，民生证券研究院

2 成长空间：从两大需求理解行业长期的景气度

2.1 现状：310 亿元市场，餐饮与家庭为主要渠道

火锅调料市场可以细分为火锅蘸料和火锅底料，根据 Frost & Sullivan 数据，火锅底料占 80% 左右，火锅蘸料占 20% 左右。得益于下游火锅餐饮市场的蓬勃发展，近年增长强劲，2010-2020 年火锅调料市场规模 CAGR 为 16%，2020 年达到 310 亿元。

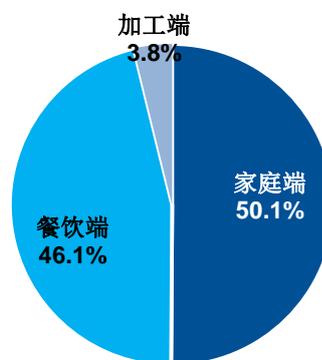
从终端需求来看，火锅调料需求结构可以分为餐饮端、家庭端及加工端，根据 Frost & Sullivan 数据，2015 年规模占比分别为 50.1%、46.1%、3.8%。

图18: 火锅调料市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图19: 2015 年火锅调料终端需求结构



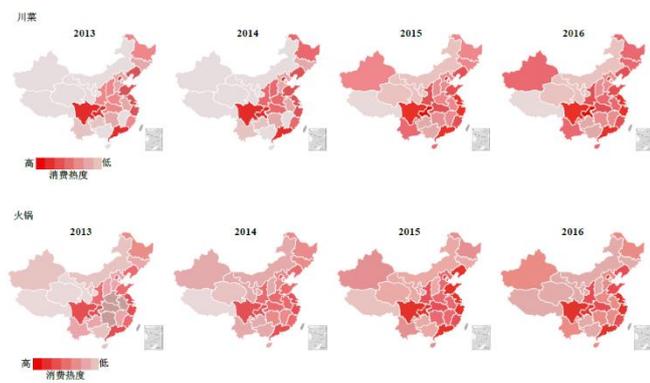
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.2 餐饮端：火锅餐饮规模壮大，包装型调料渗透率提升

2.2.1 火锅餐饮市场规模持续壮大

火锅餐饮热度持续升温。根据 Frost & Sullivan 数据，我国火锅餐饮市场规模由 2013 年的 2813 亿元增加至 2020 年的 5843 亿元，期间 CAGR 为 11.0%，预计 2022 年将达 7077 亿元，是中式餐饮中增长最快的品类。

图20: 火锅热度持续升温



资料来源：《2017 中国餐饮供给侧发展报告》，民生证券研究院

图21: 火锅餐饮市场规模及增速

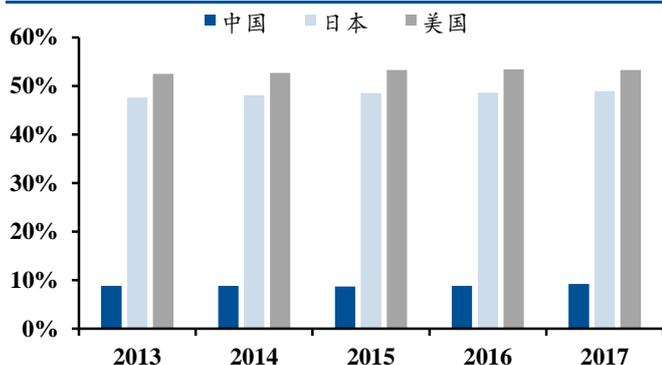


资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.2.2 餐饮连锁化驱动 B 端渗透率提升

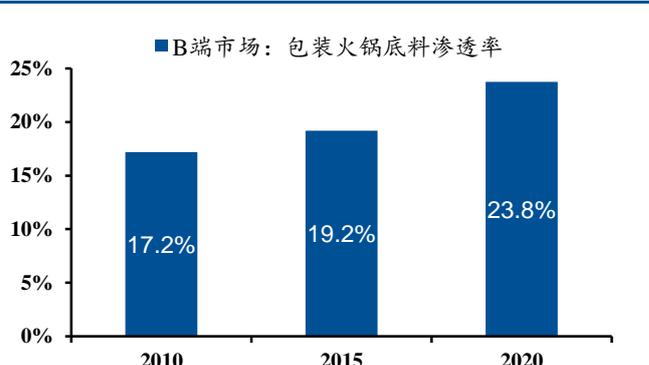
根据 Frost & Sullivan 数据，2015 年餐饮端包装型火锅底料渗透率为 17.2%，2020 年提升至 23.8%。其背后驱动力在于火锅店连锁化水平的提升以及租金、人力等成本上涨，下游火锅餐饮门店将偏好价格更低的包装型火锅底料（规模化工业生产成本更低）。

图22: 国内连锁化水平仍有较大的提升空间



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: B 端包装型火锅底料渗透率持续提升



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

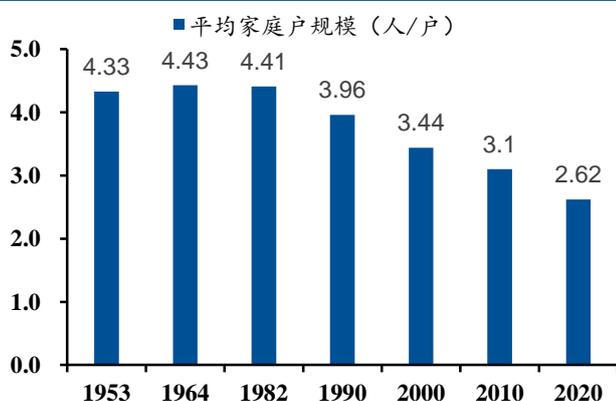
2.3 家庭端：消费场景扩容叠加餐饮客单价提升

2.3.1 量：便捷化驱动渗透率提升，泛火锅与炒菜等打开消费场景

便捷化消费驱动 C 端渗透率提升。根据国家统计局数据，国内户均人数从 2000 年的 3.44 人下降至 2020 年的 2.62 人，呈现家庭小型化的发展趋势。参考海外日本经验，我们认为随着家庭结构的小型化，家庭烹饪将越来越不经济，导致需求更偏好便捷化，表现为小包装的火锅底料占比不断提升。

炒菜、麻辣香锅等消费场景持续扩容。相比于其他复合调味品“一品一菜”，火锅底料适用的菜品更为广泛多样，不仅包括火锅，也包括泛火锅餐饮（麻辣烫、串串香、冒菜、麻辣香锅等），甚至面条、炒菜均可使用。

图24: 我国家庭呈现小型化的趋势



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图25: 火锅调料适合的菜品更为广泛多样化

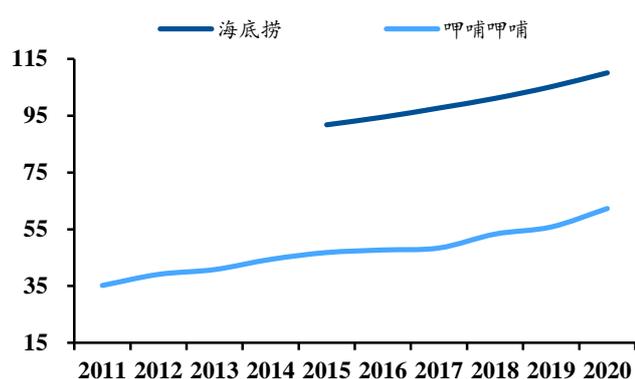


资料来源: 千图网, 民生证券研究院

2.3.2 价：火锅餐饮客单价打开价格天花板

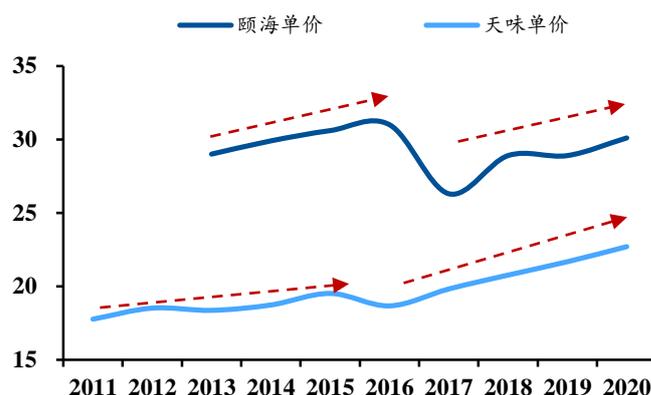
B 端火锅餐饮与 C 端家庭消费互相影响，表现为火锅门店客单价打开了家庭端的价格天花板。2011 至 2020 年呷哺呷哺客单价提升 33%，2015 至 2020 年海底捞客单价提升 20%，对应 2013 至 2020 年颐海国际第三方火锅底料出厂单价提升 4%（主要系 2017 年以后公司把促销费用冲减收入），2011 至 2020 年天味火锅底料出厂单价提升 28%。

图26: 火锅餐饮门店客单价提升 (元/人)



资料来源：海底捞、呷哺呷哺公告，民生证券研究院

图27: 颐海、天味的火锅底料出厂单价不断提升 (元/千克)

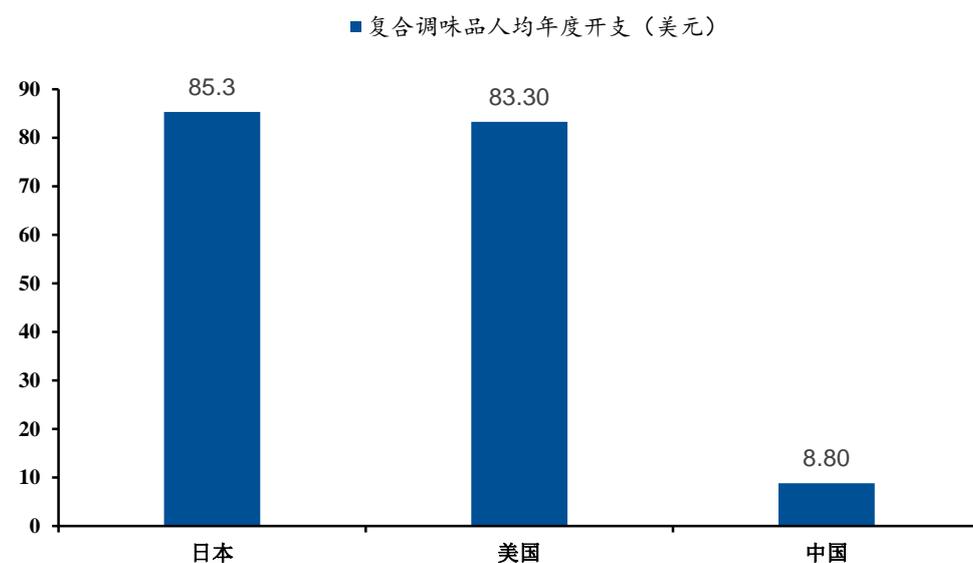


资料来源：海底捞、呷哺呷哺公告，民生证券研究院

2.3.3 对标海外：国内人均消费额提升空间仍大

根据 Frost & Sullivan 数据，2015 年日本和美国复合调味品人均消费额分别为 85.3 美元和 83.3 美元，是我国的 9 倍左右。Frost & Sullivan 测算 2020 年国内复合调味品人均消费额达到 105.4 元，折合 16.46 美元，较 2015 年的美国与日本仍有约 5 倍的差距。

图28: 复合调味品人均年度开支提升空间较大 (2015 年)



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.4 空间测算：预计 2023 年规模 370 亿元，对应复合增速 13%

火锅底料符合未来的消费趋势，在餐饮标准化、家庭消费便捷化的逻辑驱动下，量价均有增长空间，预计 2023 年市场规模将达到 370 亿元，对应年均复合增速约 13.2%：

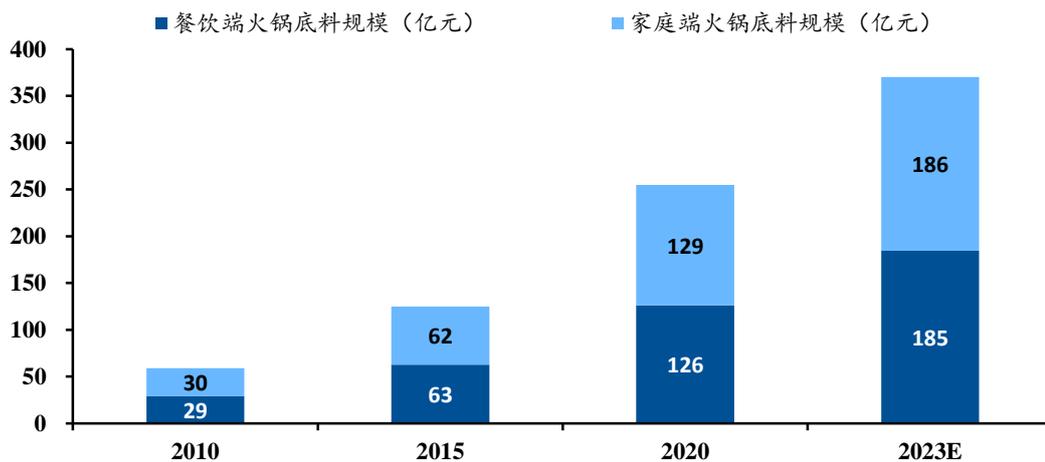
1) 火锅餐饮市场规模：2015 至 2020 年复合增速为 10.5%，考虑到火锅在餐饮市场渗透率已达到一定水平，预计 2020 至 2023 年复合增速小幅放缓至 9.5%；

2) 餐饮端包装火锅底料渗透率：2015 至 2020 年平均每年提升 0.9pct，考虑到连锁化持续推进以及成本长期维持上涨趋势，预计 2020 至 2023 年平均每年亦提升 0.9pct；

3) 火锅底料在火锅餐饮占比：2015 至 2020 年比例维持稳定，预计 2023 年占比仍维持在 9.1%；

4) 家庭端包装火锅底料规模：2015 至 2020 年复合增速为 15.6%，考虑到“一二线”市场逐渐饱和，预计 2020 至 2023 年增速小幅放缓至 13%。

图29：火锅底料空间预测（2023E）



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

表2：火锅底料空间预测过程

测算指标	2010	2015	2020	2023E
火锅底料市场规模 (亿元)	59	125	255	370
CAGR	-	16.2%	15.3%	13.2%
餐饮端：包装火锅底料规模 (亿元)	29	63	126	185
CAGR	-	16.5%	15.1%	13.5%
火锅餐饮市场规模 (亿元)	2127	3553	5843	7671
CAGR	-	10.8%	10.5%	9.50%
火锅底料/火锅餐饮	8.0%	9.2%	9.1%	9.1%
餐饮端包装型火锅底料渗透率	17.2%	19.2%	23.8%	26.5%
家庭端：包装火锅底料规模 (亿元)	30	62	129	186
CAGR	-	15.9%	15.6%	13%

资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

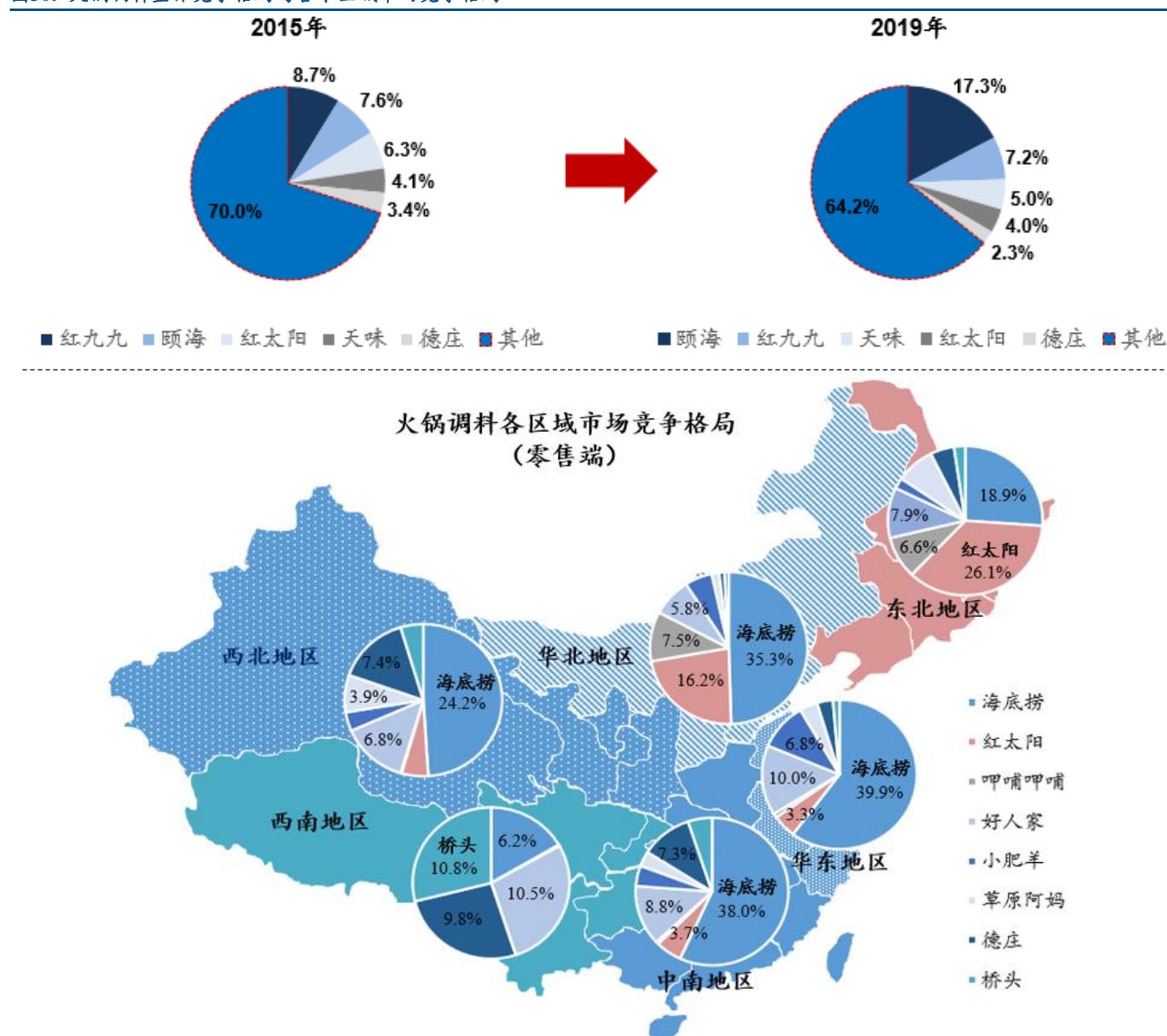
3 竞争格局：品牌百花齐放，B/C 端竞争逻辑各异

3.1 格局现状：区域割据，缓慢集中

行业竞争格局呈现出明显的“区域割据”。受限于饮食文化、口味差异化，火锅底料行业形成了明显的区域市场，例如东北龙头为蒙式口味的“草原红太阳”，西南龙头为川渝牛油口味的“桥头”，而华东、华北、中南为清油+非辣口味的“颐海国际”。

行业集中度在提升，但主要由龙头贡献。2015 至 2019 年，火锅底料呈现出格局缓慢集中的趋势（CR5 从 30%提高至 36%），但实际上主要由龙头颐海国际贡献，对应收入复合增速为 42%，天味/红 99 对应复合增速分别为 21%/10%。

图30：火锅调料整体竞争格局与各个区域市场竞争格局



资料来源：红 99 官网，颐海国际、天味食品公告，Frost & Sullivan，全国连锁店超市信息网，民生证券研究院

注：聚慧、申唐收入数据包括火锅底料以外的复合调味品；地区数据口径为 KA+连锁超市+连锁便利店，时间取 2020 年 1-5 月。

火锅底料行业主要参与者包括颐海国际、天味食品、红九九等（因海天刚进入行业，暂未将其计入）；其中，颐海国际和天味食品为行业两大头部品牌，在收入规模、产品组合、品牌力、渠道力等均领先其他竞争对手。当前行业参与者少部分为泛全国化品牌，大部分为区域型企业，可以简单拆分为3类商业模式：

(1) 餐饮品牌型，其优势在于借助餐饮的品牌力，包括综合口味的海底捞、呷哺呷哺，川渝口味的德庄、蜀九香，以及蒙式口味的小肥羊。

(2) C端制造型，主要面向家庭端客户，包括川渝口味的天味、周君记、名扬，蒙式口味的红太阳、草原阿妈。

(3) B端制造型，主要面向餐饮端客户，包括红九九、聚慧、申唐。

上述三种商业模式各有优劣：餐饮品牌型在品牌效应方面占优，也能更快捕捉到终端消费者口味变化；C端制造厂商具备成熟的品类运作经验，产品力占优；B端制造厂商要满足餐饮客户的口味稳定性、价格敏感性需求，因此在供应链方面更具优势。

图31：火锅调味料竞争格局与主要企业情况

次序	商业模式	公司	进入行业日期	2019年收入(亿元)	2019年市占率	优势产品	渠道	辐射区域
1	B端制造型	红九九*	1993年	11.7	7.2%	牛油	餐饮	西南、西北
2		聚慧*	2008年	10.0		牛油	餐饮	全国
3		申唐*	2005年	5.0		牛油	餐饮	西南
4	C端制造型	天味	1993年	8.2	5.0%	牛油	家庭	西南、华中、华东
5		红太阳	2003年	6.5	4.0%	非辣、蘸料	家庭	华北、东北
6		周君记	1991年	3.0		牛油	家庭	西南
7		名扬	2002年	5.0		牛油	家庭	西南
8		草原阿妈	2005年			非辣、蘸料	家庭	西北、华北
9		三五	1995年			牛油	家庭	西南
10		川崎	1991年			牛油	家庭	华东
11		朝天香	2017年			牛油	家庭	西南、华东
12		秋霞	1997年			牛油	家庭	西南
13		欣和	2019年			非辣	家庭	华东
14	海天	2020年			-	家庭	线上	
15	恒顺	2019年			-	家庭	-	
16	仲景	2020年			-	家庭	-	
17	餐饮品牌型	海底捞	2005年	28.1	17.3%	清油、非辣	餐饮+家庭	全国
18		德庄	2003年	3.7	2.3%	牛油	餐饮+家庭	西南
19		蜀九香	2000年			牛油	餐饮+家庭	西南
20		桥头	1908年	3.0		牛油	餐饮+家庭	西南
21		小肥羊	1999年			非辣	餐饮+家庭	华北、东北、华东
22		呷哺呷哺	2017年			非辣	餐饮+家庭	华北
23		皇城老妈	1986年			牛油	餐饮+家庭	西南
24		小龙坎	2014年			牛油	餐饮+家庭	西南
25		大龙燚	2013年			牛油	餐饮+家庭	西南
26		小天鹤	1982年			牛油	餐饮+家庭	西南

资料来源：红九九、聚慧、周君记、名扬公司官网，Wind，Frost & Sullivan，民生证券研究院

注：聚慧、申唐收入数据包括火锅底料以外的复合调味品，其他企业均为火锅调料销售额

3.2 C 端竞争：“品牌效应”与“渠道杠杆”

C 端市场参与者包括传统复调企业（天味、红九九、草原红太阳），餐饮品牌企业（颐海、德庄、小龙坎），基础调味品企业（海天、中炬、恒顺、千禾），前二类企业布局较早，目前在行业占据主要份额。我们认为 C 端市场的核心竞争逻辑在于：

品牌效应：C 端市场直接面对个体消费者，品牌效应仍能获取消费者心智与定价权。传统复调企业布局较早，对产品的打磨精细，但目前来看均为泛区域性品牌；火锅餐饮企业优势在于门店终端能够较好掌控消费者口味需求，以及借用天然的品牌红利（连锁门店所见即所得，海底捞、德庄等）；基础调味品企业或受限于品类的约束，存在消费者品牌认知转换的困难。

渠道杠杆：农贸市场、KA 超市是 C 端的主要渠道，火锅餐饮企业以门店经营为主，可能对流通渠道的运作不熟悉；基础调味品企业在渠道广度与密度具备优势，但在具体的竞争策略上可能存在差异性。

2020 年 8 月，海天推出火锅底料产品“火锅@ME”，尽管火锅底料无论从产品属性还是行业竞争逻辑都与酱油、蚝油有较大差异，但公司依然做出了积极尝试。我们认为海天未来可通过并购、自建等多种方式完善在火锅调料行业的布局，实现品类边界扩张。此外，对标日本龟甲万推出寿喜锅调料，我们认为海天也可将酱油+火锅作为产品的突破口。

图32：海天于 2020 年底在线上推出火锅底料产品



资料来源：海天官网，民生证券研究院

图33：龟甲万凭借平台优势推出日式火锅调味汁



资料来源：天猫商城，民生证券研究院

3.3 B 端竞争：“研发能力”与“成本优势”

大 B 端，核心竞争要素为研发能力。下游客户主要为大型连锁店，参与者一部分是自有供应链（海底捞、德庄），另一部分为外部代工（申唐、聚慧）。大 B 端是相对封闭的渠道，下游客户主要为大型连锁餐饮店，核心需求在于定制化的服务（包括菜单的更新计划），因此更在意品控的稳定性与研发的快速响应能力。

小 B 端，核心竞争要素是成本优势。下游客户为小型连锁店或者个体经营者，主要参与者包括天味（大红袍）、红九九等。我们认为小 B 端产品种类较单一且透明，集中在特定的大单品（牛油辣味、番茄味等），客户对价格更为敏感，拥有成本优势、品控稳定的厂商更能够在长期竞争中胜出。

4 企业分析：各有发展优势，共享行业景气

4.1 “群雄逐鹿”：主要三大类型公司

复调行业的高景气吸引越来越多的参与者，主要包括三大上市公司：颐海国际、天味食品、海天味业，分别代表餐饮品牌型、传统复调型、基础调味品型企业。

颐海国际，后发先至：2005年开始专门供应海底捞门店火锅调料，2013年发展第三方业务，优势在于强品牌力与组织机制，目前暂时确立火锅底料规模领导地位。

天味食品，品类禀赋：2007年涉足火锅调料行业，2020年加快全国化进程，作为传统川式复调企业拥有较好的品类禀赋，产品力拥有较大的竞争优势，目前正处于渠道快速扩张阶段。

海天味业，平台型公司：2020年8月推出火锅调料产品，作为调味品平台公司拥有较强的渠道竞争力，但在产品打磨、品牌转换、营销策略方面有较大提升空间。

图34：颐海&天味的股价与火锅底料业务收入复盘



资料来源：Wind，颐海国际、天味食品公告，民生证券研究院

4.2 颐海国际：强品牌力与组织活力，暂居规模领导地位

后发先至，早年凭借海底捞集团奠定规模基础与品牌优势，随后一方面加大力度拓展第三方渠道+新业务（中式复调、方便食品），另一方面培育自有品牌“筷手小厨”，目前规模在行业暂居领导地位。

4.2.1 产品：定位中高端价格带，非辣口味地位领先

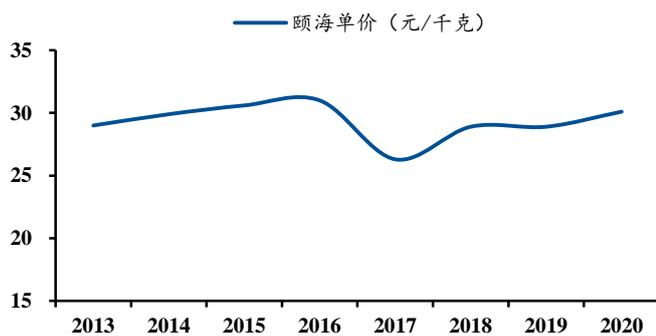
从 SKU 来看，颐海布局牛油、清油、非辣三大口味，但主要优势在于清油、非辣，在市场上拥有较大的议价权与市占率。从价格带来看，颐海产品定位偏高端，2020 年颐海出厂单价为 30.1 元/千克（第三方火锅底料），对应毛利率为 55.7%。

图35：颐海国际火锅调料 SKU 与价格



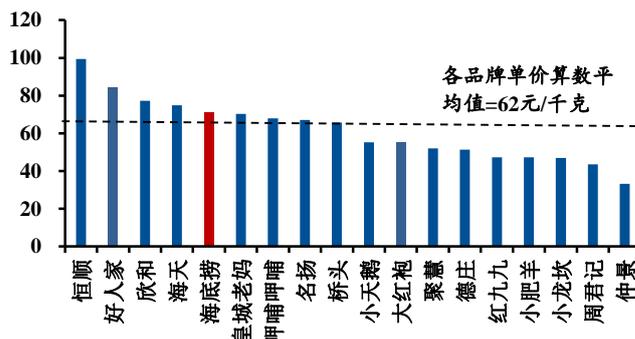
资料来源：颐海国际官网，天猫商城，民生证券研究院

图36：颐海国际火锅调料（第三方）出厂单价



资料来源：颐海国际公告，民生证券研究院

图37：火锅底料终端价（元/千克，线上数据）

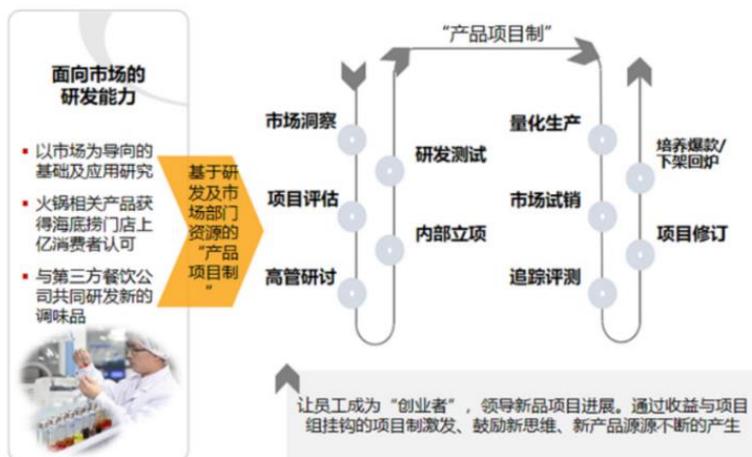


资料来源：天猫商城，民生证券研究院

从产品研发来看，颐海机制灵活、高效。2018 年颐海推出产品项目制，员工可以自行组队提出产品创意，并由该团队完成新品开发项目从立项到上市的完整流程，项目组在产品上市盈利之后可以得到相应奖励。2021 年，公司进一步迭代研发机制，不仅自下而上激发基层员工创新力，同时也设置品类委员会，各区域具体产品由研发人员上报、品类委员审核。

图38: 颐海国际 2018 年推出“产品项目制”鼓励创新

创新产品项目机制，全员成为产品人



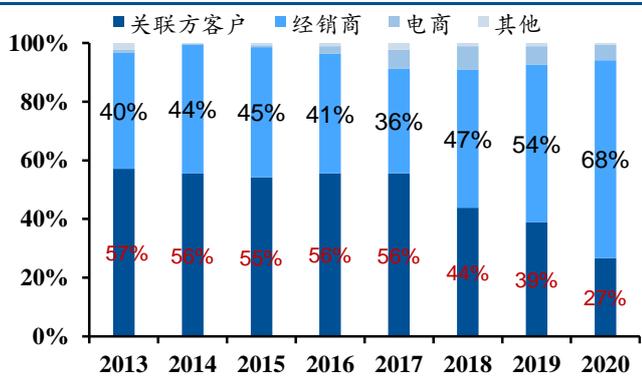
资料来源：颐海国际官网，民生证券研究院

4.2.2 渠道：侧重现代渠道，加快扩张下沉

颐海侧重海底捞+商超渠道。2019 年，颐海收入结构中 39% 来自关联客户（海底捞），54% 来自经销商（主要系 KA、连锁超市等）。我们认为颐海在 C 端主要布局费用门槛较高的现代渠道，与其“海底捞”品牌优势以及中高端的产品定位相关。

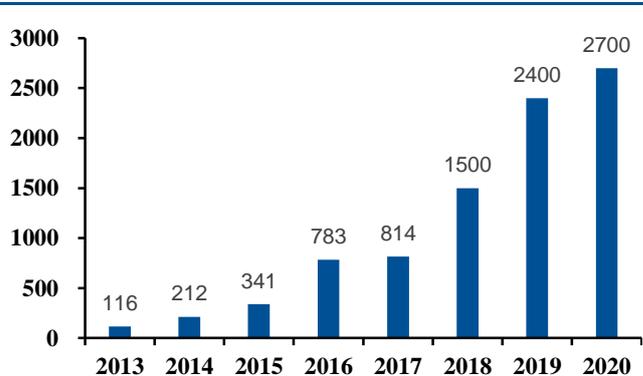
经销商、终端网点数量，颐海经销商数量由 2013 年的 116 家提升至 2020 年的 2700 家，2019 年终端覆盖 50 万个网点，尤其在华东、华北、中南地区具备核心优势。

图39: 颐海国际渠道中经销占比不断提升



资料来源：颐海国际公告，民生证券研究院

图40: 颐海国际经销商数量（家）



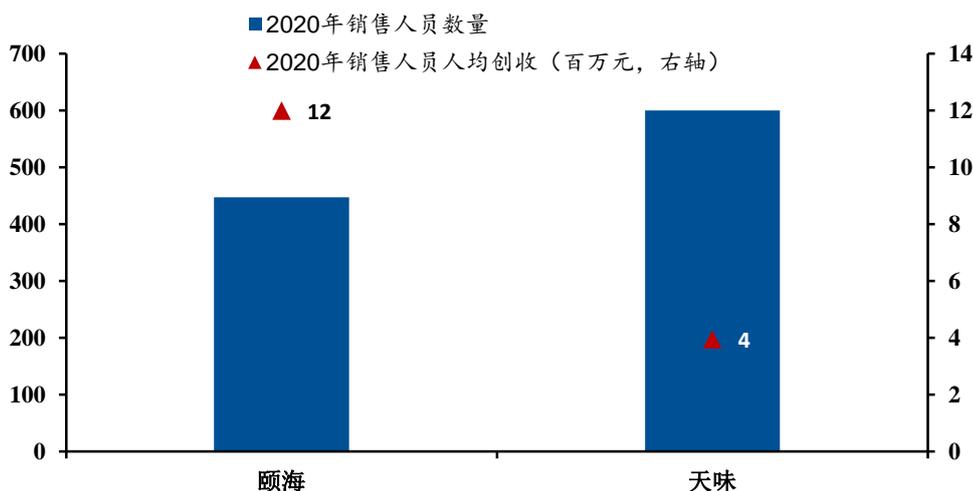
资料来源：颐海国际公告，民生证券研究院

组织架构上，颐海不断迭代，将经销商、销售人员利益与公司紧密绑定。2018 年，颐海推出“合伙人”制度，将销售人员的业绩提成和其负责单元的利润挂钩，并给予一定渠道费用权限，对渠道扩张与单点收入增长有较为明显的提振作用。2021 年 5 月，公司调整组织架构，

将合伙人制度改为区域长制度，区域长人数缩减至 10 余个。

在制度的激励下，颐海人均创收高。公司的策略是精兵作战，2020 年销售人员数量 447 人，但人均创收达 1200 万元。相较之下，天味的策略是渠道裂变+下沉，需增加销售人员数量以匹配经销商队伍的扩大，2020 年销售人员数量为 600 人，人均创收 400 万元。

图41: 颐海人均创收更高



资料来源：颐海国际、天味食品公告，民生证券研究院

4.2.3 品牌：借势“海底捞”品牌红利，培育自有品牌“筷手小厨”

颐海凭借“海底捞”的强品牌力，在火锅底料市场降维打击。受益于海底捞火锅店的品牌效应，根据 2020 年 CNNP 数据，海底捞位居中国前十大火锅底料品牌中的第一名，具有全国范围的影响力。

加大费用培育“筷手小厨”，逐步摆脱“海底捞”束缚。此前颐海借势“海底捞”品牌红利，并不需要在广告费用上作过多投入，因此广告费用率低于主要竞争对手。但随着公司中式复合调味品业务规模的不断壮大，此前海底捞的品牌局限性越来越大（消费者把海底捞品牌打上火锅调料的烙印）。因此，公司 2020 年以来开始在中式复调业务培育自有品牌“筷手小厨”，并加大了费用投放力度。

图42: 2020 年火锅底料十大品牌 (CNNP 品牌价值排名)



资料来源：CNNP，民生证券研究院

图 43: 颐海国际广告宣传费用率 2019 年之后有所提升



资料来源：颐海国际公告，民生证券研究院

4.3 天味食品：品类禀赋明显，加快渠道扩张

传统川式复调企业（品类禀赋），深耕行业二十余年积累了较强的产品力，具备打造区域性大单品的成熟经验，目前正处于内部管理迭代与渠道快速扩张全国化的阶段。

4.3.1 产品：从川味向非辣扩张，布局二大价格带

从 SKU 来看，公司布局牛油、清油、非辣，核心优势在于辣味等川渝火锅调料，近年来随着全国化战略的推进，开始逐步加码非辣口味（菌菇、三鲜、清汤等）。

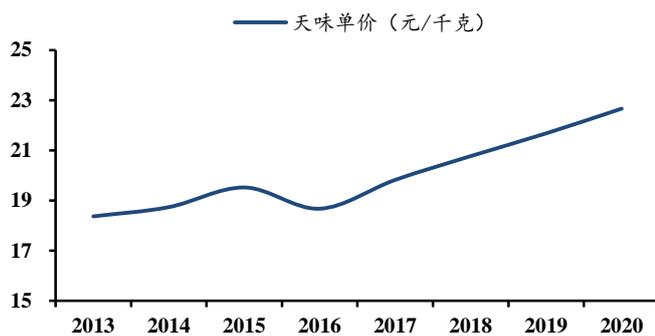
从价格带来看，公司布局中高端、大众二大市场，2020 年天味火锅底料出厂单价为 22.7 元/千克，对应毛利率为 41.3%。公司均价低于海底捞等竞争对手，主要原因在于天味拥有的大众品牌“大红袍”，拉低了整个公司的价格带。

图44: 天味食品火锅调料 SKU 与价格



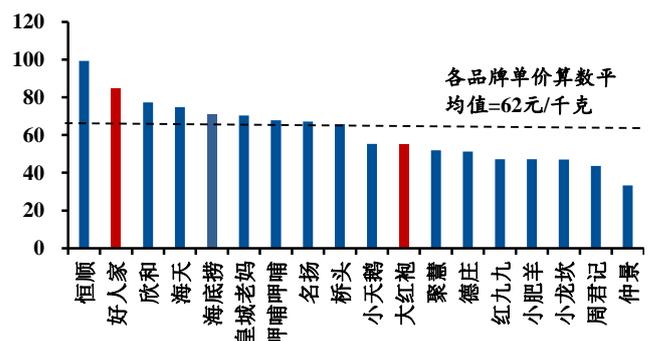
资料来源：天味食品官网，天猫商城，民生证券研究院

图45: 天味火锅底料出厂单价



资料来源：天味食品公告，民生证券研究院

图46: 火锅底料终端价（元/千克，线上数据）



资料来源：天猫商城，民生证券研究院

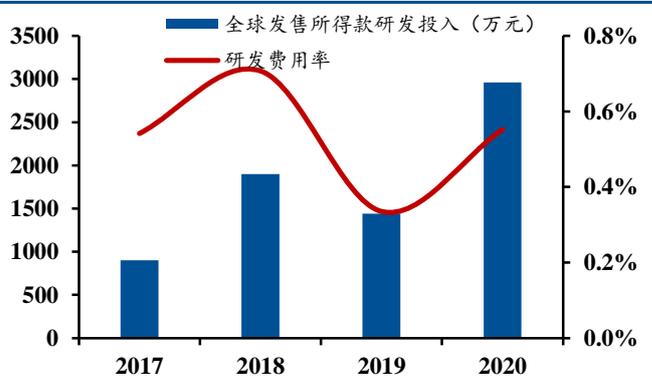
高研发投入看，支撑强产品力。我们认为对火锅底料而言，产品力背后的研发能力是关键，这与公司投入的费用息息相关。2020年，天味研发费用3039万元，研发费用率为1.3%，均高于同期的颐海。

图47: 天味食品研发费用情况



资料来源：天味食品公告，民生证券研究院

图48: 颐海国际研发费用情况

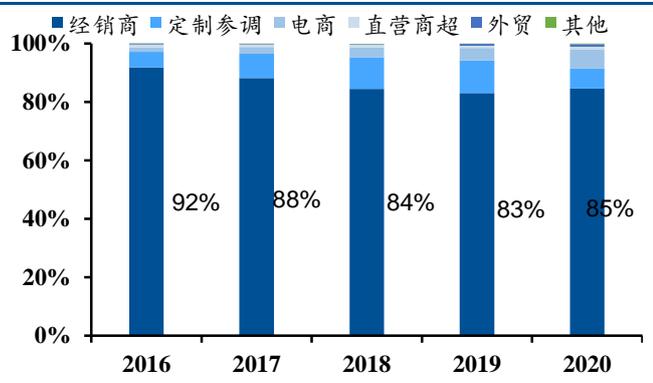


资料来源：颐海国际公告，民生证券研究院

4.3.2 渠道：快速全国化，利润空间大

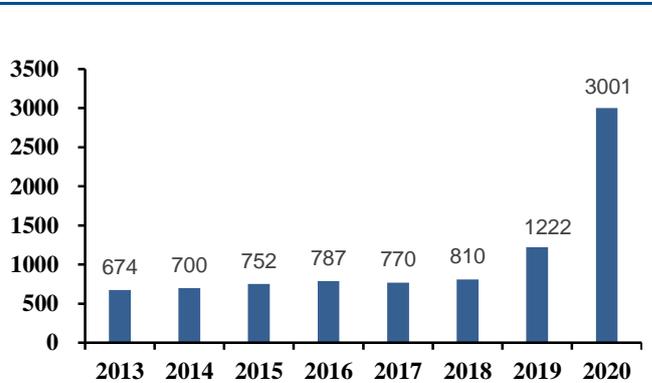
侧重农贸市场渠道。2019年，公司收入结构中83%来自经销（其中农贸70%、商超20%、小B占10%），11%来自定制餐调业务。公司的渠道结构偏传统，农贸市场利于放量，但随着渠道变革与品牌升级，公司将加大现代渠道的开发与建设。

图49: 天味食品渠道侧重经销（农贸市场）



资料来源：天味食品公告，民生证券研究院

图50: 天味食品经销商数量（家）



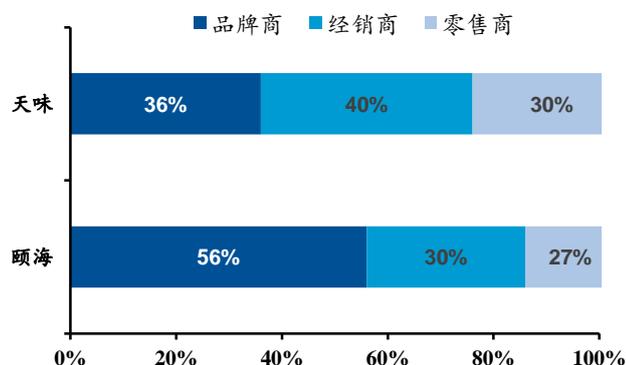
资料来源：天味食品公告，民生证券研究院

经销商数量领先。公司2019年开始积极推进渠道裂变，2020年共有经销商3001家，同比大幅增长，2019年终端覆盖39万个网点，核心优势区域在西南、中南市场。

渠道毛利空间领先。颐海自身毛利率较高为56%（2020年，第三方火锅底料），但对应的经销商、零售毛利率偏低，分别约为30%、27%。而天味将部分盈利空间让渡给渠道，自身毛利率为41%（2020年），经销商毛利率约为40%，零售商毛利率约为30%。

组织架构上，公司将全国市场分为5个大区，下设多个区域办事处，负责统一协调区域内销售策略，制定市场推广计划并监督执行情况。

图51: 天味的经销商、零售商毛利率更高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图52: 天味销售组织架构上沿用传统的大区制



资料来源: 天味食品公告, 民生证券研究院

4.3.3 品牌: 加大费用投放力度, 高端与大众品牌并举

根据 2020 年 CNNP 数据, 中国前十大火锅底料品牌, 天味食品旗下好人家、大红袍分别位居第四、第八。

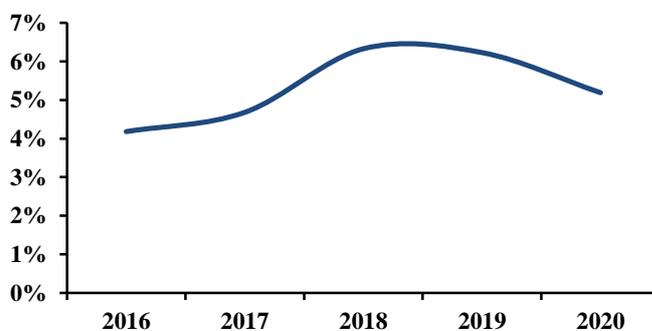
公司为塑造品牌力, 在线上、线下投入大量费用。2016 至 2019 年, 天味的广告宣传费用规模、广告宣传费用率均高于颐海, 并且这一差距在 2019 年有所扩大, 反映天味正加大费用投入, 提升“好人家”中高端定位的品牌力, 追赶“海底捞”, 例如 2020 年冠名综艺节目《非诚勿扰》, 赞助东方卫视 2021 年春节节目。

图53: 2020 年火锅底料十大品牌 (CNNP 品牌价值排名)



资料来源: CNNP, 民生证券研究院

图54: 天味广告宣传费用率



资料来源: 天味食品公告, 民生证券研究院

图55: 好人家冠名综艺节目《非诚勿扰》



资料来源: 好人家官方公众号, 民生证券研究院

图56: 好人家赞助东方卫视 2021 年春节节目



资料来源: 天味食品官方公众号, 民生证券研究院

4.4 海天味业：调味品平台型公司，渠道具备强竞争力

调味品平台型公司，2020年8月布局火锅调料，虽然拥有较强的渠道竞争力，但火锅底料无论从产品属性还是行业竞争逻辑都与酱油、蚝油有较大差异。我们认为目前海天推出火锅底料更多是“卡位”，未来有较大概率通过并购川渝本地品牌来实现品类的边界扩张。

4.4.1 产品：主打地域风味，贴近主流价格带

相较于颐海与天味，公司在产品端采取差异化策略，一方面包装设计突出年轻、新潮特征，另一方面口味上不依赖传统的川式辣味，而主打地域风味（新疆番茄、云贵酸汤、韩式部队锅、日式寿喜锅）。我们认为这一策略虽然能够突出产品特色，但同时也可能失去了最主流的火锅调料市场。

图57：海天味业火锅调料SKU与价格带

		
川渝风味牛油火锅底料 (清辣型) 300g 24.8元	川渝风味牛油火锅底料 (重辣型) 300g 24.8元	新疆番茄辣火锅底料 200g 15.9元
		
新疆番茄火锅底料 200g	云贵酸汤风味火锅底料 100g	广式海鲜骨汤火锅底料 200g 26.5元
		
韩式辣牛肉风味火锅 200g 15.9元	韩式部队火锅 200g	日式寿喜锅 100g

资料来源：海天味业官网，天猫商城，民生证券研究院

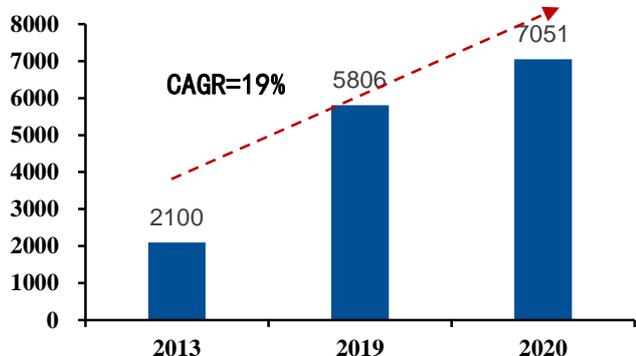
4.4.2 渠道：整体实力行业领先，但复调与酱油竞争策略有差异

经销商数量与质量在全行业具备领先优势。公司近年来加快渠道裂变与下沉助力全国扩张，2020年经销商数量3001家，过去6年复合增速约19%。我们认为公司在渠道密度、广度、经销商实力上均在行业处于领先地位，尤其在餐饮端构筑了较高的进入壁垒与渠道粘性。

渠道与营销的操作层面，火锅调料与酱醋存在差异。公司酱油、蚝油产品具备强产品力与品牌力，渠道尽管利润空间偏小，经销商可将其作为引流产品，依靠返点费用盈利。相较之下，公司火锅调料暂时不具备强产品力与品牌力，因此在前期推广需要更多的渠道推力，包括

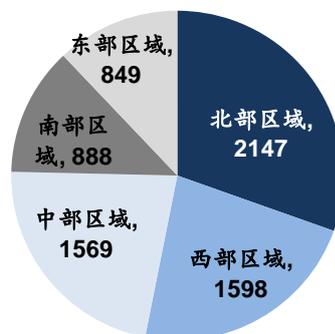
更大的利润空间、更多终端费用支持。同时在推广上也应先采取大单品+单一渠道突破的策略。

图58: 海天味业经销商数量 (家)



资料来源: 海天味业公告, 民生证券研究院

图59: 2020年海天味业经销商分布 (家)



资料来源: 海天味业公告, 民生证券研究院

4.4.3 品牌: 火锅调料与酱油存在品类区隔, 需加强费用投放塑造品牌力

尽管海天在酱油行业具备强品牌力, 但消费者认知中酱油与火锅底料存在一定品类区隔, 并且酱油与火锅底料的消费群体存在一定差异, 因此海天的品牌效应难以直接转移到火锅底料行业。对此, 公司加强了线上营销宣传, 包括登陆央视《品牌国家工程》, 独家冠名《吐槽大会5》等主要针对年轻消费者的综艺节目。此外, 为贴合产品年轻化的定位, 海天线上投放渠道侧重腾讯视频等新媒体平台。

图60: 海天火锅@ME 独家冠名《吐槽大会5》



资料来源: 腾讯视频, 民生证券研究院

5 投资建议：关注“天味食品”与“颐海国际”

5.1 天味食品：渠道扩张叠加品牌塑造，全国化战略持续推进

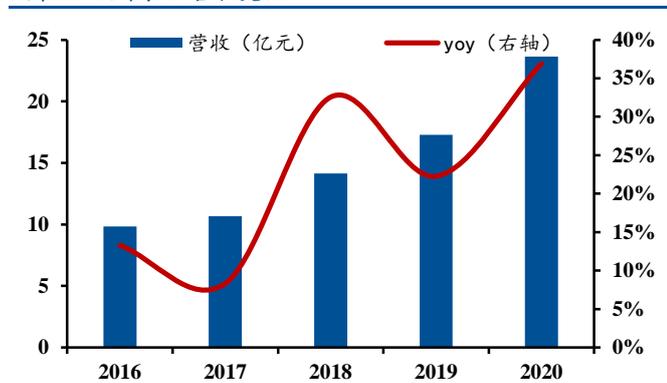
短期看，改善趋势有望延续，静待基本面迎来拐点。我们预计 21Q4 基本面延续改善趋势，一方面终端需求稳步修复叠加公司持续去库存动作取得良好效果，预计单季度收入增速有望转正，另一方面费用投放更加理性，同时基数偏低，单季度利润有望正增长。展望 2022 年，我们认为行业有望迎来真正的基本面拐点，同时公司渠道扩张与品类裂变红利有望释放，共同推动公司业绩迎来高增长。

长期看，渠道扩张叠加品牌塑造，全国化持续推进。1) 品牌塑造：2020 年以来公司线上与线下并举，持续塑造“好人家”品牌形象，预计其强大影响力有望在行业“跑马圈地”时期带来较多收入增量。2) 渠道扩张：2020 年以来公司经销商数量大幅增加，预计未来将持续推进渠道下沉与裂变政策。3) 产能加码：2020 年以来公司新增产能 19 万吨，若以 2019 年为基数，达产后火锅底料/川菜调料产量均+237%，将为产品创新与渠道扩张提供有力支撑。

预计 2021-2023 年归母净利润为 1.66/3.54/4.48 亿元，同比-54.0%/+112.7%/+26.7%，EPS 为 0.22/0.47/0.59 元，对应 PE 为 126/59/47X。选取海天味业、千禾味业、恒顺醋业为可比公司，22 年平均 PE 为 61X (Wind 一致预期)。考虑到行业长期高景气度以及公司处于渠道全国化扩张的时期，业绩有望释放较大弹性，维持“推荐”评级。

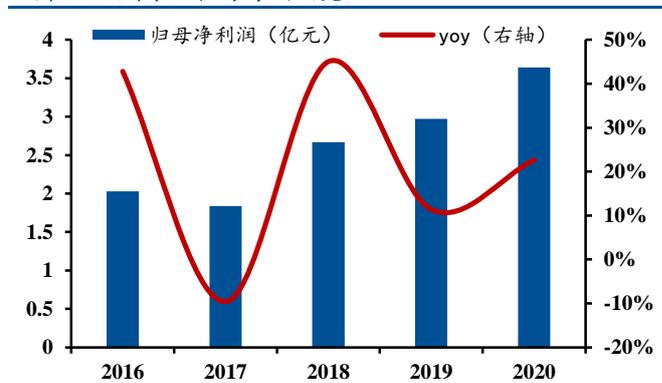
风险提示：动销不及预期，渠道下沉不及预期，成本涨幅超预期，食品安全问题等。

图61: 天味食品营收变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图62: 天味食品归母净利润变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

表3: 天味食品可比公司盈利预测表

可比公司	现价	EPS			PE		
	2021/11/16	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
海天味业	121.46	1.62	1.98	2.31	75	61	53
千禾味业	27.79	0.27	0.43	0.56	103	65	50
恒顺醋业	16.76	0.22	0.29	0.34	76	58	49
均值	-	-	-	-	85	61	50
天味食品	27.73	0.22	0.47	0.59	126	59	47

资料来源：Wind，民生证券研究院

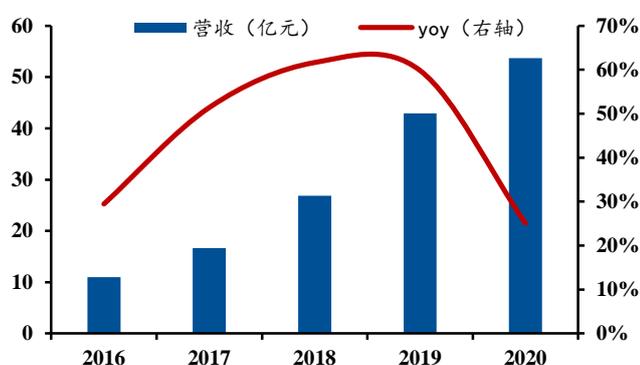
可比公司 EPS 数据均基于民生盈利预测模型

5.2 颐海国际：品类多元化叠加渠道下沉，长期成长空间广阔

短期看，组织机制调整红利有望释放。公司2021年调整优化组织机制，一方面将销售合伙人制度迭代为区域长制度，另一方面设立产品委员会把控产品研发。我们认为复合调味品行业的核心竞争逻辑在于产品创新以及渠道精细掌控，公司根据行业发展变化及时调整组织机制，有利于提升产品与渠道的竞争力。

长期看，品类多元化打开长期空间。公司第三方业务不断壮大（2020年收入占比73%），目前已逐渐摆脱海底捞单一客户的约束。同时公司亦愈加重视中式复调业务，推出“筷手小厨”自有品牌，有利于摆脱海底捞的品牌束缚。我们认为相较于火锅底料，中式复调虽然品类更加繁杂，存在地域化的消费倾向，但随着公司产品创新能力不断提升，亦有望打造多个区域性大单品，共同推动业绩较快成长。

图63: 颐海国际营收变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图64: 颐海国际归母净利润变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

6 风险提示

(1) 需求恢复不及预期：若国内疫情反复，餐饮需求复苏受阻，将导致行业收入端与费用端均持续承压。

(2) 成本涨幅超预期：2021年食用油、包材等上游原材料价格涨幅较大，行业盈利能力短期承压，若2022年成本维持高位或持续上涨，则利润端将进一步承压。

(3) 市场竞争加剧：火锅调料行业长期维持较高景气度，但进入门槛并不高，终将吸引越来越多竞争者进入，存在市场竞争加剧的风险。

(4) 食品安全问题等：火锅调料行业曾发生“老油”、“毒牛油”等食品安全事件，对消费者信任造成较大冲击。

插图目录

图 1: 火锅调料行业发展的二阶段, 目前处于成长初期 (出厂口径)	3
图 2: 行业规模在导入期 CAGR 达到 40% (出厂口径)	4
图 3: 行业规模在成长初期 CAGR 达到 15% (出厂口径)	5
图 4: 火锅底料行业毛利率阶段性上行	5
图 5: 火锅底料品类呈现出地区差异化	5
图 6: 2019 年麻辣口味火锅在市场已建立起优势	6
图 7: 川渝火锅的占比不断上升	6
图 8: 川渝火锅底料稳步实现全国扩张	6
图 9: 火锅底料过去十年的纵向线索是包装升级不断推动产品结构升级	7
图 10: 火锅餐饮门店客单价提升 (元/人)	7
图 11: 颐海、天味的火锅底料出厂单价不断提升 (元/千克)	7
图 12: 火锅底料渠道模式拆分	8
图 13: 调味品渠道结构中 KA、连锁超市占比不断提升	9
图 14: 颐海经销商数量暂时领先	9
图 15: 颐海终端网点数量大于天味	9
图 16: 餐饮品牌型火锅底料厂商的品牌优势	10
图 17: 天味食品加大广告费用投入	10
图 18: 火锅调料市场规模	11
图 19: 2015 年火锅调料终端需求结构	11
图 20: 火锅热度持续升温	11
图 21: 火锅餐饮市场规模及增速	11
图 22: 国内连锁化水平仍有较大的提升空间	12
图 23: B 端包装型火锅底料渗透率持续提升	12
图 24: 我国家庭呈现小型化的趋势	12
图 25: 火锅调料适合的菜品更为广泛多样化	12
图 26: 火锅餐饮门店客单价提升 (元/人)	13
图 27: 颐海、天味的火锅底料出厂单价不断提升 (元/千克)	13
图 28: 复合调味品人均年度开支提升空间较大 (2015 年)	13
图 29: 火锅底料空间预测 (2023E)	14
图 30: 火锅调调整体竞争格局与各个区域市场竞争格局	15
图 31: 火锅调味料竞争格局与主要企业情况	16
图 32: 海天于 2020 年底在线上推出火锅底料产品	17
图 33: 龟甲万凭借平台优势推出日式火锅调味汁	17
图 34: 颐海&天味的股价与火锅底料业务收入复盘	18
图 35: 颐海国际火锅调料 SKU 与价格	19
图 36: 颐海国际火锅调料 (第三方) 出厂单价	19
图 37: 火锅底料终端价 (元/千克, 线上数据)	19
图 38: 颐海国际 2018 年推出“产品项目制”鼓励创新	20
图 39: 颐海国际渠道中经销占比不断提升	20
图 40: 颐海国际经销商数量 (家)	20
图 41: 颐海人均创收更高	21
图 42: 2020 年火锅底料十大品牌 (CNNP 品牌价值排名)	21
图 43: 颐海国际广告宣传费用率 2019 年之后有所提升	21
图 44: 天味食品火锅调料 SKU 与价格	22
图 45: 天味火锅底料出厂单价	22
图 46: 火锅底料终端价 (元/千克, 线上数据)	22

图 47: 天味食品研发费用情况.....	23
图 48: 颐海国际研发费用情况.....	23
图 49: 天味食品渠道侧重经销（农贸市场）.....	23
图 50: 天味食品经销商数量（家）.....	23
图 51: 天味的经销商、零售商毛利率更高.....	24
图 52: 天味销售组织架构上沿用传统的大区制.....	24
图 53: 2020 年火锅底料十大品牌（CNNP 品牌价值排名）.....	24
图 54: 天味广告宣传费用率.....	24
图 55: 好人家冠名综艺节目《非诚勿扰》.....	24
图 56: 好人家赞助东方卫视 2021 年春节节目.....	24
图 57: 海天味业火锅调料 SKU 与价格带.....	25
图 58: 海天味业经销商数量（家）.....	26
图 59: 2020 年海天味业经销商分布（家）.....	26
图 60: 海天火锅@ME 独家冠名《吐槽大会 5》.....	26
图 61: 天味食品营收变化.....	27
图 62: 天味食品归母净利润变化.....	27
图 63: 颐海国际营收变化.....	28
图 64: 颐海国际归母净利润变化.....	28

表格目录

表 1: 火锅调料各发展阶段对应特征（出厂口径）.....	3
表 2: 火锅底料空间预测过程.....	14
表 3: 天味食品可比公司盈利预测表.....	27

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。