

【广发食品&海外】颐海国际 (01579.HK)

走出低谷，改革蓄力

核心观点:

- **公司：柳暗花明，整装待发。**复盘来路，公司曾在 2016-2019 年乘行业景气股价创下三年十五倍的历史收益率，而在 2020 年后股价经历了一轮过山车。折戟三年后再出发，行业竞争已趋于理性，龙头地位稳固。此外，2023 年公司和海底捞均大幅提升分红比例至 90%，考虑现有产能充裕，低资本开支和充裕现金流下高派息或有支撑。
- **行业：复调赛道优，速食寻新机。**(1) **复调：竞争压力期已过，不改好赛道底色。**分品类看，复调市场远期空间广阔，火锅调味料和中式复调均处于成长渗透期，行业格局相对分散；分渠道看，餐饮为复调的主要消费场景，考虑 C 端品类渗透节奏，短期仍以餐饮为核心抓手。(2) **速食：自热类成长降速，多点发力找增量。**分品类看，目前方便速食市场规模超千亿，其中冲泡类为核心品类，自热类在经历快速爆发后步入调整期，轻烹类因内部爆品迭代较快，整体成长性较佳。
- **展望：拐点已至，改革助力。**2022 年以来关联方承压、速食需求疲软及中式复调掉队等多重因素叠加，颐海国际与天味食品的差距逐步拉开。考虑渠道基因和产品矩阵的差异，颐海受外部环境扰动更剧烈，但组织调整滞后及对市场反应钝化或为核心。我们认为今年在关联方增长、产品质价比、激励模式改革及多渠道补齐等下或迎反转机遇。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年公司归母净利润为 9.4/10.6/11.9 亿元，同比+10.7%/+12.4%/+11.9%，参考可比公司估值及公司改革势能节奏，给予 2024 年 18 倍 PE，对应合理价值为每股 18.00 港元 (HKD/CNY 0.91)，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期、行业竞争超预期、原材料成本波动、公司渠道调整和产品推新不及预期。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	6,147	6,148	6,834	7,510	8,225
增长率 (%)	3.4%	0.0%	11.2%	9.9%	9.5%
EBITDA	1,159	1,272	1,443	1,615	1,798
归母净利润	742	853	944	1,061	1,187
增长率 (%)	-3.2%	14.9%	10.7%	12.4%	11.9%
EPS (元/股)	0.71	0.82	0.91	1.02	1.15
市盈率 (P/E)	35.5	13.7	14.6	13.0	11.6
ROE (%)	18.0%	17.8%	18.7%	19.9%	21.1%
EV/EBITDA	21.1	7.4	7.9	7.0	6.2

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

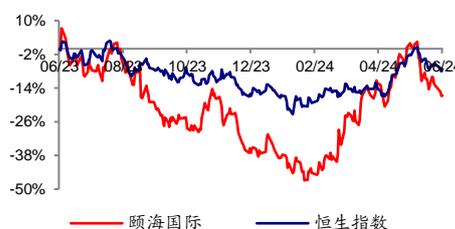
买入

当前价格	14.10 港元
合理价值	18.00 港元
报告日期	2024-06-13

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1036.7/1036.7
总市值/流通市值 (亿港元)	146/146
一年内最高/最低 (港元)	19.1/9.5
30 日日均成交量/成交额 (百万)	3.2/51.1
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	9.3/32.3

相对市场表现



分析师:

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师:

胡慧



SAC 执证号: S0260524020002



huhui@gf.com.cn

分析师:

高鸿



SAC 执证号: S0260522010001



SFC CE No. BUQ312



021-38003690



gfgaohong@gf.com.cn

请注意, 符蓉, 胡慧并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、公司：柳暗花明，整装待发.....	5
（一）产品：火锅料起家，多元化发展.....	8
（二）渠道：B/C 双轮驱动，第三方占比提升.....	9
（三）区域：南北发展均衡，海外增速较快.....	10
二、行业：复调赛道优，速食寻新机.....	10
（一）复调：竞争压力期已过，不改好赛道底色.....	10
（二）速食：自热类成长降速，多点发力找增量.....	16
三、展望：拐点已至，改革助力.....	19
（一）海底捞：内需改善，关注出海.....	20
（二）第三方：组织迭代，发力 B 端.....	22
（三）盈利端：收入为先，关注产能爬坡.....	24
四、盈利预测和投资建议.....	27
五、风险提示.....	30

图表索引

图 1: 颐海国际发展历程及主要财务表现	6
图 2: 颐海国际及主要复调公司市场表现复盘 (亿元)	6
图 3: 颐海国际和海底捞股权结构 (2023 年)	7
图 4: 颐海国际 2016 年以来分红情况	7
图 5: 颐海国际产品线 (亿元)	8
图 6: 公司分品类收入增速表现	8
图 7: 公司 SKU 推新进度 (个)	8
图 8: 颐海国际渠道结构 (亿元)	9
图 9: 海底捞门店数变化 (家)	9
图 10: 海底捞单店贡献火锅料收入 (万元)	9
图 11: 公司分区域收入结构	10
图 12: 公司分区域收入增速	10
图 13: 我国调味品行业分品类拆解 (亿元)	11
图 14: 我国复合调味品行业按渠道拆解 (亿元)	12
图 15: 颐海国际和天味食品的市占率变化	13
图 16: 我国调味品企业新增注册数量	13
图 17: 颐海国际关联方收入表现	14
图 18: 颐海国际关联方毛利率及均价表现	14
图 19: 海底捞十年蝉联餐饮百强 Top5	14
图 20: 海底捞在火锅品牌中门店数和覆盖度均居前	14
图 21: 颐海国际第三方火锅底料表现及主要产品定价	15
图 22: 天味食品单季度火锅底料收入变化 (亿元)	15
图 23: 天味和颐海 (第三方) 火锅料吨价及毛利率对比	15
图 24: 颐海国际中式复调表现及主要产品定价	16
图 25: 天味食品单季度中式复调收入变化 (亿元)	16
图 26: 天味和颐海中式复调吨价及毛利率对比	16
图 27: 方便速食大盘及重点品类表现	17
图 28: 自嗨锅 2020 年以来收入和利润表现	17
图 29: 我国方便速食分品类拆解及增速表现	17
图 30: 宝立食品轻烹类收入及毛利率表现 (亿元)	18
图 31: 阿宽食品分品类收入和毛利率表现 (亿元)	18
图 32: 颐海国际速食类产品概览	19
图 33: 一线城市打工人能接受的工作餐价格	19
图 34: 颐海国际速食类单个 SKU 创收情况	19
图 35: 颐海国际和天味食品火锅料收入对比 (亿元)	20
图 36: 颐海国际和天味食品利中式复调对比 (亿元)	20
图 37: 颐海国际和天味食品人均创收对比	20
图 38: 颐海国际和天味食品人均创利对比	20
图 39: 颐海国际海外收入表现及增速	21

图 40: 特海国际分区域门店数和收入 (亿美元)	21
图 41: 颐海国际第三方增长驱动力拆解	22
图 42: 颐海国际电商渠道收入表现及增速	22
图 43: 抖音“海底捞调味料”GMV 表现 (万元)	22
图 44: 颐海国际国际第三方收入和渠道调整政策	24
图 45: 颐海国际经销体系变化历程	24
图 46: 2021-2023 年火锅产业链利润率对比和调味品公司利润率对比	25
图 47: 原材料走势及公司盈利情况对比	26
图 48: 颐海国际方便速食毛利率走势	26
图 49: 颐海国际和天味食品净利润率对比	26
表 1: 颐海国际高管简介	7
表 2: 海底捞带来的收入及利润测算	21
表 3: 颐海国际产能情况	27
表 4: 颐海国际分业务拆解 (亿元)	28
表 5: 可比公司估值对比	29

注：参考汇率 1 港元 = 0.91 人民币

一、公司：柳暗花明，整装待发

复盘：出身望族，借助超强IP开疆拓土，历经二十年沉浮成为复调行业领军者。回顾颐海国际的发展历程及主要财务表现，可将其划分为四个阶段：

1. 2005-2016年：背靠海底捞，开疆拓土独立上市

根据招股说明书统计，2005年四川海底捞成立其成都分公司，2006年第一条火锅底料生产线在成都投入运营，主要供应于四川海底捞集团。2007年开始向独立第三方经销商供应火锅底料产品并在超市、杂货店及肉食店等零售端进行品牌露出。2013年颐海国际在开曼群岛注册成立，当年其主营收入和归母净利润分别为3.2和0.2亿元。2015年颐海国际开始向海外出口产品、打通电商渠道并为其其他餐饮提供定制化产品。2016年7月颐海国际率先上市，其当年主营收入和归母净利润分别为10.9和1.9亿元，较2013年收入已超三倍，利润增长超八倍。

2. 2016-2019年：行业高景气，乘势而上三年十五倍

根据公司财报统计，颐海国际上市之后开始多品类多品牌拓展之路。2017年与海底捞合资公司推出“自加热火锅”等新产品拓展速食赛道；2018年创新性引入产品项目制、销售合伙人激励机制，管理机制的调整提高整体产品开发成功率，加速抢占市场份额。2018年公司第三方收入首次超过关联方，2019年启动海外供应链建设，同年4月天味食品A股上市，当年颐海国际的收入体量为天味食品的2.5倍。从股价表现看，颐海国际上市后创下了三年十五倍的投资收益，2016-2019年其收入和利润的CAGR均接近60%，高景气赛道下的高成长龙头迎来戴维斯双击的投资窗口。

3. 2020-2022年：多重因素扰动，折戟三年步入阵痛期

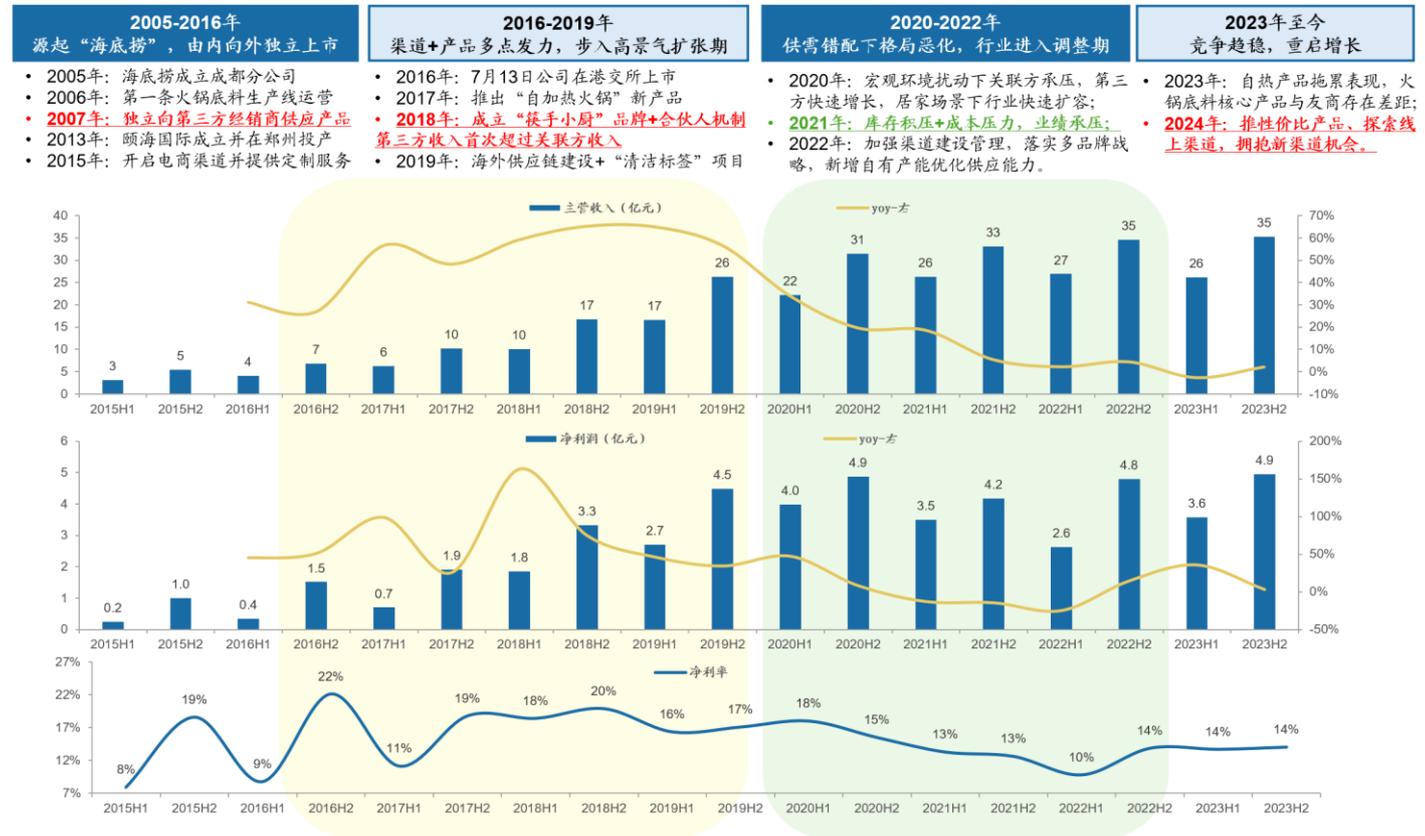
2020年以来在宏观因素的扰动下，关联方收入持续下滑拖累公司整体表现，而居家消费场景的增加使得如海天味业等头部品牌的竞争者加速涌入，供需格局逐步恶化。海底捞2020年利润大幅回落、2021年亏损41.6亿元引发市场对关联方业务担忧。根据公司财报，2021年公司在库存积压及原材料上涨下业绩承压，2022年因关联方拖累，收入增速进一步放缓。2023年火锅底料、中式复调品类重启增长，但方便速食在高基数下仍为拖累项，利润端受原材料价格回落，净利率逐步企稳。从股价表现看，2020-2022年阶段性行情主要受宏观政策预期波动而波动，从基本面角度看三年颐海国际的收入持续降速，归母净利润连续三年回落，步入调整阵痛期。

4. 2023年至今：格局趋稳定，复调龙头或迎困境反转

行业在经历三年调整后头部品牌的收入和利润均呈现阶段性放缓，竞争趋缓下头部品牌重心回归自身产品和渠道发展。2024年3月4日，海底捞宣布推性加盟特许经营模式，以多元经营推动餐厅的横向拓张，关联业务有望带来增量。此外，公司表示2024年将加速布局线上如抖音等渠道并拓展小B业务，第三方收入也有望迎来改善。从今年以来的股价表现看，在港股市场情绪修复及关联方事件催化下，颐海国际反

弹幅度居前，考虑目前仍处于估值修复阶段，随着基本面改善兑现，复调龙头或迎来困境反转的投资机遇。

图 1：颐海国际发展历程及主要财务表现



数据来源：公司官网、招股说明书、公司财报、wind，广发证券发展研究中心

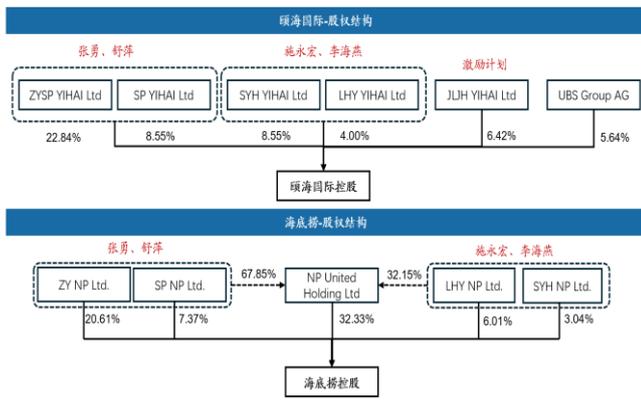
图 2：颐海国际及主要复调公司市场表现复盘（亿元）



数据来源：公司官网、招股说明书、公司财报、wind，注：时间截至 2024/6/5

股权结构集中，实际控制人与海底捞一致，2023年分红比例大幅提升。根据公司财报，截至2023年末，张勇夫妇分别持有颐海国际和海底捞31.4%和50.0%的股权，施永红夫妇分别持有颐海国际和海底捞12.6%和19.4%的股权。双方作为海底捞创始人合计持有颐海国际和海底捞44.0%和69.4%股权，股权结构相对集中，且均拥有20余年的行业管理经验，业务间形成高效协同。公司高管CEO郭强总自2016年加入颐海国际，此前曾任职于乐天、科迪及海欣等公司销售总监，行业经验丰富。2023年颐海国际和海底捞分红比例均大幅提升，其中颐海国际现金分红7.7亿元，股利支付率达90.3%；海底捞现金分红41.8亿元，股利支付率达92.7%，均较此前有大幅提升。

图 3：颐海国际和海底捞股权结构（2023年）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：颐海国际2016年以来分红情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：股利支付率 = 每股股利/每股收益

表 1：颐海国际高管简介

姓名	职务	出生年份	最新薪酬 (万元)	最新持股数 (万股)	简介
施永宏	董事长、执行董事	1970	1,109	13,059	1994年4月-2021年10月担任四川海底捞的副总经理、监事、董事，2018年5月调任海底捞执行董事，2021年8月，施先生辞任海底捞执行董事。 2015年12月起担任颐海国际的董事 、2018年12月9日起获调任为本公司执行董事及首席执行官并于2020年3月25日调任为执行董事兼董事会主席。
张勇	非执行董事	1,971	--	32,590	1994年4月-2009年7月担任四川海底捞的总经理、执行董事兼总经理、董事长。 2015年12月起担任颐海国际董事 ；2016年3月获委任为颐海国际非执行董事。
郭强	执行董事、首席执行官	1,969	1,047	60	1997年5月-2010年8月乐天(中国)担任全国销售总监； 2010年8月-2013年7月河南科迪速冻食品担任销售总监； 2014年4月至2015年12月在海欣食品担任全国商超部销售总监； 2016年1月加入颐海国际任职销售管理部总监 ，2017年8月担任南区销售部总监，2018年12月获委任为营销总监； 2019年3月获委任为执行董事，2020年3月获委任为本公司首席执行官。
孙胜峰	执行董事、财务总监	1,980	448	20	2003年9月-2007年8月担任西安银桥生物科技财务主管； 2007年9月-2015年8月依次担任四川海底捞财务总监助理、总会计师，财务管理部副部长、资产管理部副部长； 2015年8月起担任颐海上海的财务总监 。
赵晓凯	执行董事、供应体系	1,976	578	16	1998年7月-2000年10月担任潍坊裕华食品生产主任； 2000年10月-2004年4月担任联合利华百仕福质量审核员； 2004年4月-2016年4月担任亨氏(青岛)食品运营总监；

总监

2016年5月-2017年3月担任青岛道格拉斯洋酒制造总经理一职；

2017年3月加入公司担任总经理特别助理职位，2017年12月担任供应管理部总监，于2020年8月25日获委任为本公司执行董事。

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

(一) 产品：火锅料起家，多元化发展

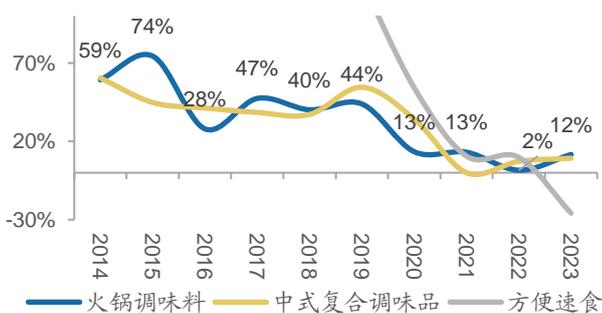
2023年火锅料占公司总收入67%，方便食品占比23%，复调占10%。产品结构上，公司以火锅料起家，2018年以前其收入占总体80%以上，2017年公司布局方便速食后火锅料占比回落；中式复调品类占比相对稳定，维持在10%左右。2023年因同期高基数及品类需求回落，方便食品收入同比下滑26%，拖累整体收入表现；火锅料及复调历经调整阵痛期后增速企稳回升。从量价拆分看，2020年以来三大品类吨价均有所回落，其中方便食品吨价回落较为明显，销量为收入的核心驱动力。

图 5：颐海国际产品线（亿元）



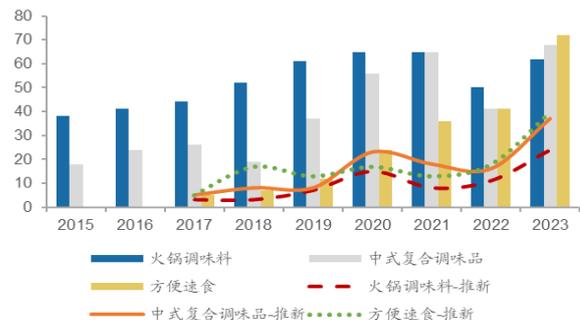
数据来源：公司官网、公司财报、wind，广发证券发展研究中心

图 6：公司分品类收入增速表现



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7：公司SKU推新进度（个）

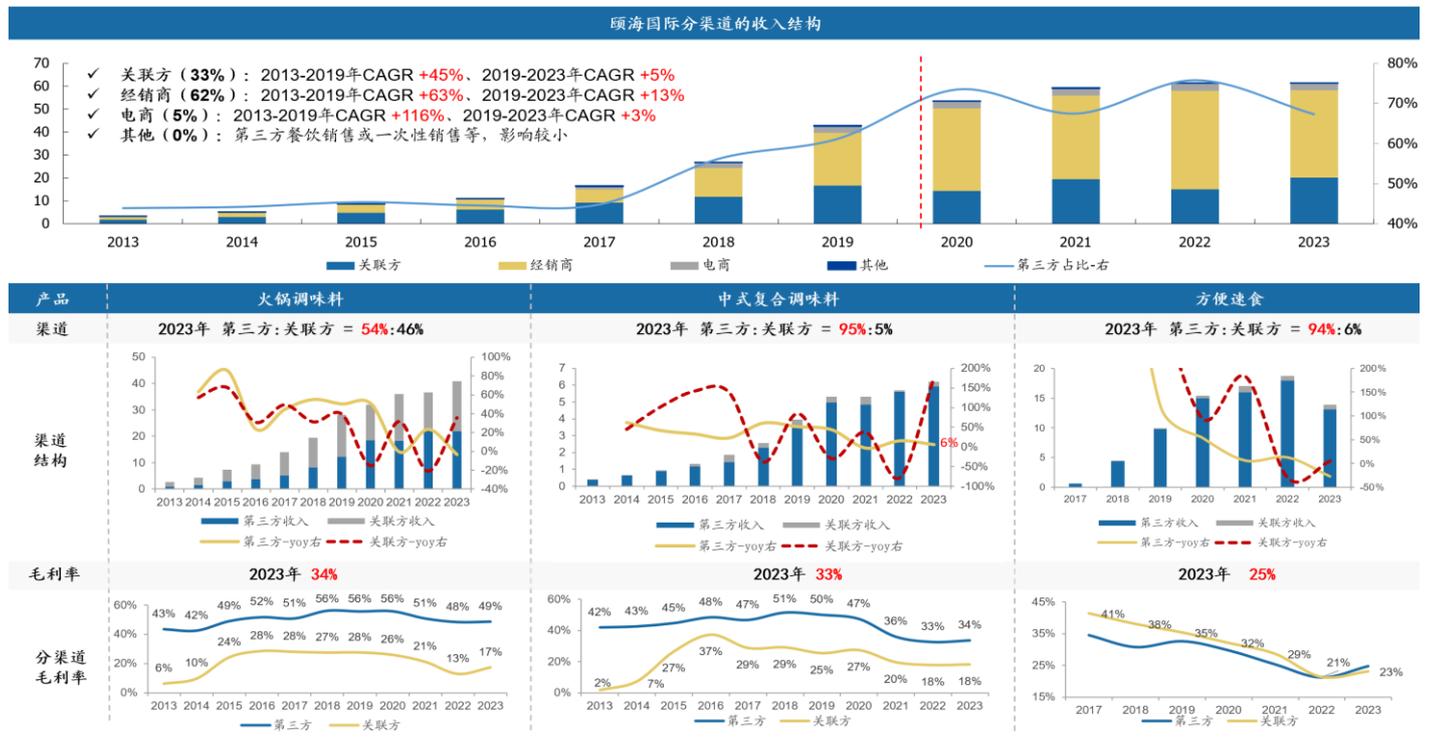


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 渠道: B/C 双轮驱动, 第三方占比提升

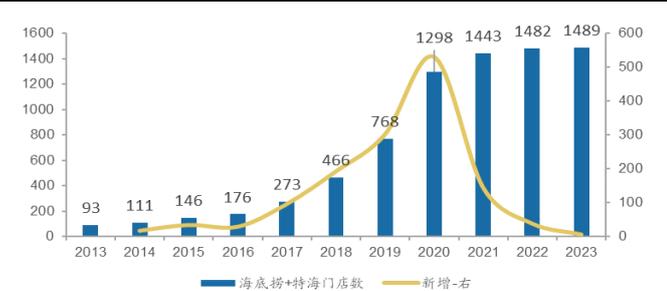
2023年关联方占公司总收入33%，经销商占比62%，复调占5%。渠道结构上，公司以大B起家，2007年独立向经销商供应产品。根据公司财报，2013年第三方收入占比为44%，随着方便速食收入占比提升及经销商拓张，2020年第三方占比高点达73%，2023年回落至67%。电商渠道自2015年开拓以来占比偏低，2023年占比仅5%且2019年以来的复合增速慢于公司整体。分品类看，火锅底料呈现双轮驱动模式，第三方和关联方各占一半；海底捞门店的快速拓张奠定关联方收入2019年前的高景气，2020年以来受宏观因素扰动，第三方和关联方两者增速交错互为支撑，2023年随着关联方单店回暖带动火锅料收入增速转正。中式复调和方便速食均以第三方销售为主，主打C端场景。其中，2023年第三方中式复调增速相对稳定而方便速食增速回落明显。

图 8: 颐海国际渠道结构 (亿元)



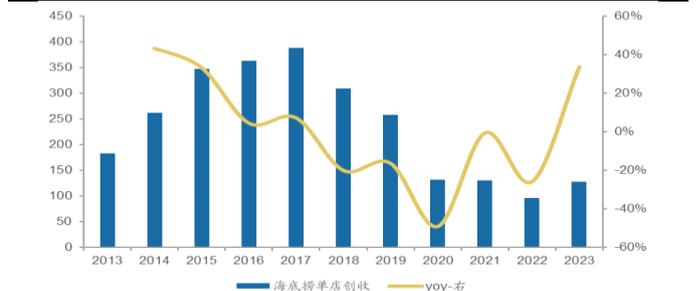
数据来源: 公司官网、招股说明书、公司财报、wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 海底捞门店数变化 (家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 10: 海底捞单店贡献火锅料收入 (万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

（三）区域：南北发展均衡，海外增速较快

2023年华南和华北各占公司总收入50%和44%，海外市场占比6%。区域上看，2013年华北占公司总收入64%，目前南北发展相对均衡。2015年公司开始布局海外市场，占比自1%提升至6%且增速快于国内整体表现。2024年公司将以当地风味作为产品研发基础，通过布局海外清真市场、深化现有C端渠道、开发海外电商平台、对接海外B端市场等提升收入。随着东南亚供应链中心建成，海外业务或延续高成长态势。

图 11：公司分区域收入结构

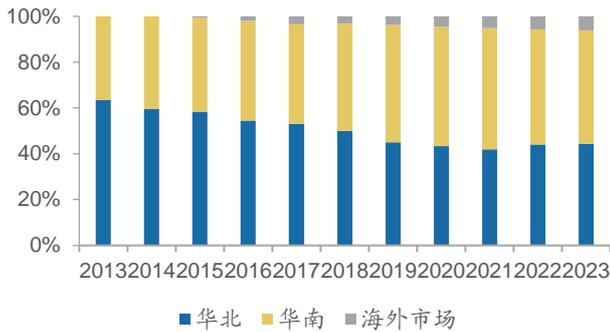
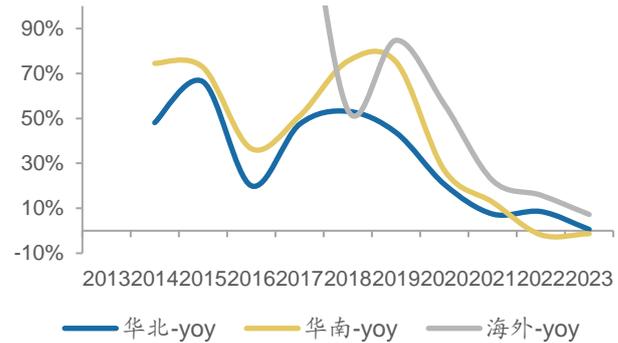


图 12：公司分区域收入增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：华北包括黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、北京、天津、河北、山东、山西、河南、宁夏、陕西、甘肃、青海、新疆及西藏；华南包括江苏、上海、浙江、安徽、江西、福建、湖北、湖南、广东、重庆、贵州、广西、四川、云南及海南。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

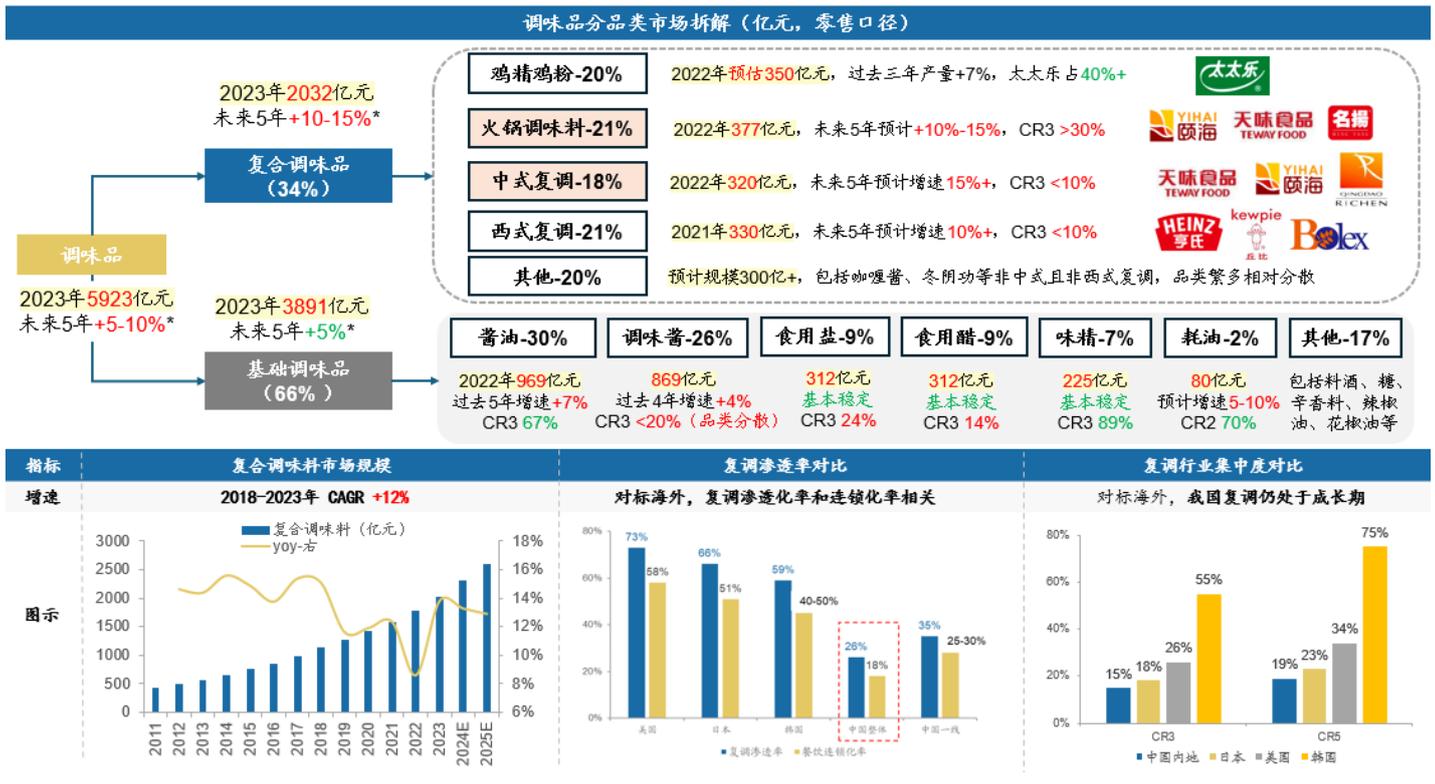
注：华北包括黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、北京、天津、河北、山东、山西、河南、宁夏、陕西、甘肃、青海、新疆及西藏；华南包括江苏、上海、浙江、安徽、江西、福建、湖北、湖南、广东、重庆、贵州、广西、四川、云南及海南。

二、行业：复调赛道优，速食寻新机

（一）复调：竞争压力期已过，不改好赛道底色

分品类看，2023年复调市场空间超2000亿元，火锅调味料和中式复调均处于成长渗透期，行业格局相对分散。根据艾媒咨询统计，2023年我国调味品行业市场规模预计为5923亿元，其中复合调味料市场空间为2032亿元，占调味品规模的34%，基础调味品规模预计为3891亿元。从发展阶段看，根据2024年中国调味品协会白皮书预计，行业从高增长转向中高速增长，未来5年CAGR预计为5-10%，更加强调高质量发展。其中，基础调味品进入低单个位数增长期（平稳期），复调仍处于成长期。从细分品类看，基础调味品中酱油、味精、耗油的集中度相对较高，其中酱油、耗油因品类迭代仍具有结构性景气，食用盐、食用醋等因表观需求量趋稳，子行业或进入平稳期，调味酱等因市场空间较大且品类较为分散或仍有集中度提升的机遇。复合调味料中仅鸡精鸡粉处于一家独大的格局，火锅底料以颐海国际、天味食品为代表，CR3超30%且仍处于相对景气阶段，中式复调和西式复调因品类众多以大行业小公司为主。参考美日韩市场，复调的渗透率和餐饮连锁化率高度相关，我国因城际纵横等跨度较大，一线城市连锁化率及复调渗透率相对较高，但对于下沉市场为一片蓝海。

图 13: 我国调味品行业分品类拆解 (亿元)



数据来源: 艾媒咨询、中国调味品协会、中商情报网、《2024 消费行业数字化增长力建设指南》云徙科技、华经情报网、智研咨询、观研天下、值得买、共研产业咨询、Frost & Sullivan、wind, 广发证券发展研究中心

注: 复调市场规模参考中商产业网调整, 食用盐、食用醋和味精均采用表观消费量*售价进行测算, 其中食用醋仅还原家庭渠道口径

注: 上述品类市场空间和增速与实际情况或有出入, 考虑测算误差, 结果仅供参考

分渠道看, 根据头豹研究院统计 (2018年), 餐饮为复调的主要消费场景, 占比约45%, 食品加工和家庭类复调消费各为31%和24%。根据我们测算, C端市场星辰大海, 但从实现路径看, 餐饮或为短期复调增长的核心抓手, 食品工业渠道因需求分散且渠道复用性较弱或以稳健增长为主。具体看:

(1) 食品加工: 目前复调规模预计为630亿元, 远期空间约900亿元

根据国家统计局数据, 2023年我国规模以上 (主营收入大于2000万元) 的食品制造业企业数为9774家, 总营业收入为2.0万亿元, 同比-9.1%, 行业平均毛利率为21.9%, 净利率为8.1%, 盈利能力相对平稳。拆解其子行业范围, 包括烘焙、方便食品、调味品、速冻、罐头等。参考甘源食品、劲仔食品的招股说明书, 其辅料 (调料、棕榈油及添加剂等) 占其生产成本25%和15%, 考虑品类差异, 我们假设调味品占食品制造企业成本的10%且参考前文假设复调占调味品用料30%。考虑复调在食品制造企业的纵向渗透, 以过去5年规模以上食品制造业平均收入为基本盘, 参考调味品规模以上收入占比 (50%), 我们预计食品加工业可为复调带来约900亿元市场需求。节奏上因下游需求分散, 或以日拱一卒为主, 而2B模式下产品的性价比、创新力及渠道覆盖度等均为重要的竞争要素。

(2) 餐饮: 目前复调规模预计为914亿元, 远期空间约2000亿元

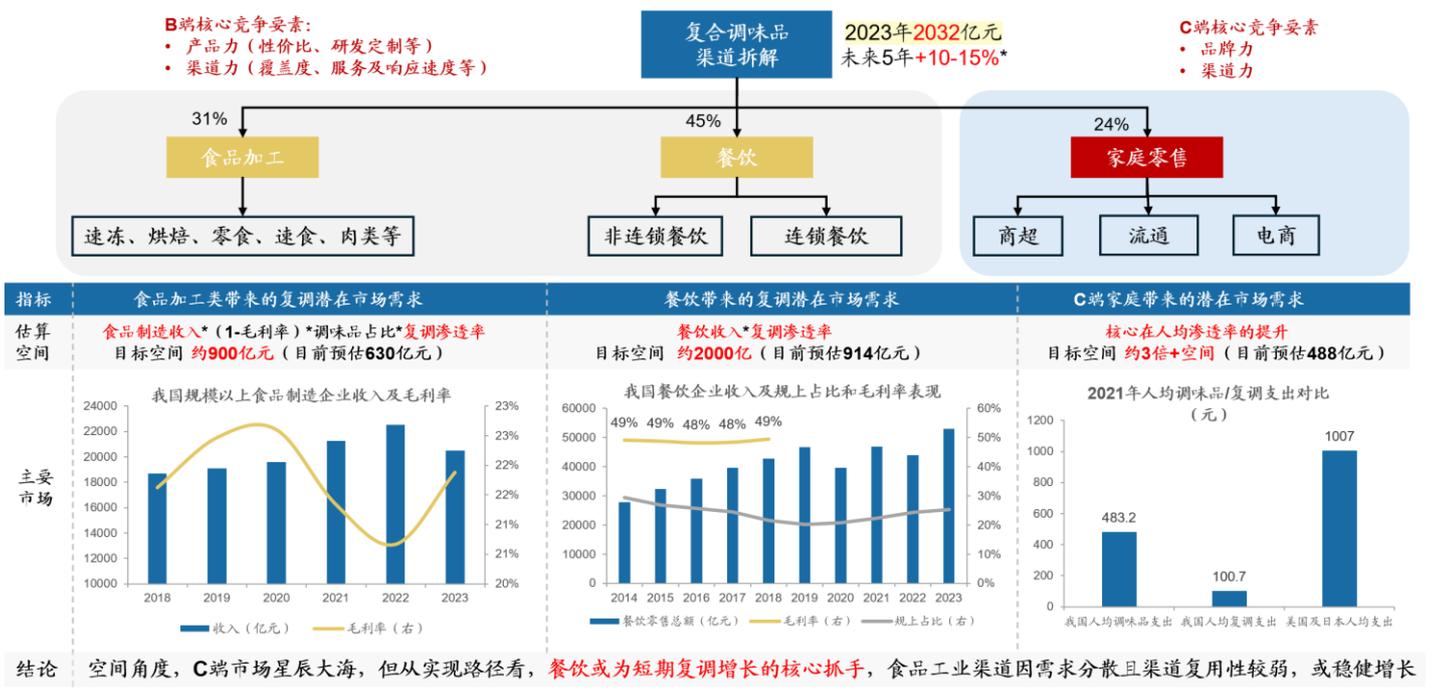
根据国家统计局数据, 2023年我国餐饮零售总额为5.3万亿元, 规模以上企业的收入

占比为25.3%，2019年以来其占比提升5pcts，且在经历三年宏观环境的扰动后整体收入重回增长态势。考虑复调在餐饮业渗透率，我们参考2023年海底捞损益表拆解，其原材料及耗材和员工成本分别占海底捞总收入的40%和31%，为主要成本来源，而租金、水电及折旧摊销等合计仅占11%。参考颐海国际火锅底料的关联方收入，我们预计调料成本占海底捞收入比例的4%以上。以火锅品类作为参考，我们预计餐饮行业可为复调带来超2000亿元的市场空间，且随着餐饮业连锁化率加速及降本增效的诉求提升，短期或为复调成长路径较清晰的主要消费场景。

(3) 家庭零售：目前复调规模预计为488亿元，远期空间可观，短期关注渗透

与基础调味品的大单品模式不同，复调因风味化特征突出，产品迭代速度较快且进入门槛较低，同质化竞争相对明显。2020年因居家场景的增加叠加线上占比提升，复调完成了初步的消费者教育，但2023年以来随着出游等场景的增加，C端竞争要素重回产品差异化和解决消费者痛点等问题上。中长期维度看，家庭规模小型化、生活便捷化等会推动复调渗透率逐步提升，但对于厂商在C端的破局和沉淀则需要敏锐的市场洞察力、高效的组织力、全渠道覆盖度和持之以恒的品牌投入等综合能力的聚合，短期来看在无新的大单品出现下或以内部迭代和小步快跑的模式推进。

图 14：我国复合调味品行业按渠道拆解（亿元）



数据来源：wind、国家统计局、头豹研究院、艾媒咨询、公司财报、天味食品工作函回复，广发证券发展研究中心

注：目前市场空间预估为2023年复调市场规模*各个渠道占比

注：食品加工带来复调市场规模 = (规模以上食品制造收入/规上收入占比) * (1-毛利率) * 调味品占比 * 复调渗透率)

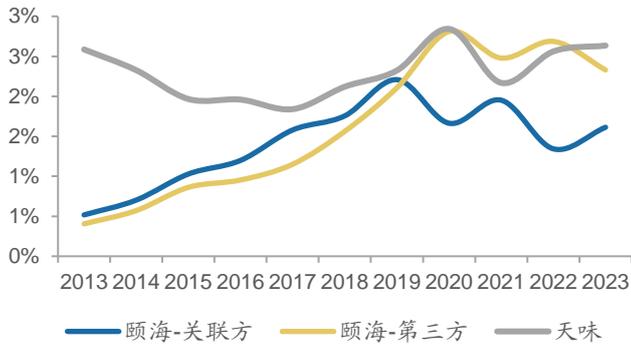
注：餐饮市场带来复调市场规模 = 餐饮零售总额 * 复调占比 (参考颐海关联方火锅料收入占海底捞收入的比例)

注：家庭零售带来的复调市场规模参考我国和海外人均调味品及复调支出差距

综上所述，从品类和渠道拆解看，复调渗透率偏低，远期空间广阔，短期成长有抓手，属于食品饮料中的“好赛道”。从所处阶段看，在经历2020年快速扩容后目前

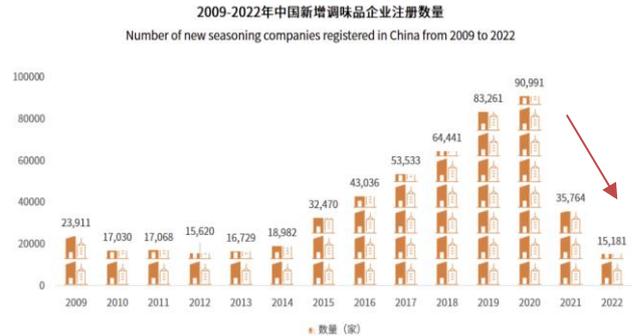
竞争格局或趋于稳定。2020年在居家需求强化下调味品行业迅速扩容，2020年新增注册企业数达到历史峰值，对应到颐海国际和天味食品复调市占率表现，亦出现高位回落，参考前文企业的净利率中枢在竞争加剧及原材料成本攀升下持续回落。下游餐饮同样在供给加速下出现高倒闭率。根据Location统计，2023年餐饮吊销企业达136万家，为2022年吊销数的2.6倍。

图 15: 颐海国际和天味食品的市占率变化



数据来源: 艾媒咨询, 公司财报, 广发证券发展研究中心
注: 颐海主要考虑火锅底料和中式复调收入, 报表口径乘以 1.7 倍加价率还原成终端口径

图 16: 我国调味品企业新增注册数量



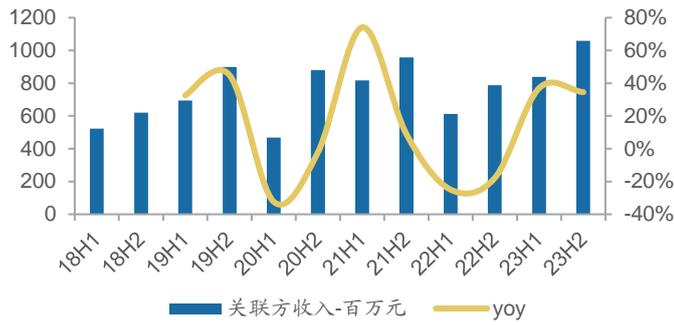
数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心
注: 企查查仅统计企业名称、品牌产品、经营范围包含调味品的企业, 包含生产型、贸易型及零售企业

颐海国际在复调赛道上以大B开局, C端借助“海底捞”品牌快速渗透, 为火锅料中绝对龙头; 中式复调以C端大单品切入, 以“筷手小厨”子品牌拓展, 产品定价具有性价比。从渠道层面看, 公司以“大B(海底捞)+C”双轮驱动模式, 对于小B市场布局较少, 预计未来toB业务为其核心发力点。

1. 火锅底料: 借力“海底捞”品牌, 竞争优势明显

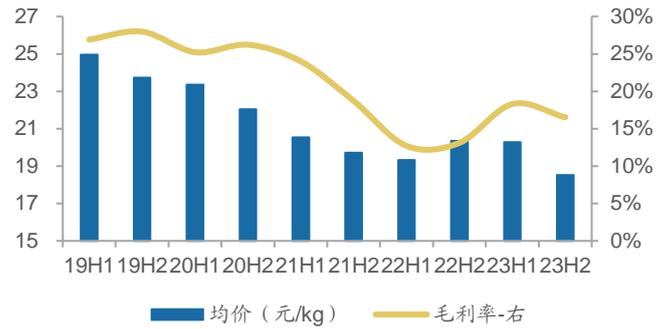
关联方: 依托强品牌, 奠定基本盘。2020年以来伴随海底捞餐饮收入调整, 颐海火锅底料关联方收入波动较大。2021年海底捞重启大区管理体系, 并通过“啄木鸟计划”调整门店结构, 2022年下半年推出“硬骨头计划”重启门店增长。2023年伴随运营天数、翻台率等指标回升, 海底捞实现33.7%的收入增长, 同时也带动颐海国际关联方火锅底料实现35.6%的收入增长。考虑火锅品类具有标准化程度高且口味差异化较小的属性, 竞争格局相对稳定, 其中海底捞的门店数和覆盖城市数均处于行业领先并连续十年蝉联餐饮百强Top5, 品类品牌心智突出。2024年3月, 海底捞宣布引入加盟特许经营模式, 多元化扩张下颐海的火锅料关联收入基本盘相对较稳。

图 17: 颐海国际关联方收入表现



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 颐海国际关联方毛利率及均价表现



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

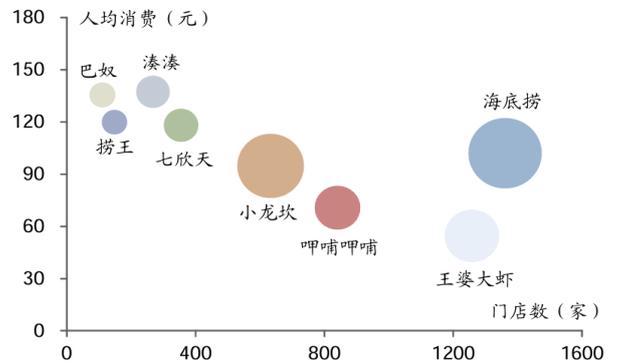
图 19: 海底捞十年蝉联餐饮百强Top5

排名	2013	2014	2015	2016	2017
1	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客
2	德克士	千喜鹤	德克士	德克士	麦当劳
3	海底捞	海底捞	千喜鹤	五斗米	千喜鹤
4	稻香	稻香	海底捞	海底捞	德克士
5	千喜鹤	小尾羊	佳客来	佳客来	海底捞

排名	2018	2019	2020	2021	2022
1	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客	肯德基 必胜客
2	麦当劳	麦当劳	海底捞	海底捞	海底捞
3	海底捞	海底捞	麦当劳	麦当劳	麦当劳
4	千喜鹤	千喜鹤	千喜鹤	千喜鹤	瑞幸
5	西贝	德克士	德克士	金丰	千喜鹤

数据来源: 中国烹饪协会官网, 广发证券发展研究中心

图 20: 海底捞在火锅品牌中门店数和覆盖度均居前



数据来源: 窄门餐眼小程序, 广发证券发展研究中心

注: 气泡大小代表覆盖城市数, 统计时间为 24 年 4 月 11 日

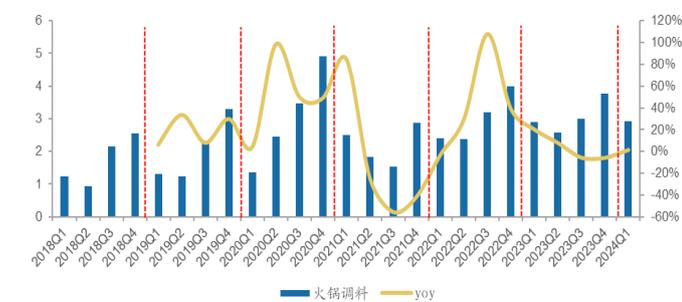
第三方: 品牌力辐射, 质价比突围。2023年前公司第三方火锅料基本维持双位数以上的增长势能, 而2023年因公司未及时建立完善的产品矩阵、新品上市节奏较晚且渠道积极性不足等多重因素的影响, 导致收入端下滑, 同期天味食品火锅料全年实现2%的正增长, 两者体量差距进一步缩小。根据公司财报, 2024年在优化团队激励方案外, 产品研发注重性价比产品和零添加产品并举。从火锅料吨价表现看, 天味食品通过好人家手工牛油等高端产品线推出及C端渠道的快速渗透, 与颐海第三方火锅料吨价差距逐步收敛, 颐海在原材料成本回落及供应链效率提升下毛利率整体相对稳定。对比市场上主要火锅料产品价格, 颐海系列单品“性价比”优势相对明显。

图 21: 颐海国际第三方火锅底料表现及主要产品定价



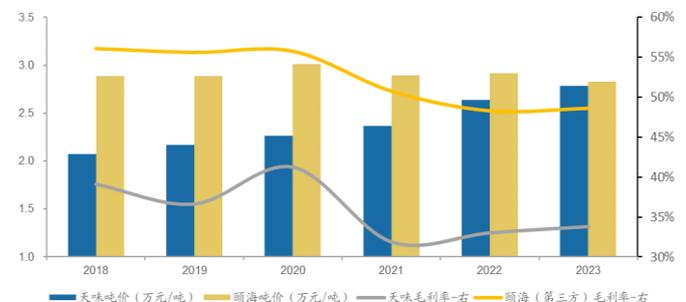
数据来源: wind, 淘宝 APP, 广发证券发展研究中心

图 22: 天味食品单季度火锅底料收入变化 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 23: 天味和颐海 (第三方) 火锅料吨价及毛利率对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 中式复调: 后来者跟随, 深耕核心大单品

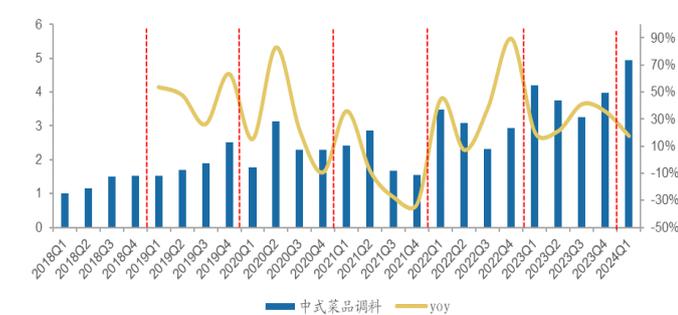
公司中式复调业务主要源自第三方, 根据公司财报数据, 2023年实现收入6.2亿元, 同比+9.2%, 其中第三方收入为5.9亿元, 关联方仅为0.3亿元。与头部品牌天味食品相比, 颐海国际的中式复调业务仅为其收入体量的41%, 且两者差距在2022年以来持续扩大。天味食品在2010年便推出“好人家老坛酸菜鱼”单品, 历经十余年耕耘, 已成为5亿元级别以上的明星产品。颐海国际在中式复调赛道上属于后来者, 麻辣香锅和小龙虾调料相较而言为其优势品类, 天味食品的单品体量与之相当。从定价策略看, 与天味食品相比, 颐海国际的产品线定价相对偏性价比, 近三年毛利率水平相对稳定。

图 24: 颐海国际中式复调表现及主要产品定价



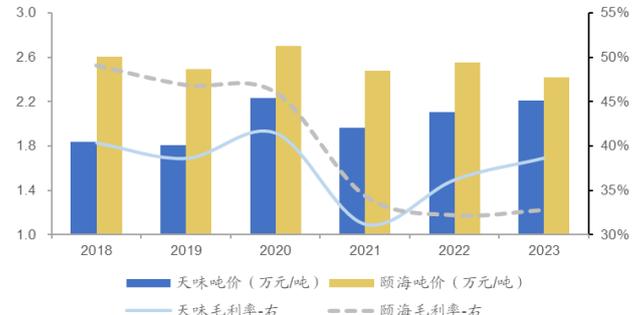
数据来源: wind, 淘宝 APP, 广发证券发展研究中心

图 25: 天味食品单季度中式复调收入变化 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 天味和颐海中式复调吨价及毛利率对比



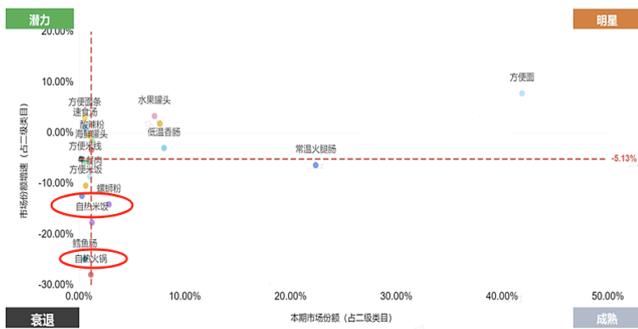
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 速食: 自热类成长降速, 多点发力找增量

分品类看, 2022年方便速食市场规模超2000亿元, 其中冲泡类为核心品类, 占比超60%, 自热类在经历快速爆发后步入调整期, 轻烹类因内部爆品迭代较快, 整体成长性较好。根据艾媒咨询统计, 2022年我国方便速食市场规模超2000亿元, 且未来四年增长中枢预计为10%。从企业数量看, 现存方便速食企业有4384家, 其中47.3%的企业成立时间超过十年, 超千亿的冲泡类市场由康师傅、统一和白象等老牌企业垄断, 且康师傅市占率超40%, 行业格局相对稳定。2017年自热火锅在火锅连锁化推进下横空出世并在资本涌入、宏观事件等催化下迎来爆发式, 2022年后随着出行场景增加、性价比外卖及餐饮的涌现等使得该品类步入调整期, 颐海国际的方便速

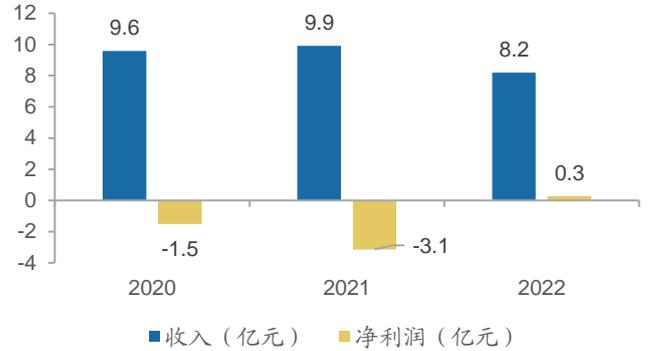
食收入自2021年以来开始降速，2023年收入同比回落26%；其他头部品牌如自嗨锅2021年开始也呈现增长乏力等现象。根据马上赢数据统计，自热类产品从昔日明星产品线转入衰退。与此同时，轻烹类如螺狮粉等品类快速崛起，但因产品周期迭代较快且主食场景竞争相对激烈，单品容易达到天花板，例如宝立食品旗下的空刻意面，在2021年迎来爆发式增长后在2023年也陷入增长泥潭。

图 27: 方便速食大盘及重点品类表现



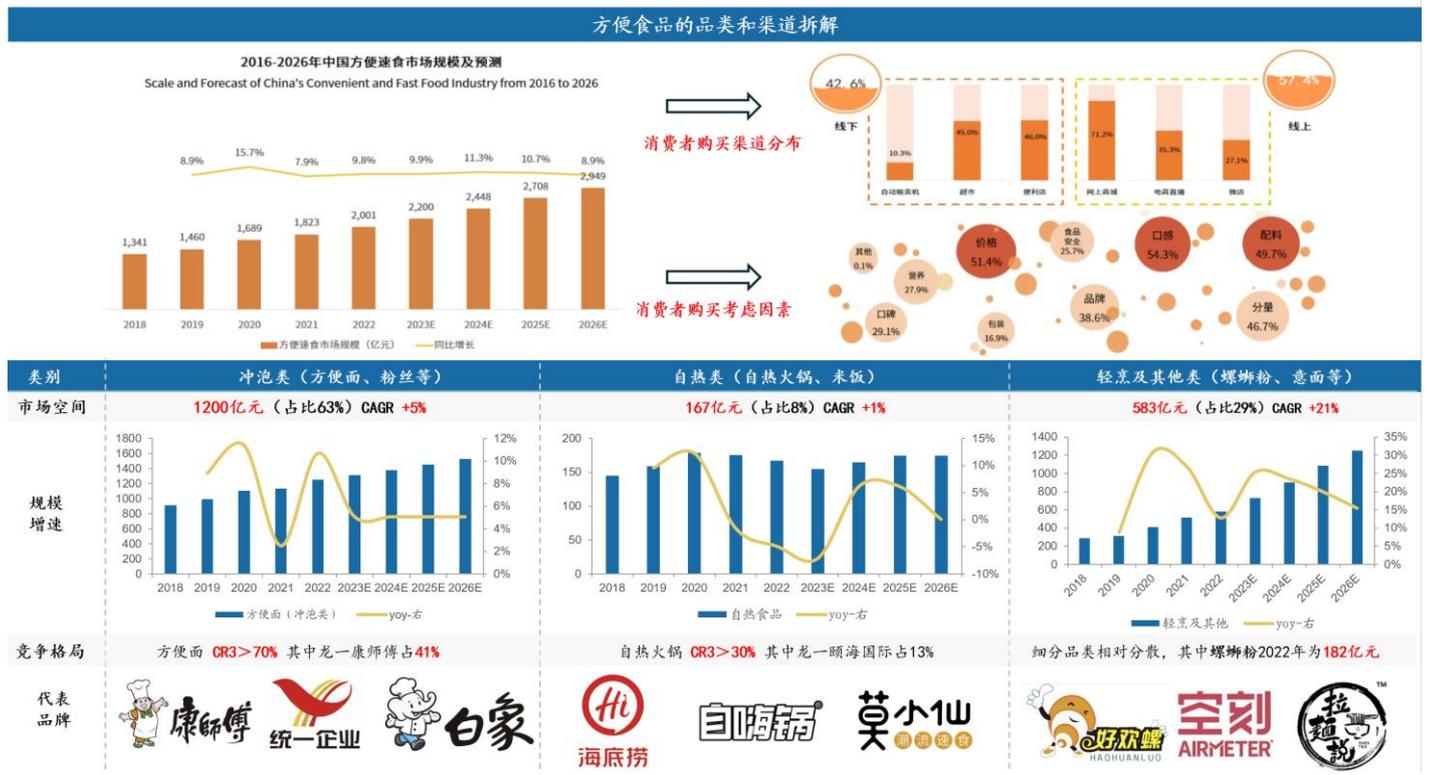
数据来源: Foodtalks, 马上赢, 广发证券发展研究中心

图 28: 自嗨锅2020年以来收入和利润表现



数据来源: 莲花健康问询函回复, 广发证券发展研究中心

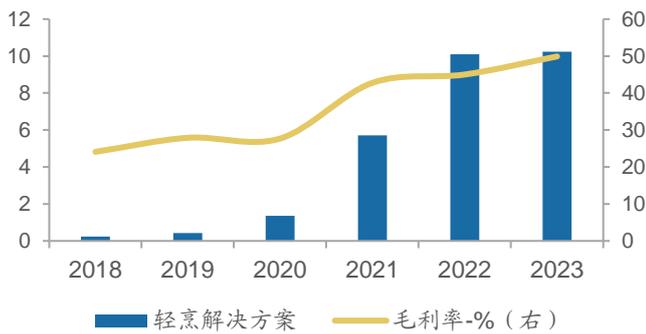
图 29: 我国方便速食分品类拆解及增速表现



数据来源: 头豹研究院、艾媒咨询、马上赢、智研咨询, 广发证券发展研究中心

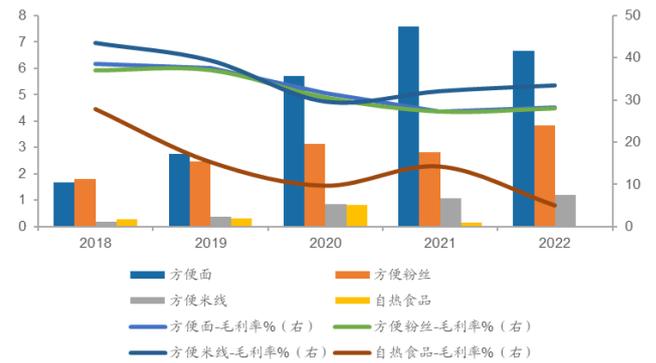
注: 头豹研究员方便面规模测算参考世界方便面协会消费量*市场零售价

图 30: 宝立食品轻烹类收入及毛利率表现 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 阿宽食品分品类收入和毛利率表现 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

面对单品增长红利相对受限的速食品类, 公司通过品类、渠道等多重延伸找增量。

1. 存量: 迎合应价比, 稳中取进

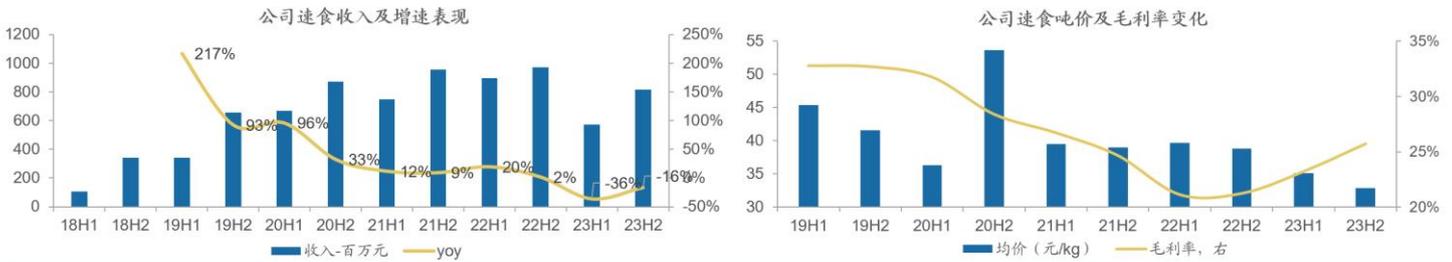
根据公司财报数据, 公司2023年速食收入为13.9亿元, 其中第三方收入为13.0亿元, 关联方仅8000万元。从产品结构拆解看, 自热火锅为其核心产品且为自热速食中头部品牌, 2022H2以来速食均价持续回落至33元/kg, 自高点回落39%。毛利率在成本压力缓解下筑底回升, 2023H2至26%且目前市场售价已与主要竞品接近。从消费者目前主食场景的支付意愿看, 根据后浪研究所《2023年打工人干饭报告》统计, 一线城市70.8%的受访者表示工作餐价格的接受范围在10-30元。于此同时, 老乡鸡、吉野家、汉堡王等均推出30-35元的工作套餐系列。在餐饮和外卖降低客单价下, 公司自热火锅系列单个SKU也调整至25元附近, 自热米饭回落至单份10元附近, 借助性价比优势寻求销量回升。

2. 增量: 布局新渠道, 引入新品类

产品端, 为了扩大消费场景和挖掘潜在客群, 今年年初海底捞推出“回家煮系列”, 包括麻辣小酥肉、老成都风味、番茄牛腩、番茄小酥肉和麻辣嫩牛5款产品, 仅需要倒水煮沸5分钟后即可享用; 此外还新增土豆炖牛肉等浇头产品, 扩充轻烹和预制菜品项, 与竞品相比公司的定价相对偏低。渠道上, 因方便速食的电商占比相对偏高, 尤其轻烹类多款爆品均源自互联网, 公司在夯实线下渠道基础的同时有望加码布局抖音电商等平台; 此外, 冲泡类速食产品线多集中5元价格带, 在定价端与外卖场景形成错位竞争。整体看, 根据公司财报数据, 2023年公司速食类新品推进效率偏低, 单品创收不足2000万元, 今年随着低价产品线的丰富及轻烹场景的完善, 多点发力下或有望重启正增长。

图 32: 颐海国际速食类产品概览

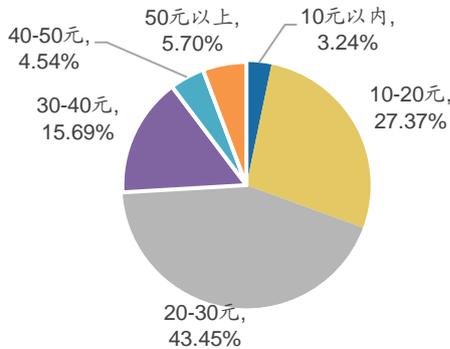
颐海国际速食表现及产品情况



类别	自热类			冲泡类			轻烹及其他类		
细分产品	自热火锅		自热米饭	粉丝类		“小hi杯”	米饭类		“回家煮系列”
产品									
单价	麻辣嫩牛 价格 25.4元/435g 单价 5.8元/100g	香菇牛腩 价格 25.4元/365g 单价 7.0元/100g	红烧牛肉/咖喱牛肉 价格 12.7元/272g 单价 4.7元/100g	酸辣粉 价格 5.5元/144g 单价 3.8元/100g	香菇牛肉粉 价格 7.9元/147g 单价 5.4元/100g	小hi杯酸辣粉 3.3元/62g 5.3元/100g	台式卤肉/香菇牛肉 5.0元/147g 3.4元/100g	土豆炖牛肉/咖喱牛肉/香菇牛肉 价格 9.9元/200g 单价 5.0元/100g	虎皮鸡爪 20.0元/210g 9.6元/100g
竞品	小龙坎		自嗨锅	食族人		小龙坎	满小饱	双汇	胜利宝
产品									
单价	牛肉鸡翅 价格 27.1元/418g 单价 6.5元/100g	麻辣牛杂 价格 27.1元/398g 单价 6.8元/100g	广式香肠/咖喱牛肉 11.9元/260g 4.6元/100g	豌豆酸辣粉 价格 5.9元/130g 单价 4.5元/100g	麻辣爆肚粉 10.2元/150g 6.8元/100g	经典红汤酸辣粉 4.5元/102g 4.4元/100g	肥汁米线 7.3元/113g 6.5元/100g	咖喱鸡肉/土豆牛肉/台式卤肉 价格 14.9元/200g 单价 7.5元/100g	豆豉凤爪 69.6元/1000g 7.0元/100g

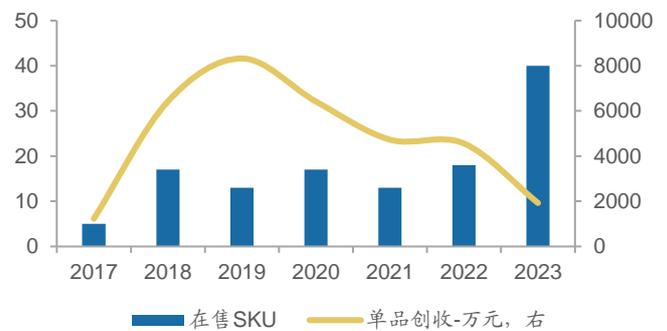
数据来源: 公司财报、淘宝, 广发证券发展研究中心

图 33: 一线城市打工人能接受的工作餐价格



数据来源: 后浪研究所《2023年打工人干饭报告》, 广发证券发展研究中心, 注: 调研时间为 2023H2, 受访年龄层中 29.6%为 90后, 44.4%为 95后

图 34: 颐海国际速食类单个SKU创收情况

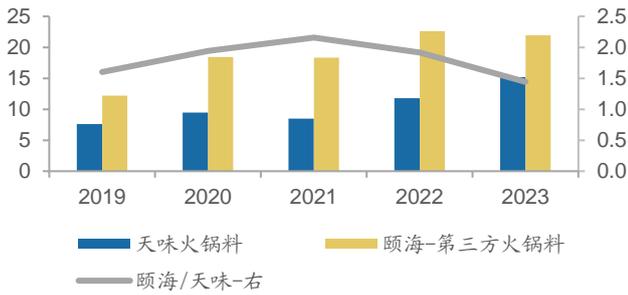


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、展望: 拐点已至, 改革助力

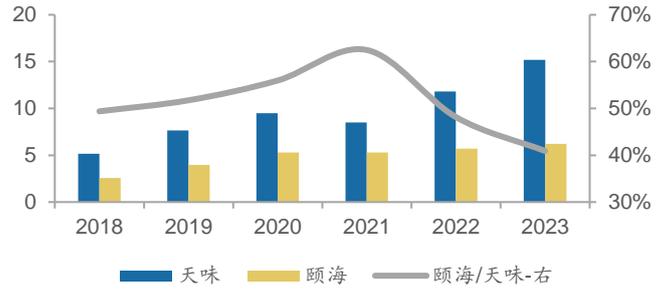
2022年以来关联方承压、速食需求疲软及中式复调掉队等多重因素叠加, 颐海国际与天味食品的差距逐步拉大。考虑渠道基因和产品矩阵的差异, 颐海受外部环境扰动更剧烈, 但组织调整滞后及对市场反应钝化或为核心。我们认为今年在关联方增长、产品质价比、激励模式改革及多渠道补齐等下或迎反转机遇。

图 35: 颐海国际和天味食品火锅料收入对比 (亿元)



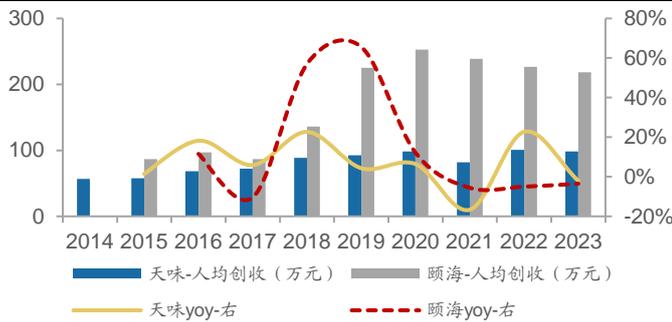
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 颐海国际和天味食品利中式复调对比 (亿元)



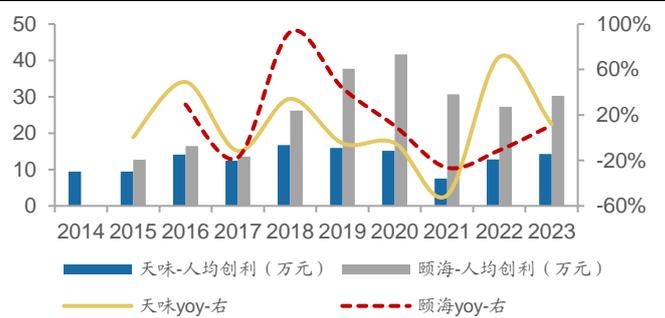
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 颐海国际和天味食品人均创收对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 38: 颐海国际和天味食品人均创利对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(一) 海底捞: 内需改善, 关注出海

关联方展望: 依托海底捞门店拓张及特海国际的出海, 未来三年复合增速或为+10%。复盘过去四年颐海火锅料关联方收入增速表现发现, 其与海底捞收入增速节奏大致趋同, 其中2020年发生背离主要系海底捞在2020Q3针对关联方价格进行调整以应对亏损压力, 通过第三方市场化比价原则重新梳理底料采购, 在此影响下2020年颐海国际的销量和单价同比回落45%和7%, 同期海底捞单店收入同比下滑36%; 2021年颐海销量基本和海底捞单店波动趋同, 单价仍有10%左右的调整。2022-2023年颐海国际关联方火锅料收入占海底捞主业收入4%左右, 且2023年关联方毛利率同比增长幅度快于第三方, 市场化定价影响或告一段落。

海底捞收入预计: 未来三年复合增速或为+10%。根据广发批零组测算, 2023年海底捞餐厅翻台率恢复至3.8次, 考虑后续门店经营优化及持续创新有望推动获客能力提升, 翻台率有望维持增长, 预计2024-2026年翻台率分别为4.0/4.1/4.2次, 翻台率或重新回到4.0次以上, 客单价上考虑2023年海底捞引流活动力度较大, 随着单店趋稳后预计客单价重回增长; 开店端, 保守假设2024-2026年门店净增1%, 综合计算预计海底捞2024-2026年收入分别为470/513/558亿元, 三年复合增速为10.4%。

海外贡献关注特海国际的开店进展。2022年特海国际分拆上市, 其门店数为111家且60%集中在东南亚, 2023年海外门店数为115家, 净增的4家门店中2家集中在东南亚。此前颐海国际已在海外建立了独立的销售团队且在马来西亚和泰国均设有工厂, 其中泰国工厂于去年投产。

考虑海底捞贡献，我们预计颐海国际关联方火锅料收入未来三年复合增速或为+9.5%，其中量增为主要贡献，单价调整幅度或缩窄。毛利率层面，2022年因原材料成本上涨及关联方压力传导，毛利率同比回落8.2pcts，同期第三方火锅料毛利率仅回落2.5pcts，海底捞毛利率+2.1pcts。2023年毛利率回升至17.3%且第三方毛利率和海底捞自身毛利率均相对平稳，考虑目前市场竞争，预计未来关联方毛利率或略有调整。

表 2: 海底捞带来的收入及利润测算

指标	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
海底捞收入(亿元)	287	413	311	416	470	513	558
yoy	7.8%	43.9%	-24.6%	33.7%	13.4%	9.2%	8.8%
——门店数(家)	1298	1443	1371	1374	1390	1405	1420
Δ变化	530	145	-72	3	16	15	15
——单店(万元)	2779	3013	2213	3033	3400	3672	3952
yoy	-35.6%	8.4%	-26.5%	37.0%	12.6%	8.0%	7.6%
——翻台率(次/天)	3.5	3.0	3.0	3.8	4.0	4.1	4.2
海底捞+特海(亿元)	286	411	350	463			
yoy	7.7%	43.7%	-15.0%	32.5%			
——门店数(家)	1298	1443	1482	1489			
颐海火锅料关联方收入(亿元)	13	18	14	19	21	23	25
yoy	-15.3%	31.6%	-21.1%	35.6%	11.6%	8.7%	8.3%
——关联方销量(万吨)	6.0	8.8	7.0	9.9	11.2	12.3	13.5
平均单店销量(吨)	58.1	64.5	48.2	66.4	74.7	80.7	86.8
yoy	-45.4%	11.0%	-25.3%	37.8%	12.6%	8.0%	7.6%
——关联方均价(元/kg)	22.5	20.1	19.9	19.3	18.9	18.7	18.5
yoy	-7.3%	-10.6%	-1.0%	-3.1%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
颐海占海底捞(含特海)收入比例	4.7%	4.3%	4.0%	4.1%			
海底捞原材料等占比(不含特海)	57.1%	56.3%	58.4%	59.1%			
颐海火锅料关联方毛利率	25.9%	21.2%	12.9%	17.3%	16.5%	16.0%	15.5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

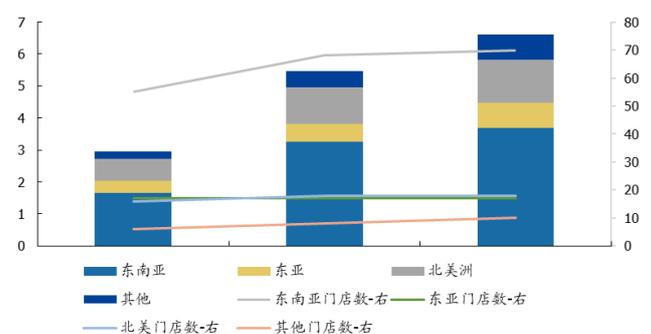
注: 海底捞收入测算参考广发批零组《海底捞(06862.HK): 不破不立, 征程再启》

图 39: 颐海国际海外收入表现及增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 特海国际分区域门店数和收入(亿美元)

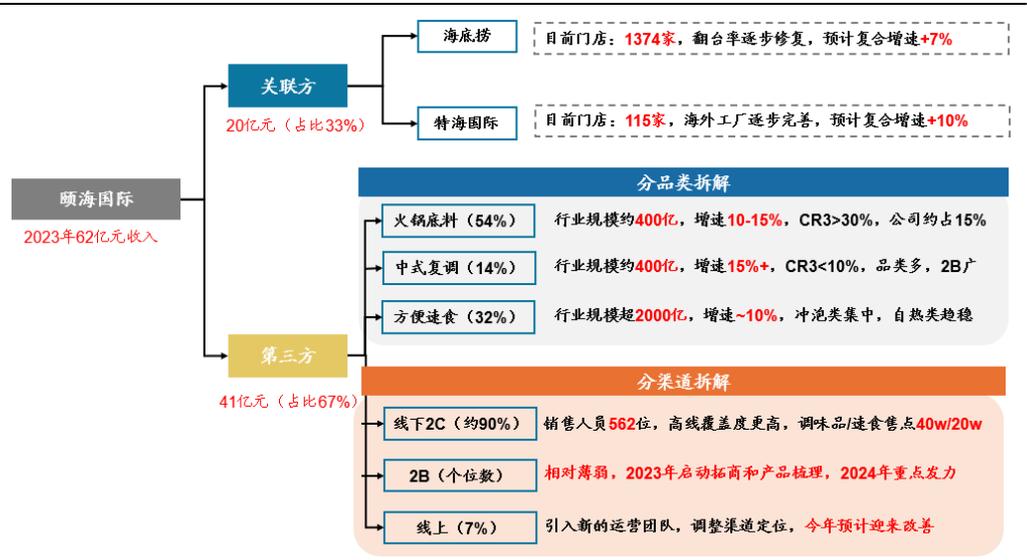


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 第三方：组织迭代，发力 B 端

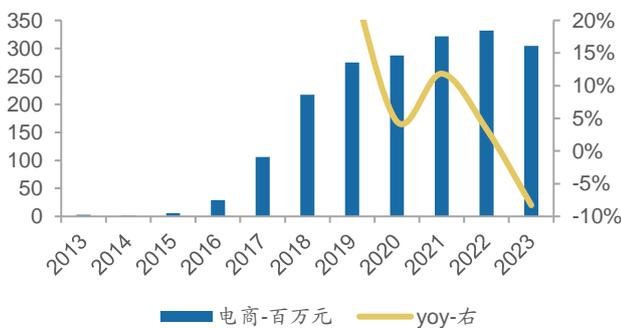
第三方展望：品类端中式复调和火锅料为核心抓手，渠道端2B端和线上或迎转变。 2023年颐海国际的第三方收入为41亿元，占整体收入67%。按品类拆解，火锅底料占其一半，中式复调和方便速食分别占14%和32%，根据前文我们对行业远期增速的展望，中式复调因空间大、品类多且现有格局相对分散下或增速靠前，火锅底料公司因品牌效应强且龙头地位相对稳固，奠定第三方品类增长的基本盘；速食行业空间虽广但因公司卡位的为自热类，在未看到新的大单品起势下或以个位数稳健增长为主。按渠道拆解，第三方中线下C端收入或占比超90%，线上渠道占比仅7%，B端渠道拓展相对较少，占比或在个位数，今年预计在B端招商及线上运营策略调整下贡献新增量。根据蝉妈妈数据统计，今年1-4月海底捞调味料累计销售额近3000万元，去年同期仅305万元，同比增长881%；节奏上看，去年四季度开始起势，预计电商今年迎来加速增长。

图 41：颐海国际第三方增长驱动力拆解



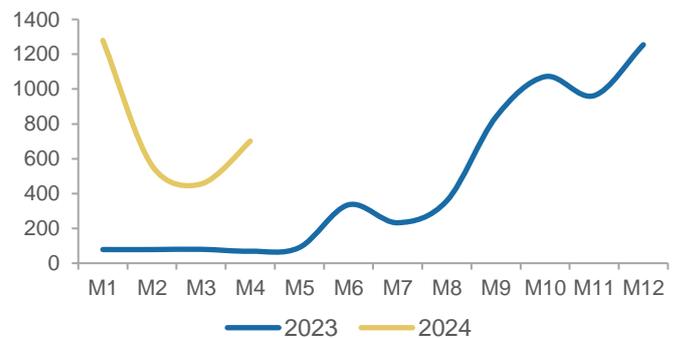
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心，注：括号内为收入占比

图 42：颐海国际电商渠道收入表现及增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 43：抖音“海底捞调味料”GMV表现 (万元)



数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

渠道管理：公司具有自我革新的基因，目前C端切B端下对渠道拓展和销售管理提出新要求，激励机制顺势调整有望再次释放组织活力。

2018-2020年：激励改革红利期。上市以来，颐海国际的组织机制不断变革，2018年施董事长回归推出“合伙人”机制给与销售人员充分业务自主权；2019年引入“师徒制”以老带新且利益共享加速新市场拓张，同时公司以“家族制”绑定团队内部利益，以PK模式进行优胜劣汰，维系组织活力。在指定PK指标时将经销商和终端满意度纳入考量因素，实现销售人员、经销商和终端三方利益的协同共振。2018-2019年公司销售人员数量维系在350名左右，与此同时经销商数量从814家（2017年）扩充至2400家（2019年），单个销售人员的创收自223万元（2017年）增长至732万元（2019年），单个销售人员覆盖的经销商数量也增长接近3倍。2020年在“师徒制”基础上再推“区域长”制度，将业务拆分成超30个小区团队，由区域长负责带领团队从多个维度挖掘增长潜力。

2021-2022年：以优化迭代为主。2021年调整区域范围和数量，将30多个区域缩减至8个大区并根据产品定位不同拆分“颐海”和“馥海”服务不同经销商体系等；2022年本着连住利益、锁住管理的原则，继续深化销售合伙人机制，由一个销售总监带领4个渠道经理对合伙人进行培训并落实数字化管理等工作，产品项目制上由7个创新委员带领21个产品小组开展产品研发工作。2021-2022年销售人员和人均创收基本维持稳定。

2023H2以来：开发新渠道，推行新激励。在市场需求承压且竞争格局相对激烈的发展阶段亟需新的激励政策唤醒组织活力。根据公司财报总结，2023年销售团队激情不足，团队薪酬和绩效考核都较为保守，进取不足下影响公司整体经营节奏；市场政策方面也试行了较为激进的策略，如新品的强制分销及开发批发型经销商引导渠道价格执行等，对经销商和终端积极性亦有扰动。基于上述问题，公司在股东大会上表示从产品项目制和渠道激励政策两个维度进行调整。

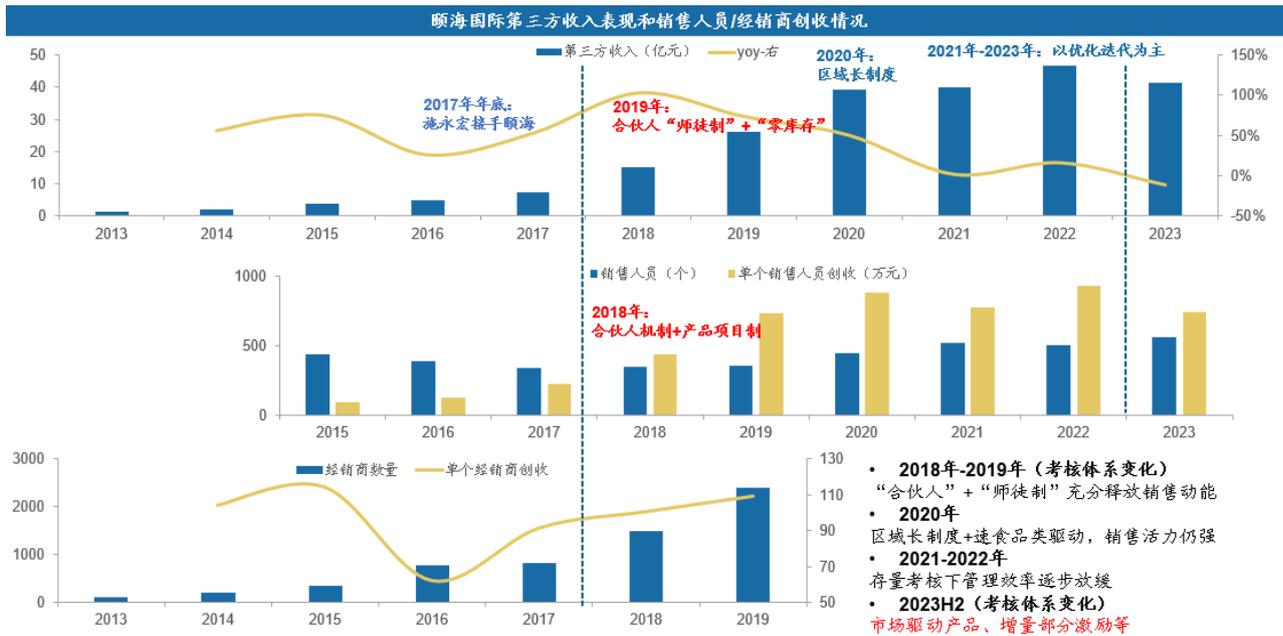
1. 产品项目制：打通“委员-工厂-销售”，内部竞争提高响应速度

根据公司股东大会交流，以前产品小组以品类销售为导向，现在将委员、工厂和产品销售三方进行整合，不同的销售对接不同的渠道，多个委员带不同产品小组，且产品间有重合、内部有竞争，一线需求反馈后会有多个产品小组对接，不再是以往一一对应的模式，通过内部PK提升对终端响应速度应对当前复杂的竞争环境。

2. 渠道激励政策：考核增量，激发活力

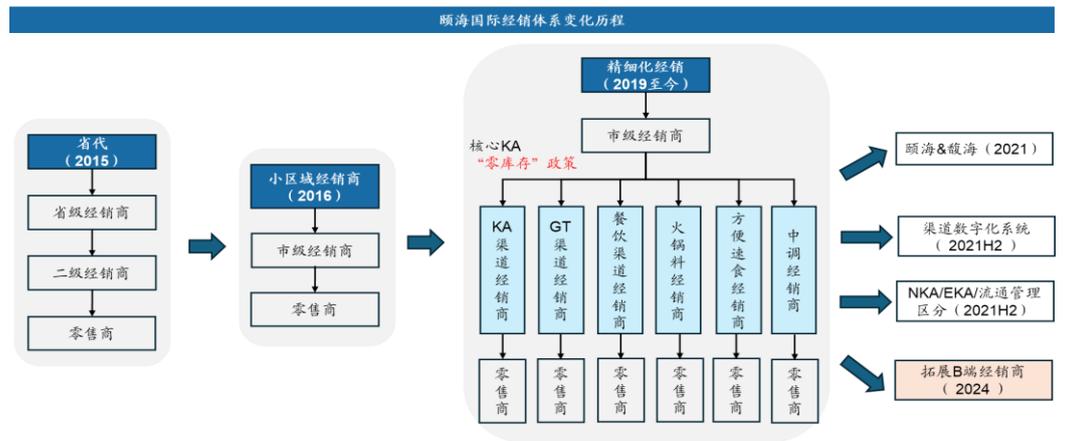
根据公司股东大会交流，针对以前合伙人利润提成制，因不同区域之间规模差距较大且因考核费用，渠道投入积极性逐步降低。目前更改为增量考核即销售人员在固定薪资的基础上以销售增量部分计算提成，在费用预算整体可控的情况下重新激发渠道端主观能动性，预计较过去两年会有所变化。经销商层面，除了加大拓展2B的经销商外，产品推新成功率提升也有望提振经销商信心。

图 44: 颐海国际国际第三方收入和渠道调整政策



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 45: 颐海国际经销体系变化历程



数据来源: 公司财报、头豹研究院, 广发证券发展研究中心

(三) 盈利端: 收入为先, 关注产能爬坡

产业链视角对比, 在火锅链中复调作为食品加工公司, 上游不像食材企业直面原材料价格波动, 下游不像餐饮服务业直面消费者喜好变迁, 经营稳定性相对较优。拆解2021-2023年相关上市公司的净利率发现, 以颐海国际、天味食品为代表的火锅底料企业净利率明显优于上游及终端餐饮, 其平均毛利率可达30%以上且费用率介于20%上下, 净利率平均可达10%以上。上游食材类公司毛利率低于底料企业, 下游餐饮公司费用率相对偏高。过去三年, 上下游企业盈利水平波动较大而底料企业盈利水平相对稳健。

调味品内部对比，因大单品属性较弱且市场偏向同质化竞争，盈利能力弱于基础调味品，定制化为提升利润率的方向之一。横向对比看，复调企业净利率与海天味业具有较大差距，参考前文因酱油品类空间大且海天市场份额遥遥领先，具有较强的品牌力溢价；复调内对比看净利率相对接近，位于10-15%之间。

图 46：2021-2023年火锅产业链利润率对比和调味品公司利润率对比

类别 公司	毛利率-%			费用率-%			净利率-%		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
火锅食材类									
圣农发展	8.7	8.6	10.6	5.6	6.2	7.2	3.1	2.4	3.4
雪榕生物	5.3	10.7	8.4	21.5	27.8	15.9	-16.2	-17.1	-7.6
安井食品	22.1	22.0	23.2	14.7	12.7	12.4	7.5	9.2	10.8
火锅调料类									
颐海国际	32.4	30.2	31.6	18.0	16.9	16.8	14.4	13.2	14.7
天味食品	32.2	34.2	37.9	23.0	21.5	23.0	9.2	12.8	14.9
火锅									
海底捞	56.3	58.4	59.1	66.4	54.0	48.3	-10.1	4.4	10.8
呷哺呷哺	61.9	61.9	62.6	66.5	68.9	65.9	-4.6	-7.0	-3.3
调味品公司盈利对比									
基础调味品									
海天味业	38.7	35.7	34.7	11.7	11.3	11.6	26.9	24.4	23.2
安琪酵母	27.3	24.8	24.2	14.9	14.2	14.5	12.5	10.6	9.7
中炬高新	34.9	31.7	32.7	19.2	42.3	-1.5	15.7	-10.6	34.2
涪陵榨菜	52.4	53.1	50.7	22.4	17.3	16.4	29.9	35.8	34.3
千禾味业	40.4	36.6	37.1	28.8	22.3	20.5	11.6	14.2	16.7
恒顺醋业	37.6	34.4	33.0	31.2	28.2	29.2	6.3	6.1	3.8
复合调味品									
颐海国际	32.4	30.2	31.6	18.0	16.9	16.8	14.4	13.2	14.7
天味食品	32.2	34.2	37.9	23.0	21.5	23.0	9.2	12.8	14.9
宝立食品	31.2	34.6	33.1	18.8	23.2	19.9	12.4	11.4	13.2

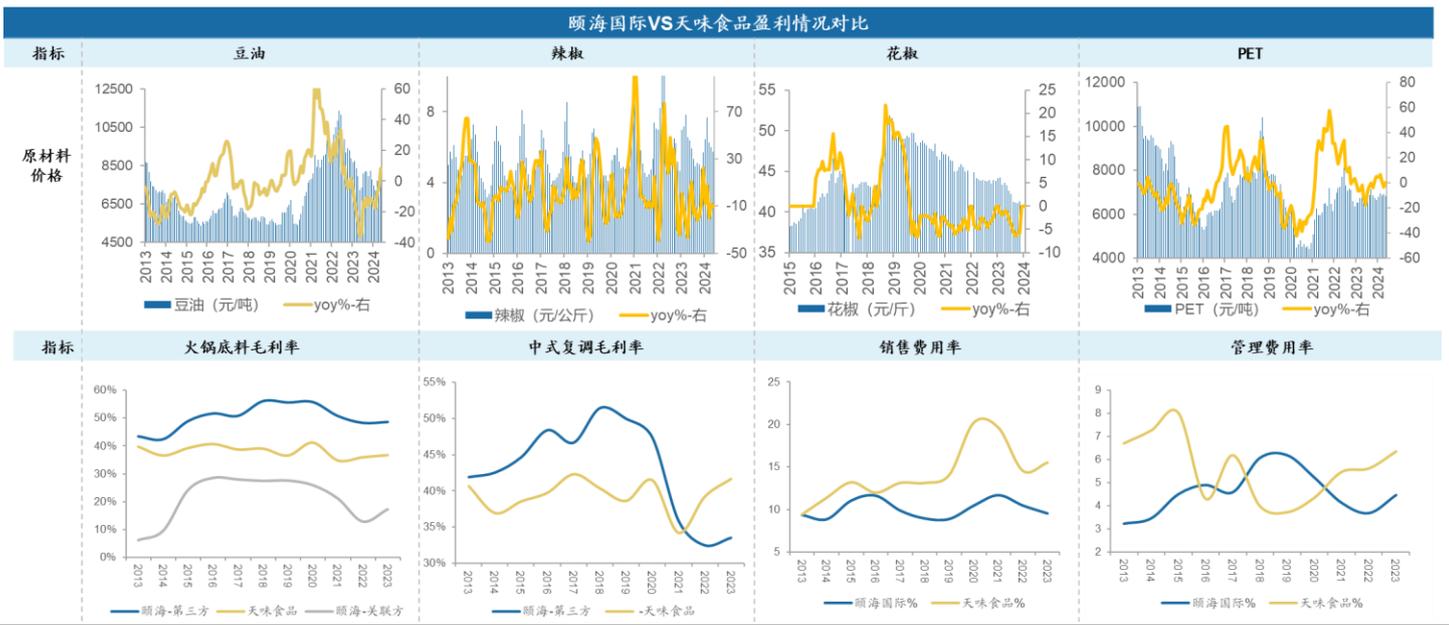
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心，注：费用率=毛利率-净利率

注：2022-2023年中炬高新因诉讼等非经常性损益影响，净利率波动较大，还原扣非净利率看2022-2023年扣非净利率为10.4%和10.2%，表现相对稳定

与天味食品相比，2018-2022年颐海国际净利率领先，2023年被天味反超。根据颐海国际的招股说明书，公司原材料成本主要包括植物油（大量大豆油及少量菜籽油）、动物油（牛油）、辣椒、花椒等调味料及相关包材等。2015年大豆油/辣椒/花椒/包材/牛油占收入百分比分别为11.8%/7.7%/10.8%/4.9%/3.9%，其他原材料占收入比为20.1%。考虑2017年公司推出方便速食，目前成本结构或有变动但预计大豆油等仍为其成本波动的主要影响因素。2021-2022年大豆油价格大幅增长使得天味、颐海的火锅料毛利率均有所回落，2022年尽管吨成本持续上涨，但天味食品通过产品结构升级带动吨价同步提升，毛利率不降反升；而颐海国际第三方吨价虽相对平稳但关联方的经营压力传导使得火锅料毛利率同比持续回落。中式复调方面，2021年因原材料成本上升及品牌切换（从“海底捞”切换为“筷手小厨”）导致的产品降价等因素影响，颐海中式复调的毛利率同比回落超11pcts，同期天味食品仅回落7pcts，2022年天味食品凭借复调品牌优势推进产品升级，吨价提升下带动毛利率同比持续反弹，而颐海国际仍处于价格带调整中。2023年原材料价格回落叠加市场竞争趋缓下，毛利率均同比回归正增长。费用层面，因颐海国际关联方业务占比超30%而其无相关市场费用投放，销售费用率和管理费用率均低于天味食品。

今年以来，核心原材料价格波动不大且目前公司售价已具备“质价比”，我们预计全年吨价有望趋稳，全年毛利率及净利率存在支撑。

图 47: 原材料走势及公司盈利情况对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心; 注: 2021-2023 年天味食品毛利率还原运费影响 (假设 3%)

图 48: 颐海国际方便速食毛利率走势

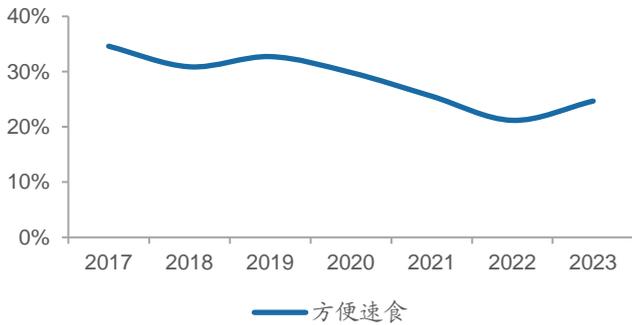
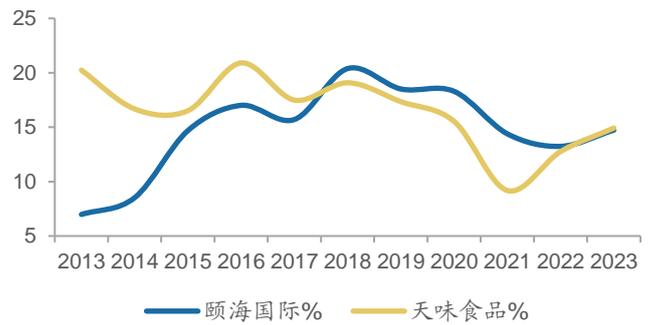


图 49: 颐海国际和天味食品净利率对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

结合目前公司第三方的发展方向, 市场关注线上和B端占比提升后对利润率的影响, 我们认为公司目前产能利用率相对较低, 收入为先下规模效应有望抵消渠道结构变化带来的边际扰动。根据公司财报, 公司目前在八个区域构建供应链基地, 合计年产能可达88万吨。考虑投产进度, 我们预估2023年公司总产能或为45万吨, 整体产能利用率不足60%, 其中方便速食类产能利用率或更低。因此, 在未来产能供应相对充足下如何找增量带动生产为核心。线上作为较优的品宣平台, 贡献增量提升产能利用率的同时也能较好做完成品类品牌的消费者教育工作, 尤其是方便速食品类线上新品活跃度高于线下, 线上数据反哺下也有助于产品研发的推进。B端渠道对于公司而言是一片蓝海, 其对于性价比和品牌背书等诉求与公司现况天然契合, 今年重点关注B端招商和渠道推进进度。

表 3: 颐海国际产能情况

省份/城市	项目	完工时间 (预计)	设计产能及主要品类
河南郑州	郑州生产基地	2016 年前	2.88 火锅底料产品及中式复合调味品
	成都生产设施	2016 年前	0.59 火锅底料产品及中式复合调味品
四川成都	成都生产设施	2016 年前	0.01 火锅蘸料产品
	成都新生产线	2017 年上半年	0.30
河北霸州	河北霸州生产基地一期	2021 年	7.00 海底捞餐厅“千人千味”底料和火锅零售底料产品
	河北霸州生产基地二期	2024 年一季度	2.80 方便速食 (此前规划 8.2 万吨)
安徽	安徽马鞍山一期	2022 年 5 月	6.00
	安徽马鞍山二期	2023 年 2 月	20.00 调味料
	颐海安徽科技牛油生产基地一期	2024 年二季度	5.70 牛油底料
河南漯河	河南漯河生产基地一期	2022 年 9 月	15.00 蘸料与香辛料
	河南漯河生产基地二期	2024 年	15.00
广东	广东肇庆工程项目	2021 年 5 月	4.40 方便速食
四川简阳	四川简阳一期	2023 年底	2.50 火锅底料及复合调味料
	四川简阳二期		2.20 方便速食产品组装
海外	马来西亚合资工厂	2020 年初	
	泰国工厂一期	2023 年二季度	1.60 火锅底料及复合调味料
	泰国工厂二期	2025 年	2.00 火锅底料及复合调味料

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

预计2024-2026年公司总收入为68.3/75.1/82.2亿元，同比+11.2%/+9.9%/+9.5%。分业务拆解如下：

关联方收入：参考前文对海底捞的收入预计及颐海国际火锅底料在其中的占比，我们假设关联方火锅底料收入为21.2/23.0/24.9亿元，同比+11.6%/+8.7%/+8.3%。因2023年火锅底料占关联方收入94%，我们假设中式复调和速食的关联方收入维持稳定，综合看未来三年关联方收入CAGR为9.0%。毛利率层面，我们认为关联方供应链梳理虽告一段落，但考虑市场竞争，未来关联方毛利率或略有调整。

第三方收入：参考前文按品类拆解，2023年火锅底料占第三方收入54%，中式复调和方便速食分别占14%和32%。其中，火锅底料因品牌影响力较强，我们预计吨价企稳，销量带动未来三年15.0%/13.0%/12.0%的增长；中式复调因竞争格局相对分散，假设今年吨价或仍有3%的调整而后企稳，销量方面因行业仍处于加速发展期，复合增速或快于火锅底料，预计未来三年收入增速为17.2%/15.6%/13.5%。方便速食因品类结构仍处于磨合期，今年公司也通过“回家煮”等系列新品探索机遇，我们预计未来三年增速或在个位数波动。毛利率方面，因目前原材料成本相对较优，且公司B端占比相对较小，未来三年各品类毛利率或相对稳定。

表 4: 颐海国际分业务拆解 (亿元)

指标	2023	2024E	2025E	2026E
1. 关联方				
收入	20.1	22.3	24.1	26.1
增长率	35.0%	10.9%	8.3%	7.9%
毛利率	17.6%	16.8%	16.3%	15.8%
2. 第三方				
收入	40.9	45.6	50.5	55.7
增长率	-11.4%	11.4%	10.8%	10.4%
毛利率	38.8%	39.7%	40.1%	40.4%
火锅底料				
收入	21.9	25.2	28.5	31.9
增长率	-3.2%	15.0%	13.0%	12.0%
毛利率	48.6%	49.0%	49.0%	49.0%
中式复调				
收入	5.9	6.9	8.0	9.1
增长率	6.1%	17.2%	15.6%	13.5%
毛利率	33.5%	33.0%	33.5%	34.0%
方便速食				
收入	13.0	13.4	14.0	14.7
增长率	-27.2%	2.8%	4.1%	5.3%
毛利率	24.8%	26.0%	26.0%	26.0%
合计				
主营收入	61.5	68.3	75.1	82.2
增长率	0.0%	11.2%	9.9%	9.5%
毛利率	31.6%	32.0%	32.3%	32.4%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

预计2024-2026年公司净利润为9.4/10.6/11.9亿元, 同比+10.7%/+12.4%/+11.9%, 参考可比公司估值及公司改革势能节奏, 给予2024年18倍PE, 对应合理价值为每股18.00港元。考虑收入重启增长下管理费用率或略有摊薄, 但拓新商及新的激励政策下销售费用率或有增加, 尽管毛利率在第三方占比提升下略有抬升, 但综合来看2024年净利率同比或略有回落, 2025-2026年看改革兑现效益, 净利率或重启增长。综上我们预计2024-2026年公司归母净利润为9.4/10.6/11.9亿元, 同比+10.7%/+12.4%/+11.9%。估值方面, 我们选取A股中调味品龙头海天味业和其他复调公司, 2024年归母净利润对应的平均估值为25倍, 其中同属复调公司的天味食品PE估值为24倍。港股中与公司业务关联性较强的海底捞和特海国际, 2024年归母净利润对应的平均估值为21倍, 其中海底捞PE估值为17倍。相较于海底捞, 颐海国际布局食品加工环节, 增量空间和盈利稳定性较优, 参考可比公司估值及公司改革势能节奏, 给予颐海国际2024年18倍PE估值, 对应合理价值为每股18.00港元 (HKD/CNY 0.91), 首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值对比

公司代码	公司名称	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603288.SH	海天味业	调味品绝对龙头	1969.0	56.3	62.3	68.9	35.0	31.6	28.6
603317.SH	天味食品	复调(中式)	136.0	4.6	5.6	6.6	29.8	24.5	20.5
603170.SH	宝立食品	复调(西式)+速食	50.8	3.0	2.8	3.3	16.9	17.9	15.3
06862.HK	海底捞	公司关联方	851.9	45.0	51.4	57.2	18.9	16.6	14.9
09658.HK	特海国际	公司关联方	85.9	1.8	3.5	4.6	47.3	24.7	18.9
01579.HK	颐海国际	复调(中式)+速食	133.1	8.5	9.4	10.6	15.6	14.1	12.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 颐海国际盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测, 数据截至 2024 年 6 月 13 日。

五、风险提示

（一）行业需求不及预期

因公司下游与餐饮业关系密切，若海底捞等火锅企业需求疲软、消费者对火锅品类喜爱度下降等均会影响公司核心品类的增长节奏。

（二）行业竞争超预期

考虑复调行业已经历三年调整，中小企业退出市场，头部企业利润率趋稳；若成本回落后行业竞争再次加剧，会影响公司整体盈利水平。

（三）原材料成本波动

考虑上游原材料包括大豆油、动物油、辣椒、花椒等，若原材料成本上升在目前消费环境下或对利润带来影响。

（四）公司渠道调整和产品推新不及预期

今年核心看点是公司渠道激励机制的变化和产品项目组的调整，若管理改革效果不及预期或会影响核心业务的收入节奏。

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	3,111	3,187	3,441	3,648	3,893
现金及现金等价物	1,881	2,309	2,482	2,621	2,793
应收账款及票据	156	258	285	313	343
存货	387	371	410	449	490
其他	688	249	265	266	267
非流动资产合计	2,440	2,867	2,977	3,077	3,167
固定资产净值	1,633	1,772	1,892	2,002	2,102
长期投资	336	634	634	634	634
商誉及无形资产	130	93	83	73	63
其他	341	368	368	368	368
资产总额	5,551	6,054	6,418	6,725	7,060
流动负债合计	860	817	836	876	920
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	396	403	426	467	510
其他	464	414	410	410	410
非流动负债合计	154	148	248	248	248
长期借款	0	0	100	100	100
其他非流动负债	154	148	148	148	148
总负债	1,014	965	1,084	1,125	1,168
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	4,331	4,829	5,018	5,230	5,468
其他	-12	-11	-10	-10	-10
归母权益总额	4,320	4,818	5,008	5,220	5,458
少数股东权益	217	271	326	380	434
股东权益合计	4,537	5,089	5,334	5,601	5,892
负债及股东权益合计	5,551	6,054	6,418	6,725	7,060

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	6,147	6,148	6,834	7,510	8,225
营业成本	4,293	4,206	4,651	5,094	5,563
毛利	1,854	1,941	2,193	2,426	2,672
其他收入	16	8	10	10	10
营销费用	647	589	663	721	781
行政管理费用	228	275	287	300	313
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	995	1,085	1,253	1,415	1,588
利息收入	30	74	36	38	41
利息支出	6	4	2	4	4
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	36	19	10	10	10
除税前利润	1,142	1,264	1,387	1,549	1,725
所得税	326	357	388	434	483
合并净利润	816	907	998	1,115	1,242
少数股东损益	74	54	54	54	54
归母净利润	742	853	944	1,061	1,187

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,272	959	1,136	1,282	1,417
合并净利润	816	907	998	1,115	1,242
折旧与摊销	164	187	190	200	210
营运资本变动	295	-118	-44	-28	-29
其他非经营性调整	70	37	-8	-6	-6
投资活动现金流净额	-573	-154	-308	-290	-290
处置固定资产收益	2	2	10	10	10
资本性支出	-417	-324	-300	-300	-300
投资资产支出	-157	158	-18	0	0
其他	-1	10	0	0	0
融资活动现金流净额	-417	-384	-656	-853	-954
长期债权融资	-32	-29	100	0	0
股权融资	0	-176	0	0	0
支付股利	225	179	755	849	950
其他	-609	-359	-1,511	-1,702	-1,904
现金净增加额	307	429	172	139	173
期初现金余额	1,574	1,881	2,309	2,482	2,621
期末现金余额	1,881	2,309	2,482	2,621	2,793

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	3.4%	0.0%	11.2%	9.9%	9.5%
营业利润增长率	-0.2%	9.0%	15.5%	13.0%	12.2%
归母净利润增长率	-3.2%	14.9%	10.7%	12.4%	11.9%
获利能力					
毛利率	30.2%	31.6%	32.0%	32.3%	32.4%
净利率	13.2%	14.7%	14.6%	14.8%	15.1%
ROE	18.0%	17.8%	18.7%	19.9%	21.1%
偿债能力					
资产负债率	18.3%	15.9%	16.9%	16.7%	16.5%
有息负债率	0.0%	0.0%	1.6%	1.5%	1.4%
流动比率	3.6	3.9	4.1	4.2	4.2
利息保障倍数	169.9	249.9	626.4	353.8	397.0
营运能力					
应收账款周转天数	9.1	15.1	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	32.5	31.7	31.7	31.7	31.7
应付账款周转天数	33.2	34.5	33.0	33.0	33.0
每股指标					
每股收益	0.71	0.82	0.91	1.02	1.15
每股净资产	4.33	4.91	5.15	5.40	5.68
每股经营现金流	1.21	0.93	1.10	1.24	1.37
估值比率					
PE	35.5	13.7	14.6	13.0	11.6
PB	6.1	2.4	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	21.1	7.4	7.9	7.0	6.2

广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 高鸿：资深分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 张晋源：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：高级研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。