

港股公司 | 公司深度 | 颐海国际 (01579)

激励优化，期待改善



| 报告要点

餐饮连锁化率提升、门店降本诉求增强，家庭结构变化以及懒人经济发展，我们看好复合调味品行业远期成长空间，虽短期增速换挡，深蹲蓄势、而后有望乘势而上。颐海国际作为国内复合调味品龙头企业，2024年以来激励机制进一步优化，由存量激励转为增量激励，或进一步激发合伙人的积极性，同时新品研发加速、渠道布局完善，有望驱动经营端上行。站在颐海新一轮激励优化的起点，本文详细回溯了历年变革的背景、具体举措及最终成效。良性的激励机制有望驱动公司经营端上行，剖析本轮变革的亮点，展望新一轮成长周期。

| 分析师及联系人



刘景瑜



邓洁

SAC: S0590524030005 SAC: S0590524040002

颐海国际(01579)

激励优化，期待改善

行业：食品饮料/调味发酵品 II
投资评级：买入（维持）
当前价格：11.50 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,036.70/1,036.70
流通市值(百万港元) 11,922.05
每股净资产(元) 4.52
资产负债率(%) 13.23
一年内最高/最低(港元) 18.82/9.24

股价相对走势



相关报告

1、《颐海国际(01579)：关联方收入回暖，盈利能力明显改善》2023.08.30



扫码查看更多

投资要点

看好复合调味品远期成长空间

餐饮连锁化率提升、门店降本诉求增强，家庭结构变化以及懒人经济发展，2023年中国复调行业收入达967亿元，火锅底料/中式复调收入分别为149/172亿元，对应2019-2023年CAGR分别为11%/12%。我们看好复调远期成长空间，预计未来3年CAGR维持大个位数水平，同时看好具备产品及渠道力的龙头份额稳步提升。

激励优化驱动经营上行

激励政策的调整驱动公司经营上行：2016年经销商“大商拆小商”，2018年引入产品项目制及合伙人激励机制，2019年优化至合伙人裂变制，激发产品创新及渠道活力，2016-2019年营收CAGR达58%。高增期后，原有激励机制趋于平淡，渠道势能略有下滑，2020-2023年公司经营进入调整期，营收CAGR降至4.65%。

三维共振，期待经营改善

(1)激励机制：2024年公司机制由存量激励转为增量激励，鼓励非成熟市场开拓，有望激发合伙人积极性；(2)第三方：积极探索小B、开拓电商、铺货农贸；同时加速新品研发及老品升级，第三方收入有望实现双位数增长；(3)关联方：大B餐饮逐步修复+海底捞开放加盟，关联方收入有望实现恢复性增长。

盈利预测、估值与评级

我们预测2024-2026年公司营业收入分别为68.44/75.12/81.71亿元，同比增速分别为11.33%/9.76%/8.78%，2024-2026年归母净利润为9.37/10.54/11.75亿元，同比增速分别为9.89%/12.45%/11.54%，三年CAGR为11.29%；EPS分别为0.90/1.02/1.13元/股。鉴于激励机制优化，经营端改善可期，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道拓展不达预期风险、原料价格上涨风险

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6,147.01 | 6,147.57 | 6,843.90 | 7,511.84 | 8,171.08 |
| 增长率(%) | 3.44 | 0.01 | 11.33 | 9.76 | 8.78 |
| EBITDA(百万元) | 1,282.03 | 1,382.05 | 1,545.72 | 1,730.16 | 1,925.67 |
| 归母净利润(百万元) | 741.99 | 852.70 | 937.01 | 1,053.66 | 1,175.26 |
| 增长率(%) | -3.16% | 14.92% | 9.89% | 12.45% | 11.54% |
| EPS(元/股) | 0.72 | 0.82 | 0.90 | 1.02 | 1.13 |
| 市盈率(P/E) | 16.35 | 14.22 | 12.94 | 11.51 | 10.32 |
| 市净率(P/B) | 2.81 | 2.52 | 2.23 | 1.98 | 1.76 |
| EV/EBITDA | -0.82 | -1.03 | -0.98 | -1.07 | -1.19 |

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年08月12日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

复调增速领先于调味品行业，短期虽受需求弱复苏压制，但中长期成长空间充足，景气度具备相对优势，我们看好板块远期成长空间。颐海国际为国内复合调味品龙头企业，三维共振，期待经营端改善：(1) 优化合伙人激励机制，增量提成替代存量提成，有望激发合伙人的积极性。(2) 全渠道发力，重视B端、发力电商、铺货农贸，第三方业务景气度上行。(3) 大B餐饮逐步修复+海底捞开放加盟，关联方收入有望迎来恢复性增长。

核心假设

- 收入预测：餐饮修复叠加开放加盟，关联方收入有望呈恢复性增长；第三方受益于机制优化，增量激励有望激发合伙人积极性，我们预计 2024-2026 年公司营收同比增速分别为 11.33%/9.76%/8.78%，其中关联方收入同比增速为 10.08%/7.74%/7.75%；第三方收入同比增速为 12.07%/10.84%/9.34%。
- 业绩预测：随着盈利空间较大的第三方占比继续增加，公司毛利率有望稳中有升。同时随着降本增效进一步深化，公司费用率有望持续优化。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 32.00%/32.25%/32.43%。2024-2026 年归母净利润为 9.37/10.54/11.75 亿元，同比增速分别为 9.89%/12.45%/11.54%，三年 CAGR 为 11.29%。

盈利预测、估值与评级

我们预测 2024-2026 年公司营业收入分别为 68.44/75.12/81.71 亿元，同比增速分别为 11.33%/9.76%/8.78%，2024-2026 年归母净利润为 9.37/10.54/11.75 亿元，同比增速分别为 9.89%/12.45%/11.54%，三年 CAGR 为 11.29%；EPS 分别为 0.90/1.02/1.13 元/股。鉴于公司激励机制进一步优化、经营端改善可期，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期，餐饮修复叠加海底捞开放加盟，关联方收入有望实现恢复性增长；同时公司激励制度由存量转向增量，合伙人积极性有望进一步提升，驱动第三方业务进入上行期。
- 中长期，复调行业长坡厚雪，竞争格局趋于稳定。颐海国际作为行业龙头，通过产品创新、渠道精耕，市场份额有望进一步提升。

正文目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 看好复合调味品远期成长空间 | 6 |
| 1.1 复调增速领先于调味品行业 | 6 |
| 1.2 竞争趋稳，看好龙头份额提升 | 7 |
| 2. 激励优化驱动经营上行 | 9 |
| 2.1 2016年之前：体系传统，管理粗放 | 11 |
| 2.2 2016-2019年：高激励，高增长 | 14 |
| 2.3 2020-2023年：经营调整，增速下滑 | 16 |
| 3. 三维共振，期待经营改善 | 18 |
| 3.1 存量激励到增量激励 | 18 |
| 3.2 第三方渠道扩张，推新加速 | 19 |
| 3.3 关联方有望实现恢复性增长 | 20 |
| 4. 盈利预测、估值与投资建议 | 21 |
| 4.1 盈利预测 | 21 |
| 4.2 估值与投资建议 | 22 |
| 5. 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 复合调味品市场稳步扩张 | 6 |
| 图表 2: 2019-2023 年火锅底料收入复合增长 10.51% | 7 |
| 图表 3: 2019-2023 年中式复调收入复合增长 12.12% | 7 |
| 图表 4: 餐饮业员工成本逐步提升（九毛九为例） | 8 |
| 图表 5: 我国较美日，餐饮连锁化率提升空间充足 | 8 |
| 图表 6: 我国城镇化率持续提升（单位：%） | 8 |
| 图表 7: 中国就业人员平均工作时间（小时/周） | 8 |
| 图表 8: 火锅底料市场份额变化 | 9 |
| 图表 9: 中式复调 CR2 提升速度较快 | 9 |
| 图表 10: 颐海国际发展阶段复盘 | 10 |
| 图表 11: 2016 年之前公司的销售体系较为传统，渠道激励粗放 | 11 |
| 图表 12: 经销商区域分布略显不均 | 12 |
| 图表 13: 经销商加密取得成效（单位：家） | 13 |
| 图表 14: 第三方收入增长但体量仍较小（单位：百万元） | 13 |
| 图表 15: 颐海国际产品矩阵（截至 2015 年底） | 13 |
| 图表 16: 2013-2015 年火锅底料为主销产品（亿元） | 13 |
| 图表 17: 2016 年销售体系改革，由省级代理+多层经销模式转变为一层经销模式 | 14 |
| 图表 18: 2018-2019 年机制变革图示 | 15 |
| 图表 19: 2016 年开始公司营收增速明显提升 | 15 |
| 图表 20: 2016 年开始人均创收持续增长（左轴人数） | 15 |
| 图表 21: 2016-2019 年第三方渠道加速发展，经销商取代海底捞关联方成为公司收入主要来源 | 16 |

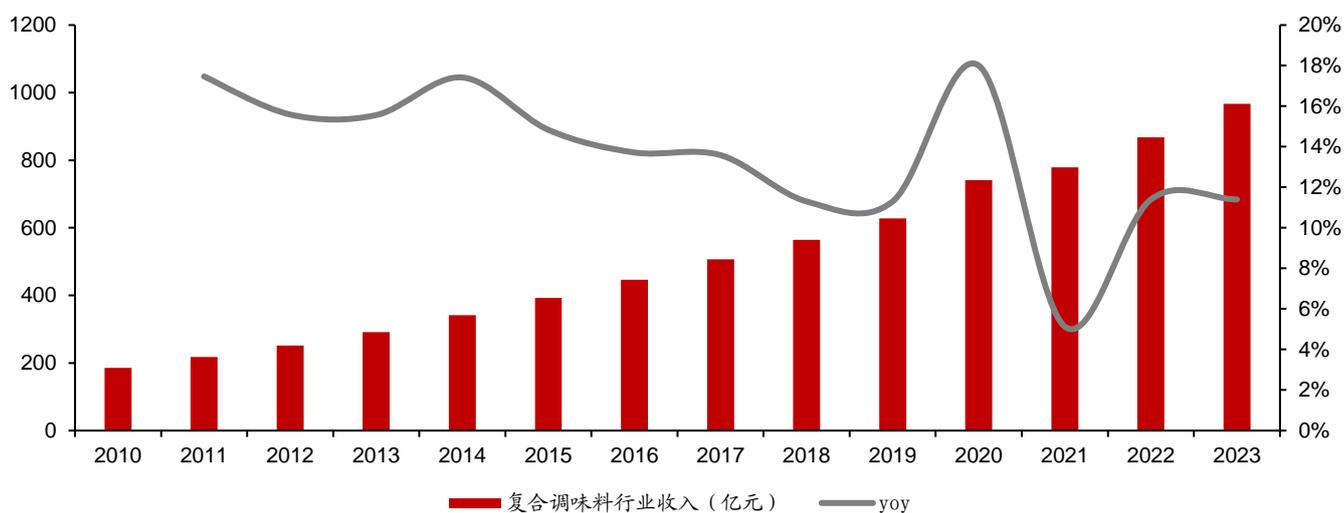
| | | |
|--------|----------------------------------|----|
| 图表 22: | 2016-2019 年公司的产品研创进入黄金期 | 16 |
| 图表 23: | 2016-2018 年度新品上市数量 (单位: 款) | 16 |
| 图表 24: | 2020-2022 年经销商数量有所下降 | 17 |
| 图表 25: | 销售人员数量及人均创收均有所下滑 | 17 |
| 图表 26: | 第三方收入增速换挡 | 18 |
| 图表 27: | 存量激励 VS 增量激励 | 19 |
| 图表 28: | 第三方收入占比持续提升 | 19 |
| 图表 29: | 公司持续提升新品反应速度和竞争力, 推动产品创新升级 | 20 |
| 图表 30: | 餐饮端持续修复, 大 B 表现优于小 B | 21 |
| 图表 31: | 海底捞收入与门店数量高度相关 (收入右轴) | 21 |
| 图表 32: | 海底捞收入增长有望带来关联方增长 | 21 |
| 图表 33: | 公司营收测算汇总 (亿元) | 22 |

1. 看好复合调味品远期成长空间

1.1 复调增速领先于调味品行业

随着餐饮连锁化率提升及餐饮门店降本增效（厨师成本明显提升）诉求增强，家庭结构变化以及“懒人经济”发展，具备良好便捷性、丰富口味性的复合调味品市场规模迎来稳步提升。根据沙利文数据，2015-2019 年行业 CAGR 为 12.47%；特殊时期居家场景增加，2020 年度行业明显提速，但 2019-2023 年行业 CAGR 整体仍处于 11.39% 的正常水平，2023 年国内复合调味品行业收入约 966.74 亿元。

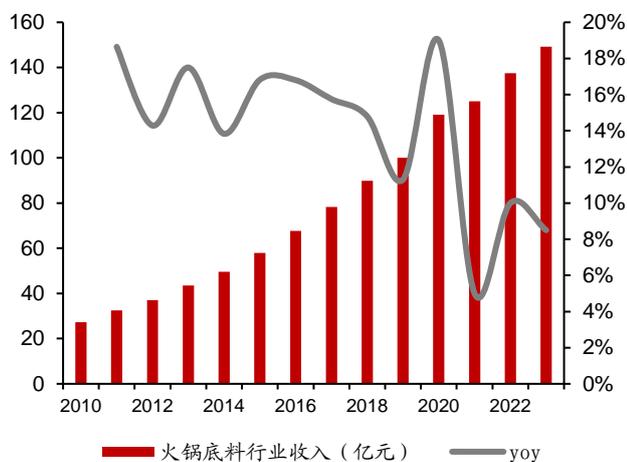
图表1：复合调味品市场稳步扩张



资料来源：F&S，国联证券研究所整理

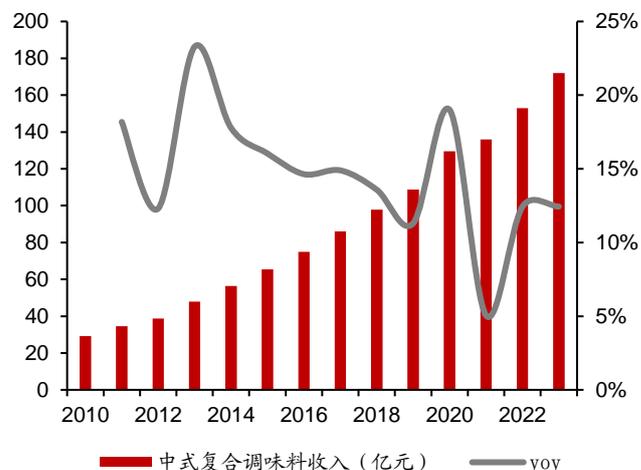
具体来看，2023 年火锅底料/中式复调收入分别为 149.19/171.93 亿元，对应 2019-2023 年行业 CAGR 分别为 10.51%/12.12%。近期需求端偏疲软的表现虽对板块增速产生短期压制，但我们仍看好中长期复调板块渗透率提升以及远期市场空间，预计未来三年行业增速有望维持在大个位数的水平。

图表2：2019-2023年火锅底料收入复合增长10.51%



资料来源：F&S，国联证券研究所

图表3：2019-2023年中式复调收入复合增长12.12%

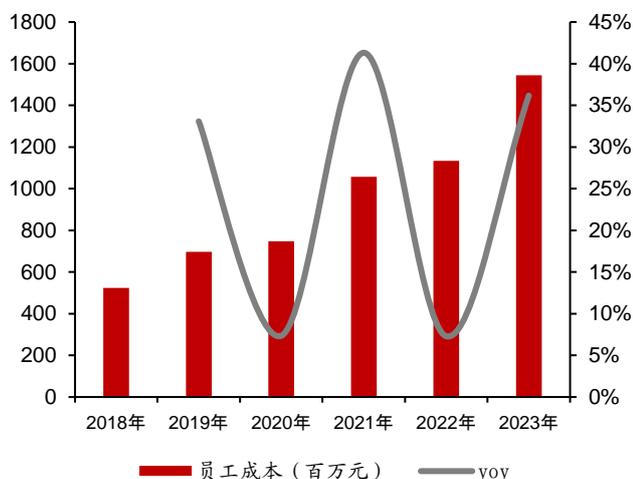


资料来源：F&S，国联证券研究所

1.2 竞争趋稳，看好龙头份额提升

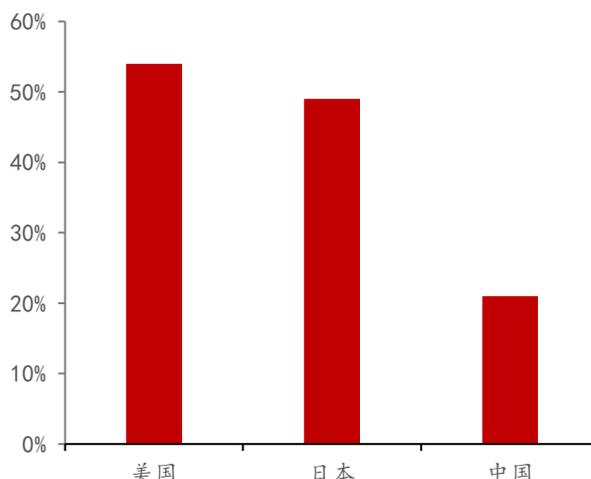
我们看好复合调味品行业的成长性。其一，餐饮连锁化率提升打开复调行业发展空间，此外餐饮行业增速换挡，门店降本增效诉求增强（特别是厨师人力成本较高）：①餐饮门店降本诉求提升：以连锁餐饮九毛九为例，员工成本由2018年的5.24亿元增至2023年的15.44亿元，CAGR达24.15%。复合调味品使用便捷、口味稳定，契合餐饮门店降本增效的诉求；②我国餐饮连锁化率提升，口味多元化发展：2022年我国餐饮连锁化率达19%，但美日两国餐饮连锁化率于2021年已超54%/49%，我国餐饮连锁化空间充足，复调行业具备标准化、易复制、口味丰富的特性，有望打开中长期发展空间。

图表4：餐饮业员工成本逐步提升（九毛九为例）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

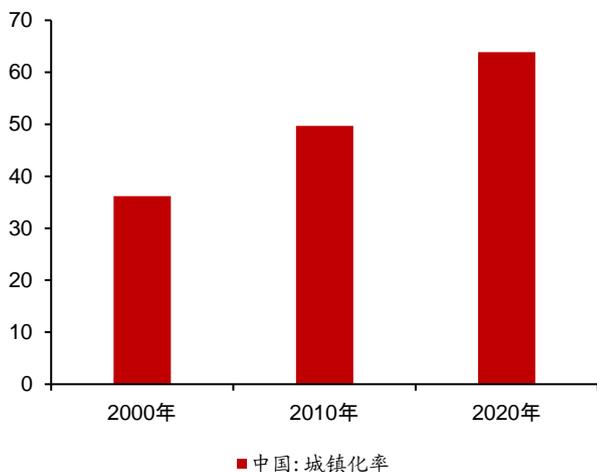
图表5：我国较美日，餐饮连锁化率提升空间充足



资料来源：《2023 中国餐饮品牌白皮书》，国联证券研究所

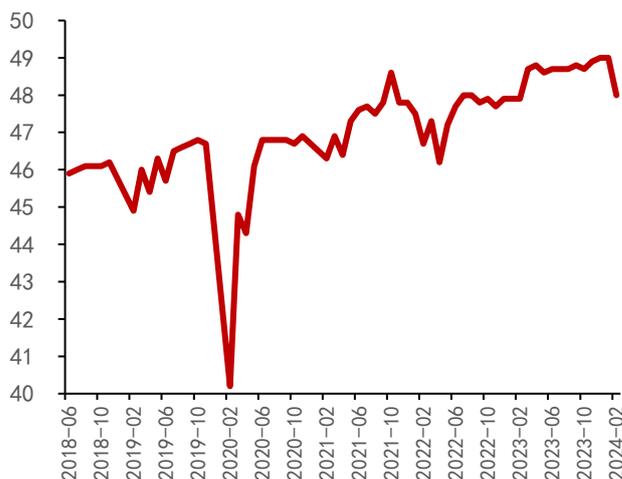
③城镇化率及人均工作时长持续走高，家庭端需求或延续，叠加食品工业渠道发展，行业规模有望持续提升。

图表6：我国城镇化率持续提升（单位：%）



资料来源：wind，国家统计局，国联证券研究所

图表7：中国就业人员平均工作时间（小时/周）

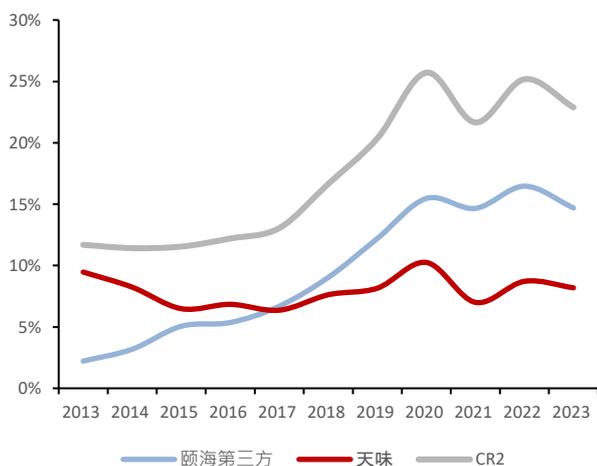


资料来源：wind，国家统计局，国联证券研究所

竞争趋稳，看好龙头企业份额进一步提升。2021 年底至今主要复调企业积极扩充品类、整理在售产品、推行渠道精细化管理，费用投放上更为精准、销售费用率不断优化，行业整体向着健康的方向发展，我们看好以颐海国际为代表的龙头企业市场份额进一步提升。（1）火锅底料：2023 年颐海第三方、天味市占率分别为 14.70%、8.19%。（2）中式复调：2023 年天味、颐海第三方市占率分别为 10.56%、3.45%，近两年 CR2 提升速度较快。展望未来，预计复调行业集中度提升主要依赖新品推出+渠

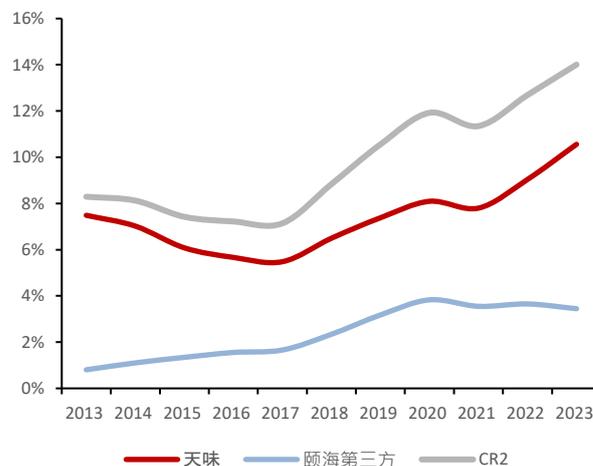
道精耕，看好以颐海国际为代表的龙头企业市场份额稳步提升。

图表8：火锅底料市场份额变化



资料来源：公司公告，F&S，国联证券研究所

图表9：中式复调 CR2 提升速度较快



资料来源：公司公告，F&S，国联证券研究所

2. 激励优化驱动经营上行

回顾颐海国际的发展历史，关键时刻激励政策的调整驱动每一轮经营上行。按照激励政策及阶段特征划分，公司的发展大致可分为 2016 年之前传统粗放阶段、2016-2019 年高激励、高增长阶段、2020-2023 年经营调整阶段以及 2023 年之后的激励优化阶段：

2016 年之前：体系传统，管理粗放。（1）渠道端：2016 年以前由于市场小、客户少，该阶段公司销售体系传统、渠道模式粗放，自上而下层级明确，人员收入与目标达成率挂钩。同时，该阶段经销商加密取得成效，但区域分布略显不均。第三方销售收入由 2013 年的 1.35 亿元增至 2015 年的 3.82 亿元，但销售体量仍较小，发展空间充足。（2）产品端：推新激励平淡，结构仍以火锅底料等传统品类为主，2015 年火锅底料、火锅蘸料、中式复调的收入占比分别为 82%、5%、11%。

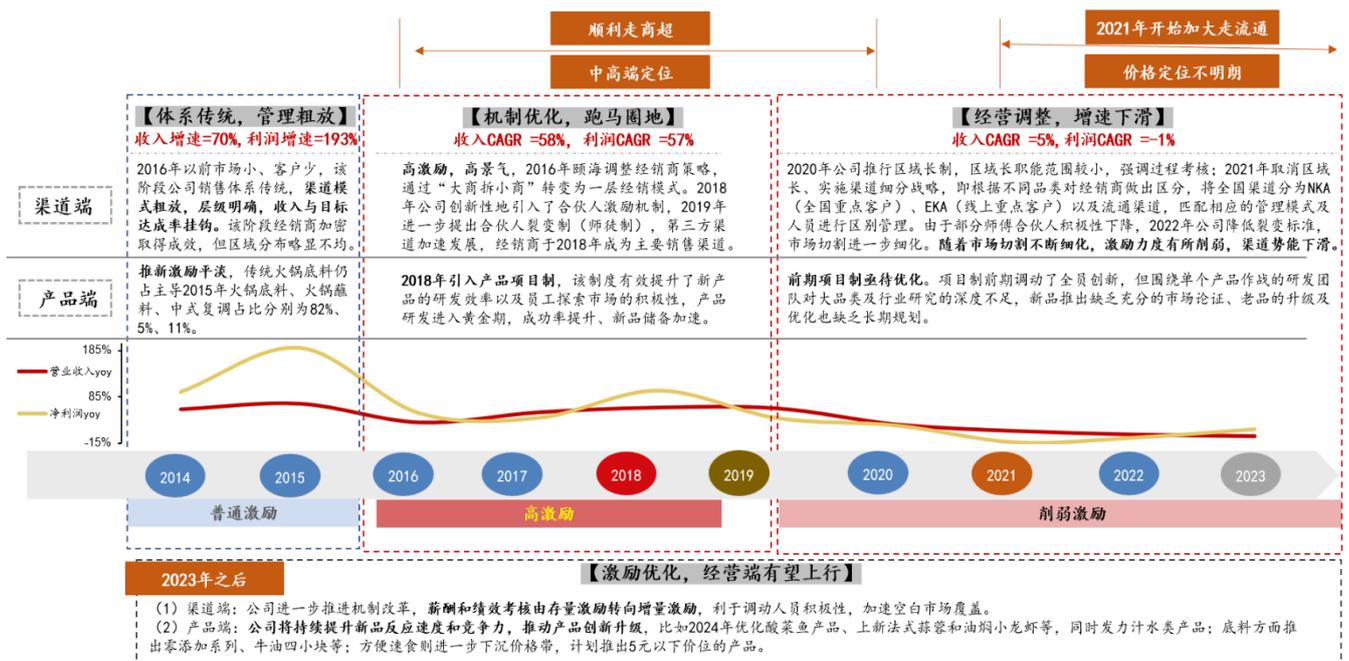
2016-2019 年：高激励，高增长。（1）渠道端：高激励，高增速，2016 年颐海国际调整经销商策略，“大商拆小商”，用“小区域代理制”代替“省级代理制”，由原来的省级代理+多层经销模式转变为一层经销模式。2018 年公司创新性地引入了合伙人激励机制，2019 年进一步提出合伙人裂变制（师徒制），渠道下沉不断细化。该阶段第三方业务加速发展，经销商于 2018 年超过海底捞关联方成为主要销售渠道。（2）

产品端：2018 年引入产品项目制，该制度有效提升了新产品的研发效率以及员工探索市场的积极性，产品研发进入黄金时期，新品储备加速。

2020-2023 年：经营调整，增速下滑。（1）渠道端：2020 年公司推行区域长制，区域长职能范围较小，强调过程考核；2021 年取消区域长、实施渠道细分战略，即根据不同品类对经销商做出区分，将全国渠道分为 NKA（全国重点客户）、EKA（线上重点客户）以及流通渠道，匹配相应的管理模式及人员进行区别管理。由于部分师傅合伙人积极性下降，2022 年公司进一步降低裂变标准，随着市场切割不断细化，激励力度趋弱，渠道势能略有下滑。（2）产品端：前期的产品项目制亟待优化，围绕单个产品作战的研发团队对大品类及行业研究的深度不足，新品推出缺乏充分的市场论证，老品的升级及优化也亟需长期规划。

2023 年之后：激励制度优化，期待经营改善。（1）渠道端：公司进一步推进机制优化，薪酬和绩效考核由存量激励转向增量激励，有望调动人员积极性，加速空白市场覆盖。（2）产品端：公司持续提升新品反应速度和竞争力，推动产品创新及老品换代，比如 2024 年优化酸菜鱼产品、上新法式蒜蓉和油焖小龙虾等，发力汁水类产品；底料方面推出零添加系列、牛油四小块等；同时进一步推进方便速食的价格带下沉。

图表 10：颐海国际发展阶段复盘

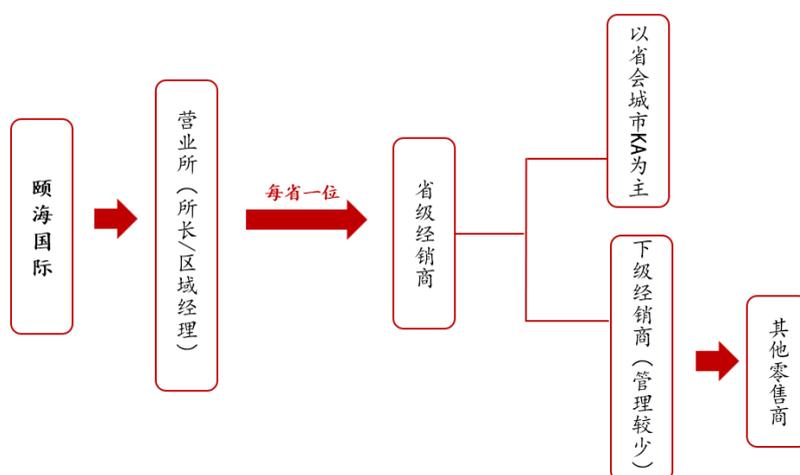


资料来源：公司公告，招股说明书，国联证券研究所整理

2.1 2016 年之前：体系传统，管理粗放

(1) **渠道端：销售体系传统，渠道激励粗放。**2016 年以前由于市场小、客户少，该阶段公司销售体系传统，渠道模式粗放，自上而下层级明确：总部下设营业所，省级代理+多层经销，以省会城市 KA 渠道覆盖为主，费用自上而下分配，人员收入与目标达成率挂钩。

图表11：2016 年之前公司的销售体系较为传统，渠道激励粗放



资料来源：招股说明书，公司公告，国联证券研究所整理

该阶段经销商加密取得成效，但区域分布略显不均。2012-2015 年颐海国际的经销商数量由 68 家提升至 339 家，但区域分布上略显不均，覆盖上以东南沿海为主，西部市场相对空白：山东、北京、广东数量领先，分别达 29、28、22 家。

随着经销商数量爬坡，第三方收入占比提升，但体量仍旧较小。第三方销售收入由 2013 年的 1.35 亿元增至 2015 年的 3.82 亿元，但体量仍较小，发展空间充足。

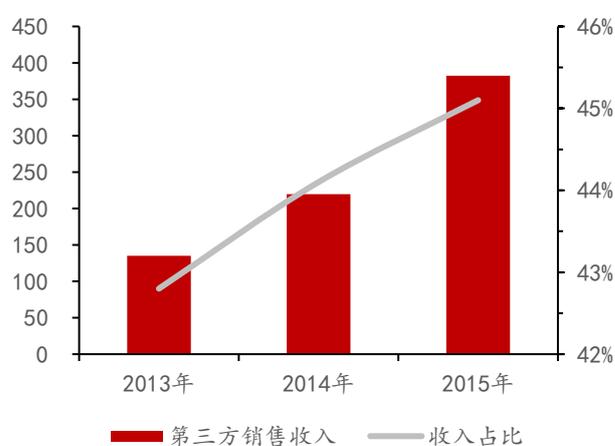
图表12：经销商区域分布略显不均

| 量级 | 省份/直辖市 | 经销商数目(家) | 是否设有海底捞餐厅 |
|----------|--------|----------|-----------|
| 20家以上 | 山东省 | 29 | √ |
| | 北京市 | 28 | √ |
| | 广东省 | 22 | √ |
| 10-20家 | 河北省 | 19 | √ |
| | 辽宁省 | 19 | √ |
| | 江苏省 | 19 | √ |
| | 福建省 | 18 | √ |
| | 上海市 | 15 | √ |
| | 湖北省 | 13 | √ |
| | 浙江省 | 12 | √ |
| | 河南省 | 12 | √ |
| | 四川省 | 12 | √ |
| | 黑龙江省 | 11 | 无 |
| | 天津市 | 11 | √ |
| | 山西省 | 10 | √ |
| | 吉林省 | 10 | √ |
| | 内蒙古自治区 | 10 | 无 |
| | 低于10家 | 湖南省 | 9 |
| 安徽省 | | 7 | √ |
| 江西省 | | 7 | √ |
| 新疆维吾尔自治区 | | 6 | 无 |
| 甘肃省 | | 5 | 无 |
| 云南省 | | 4 | √ |
| 贵州省 | | 3 | 无 |
| 广西壮族自治区 | | 3 | 无 |
| 海南省 | | 2 | 无 |
| 陕西省 | | 2 | 无 |
| 青海省 | | 2 | 无 |
| 宁夏回族自治区 | | 2 | 无 |
| 重庆市 | | 2 | 无 |
| 西藏自治区 | | 1 | 无 |

资料来源：招股说明书，国联证券研究所整理

图表13: 经销商加密取得成效 (单位: 家)


资料来源: 招股说明书, 国联证券研究所

图表14: 第三方收入增长但体量仍较小 (单位: 百万元)


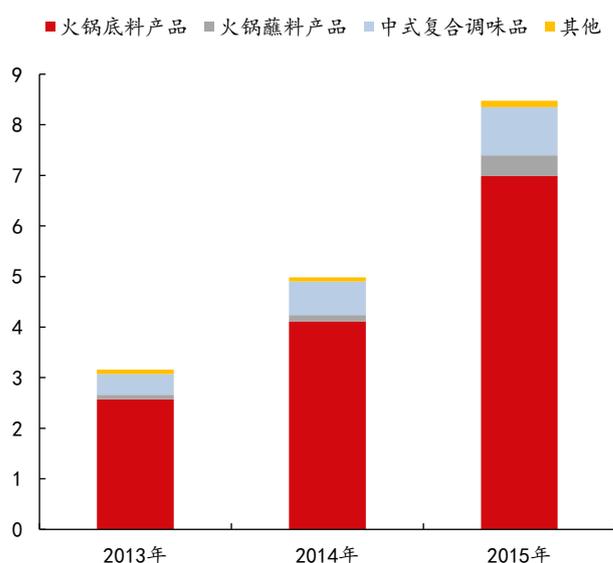
资料来源: 招股说明书, 国联证券研究所

(2) 产品端: 推新激励平淡, 火锅底料为主销产品。公司起源于海底捞, 2007年通过推出优质植物油火锅底料正式入局中高端火锅底料行业。截至2015年底, 已形成火锅底料、火锅蘸料、中式复合调味品三大产品系列, 提供共56种产品。但该阶段产品激励及推新政策较为平淡, 结构上仍以火锅底料等传统品类为主: 2015年火锅底料、火锅蘸料、中式复调的收入占比分别为82%、5%、11%。

图表15: 颐海国际产品矩阵 (截至2015年底)

| 产品系列 | 图片 | 产品数目 (个) | 售价 (元) | 保质期 (月) |
|----------------|----|----------|-----------|---------|
| 火锅底料产品 | | | | |
| 植物油麻辣火锅底料 | | 20 | 7.4-54.0 | 6-12 |
| 牛油麻辣火锅底料 | | 2 | 5.5-62.6 | 6-12 |
| 非辣营养火锅底料 | | 16 | 0.4-29.0 | 6-12 |
| 火锅蘸料产品 | | | | |
| 精品蘸料产品 | | 2 | 7.8-8.8 | 12 |
| 普通蘸料产品 | | 7 | 3.8-6.5 | 12 |
| 中式复合调味品 | | | | |
| 海鲜调味品 | | 2 | 11.9-13.8 | 12 |
| 麻辣混合调味品 | | 7 | 13.7-14.8 | 12 |

资料来源: 招股说明书, 国联证券研究所

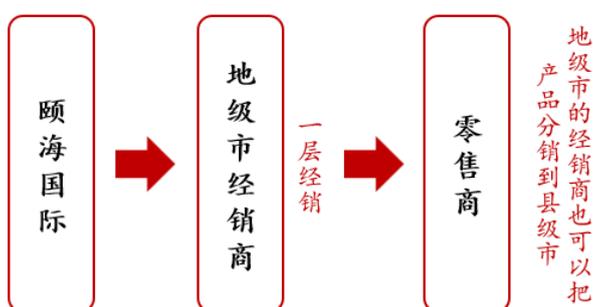
图表16: 2013-2015年火锅底料为主销产品 (亿元)


资料来源: 招股说明书, 国联证券研究所

2.2 2016-2019 年：高激励，高增长

(1) **渠道端：高激励，高景气。**2016 年颐海开始探索并调整经销商策略，“大商拆小商”，用“小区域代理制”代替“省级代理制”，由原来的省级代理+多层经销的模式转变为一层经销模式。

图表17：2016 年销售体系改革，由省级代理+多层经销模式转变为一层经销模式



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

2018 年公司创新性地引入了合伙人激励机制，2019 年进一步提出合伙人裂变制（师徒制），高激励伴随着高景气，渠道下沉不断深化。2018 年以前公司销售人员的考核以销售目标达成率为主，2018 年正式引入合伙人激励机制：①管理层级得到简化，充分授予合伙人自主经营以及渠道费用的使用权限；②同时采取高激励措施，人员收入与税前利润直接挂钩。2019 年颐海国际进一步引入裂变制，即依托师徒制的管理基因，授权合伙人培养助理，助理渐渐裂变成为徒弟合伙人，与师傅合伙人一同开拓新市场、新渠道，并分享师傅合伙人业务单元利润；同时明确了销售体系的淘汰竞争机制，即 PK 制度，淘汰业务能力差的合伙人，诸类举措较大程度激发了销售人员下沉新渠道、开拓新区域的工作热情，公司进入新一轮成长期。

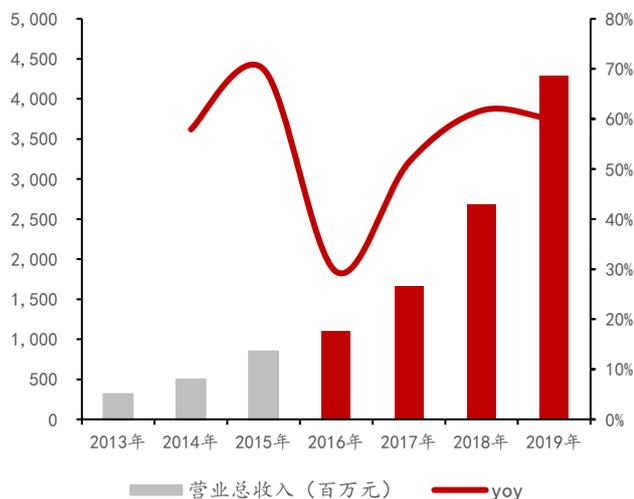
图表18：2018-2019年机制变革图示



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

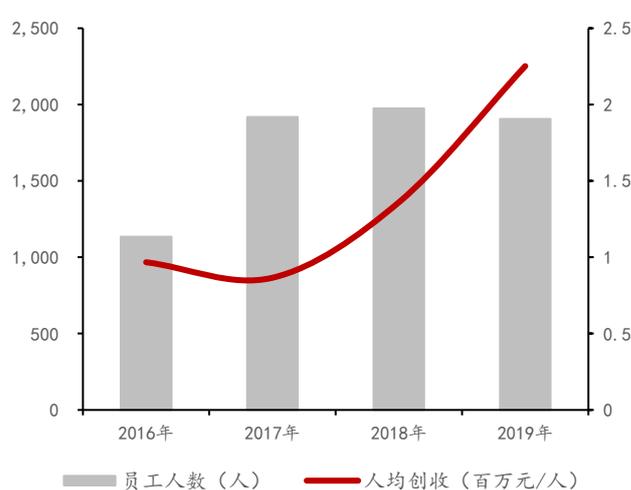
得益于高激励政策，2016年开始公司进入新一轮成长周期。2016年开始公司营收增速明显提升，人均创收持续增长。同时第三方渠道加速发展，经销商于2018年超过海底捞关联方成为主要销售渠道，2019年海底捞关联方/经销商/电商渠道收入占比分别达39%/54%/6%，占比分别较2016年-17/13/4pct。

图表19：2016年开始公司营收增速明显提升

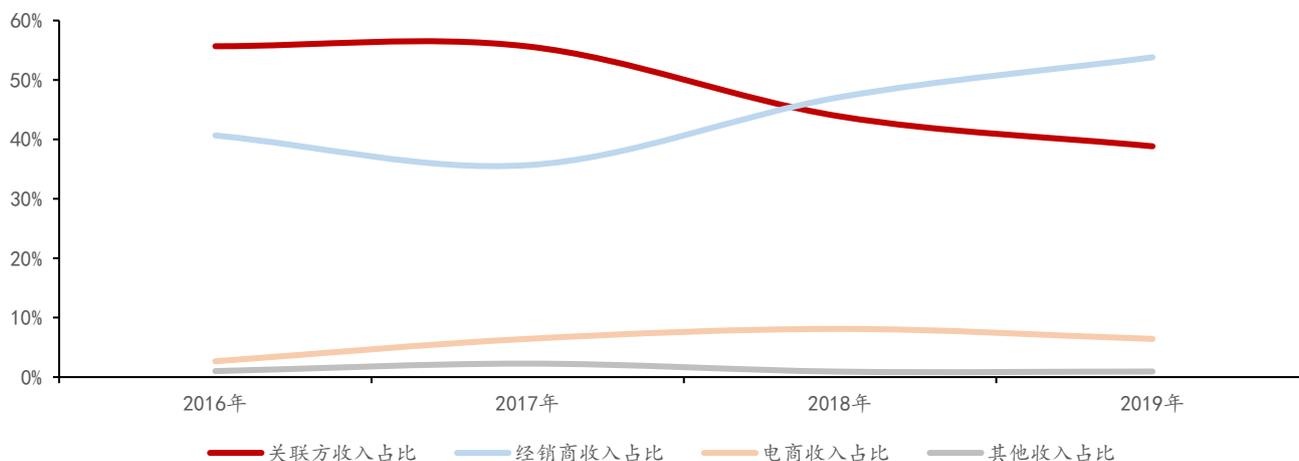


资料来源：公司公告，招股说明书，国联证券研究所

图表20：2016年开始人均创收持续增长（左轴人数）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表21：2016-2019年第三方渠道加速发展，经销商取代海底捞关联方成为公司收入主要来源


资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

(2) **产品端：激励优化，鼓励创新。**2018年引入产品项目制，项目负责人即为提出新产品创意并具备统筹管理能力的员工，带领团队完成该项目从立项到上市的整个流程，整合内外部优势资源，依靠公司强大的研发平台与渠道支持，进行新产品的开发及销售，并能够在产品上市盈利后得到相应奖励。该制度有效提升了新产品的研发效率以及员工探索市场的积极性，产品研发进入黄金期，新品储备加速。

图表22：2016-2019年公司的产品研创进入黄金期

| 年份 | 产品创新 |
|-------|--|
| 2016年 | 改良版清油火锅底料、改良版麻辣香锅、手作牛油火锅底料、上汤酸菜鱼调味品、精品水煮鱼调味品、泡椒酸汤鱼调味品、麻辣小龙虾调味品、重庆小面调味品 |
| 2017年 | 麻辣鱼、加麻加辣牛油、与合资公司推出自加热火锅新产品系列，同年推出方便速食产品 |
| 2018年 | 多种口味的小龙虾调料产品、开发若干款番茄口味为基地的火锅底料以及中式复合调味料，开发多种新口味及形式的自加热小火锅产品以及食酱产品 |
| 2019年 | 推出三款不同口味的自加热米饭产品以及两款自加热小火锅新品 |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表23：2016-2018年度新品上市数量（单位：款）

| | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 火锅调味料 | 11 | 3 | 3 | 7 |
| 中式复合调味料 | 11 | 5 | 5 | 8 |
| 自加热小火锅 | | 5 | 5 | 2 |
| 即食酱 | | | 3 | 4 |
| 标准化餐饮装产品 | | | 12 | 14 |
| 自加热米饭 | | | | 3 |
| 休闲食品 | | | | 4 |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.3 2020-2023年：经营调整，增速下滑

(1) **渠道端：激励趋弱，势能下滑。**合伙人制度向精细化、标准化方向深化，

但随着市场切割不断细化，激励力度略显疲弱，致渠道势能有所下滑：2020 年公司推行区域长制，区域长职能范围较小，强调过程考核；2021 年取消区域长、实施渠道细分战略，即根据不同品类对经销商做出区分，将全国渠道分为 NKA（全国重点客户）、EKA（线上重点客户）以及流通渠道，匹配相应的管理模式及人员进行区别管理。由于部分师傅合伙人积极性下降，2022 年公司降低裂变标准，市场切割进一步细化。

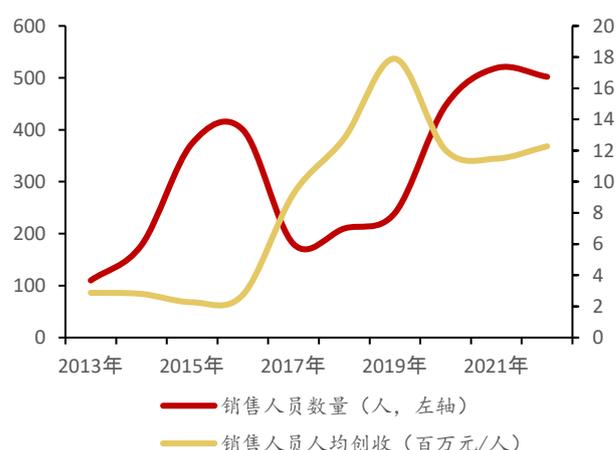
由于组织变革较为频繁，员工疲于适应，且当一些调整论证不足时，变革没有带来销售业绩的快速增长，反而给团队士气造成一定影响，该阶段销售人员人均创收由 2021 年的 199 万元降至 2023 年的 180 万元。其中经销商渠道受损较为严重，2023 年经销商收入同比下滑 11.52%。

图表24：2020-2022 年经销商数量有所下降



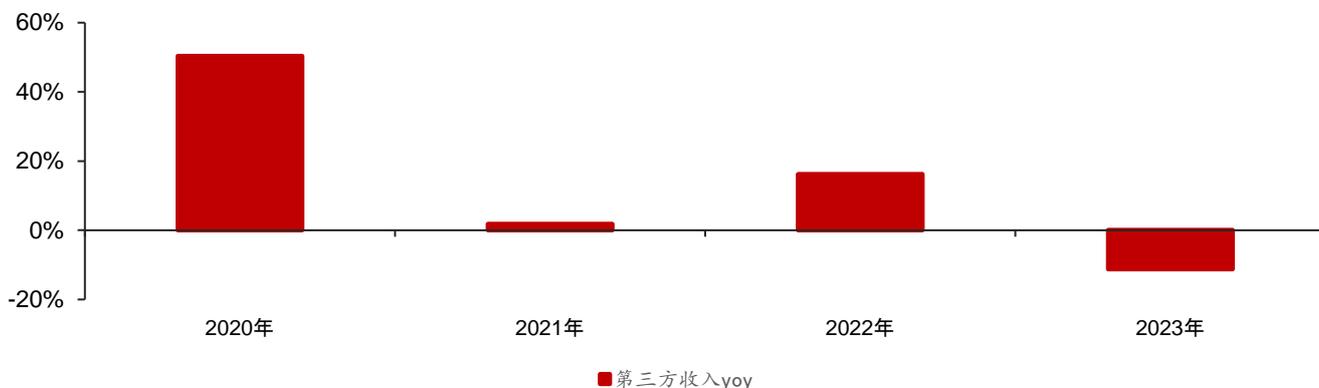
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表25：销售人员数量及人均创收均有所下滑



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表26：第三方收入增速换挡



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

(2) 产品端：项目制亟待优化。项目制在前期调动了全员创新，但围绕单个产品作战的研发团队对大品类及行业研究的深度不足，新品推出缺乏充分的市场论证、老品的升级及优化亟需长期规划。发现问题后，公司积极革新：2021年设立创新委员，自上而下统筹研发工作、引导各团队进行行业及品类的深度研究，强化上市标准、提高成功率；2022年研发组织进一步优化为7个创新委员带领21个产品小组开展研发工作，同时确定“筷手小厨”及“海底捞”双品牌的使用。

3. 三维共振，期待经营改善

3.1 存量激励到增量激励

存量激励到增量激励，强本固基到积极扩张。考虑到高速扩张期后，原有的激励机制略显保守，不再适配新阶段的发展，公司进一步推进机制优化，薪酬和绩效考核倾向于鼓励拓新，由存量激励转向增量激励。

增量激励下合伙人薪酬分化明显、鼓励非成熟市场开拓，期待收入端弹性释放。非成熟市场基数低、空间大，增量激励机制施行效果更佳，利于调动人员积极性，加速空白市场覆盖，有望贡献收入端弹性。

图表27：存量激励 VS 增量激励

| | 存量激励机制 | 增量激励机制 |
|----|--|---|
| 时间 | 2024 年之前 | 2024 年之后 |
| 特点 | 强基固本，基地市场稳定 | 积极拓新，新兴市场受益 |
| 优势 | 考核与 存量销售 有关，发展较为成熟的优势市场人员待遇佳、维稳意愿强，强者恒强 | 考核与 增量销售 有关，非成熟市场基数小、空间大，获得增量更为容易，拓新积极性高 |
| 劣势 | ①基础薄弱的地区拓新难度大，分化或加大 ②成熟市场维稳即可，增量的边际效用递减，谋求进一步发展的积极性偏弱 | 优势市场基数高、空间相对较小，实现增长的难度大，增量考核下存在一定压力 |

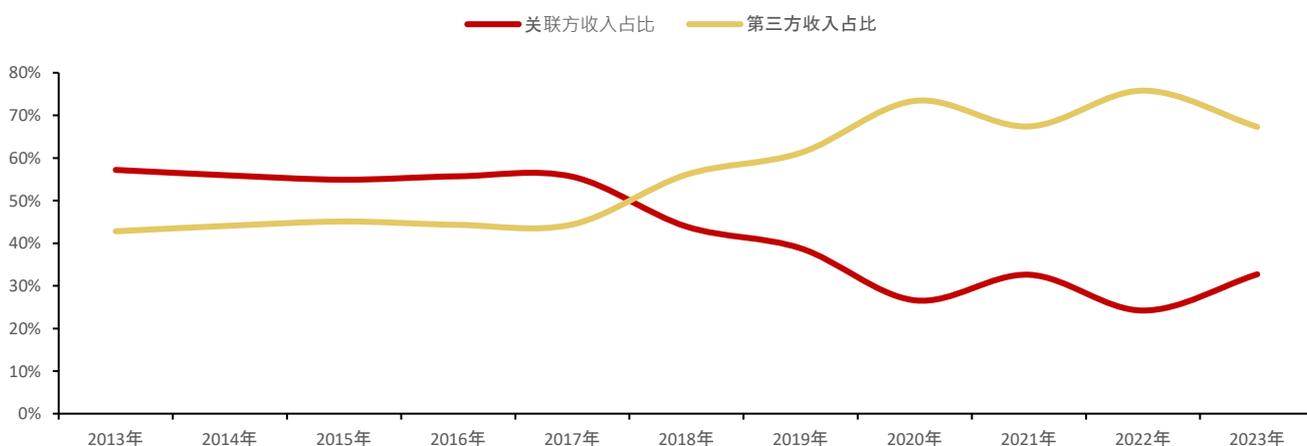
资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

3.2 第三方渠道扩张，推新加速

(1) 渠道端：积极探索小B、开拓电商、铺货农贸市场，第三方收入有望提速。

颐海国际在小B端的产品布局以火锅调味料标品为主，2024年计划推出更多复调产品，同时重视小B端专业经销商的开拓，通过经销商手册及视频宣传等方式加强与小B端的联系。此外，公司先前在线上渠道的营销手段较为保守，未能针对不同类型的消费者做出产品及营销调整，2024年开始发力电商渠道开拓，探索并实践适合现状的线上运营模式，叠加2024年农贸市场的网点扩充提速，充足的渠道利润空间及健康的库存状态有望助力第三方收入占比持续提升，我们预计第三方收入增速有望维持在双位数的水平。

图表28：第三方收入占比持续提升



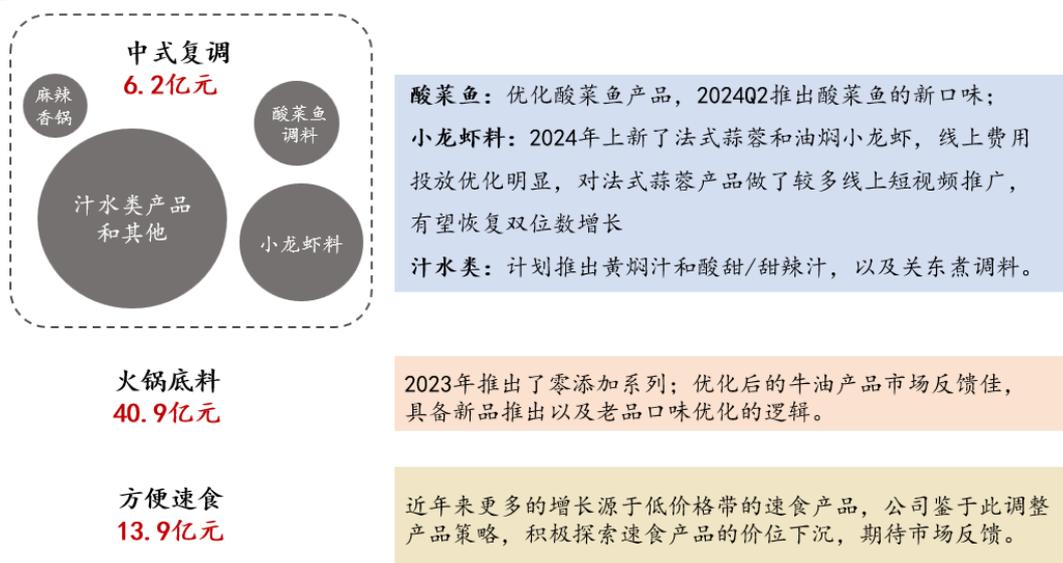
资料来源：公司招股说明书，公司公告，国联证券研究所整理

(2) 产品端：推动产品升级，完善品牌矩阵。公司现已形成海底捞调味料、筷

手小厨、哇哦、悦颐海四大品牌，布局火锅底料蘸料、方便速食、中式复调、休闲食品等多个业务板块，满足消费者多元化需求。

2024 年开始公司持续提升新品反应速度和竞争力，推动产品创新升级：优化酸菜鱼产品、上新法式蒜蓉和油焖小龙虾等，同时发力汁水类产品，为消费者提供口味解决方案；底料方面推出零添加系列、牛油四小块等；方便速食则进一步下沉价格带，从口味偏好、健康饮食以及产品性价比等方面迎合消费者需求。

图表29：公司持续提升新品反应速度和竞争力，推动产品创新升级

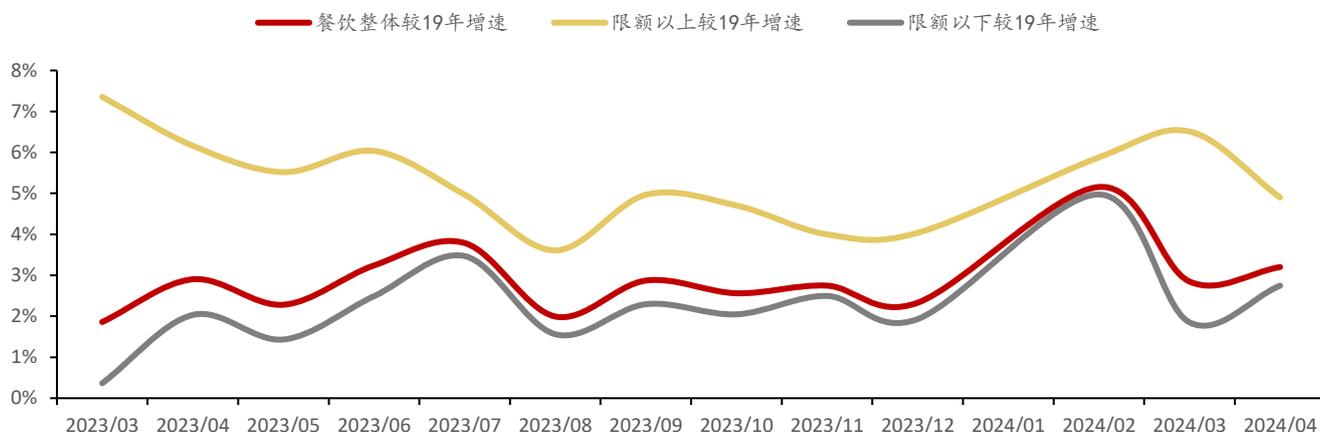


资料来源：公司公告（品类收入体量为 2023 年数据），国联证券研究所整理

3.3 关联方有望实现恢复性增长

餐饮修复+开放加盟，关联方收入有望实现恢复性增长。2024 年 6 月国内餐饮收入较 2019 年复合增速为 3.67%，其中限额以上餐饮表现更优，2024 年 6 月大 B/小 B 较 2019 年复合增速分别为 5.63%/3.14%。

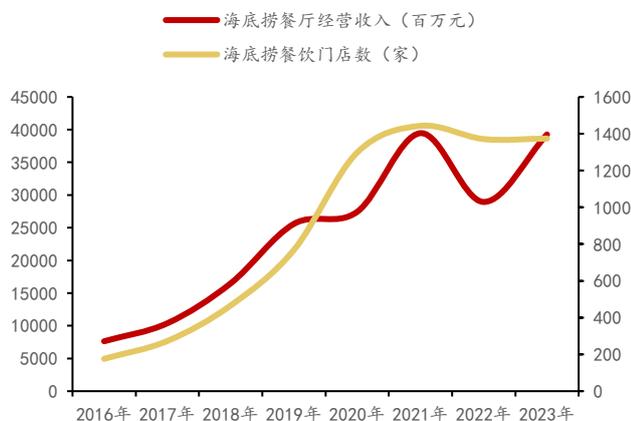
图表30: 餐饮端持续修复, 大B表现优于小B



资料来源: wind, 国联证券研究所整理

餐饮特别是大B端稳步修复, 叠加2024年开始关联方海底捞开放加盟, 公司现有产品的需求有望伴随海底捞门店扩张而增加, 关联方收入有望实现恢复性增长。

图表31: 海底捞收入与门店数量高度相关 (收入右轴)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表32: 海底捞收入增长有望带来关联方增长



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

2023年火锅底料/中式复调收入分别为149.19/171.93亿元, 对应2019-2023年行业CAGR分别为10.51%/12.12%, 我们预计未来3年行业复合增速有望维持在大个位数水平, 且竞争趋于稳定, 我们看好龙头公司份额提升。颐海国际激励机制进一步

优化，存量激励到增量激励，强本固基到积极扩张，鼓励非成熟市场开拓，期待经营端改善。

收入预测：餐饮端修复叠加开放加盟后门店数量有望增加，关联方收入有望呈恢复性增长；第三方受益于机制优化，增量激励有望为激发合伙人积极性，我们预计2024-2026年公司营收同比增速分别为11.33%/9.76%/8.78%，其中关联方收入同比增速为10.08%/7.74%/7.75%；第三方收入同比增速为12.07%/10.84%/9.34%。

业绩预测：随着盈利空间较大的第三方业务收入占比持续增加，期待公司毛利率稳中有升。同时随着降本增效进一步深化，公司费用率有望改善。我们预计2024-2026年公司毛利率分别为32.00%/32.25%/32.43%，2024-2026年公司的归母净利润为9.37/10.54/11.75亿元，同比增速分别为9.89%/12.45%/11.54%，三年CAGR为11.29%。

图表33：公司营收测算汇总（亿元）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入合计 | 61.47 | 61.48 | 68.44 | 75.12 | 81.71 |
| <i>YOY</i> | 3.44% | 0.01% | 11.33% | 9.76% | 8.78% |
| 毛利率 | 30.2% | 31.6% | 32.0% | 32.3% | 32.4% |
| 关联方业务 | | | | | |
| 收入 | 14.90 | 20.11 | 22.14 | 23.85 | 25.70 |
| <i>YOY</i> | -23.01% | 34.98% | 10.08% | 7.74% | 7.75% |
| 第三方业务 | | | | | |
| 收入 | 46.14 | 40.89 | 45.83 | 50.80 | 55.54 |
| <i>YOY</i> | 18.14% | -11.37% | 12.07% | 10.84% | 9.34% |
| 其他业务 | | | | | |
| 收入 | 0.43 | 0.47 | 0.47 | 0.47 | 0.47 |
| <i>YOY</i> | -57.58% | 9.23% | 0% | 0% | 0% |

资料来源：iFind、公司公告、国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

投资建议：我们预测2024-2026年公司营业收入分别为68.44/75.12/81.71亿元，同比增速分别为11.33%/9.76%/8.78%，2024-2026年归母净利润为9.37/10.54/11.75亿元，同比增速分别为9.89%/12.45%/11.54%，三年CAGR为11.29%；EPS分别为0.90/1.02/1.13元/股。鉴于公司激励机制进一步优化、经营端改善可期，给予“买入”评级。

5. 风险提示

食品安全风险。公司产品多，涉及采购、生产、运输等多个环节，如若原材料采购或生产出现质量不稳定等问题，或对公司商誉、销售造成负面影响。

渠道拓展不达预期风险。公司积极进行经销商扩张，如若扩张进度不达预期，或带来收入及利润端风险。

原料价格上涨风险。如若公司上游原材料价格上涨，或带来成本端压力，对公司业绩造成影响。

财务预测摘要
资产负债表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 3,111.49 | 3,187.43 | 3,647.74 | 4,259.49 | 4,973.96 |
| 现金 | 1,885.53 | 2,314.37 | 2,559.20 | 3,066.42 | 3,677.52 |
| 应收票据及应收账款合计 | 155.63 | 258.13 | 244.34 | 268.19 | 291.73 |
| 其他应收款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预付账款 | 21.46 | 17.49 | 60.65 | 66.57 | 72.41 |
| 存货 | 387.48 | 370.53 | 429.25 | 469.44 | 509.29 |
| 其他流动资产 | 661.38 | 226.92 | 354.31 | 388.88 | 423.01 |
| 非流动资产 | 2,439.81 | 2,867.01 | 3,182.99 | 3,440.03 | 3,683.92 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 1,668.76 | 1,808.90 | 1,758.03 | 1,757.66 | 1,804.13 |
| 无形资产 | 256.15 | 238.90 | 230.75 | 229.82 | 235.56 |
| 其他非流动资产 | 514.90 | 819.22 | 1,194.22 | 1,452.55 | 1,644.22 |
| 资产总计 | 5,551.29 | 6,054.44 | 6,830.74 | 7,699.53 | 8,657.88 |
| 流动负债 | 859.83 | 816.71 | 895.00 | 978.88 | 1,061.74 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款合计 | 396.25 | 402.79 | 405.32 | 443.27 | 480.90 |
| 其他流动负债 | 463.58 | 413.92 | 489.69 | 535.62 | 580.84 |
| 非流动负债 | 154.44 | 148.32 | 148.32 | 148.32 | 148.32 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 154.44 | 148.32 | 148.32 | 148.32 | 148.32 |
| 负债合计 | 1,014.27 | 965.03 | 1,043.32 | 1,127.20 | 1,210.06 |
| 少数股东权益 | 217.15 | 271.48 | 359.32 | 458.09 | 568.26 |
| 股本 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| 资本公积与留存收益 | 4,319.80 | 4,817.86 | 5,428.03 | 6,114.17 | 6,879.50 |
| 归属母公司股东权益 | 4,319.87 | 4,817.93 | 5,428.10 | 6,114.24 | 6,879.56 |
| 负债和股东权益 | 5,551.29 | 6,054.44 | 6,830.74 | 7,699.53 | 8,657.88 |

现金流量表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 1271.83 | 959.00 | 911.09 | 1162.85 | 1307.19 |
| 净利润 | 815.99 | 907.03 | 1,024.84 | 1,152.43 | 1,285.43 |
| 折旧摊销 | 164.32 | 187.23 | 134.02 | 142.96 | 156.12 |
| 财务费用 | -24.44 | -69.30 | -8.53 | -9.84 | -11.80 |
| 其他经营现金流 | 315.96 | -65.96 | -239.24 | -122.70 | -122.55 |
| 投资活动现金流 | -573.03 | -153.78 | -347.95 | -297.95 | -297.95 |
| 资本支出 | 425.57 | 330.47 | 450.00 | 400.00 | 400.00 |
| 其他投资现金流 | -998.61 | -484.25 | -797.95 | -697.95 | -697.95 |
| 筹资活动现金流 | -416.65 | -384.21 | -318.30 | -357.68 | -398.13 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -416.65 | -384.21 | -318.30 | -357.68 | -398.13 |
| 现金净增加额 | 282.15 | 421.02 | 244.83 | 507.22 | 611.11 |

利润表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 6,147.01 | 6,147.57 | 6,843.90 | 7,511.84 | 8,171.08 |
| 营业成本 | 4,293.13 | 4,206.27 | 4,653.80 | 5,089.52 | 5,521.57 |
| 营业税金及附加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售费用 | 646.59 | 589.39 | 633.06 | 683.58 | 719.06 |
| 管理费用 | 227.80 | 275.46 | 286.76 | 292.96 | 302.33 |
| 财务费用 | -24.44 | -69.30 | -8.53 | -9.84 | -11.80 |
| 其他经营收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1,003.93 | 1,145.74 | 1,278.81 | 1,455.63 | 1,639.94 |
| 其他非经营损益 | 138.21 | 118.38 | 141.42 | 141.42 | 141.42 |
| 利润总额 | 1,142.15 | 1,264.12 | 1,420.23 | 1,597.05 | 1,781.35 |
| 所得税 | 326.16 | 357.09 | 395.39 | 444.61 | 495.93 |
| 净利润 | 815.99 | 907.03 | 1,024.84 | 1,152.43 | 1,285.43 |
| 少数股东损益 | 74.00 | 54.33 | 87.84 | 98.77 | 110.17 |
| 归属母公司净利润 | 741.99 | 852.70 | 937.01 | 1,053.66 | 1,175.26 |
| EBITDA | 1,282.03 | 1,382.05 | 1,545.72 | 1,730.16 | 1,925.67 |
| EPS (元) | 0.72 | 0.82 | 0.90 | 1.02 | 1.13 |

财务比率

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 3.44 | 0.01 | 11.33 | 9.76 | 8.78 |
| 净利润 (%) | -4.85 | 11.16 | 12.99 | 12.45 | 11.54 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 30.16 | 31.58 | 32.00 | 32.25 | 32.43 |
| 净利率 (%) | 13.27 | 14.75 | 14.97 | 15.34 | 15.73 |
| ROE (%) | 17.18 | 17.70 | 17.26 | 17.23 | 17.08 |
| ROIC (%) | 22.40 | 23.65 | 27.04 | 26.66 | 27.60 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 18.27 | 15.94 | 15.27 | 14.64 | 13.98 |
| 净负债比率 (%) | -41.56 | -45.47 | -44.22 | -46.66 | -49.38 |
| 流动比率 | 3.62 | 3.90 | 4.08 | 4.35 | 4.68 |
| 速动比率 | 2.40 | 3.17 | 3.20 | 3.47 | 3.81 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.11 | 1.02 | 1.00 | 0.98 | 0.94 |
| 应收账款周转率 | 39.50 | 23.82 | 28.01 | 28.01 | 28.01 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.72 | 0.82 | 0.90 | 1.02 | 1.13 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.23 | 0.93 | 0.88 | 1.12 | 1.26 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 4.17 | 4.65 | 5.24 | 5.90 | 6.64 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 16.35 | 14.22 | 12.94 | 11.51 | 10.32 |
| P/B | 2.81 | 2.52 | 2.23 | 1.98 | 1.76 |
| EV/EBITDA | -0.82 | -1.03 | -0.98 | -1.07 | -1.19 |

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。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

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门、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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼