

颐海国际(01579)

报告日期: 2024 年 11 月 11 日

经营调整逐步到位，复调龙头破局新生

——颐海国际深度报告

投资要点

□ 关联方营收占比降至低位，海底捞品牌红利延续

1) 公司初期依托海底捞门店扩张实现快速增长，后期第三方占比稳步提升。2013 至 2017 年关联方收入占比保持在 50%+，2017 年起第三方收入占比超过关联方并逐步提升，2023 至 2024 年关联方占比稍有提升，系餐饮回暖以及速食收入受挫影响，单业务板块依旧延续第三方占比提升趋势。2024H1 第三方占比达 66%，基本脱离对海底捞依赖。公司服务海底捞多年，火锅底料 ODM 经验丰富，能够为第三方餐饮客户提供标准化配方定制的研发、生产。2013 年至 2023 年火锅底料第三方营收 CAGR 为 38%。2023 年火锅底料第三方/关联方毛利率为 48.6%/17.3%。2) 海底捞品牌背书使得公司营销费用保持低位，第三方渠道显著拉高毛利率。2023 年销售费用率约 10%，显著低于天味的 15%。

□ 火锅底料夯实基本盘，复调速食开辟第二成长曲线

公司开拓多元化战略，火锅底料沿用海底捞品牌，培育副品牌“筷手小厨”覆盖 C 端中式复调、“悦颐海”覆盖 B 端复调和半成品，多品牌互补、抢占细分赛道。2017 至 2023 年火锅调味料/中式复调/速食产品营收 CAGR 为 20%/22%/68%。公司目前产品结构趋于稳定，2023 年火锅调味料/中式复调/方便速食营收占比为 67%/10%/23%。

□ 渠道调整和组织变革并进，海外市场带来增量

公司不断进行自身改革：1) 深挖下沉市场。截止 2023 年底，公司第三方经销商销售业务共覆盖了中国 34 个省级行政区，以及 49 个海外国家和地区，公司进入下沉市场渗透率提升进程。2) 公司 2018 年推合伙人制度，激发销售人员和管理层主观能动性。2019 年推出师徒制进行合伙人裂变，2021 年公司切换至自上而下统一管理模式，提高渠道运营效率。3) 海外市场新增量。公司以东南亚市场为出海重点，加速建设供应链以及管理能力，推动海外收入增长，2017 至 2023 年，公司海外市场业务 CAGR 达到了 37.4%，业务占比从 3.4%提升至 6.1%。预计随着后续出口阻碍因素消除与产能进一步扩大，海外业务占比将持续提升。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 24/25/26 年整体营收分别为 67.79/76.63/85.65 亿元，同比增长 10%/13%/12%。归母净利润分别为 8.25/9.64/10.89 亿元，同比 -3%/17%/13%。对应 EPS 为 0.80/0.93/1.05 元/股，对应 PE 为 17/15/13 倍。考虑到颐海国际较低的估值以及较高的成长性，给予颐海国际“增持”评级。

□ 风险提示：火锅底料、中式复调及方便速食下沉市场渗透迟缓；竞争格局恶化；产品降价后经销商积极性不足等。

投资评级：增持(首次)

分析师：马莉

 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师：钟烨晨

 执业证书号：S1230523060004
 zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$14.78
总市值(百万港元)	15,322.43
总股本(百万股)	1,036.70

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6148	6779	7663	8565
(+/-) (%)	0%	10%	13%	12%
归母净利润	853	825	964	1089
(+/-) (%)	15%	-3%	17%	13%
每股收益(元)	0.88	0.80	0.93	1.05
P/E	13.04	17.08	14.62	12.94

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 传统火锅调味料龙头，进军复调、速食谋求新成长	4
1.1 脱胎于海底捞底料供应商，外延扩张复调及速食板块	4
1.2 火锅底料夯实基本盘，复调、速食拓展多元化增速亮眼	6
1.3 B、C端齐头并进，第三方渠道稳步提升	8
1.4 股权结构集中，管理体系稳定	8
2 底料门槛低、竞争激化，复调速食长坡厚雪	10
2.1 火锅底料：迎合餐饮连锁化、标准化趋势，集中度提升	10
2.2 中式复合调味料：B、C端双轮驱动，需求亟待释放	11
2.2.1 居家烹饪需求增长，C端需求初次爆发	11
2.2.2 大单品驱动产品结构，B、C端渗透率空间广阔	12
2.3 方便速食：需求短暂受挫，低价策略打开下沉市场	12
3 颐海优势：海底捞品牌力加持，精细化运营打开边界	14
3.1 享海底捞品牌势能红利，多品牌运作拓宽多元化边界	14
3.2 渠道精细化运营、加速下沉，供应链建设与优化并举	15
3.3 组织变革改善管理，调整产品研发机制	15
3.4 火锅底料出海方兴未艾，东南亚市场带来新增量	16
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值	18
5 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司旗下品牌矩阵.....	4
图 2: 公司 2013~2024H1 营收 (人民币: 百万)	5
图 3: 公司 2013~2024H1 分渠道营收 (人民币: 百万)	5
图 4: 公司 2013~2023 年净利润 (人民币: 百万)	5
图 5: 公司 2013~2024H1 年毛利率和净利率	5
图 6: 公司第三方及关联方收入占比	5
图 7: 公司和天味食品 2013~2024H1 年费率	5
图 8: 公司 2013~2024H1 分产品占比	6
图 9: 公司 2013~2024H1 分产品收入 (人民币: 百万)	6
图 10: 公司旗下品牌矩阵.....	7
图 11: 公司 2013~2024H1 年分产品毛利率	8
图 12: 公司 2023 年底料/复调/速食分渠道占比.....	8
图 13: 2013~2024H1 关联方/第三方收入占比	8
图 14: 火锅底料关联方与第三方平均销售价格.....	8
图 15: 股权架构	9
图 16: 中国 2015~2023 年火锅底料市场规模 (人民币: 亿元)	10
图 17: 中国 2017 年~2023 年火锅市场规模 (人民币: 亿元)	10
图 18: 2015 及 2022 年火锅底料 CR5 市占率提升	11
图 19: 2015 年中高端火锅底料市场集中度较高	11
图 20: 2015~2021 年中式复调市场规模 (人民币: 亿元)	11
图 21: 2016 与 2021 年中国中式复合调味料市场渗透率	11
图 22: 各个调味品市场 2016-2021 年复合增长率	12
图 23: 2019 年中式复调市场格局	12
图 24: 不同类型方便速食产品的特点	13
图 25: 颐海、天味费率对比	14
图 26: 2013~2024H1 火锅底料第三方营收 (人民币: 百万)	14
图 27: 2023 年各业务板块分渠道毛利率	14
图 28: 2013~2024H1 分业务板块第三方渠道占比	14
图 29: 海外中式餐饮市场规模.....	16
图 30: 国内与海外收入以及海外收入占比	16
表 1: 公司及竞争对手主要产品及价格.....	7
表 2: 公司主要生产基地.....	15
表 3: 收入预测	18
表 4: 可比公司估值.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	20

1 传统火锅调味料龙头，进军复调、速食谋求新成长

1.1 脱胎于海底捞底料供应商，外延扩张复调及速食板块

颐海国际成立于 2005 年，专注于火锅调味料、中式复合调料、方便速食产品的研发、生产及销售，是国内最大的中高端火锅调味料供应商。公司前身为四川海底捞火锅底料供应商。2006 年，公司首条火锅底料生产线于成都投入运营。2007 年，公司获权永久免特许权独家使用海底捞品牌，并开始向第三方经销商供应火锅底料。公司从 2013 年起扩充主营业务，成立郑州蜀海，首条中式复合调味料生产线投入运营。2015 年，公司开辟电商渠道及海外业务，成立颐海霸州扩充复调产能，并开始向 B 端餐饮商提供调味料 ODM 服务。2016 年公司于港交所上市。2017 年，公司推出自热小火锅产品进入方便速食领域，之后陆续推出筷手小厨、哇哦、悦颐海等细分赛道子品牌。

图1：公司旗下品牌矩阵

公司品牌				
子品牌				
品类	• 火锅底料 • 火锅蘸料 • 方便速食	• 中式复合调味料	• 火锅零食	• 餐饮底料、调味料 • 餐饮半成品
品牌定位	让欢乐变轻松	让厨房生活变轻松	让休闲变轻松	让后厨变轻松

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

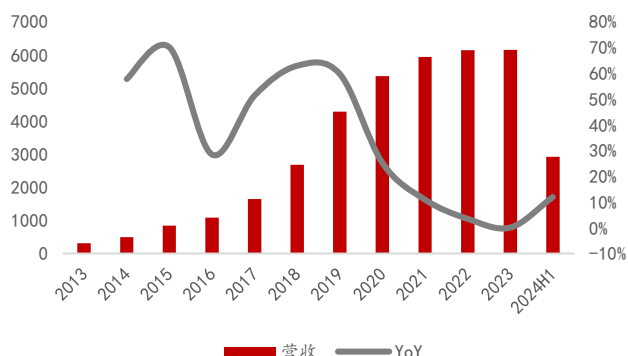
近 20 年成长史：海底捞势能加持下扩大版图营收高增，第三方收入占比稳健提升。

（1）2005 年~2013 年，颐海国际依托海底捞完成萌芽成长期，实现全国版图扩张和渠道拓展。2009 年公司完成西安、郑州、北京、上海四地中央厨房及物流网络体系建设，标志经营范围辐射全国。2013 年公司完成资产重组，负责海底捞所有火锅底料及复合调味料的供应。2013 年公司营收达 3.15 亿元，其中关联方海底捞占比约 57%。

（2）2014~2019 年，公司横向延伸品类，形成“火锅调味料+中式复合调味料+方便速食”的多条业务线，完成品牌矩阵布局，同时加密全国经销网络。受益于海底捞开店加速及海底捞品牌认可度，公司业绩持续高增，13~19 年关联方/第三方收入年复合增速分别为 46%/62%，21 年第三方营收占比增至 67%。

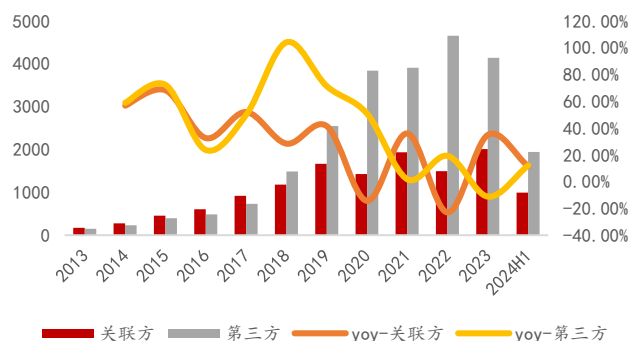
（3）2020 年以后，公司弱化关联方影响再度扬帆起航，加强精细化运营谋求业绩改善。2017~2024 年 H1，公司来自关联方收入占比大幅下降，2024H1 关联方收入占比/第三方收入占比分别为 34%/66%。公司 21 年受火锅红利消退、行业竞争激化影响，第三方收入增速放缓同比+1.8%。此外受成本上涨及降价政策影响，2021 年毛利率及净利率降至约 32%/14%。24H1 净利率下滑至 11%，主要原因是关联方压价以及政府补助减少等。

图2: 公司 2013~2024H1 营收 (人民币: 百万)



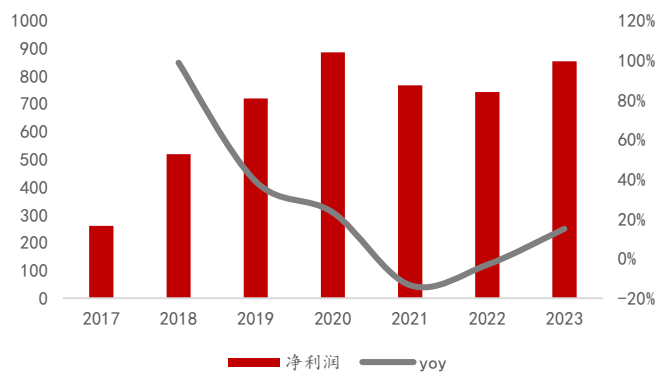
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 公司 2013~2024H1 分渠道营收 (人民币: 百万)



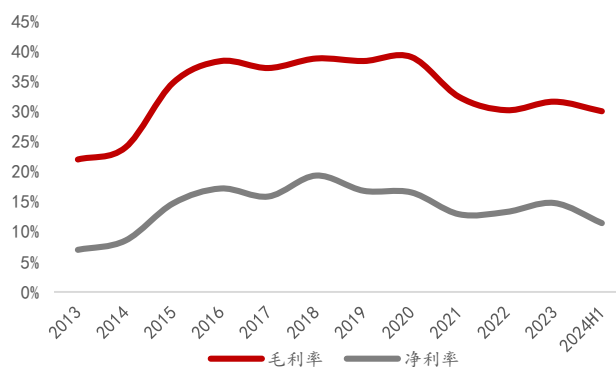
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 公司 2013~2023 年净利润 (人民币: 百万)



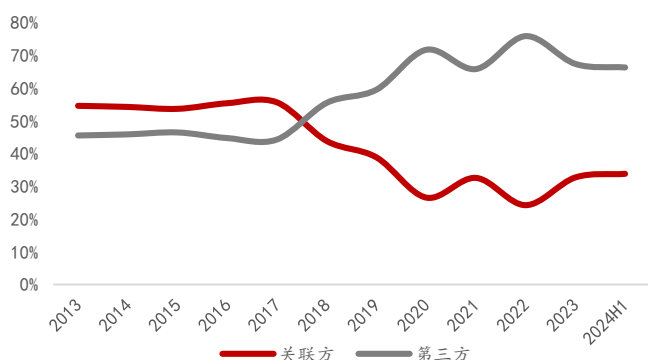
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 公司 2013~2024H1 年毛利率和净利率



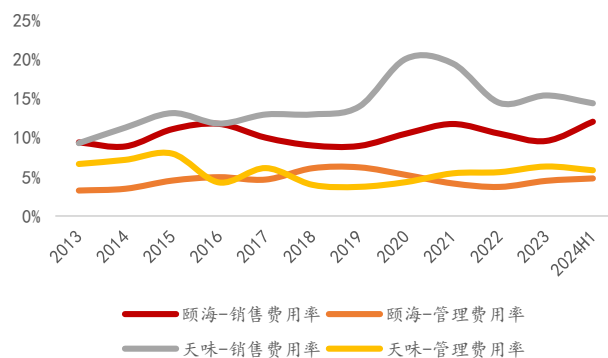
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 公司第三方及关联方收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 公司和天味食品 2013~2024H1 年费率

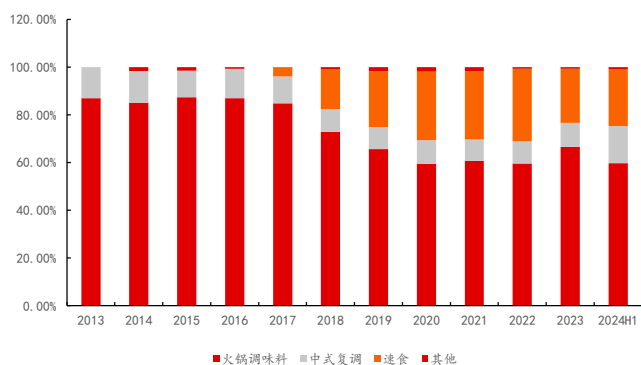


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 火锅底料夯实基本盘，复调、速食拓展多元化增速亮眼

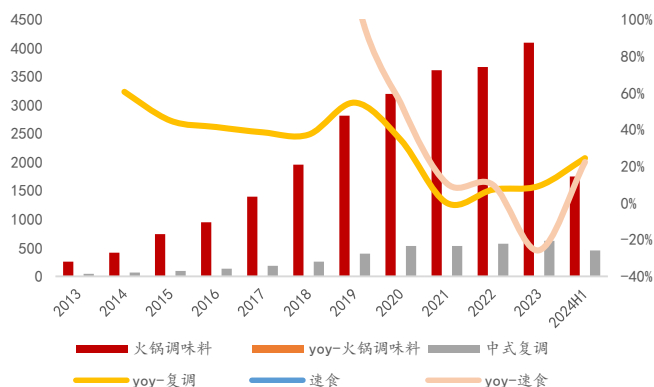
依托海底捞品牌背书，火锅底料稳定贡献营收基本盘。公司顺利完成多元化产品拓展，中式复调及方便速食产品营收不断攀升。2017~2023 年火锅调味料/中式复调/速食产品营收 CAGR 分别为 20%/22%/68%。产品结构趋于稳定，速食占比稳中有升，2023 年火锅调味料/中式复调/方便速食营收占比为 67%/10%/23%。

图8：公司 2013~2024H1 分产品占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9：公司 2013~2024H1 分产品收入（人民币：百万）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司产品定位中高端，价格带覆盖全面。火锅底料及方便速食仍依托于海底捞品牌，中式复合调味料则培育自有品牌“筷手小厨”，主攻小 B 餐饮和 C 端家庭。公司火锅底料、复合调味料价格均处于同类产品上游，方便速食产品的自热火锅系列价格折后价约为 20 元，高于小龙坎同产品 14 元的定价。冲泡系列的冲泡粉、干拌饭便捷实惠、定位为零食加餐，通过用餐场景差异化，定价降至 6~7 元，完善低端价格带。从渠道来看，中式复调、速食产品以第三方经销商渠道为主。公司以大单品驱动增长、扩大 sku 覆盖新兴口味和多元化趋势，截至 23 年底在销 62 款火锅调味料产品，68 款中式复合调味料产品，72 款方便速食产品。

图10: 公司旗下品牌矩阵



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

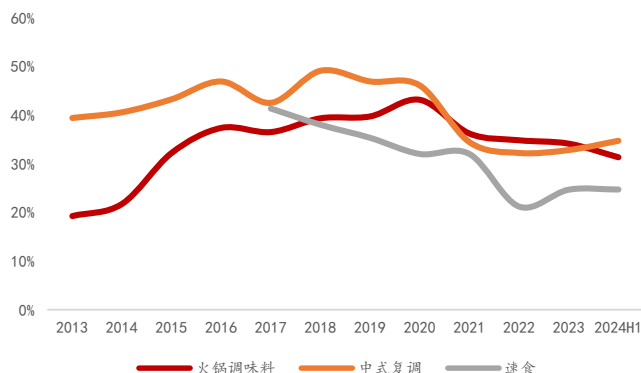
表1: 公司及竞争对手主要产品及价格

	品牌	公司	产品	单价 (含日常折扣)
火锅底料	德庄	德庄	麻辣牛油底料	7.8 元/100g
	小龙坎	小龙坎	麻辣牛油底料	6.6 元/100g
	海底捞	颐海国际	醇香牛油底料	4.5 元/100g
	好人家	天味食品	麻辣牛油底料	7 元/100g
	草原红太阳	红太阳	麻辣牛油底料	5.5 元/100g
中式复调	桥头	桥头火锅	水煮鱼调味料	8 元/100g
	筷手小厨	颐海国际	麻辣香锅调味料	5.5 元/100g
	筷手小厨	颐海国际	上汤酸菜鱼调味料	3 元/100g
	好人家	天味食品	老坛酸菜鱼调味料	2.8 元/100g
方便速食	海底捞	颐海国际	自热火锅: 麻辣嫩牛	30 元/盒
	自嗨锅	金羚羊	自热火锅: 麻辣牛肉	24.5 元/盒
	莫小仙	莫小仙	自热火锅: 重庆麻辣牛肉	23 元/盒
	小龙坎	小龙坎	自热火锅: 麻辣牛油	14/盒
	海底捞	颐海国际	冲泡系列: 酸辣粉	10 元/桶
	海底捞	颐海国际	冲泡系列: 干拌饭	6 元/桶
	食族人	食族人	酸辣粉	6.7 元/桶
	小龙坎	小龙坎	酸辣粉	5.6 元/桶
	白象	白象	酸辣粉	5 元/桶
	海底捞	颐海国际	自热米饭: 辣子鸡饭	11 元/盒
	莫小仙	莫小仙	自热米饭: 菌菇牛肉	11 元/盒
	自嗨锅	金羚羊	自热米饭: 川香卤肉	10 元/盒

资料来源: 天猫旗舰店, 浙商证券研究所

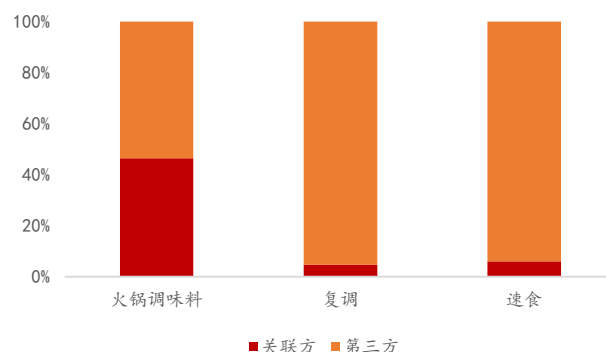
公司各板块毛利率基本维持稳定，24H1 火锅调味料/中式复调/方便速食毛利率分别为 31%/35%/25%。长期来看中式复调毛利率较高保持在 35%左右，火锅底料受 OEM 占比提升影响预计毛利率仍然承压，方便速食处于价格竞争挤占存量市场期，质量较高且包材成本消耗大，毛利空间受限。

图11： 公司 2013~2024H1 年分产品毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12： 公司 2023 年底料/复调/速食分渠道占比

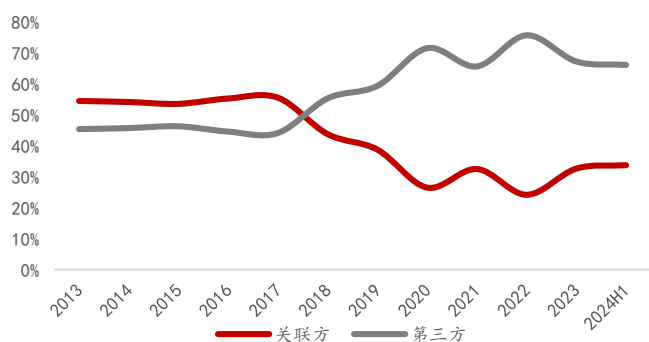


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 B、C 端齐头并进，第三方渠道稳步提升

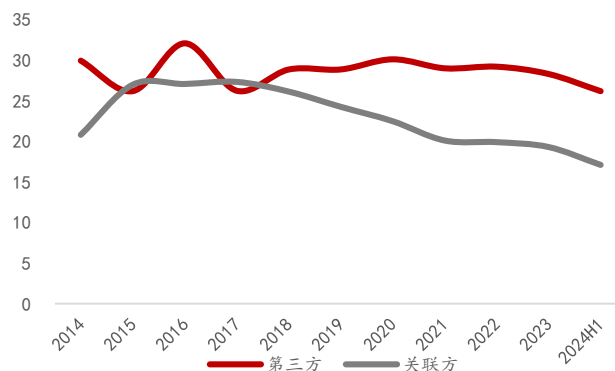
公司发展初期依托于海底捞门店扩张实现快速增长，后期开拓第三方占比稳步提升。2013~2017 年关联方收入占比保持在 50%+，公司业绩严重依赖海底捞。2017 年起第三方收入占比超过关联方并逐步提升，24H1 第三方收入占比 66%，基本脱离对海底捞依赖。

图13： 2013~2024H1 关联方/第三方收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图14： 火锅底料关联方与第三方平均销售价格（人民币：元）



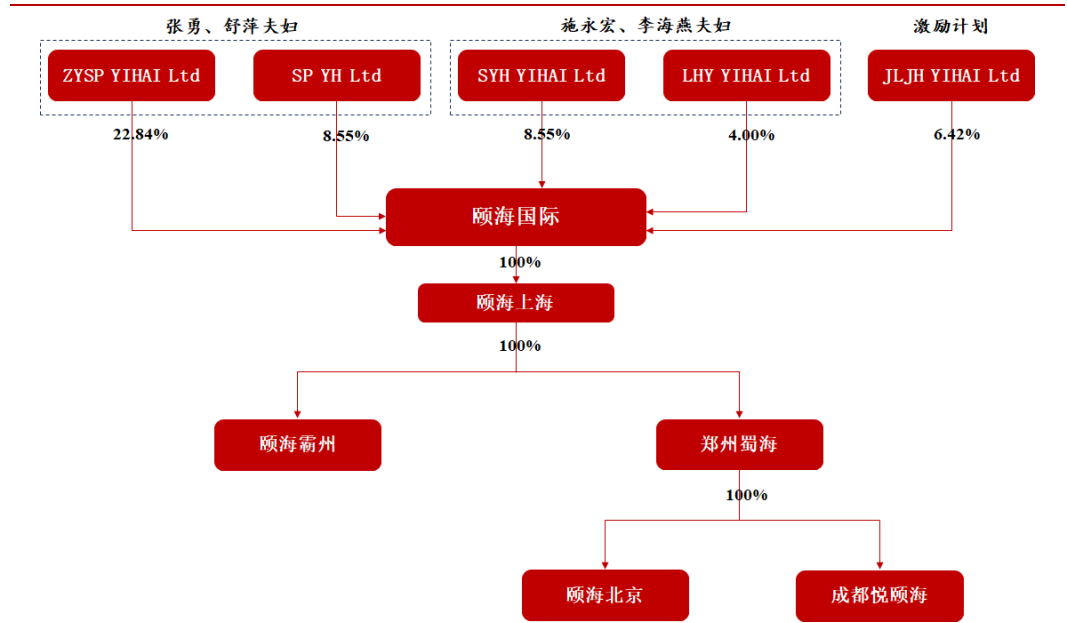
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 股权结构集中，管理体系稳定

公司股权结构较为集中，海底捞集团实控人张勇、舒萍夫妇间接持有 31.39%形成控股。二股东施永宏为海底捞联合创始人，担任颐海国际执行董事及董事长，施永宏、李海燕夫妇持股 12.55%。

管理层经验丰富，海底捞优势复用。张勇夫妇为海底捞实控人，在海底捞经营以及管理经验上有丰富的积累，而公司在内部管理以及决策制定上与海底捞有一定的相似性与协同效应。颐海国际可以通过复用海底捞的优秀经验，提高自身的经营与管理效率。

图15: 2024年6月30日颐海国际股权架构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 底料门槛低、竞争激化，复调速食长坡厚雪

2.1 火锅底料：迎合餐饮连锁化、标准化趋势，集中度提升

2.1.1 火锅长期景气度不改，餐饮受短期影响短期波动

作为火锅配套辅料，底料的口味是决定火锅成败的关键。受益于中国川渝火锅餐饮市场繁荣发展，2019~2023 年火锅底料市场规模复合增长率达 12%，2021 年餐饮渠道复苏缓慢出清中小企业，长期利好区域连锁品牌，公司依托海底捞，关联方业务有保障。

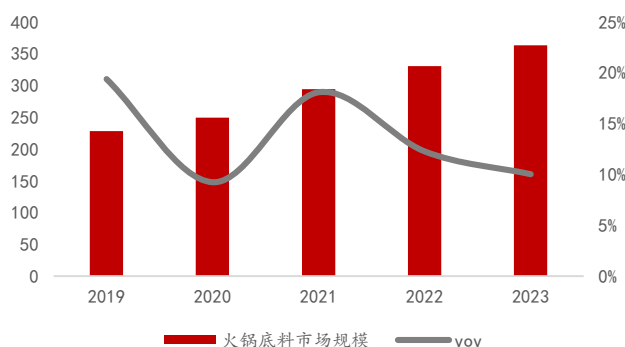
火锅底料原材料为大豆油、葱姜蒜等农商品，生产工艺简单、技术门槛低，故赛道格局呈长尾分布、产品同质化竞争激烈。21 年受外部环境影响，渠道终端库存堆积，品牌纷纷扩大费用投放，促使竞争激化。

2.1.2 火锅口味扩容，引领底料多元化趋势，底料供应商分化

除传统川渝风味外，随着寿喜、咖喱、椒麻等新兴口味发展，椰子鸡、部队锅等火锅新形态层出不穷，底料产品加快迭代升级趋势。颐海、红九九、天味等头部品牌综合实力渐趋成熟，在传统牛油基础上推出清油、青椒等新口味抢占细分市场。

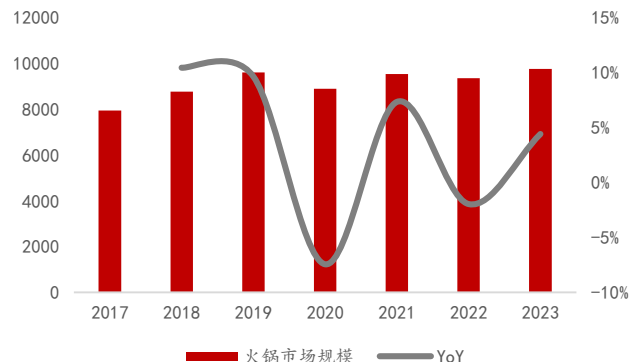
龙头品牌凭借品质稳定性、产能规模与中小品牌形成分化，催化行业集中度提升。同时，德庄、小龙坎、大龙燚等火锅餐饮品牌下场做底料，先天具备产业链延伸优势，市场份额向头部集中。火锅底料市场 CR5 从 2015 年的 30% 提升至 2019 年的 35%，颐海一骑绝尘，市占率达 16%。

图16： 中国 2015~2023 年火锅底料市场规模（人民币：亿元）



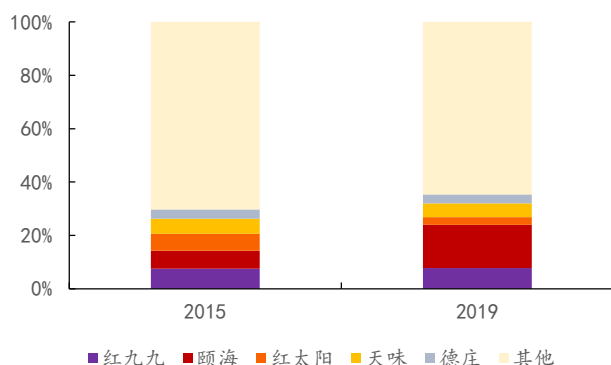
资料来源：智研瞻，浙商证券研究所

图17： 中国 2017 年~2023 年火锅市场规模（人民币：亿元）



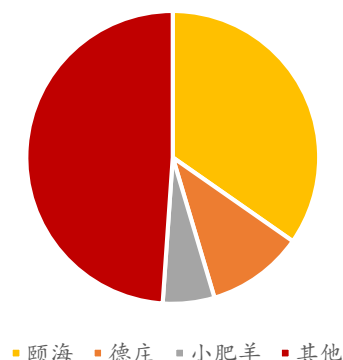
资料来源：NCBD，搜狐，浙商证券研究所

图18: 2015及2022年火锅底料CR5市占率提升



资料来源: 华经情报网, 浙商证券研究所

图19: 2015年中高端火锅底料市场集中度较高



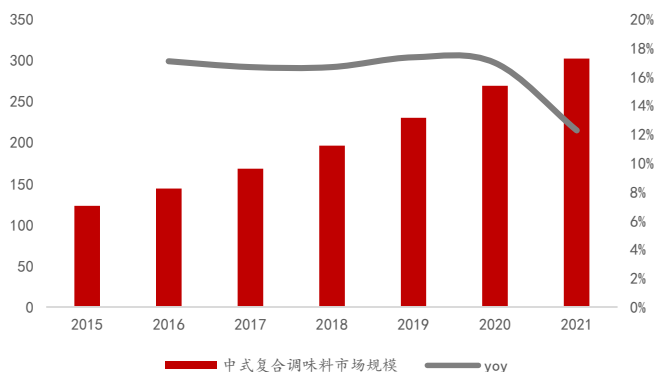
资料来源: 公司招股说明书, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

2.2 中式复合调味料: B、C端双轮驱动, 需求亟待释放

2.2.1 居家烹饪需求增长, C端需求初次爆发

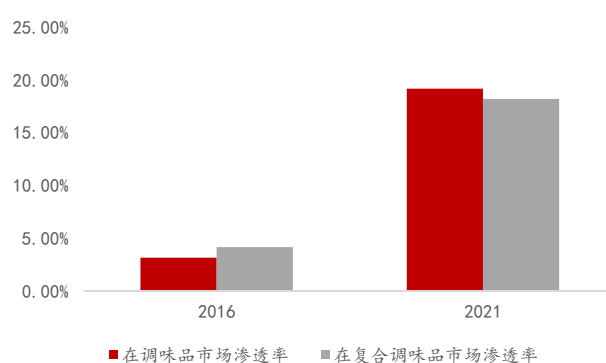
复合调味料是在传统单一调味料基础上的迭代, 包括中式复合调味料、鸡精鸡粉、西式复合调味料等, 可有效降低调味难度和节约烹饪时间、保证菜品口味稳定性。受益于餐饮端连锁化、外卖化趋势和家庭烹饪的便捷化、健康诉求, 中式复合调味料市场保持高景气度。据 Frost&Sullivan, 2016~2021 年中式复合调味料市场规模复合增速达 16.5%, 2021 年市场规模为 302 亿元。

图20: 2015~2021 年中式复调市场规模 (人民币: 亿元)



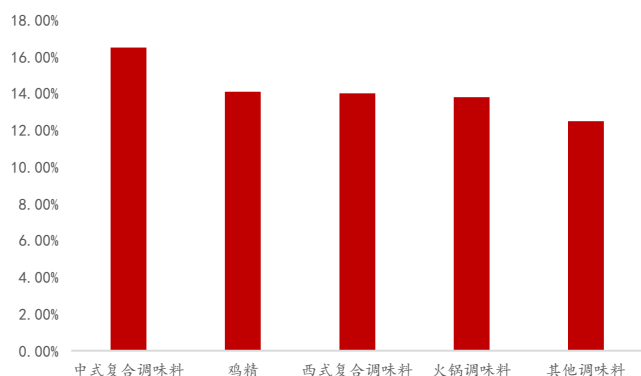
资料来源: Frost&Sullivan, 网易, 浙商证券研究所

图21: 2016 与 2021 年中国中式复合调味料市场渗透率



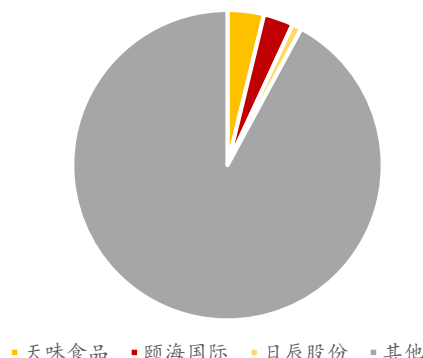
资料来源: Frost&Sullivan, 网易, 浙商证券研究所

图22: 各个调味品市场 2016-2021 年复合增长率



资料来源: Frost&Sullivan, 网易, 浙商证券研究所

图23: 2019 年中式复调市场格局



资料来源: Frost&Sullivan, 网易, 浙商证券研究所

2.2.2 大单品驱动产品结构, B、C 端渗透率空间广阔

供给端来看, 中式复合调味料目前单品增长核心驱动力来自于经典菜肴调味, 龙头整合市场趋势明显。小龙虾、酸菜鱼、麻婆豆腐等受众基础较好的菜品是中式复调的核心支撑, 产品结构由大单品驱动增长、不同品类菜肴待完善扩充。

中式复调龙头有望通过扩大 B、C 端应用场景推动渗透率提升, 市场规模仍有扩容空间。目前中式复调终端渗透率较低, 主要受限于调味料价格相对菜品原材料偏高, B 端更多依赖厨师调配、C 端尚未形成成熟的消费心智和习惯。从需求端来看, B 端餐饮商注重口味稳定、定制化服务和响应能力, C 端注重产品性价比和品牌。餐饮品牌连锁化率提高、懒人经济将继续推动中式复调需求增速。

目前短期内中式复调竞争持续, 行业毛利率保持低位。复调龙头在产品口味方面迭代升级快、渠道网点数量多铺货广, 在产品品质和产能优势加持下, 市占率逐步提升, 2019 年 CR3 达 7.9%。相较酱油龙头海天 15% 的市占率, 整合空间仍然广阔。颐海复调产品毛利率由 2019 年的 46.9% 降至 2023 年的 32.8%, 复调产品出厂单价基本维持 24-25 元/kg 区间, 预计未来集中度提升后龙头有望掌握定价权提升毛利率。

2.3 方便速食: 需求短暂受挫, 低价策略打开下沉市场

2017 年以来, 自热火锅、螺蛳粉等品类爆火, 为速食产品创造新增长点。自嗨锅等新锐品牌通过影视广告植入等加大营销力度培育消费市场, 带来巨大流量。2015 年至 2018 年, 中国自热火锅行业市场规模从 2.3 亿元提升至 44.9 亿元, 快速增长下, 2021 年中国自热火锅市场规模达到 103 亿元。自热火锅发于线上, 自带电商基因, 2018 年双十一全网销量超 450 万份, 同比增长 200%+。方便速食原材料门槛低、代工厂众多, 格局分散。

图24: 不同类型方便速食产品的特点

	食材保存				包装形式				加热材料			
	速冻	冷藏	真空	冻干	防腐/干燥包	塑封包装	真空独立包装	一餐装	安全铝铁加热包	分层式餐盒	铝制加热餐盒	可追溯材料
传统 汤达人方便面				●	●			●				
传统 王老五饺子	●					●						
传统 世锋Spam午餐肉		●			●							
新型 小龙坎自热火锅			●					●	●	●		
新型 自嗨锅自热火锅			●	●			●	●	●	●	●	●
新型 Keep鸡内丸			●				●					

资料来源: CBNDData, 浙商证券研究所

2021年后多重因素导致速食产品发展受挫，公司内部及时调整策略。自热火锅等速食产品受线下餐饮等替代性需求的复苏逐渐失去对于消费者的议价权，从餐饮“必选品”变为餐饮“可选品”，同时餐饮和外卖客单价的降低也进一步让自热火锅产品失去竞争力。公司于2022年开始改变策略，内部将速食产品定位从特定产品向常规产品转变，2021年，公司把自热火锅价格下调至30元左右，2023年公司又陆续推出了多款高性价比的产品，这些产品在价格上与二线品牌相近，但颐海国际凭借强大的海底捞品牌背书以及高品质，预计能获得更大市场份额。公司速食产品均价从2017年的45.1元已经降至2023年的33.7元。

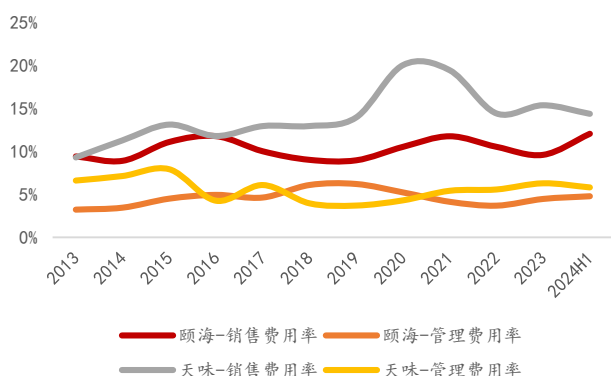
3 颐海优势：海底捞品牌力加持，精细化运营打开边界

3.1 享海底捞品牌势能红利，多品牌运作拓宽多元化边界

公司背靠海底捞享受超高品牌认知红利，中高端市场地位稳固。（1）海底捞的强品牌背书使得公司营销费用保持低位，23年销售费用率约为10%，显著低于天味的15%。（2）公司服务海底捞多年，具备丰富的火锅底料 ODM 经验，能够为第三方餐饮客户提供标准化配方定制的研发、生产。公司借助品牌效应顺势而为，积极拓展第三方渠道，2016年~2023年火锅底料第三方渠道复合增速25.9%。各板块第三方渠道占比从17年起稳步提升，2023年火锅调味料/中式复调/方便速食营收占比为67%/10%/23%。第三方渠道显著拉高毛利率水平，2023年火锅底料第三方/关联方毛利率约为49%/17%。

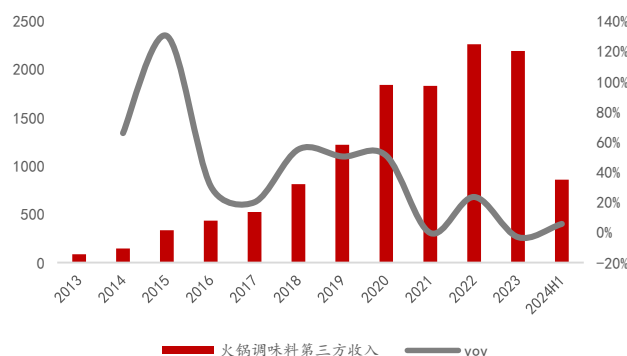
海底捞品牌边界有限，难辐射至中式复调，多品牌互补消解绑定风险。中式复调消费者对海底捞跨界认可度不足。公司开拓多元化战略，培育副品牌“筷手小厨”覆盖中式复调领域、“悦颐海”覆盖B端餐饮复调和半成品，多品牌互补布局细分赛道，弱化单一品牌绑定风险。

图25： 颐海、天味费率对比



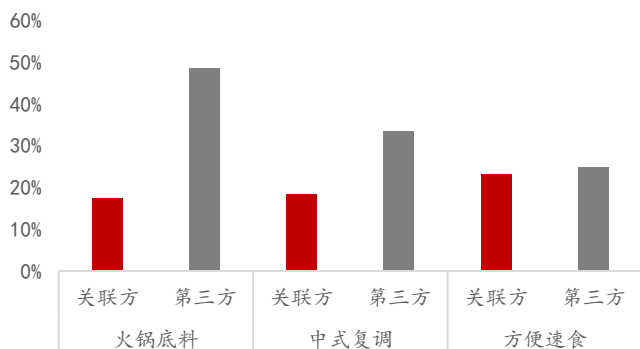
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26： 2013~2024H1 火锅底料第三方营收（人民币：百万）



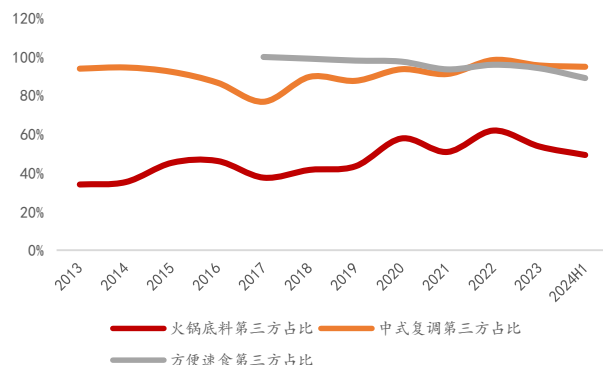
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图27： 2023年各业务板块分渠道毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图28： 2013~2024H1 分业务板块第三方渠道占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 渠道精细化运营、加速下沉，供应链建设与优化并举

公司调整经销网络进行精细化运营，培育大经销商深挖区域市场，深化经销壁垒。目前公司的经销商共覆盖了中国 34 个省级行政区，以及 49 个海外国家和地区。2016 年公司进行“大商拆小商”的变革，2018 年公司通过产品项目制+合伙人激励制促进渠道活力，2019 年推出合伙人裂变制度，激发销售团队的创新力，2021 年公司又进行渠道调整，将复调及方便速食经销商分开运营，对渠道进行精细化运作。

产品结构性降价加速渠道下沉，拓展三四线城市及农贸市场份额。受线下餐饮复苏以及经济下行影响，消费者对于速食产品偏好逐渐减弱，更倾向于高性价比产品。2022 年公司在感知到市场趋势之后开始着手研发高性价比新品，2023 年，公司推出多款低价产品，布局下沉市场，对标二线品牌，目前，公司已向市场推出了 19.9 元的小酥肉、肉丸类的小火锅以及价格 10.9 元的鱼香肉丝、辣子鸡等种类的自热米饭，冲泡系列推出了 6.9 元的冲泡粉丝产品。

针对淡旺季产能不稳定问题，公司着手调整生产节奏。公司附属公司颐海（安徽）食品科技有限公司的牛油生产基地一期已于 2024 年二季度投产，年规划产能 5.7 万吨。河北省霸州二期项目已于 2024 年一季度投产，规划年产能为方便快餐产品 2.8 万吨，主要覆盖华北及东北地区方便快餐产品的销售，泰国工厂位于泰国大城府洛加纳工业园区，主要以火锅底料及复合调味料产品为主，年规划产能 1.5 万吨，已于 2023 年二季度投产。

表2：公司主要生产基地

地区	生产基地	产品	产能（万吨）
国内	河南漯河生产基地	蘸料和香辛料	15
	安徽马鞍山二期工厂	复合调味料	1.5
	四川简阳生产基地	火锅底料和复合调味品	2.5
	广东肇庆工程项目	方便速食	4.4
	郑州生产基地	火锅底料和复合调味品	2.88
	颐海（安徽）牛油生产基地一期	牛油	5.7
海外	泰国工厂	火锅底料和复合调味料	3.6
	马来西亚工厂	火锅底料	--

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 组织变革改善管理，调整产品研发机制

销售团队制度变革：调整合伙人制度改善渠道管理能力，加强集权提升运营效率。公司 2018 年推合伙人制度激发销售人员管理层主观能动性，给予合伙人渠道费用权限，意在简政放权与合伙人深度绑定，同年第三方收入提升 106%。2019 年推出师徒制进行合伙人裂变扩充销售团队，并引入 PK 制激励优秀合伙人持续奋进。去中心化的合伙人制逐步暴露短板：管理半径短、公司策略传导到终端慢，2021 年公司切换至自上而下统一管理模式，统一调度费用投放、统一规划渠道及产品推广，提高渠道运营效率。此外，根据渠道运作方式不同，公司将 NKA（全国重点客户）、EKA（在线重点客户）及流通渠道的管理模式进行区分。

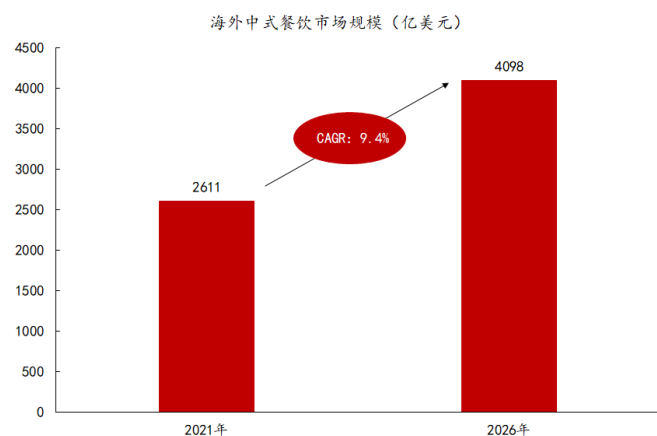
研发变革：调整产品研发机制，由单品作战转为品类导向。公司过去推行“产品项目制”调动全员创新，2020年成立战略研发部、研发工作室。自下而上的单个SKU项目制导向短期利益、缺乏长期规划及品类统筹，2021年公司调整为以品类为导向，加强新品上市前期市场验证和长期规划，从而延长生命周期提高成功率。

3.4 火锅底料出海方兴未艾，东南亚市场带来新增量

中餐口味走向世界，标准化加速出海。国内市场中餐市场的逐渐饱和促使许多中餐连锁品牌开始出海，庞大的留学生市场也加速了这一进程，据弗洛斯特沙利文数据分析，截至2021年，海外中式餐饮营收2611亿美元，占国际餐饮市场的9.9%。预测2026年，海外中式餐饮市场规模有望达4098亿美元，近3万亿元人民币市场规模。其中仅火锅品类就有望达到289亿美元，这主要是因为火锅相对其他菜系来说，其操作标准化，烹饪简单，多依赖于食材而对于厨师依赖性较低，便于出海。

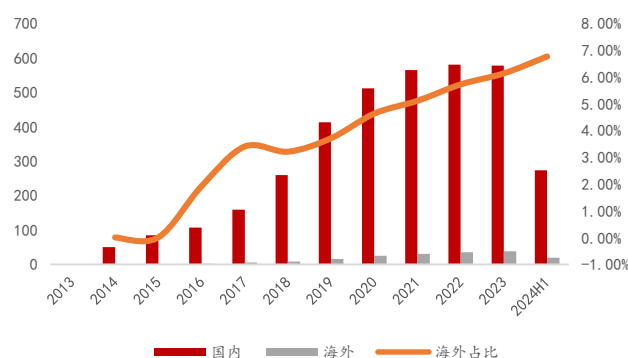
产品随海底捞出海，主打华人市场。海底捞于2012年首次出海新加坡，后陆续进入美国、韩国、日本等海外市场，2022年特海国际更是独立上市，截至2023年底，特海国际的门店总数达到115家，营收达到6.68亿美元。而作为海底捞底料的重要供应方，除了供给特海国际的底料产品外，公司其他业务也逐渐向海外扩张，尤其是东南亚市场，公司已经建立了两座工厂用于生产公司产品，2017-2023年，公司海外市场业务CAGR达到了37.4%，业务占比从3.4%提升至6.1%。公司凭借海底捞在海外华人间的良好口碑以及海底捞较高的渗透率，预计海外业务将持续快速发展。

图29：海外中式餐饮市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，赢商资讯，浙商证券研究所

图30：国内与海外收入（人民币：亿元）以及海外收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

边检手续严格，供应链建设尤为重要。公司尤其注重海外的供应链建设，这主要是由于公司产品中所含的动物油脂成分属于边检与疫检项目，出口相对困难。欧美市场上，目前公司出口到美国的产品都仅含植物油脂，牛油类产品均需要与当地的供应商合作。东南亚市场是公司发力重点，目前已经有马来西亚工厂与泰国工厂两大工厂，泰国工厂年规划产能1.5万吨，已于2023年投产。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

火锅调味料板块，受下游餐饮需求回暖影响，24H1 火锅调味料产品销量增长强劲，叠加公司积极拓展下游市场、完善渠道治理，预计增长趋势将持续到下半年。关联方方面，由于关联方年初压价，关联方火锅调味料价格有所下滑，我们预计下调幅度为 8-12%，我们预计将显著影响毛利率。第三方价格也有一定程度下滑，预计短期内难以恢复 2023 年水平，预计下调幅度为 5-10%。我们预计 24/25/26 年火锅调味料营收分别为 43.72/49.61/55.30 亿元。受关联方业务 OEM 占比提升影响，我们预计火锅调味料毛利率有所下滑。

中式复合调味料板块，公司上半年受小龙虾爆款提振需求影响，同比增速较快，下半年我们预计同比增速将有所收窄。由于中式复调赛道目前市场还较为分散，竞争仍存，因此上半年均价呈环比下降趋势，我们预计下半年将延续。销量方面，2023 年公司积极拓展小 B 业务，扩容自身客户，我们预计未来两年将维持两位数增速。毛利率方面预计将与上半年持平。

方便速食板块，营收方面，公司积极推进渠道下沉策略以及低价策略，进军下沉市场，但受行业属性影响，需要新品快速迭代提振收入，且速食需求受外部环境有所下滑，预计将维持 10-15%左右增速。毛利率方面，竞争因素有所缓解，预计价格将稍有回升，难以回到 2022 年水平，同时关联方毛利率有较大下滑，但考虑到其占比较低，我们用预计整体毛利率将微升。

费用率方面，受益于海底捞品牌红利持续、合伙人机制改革后费用投放权利上移，销售费率仍然保持行业较低水平，管理费用率亦保持稳定。

我们预计公司 24/25/26 年整体营收分别为 67.79/76.63/85.65 亿元，归母净利润分别为 8.25/9.64/10.89 亿元。

表3: 收入预测

单位: 亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	61.47	67.79	76.63	85.65
YoY	0.00%	10.28%	13.05%	11.77%
火锅调味料	40.91	43.72	49.61	55.30
关联方	18.99	19.39	21.54	23.50
第三方	21.92	24.33	28.07	31.81
YoY	11.62%	6.88%	13.47%	11.47%
中式复合调料	6.22	7.65	9.00	10.34
关联方	0.29	0.40	0.41	0.42
第三方	5.93	7.26	8.59	9.91
YoY	9.51%	23.05%	17.65%	14.80%
方便速食	13.87	15.72	17.48	19.45
关联方	0.83	0.94	1.05	1.16
第三方	13.04	14.77	16.44	18.28
YoY	-25.83%	13.30%	11.24%	11.24%
其他	0.47	0.69	0.53	0.57
综合毛利率	31.60%	31.47%	31.59%	31.83%
火锅调味料	34.10%	33.59%	33.68%	34.00%
中式复合调料	32.80%	34.72%	34.83%	34.91%
方便速食	24.70%	25.24%	24.86%	24.86%
销售费率	9.59%	10.52%	10.00%	10.00%
管理费费率	4.48%	4.00%	4.00%	4.00%

资料来源: WIND、浙商证券研究所。

4.2 估值

公司当前 PE (TTM) 为 18 倍, 行至五年来历史低点, 一季度至今 PE 处于低位震荡。11 月 11 日收盘价 13.60 元 (即 14.78 港元), 对应 24/25/26 年 17/15/13 倍。我们选取天味食品、海天味业及日辰股份为可比公司, 颐海国际相较行业平均估值具有显著优势。

表4: 可比公司估值(人民币: 元)

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1579.HK	颐海国际	13.60	0.80	0.93	1.05	17	15	13
603317.SH	天味食品	15.45	0.54	0.62	0.71	29	25	22
603288.SH	海天味业	47.39	1.12	1.24	1.37	42	38	35
603755.SH	日辰股份	25.80	0.73	0.87	1.03	35	30	25
可比公司 PE 均值						35	31	27

资料来源: WIND、浙商证券研究所, 数据截止时间为 2024 年 11 月 11 日。港币汇率取 0.92。

5 风险提示

1) 火锅调味料及中式复合调味料下沉市场渗透迟缓。如果火锅调味料和中式复合调味料下沉市场发展缓慢，可能会对公司收入增长速度有不利影响。

2) 方便速食竞争格局恶化、公司市占率下滑。方便速食市场近年竞争激烈，价格下降较为严重，公司新品如果不能快速占领市场，市占率可能会出现下降，对于公司业绩产生不利影响。

3) 中式复合调味料部分单品口味调整不满足消费者需求。公司研发中式复合调味料有较大风险，可能不能满足市场上消费者主流的口味诉求，对于中式复合调味料收入造成不利影响。

4) 产品降价后经销商积极性不足，铺货效果不及预期。公司积极推动产品降价，可能会对于经销商利益产生损害，有可能导致经销商铺货意愿不强，从而对新品的收入造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,187	3,845	4,586	5,035
现金	2,309	2,931	3,589	3,949
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	258	230	255	281
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0
存货	371	394	437	487
其他	249	291	305	319
非流动资产	2,867	3,217	3,635	4,146
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,772	2,134	2,570	3,095
无形资产	93	69	51	38
在建工程	0	0	0	0
其他	1,002	1,014	1,014	1,014
资产总计	6,054	7,061	8,221	9,182
流动负债	817	926	1,053	1,175
短期借款	0	0	0	0
应付款项	403	452	517	576
预收账款	0	0	0	0
其他	414	475	536	600
非流动负债	148	161	161	161
长期借款	0	0	0	0
其他	148	161	161	161
负债合计	965	1,088	1,215	1,337
少数股东权益	271	339	415	499
归属母公司股东权益	4,818	5,635	6,591	7,346
负债和股东权益	6,054	7,061	8,221	9,182

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	959	1,202	1,342	1,513
净利润	853	825	964	1,089
折旧摊销	187	194	222	259
少数股东权益	54	67	76	84
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(135)	115	79	80
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	(154)	(572)	(675)	(819)
资本支出	(324)	(532)	(640)	(771)
长期投资	0	0	0	0
其他	171	(40)	(35)	(48)
筹资活动现金流	(384)	0	0	(327)
短期借款	(29)	0	0	0
普通股增加	(176)	0	0	0
已付股利	(179)	0	0	(327)
其他	0	0	0	0
现金净增加额	429	622	658	360

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,148	6,779	7,663	8,565
营业成本	4,206	4,646	5,243	5,839
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	589	713	766	857
管理费用	275	271	307	343
研发费用	0	0	0	0
财务费用	(69)	(46)	(59)	(72)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	118.38	40.00	40.00	40.00
营业利润	1,085	1,218	1,402	1,584
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1,264	1,223	1,425	1,608
所得税	357	330	385	434
净利润	907	893	1,040	1,174
少数股东损益	54	67	76	84
归属母公司净利润	853	825	964	1,089
EBITDA	1,382	1,370	1,589	1,795
EPS (最新摊薄)	0.88	0.80	0.93	1.05

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	0.01%	10.27%	13.05%	11.77%
营业利润	9.00%	12.33%	15.04%	13.00%
归属母公司净利润	14.92%	(3.22%)	16.86%	12.92%
获利能力				
毛利率	31.58%	31.47%	31.59%	31.83%
净利率	13.87%	12.17%	12.58%	12.71%
ROE	17.70%	14.65%	14.63%	14.83%
ROIC	16.84%	14.38%	14.24%	14.29%
偿债能力				
资产负债率	15.94%	15.40%	14.78%	14.56%
净负债比率	(45.38%)	(49.07%)	(51.23%)	(50.34%)
流动比率	3.90	4.15	4.35	4.28
速动比率	3.37	3.61	3.82	3.75
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.03	1.00	0.98
应收账款周转率	29.72	27.79	31.59	31.95
应付账款周转率	10.53	10.87	10.82	10.69
每股指标(元)				
每股收益	0.88	0.80	0.93	1.05
每股经营现金	0.93	1.16	1.29	1.46
每股净资产	4.65	5.44	6.36	7.09
估值比率				
P/E	13.04	17.08	14.62	12.94
P/B	2.45	2.50	2.14	1.92
EV/EBITDA	6.89	8.15	6.61	5.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>