

颐海国际 (01579.HK)

全国复合调味品领先企业，组织管理灵活迭代

优于大市

核心观点

海底捞供应起家，国内复合调味品领先企业。颐海国际是一家专注于火锅底料、中式复合调味品、方便食品生产的食品加工企业，是国内复合调味品领先企业。公司起源于海底捞底料产线，2007年开始独立向第三方经销商供应优势产品，规模实现迅速扩张，2015-2019年公司收入复合增速50%。2023年实现收入61.48亿元，同比+0.01%；实现归母净利润8.53亿元，同比+14.92%，主要由于线下堂食场景恢复疲软。随着公司多品类多品牌的运作，颐海国际近年已逐渐降低对关联方依赖，第三方客户收入不断增长。

复合调味品市场广阔，中长期成长逻辑依然清晰。伴随经济水平提高，食材处理变难叠加厨具效率提升，烹饪行为中对调味料的要求提高。在饮食品类、口味融合扩张的背景下，调味品功能定位日益复杂。当前复合调味品处于成长阶段，品类以火锅底料、中西式复调为主。2020年中国复合调味料渗透率约26%，人均消费额约9美元，相比美国、日本等较低。疫后复调景气度减弱，中长期成长逻辑仍强，B端渗透率提高的三条路径主要为连锁化、降本增效和场景拓展，C端路径则为满足便捷性需求。

管理体系灵活迭代，第三方渠道、出海成为新增长点。公司多次迭代渠道管理体系，在海底捞基因的影响下引入合伙人制度，提升了销售体系效率，2024年将考核方式转向增量利润激励，渠道管理逐渐企稳。随着海底捞门店经营回暖，调价影响减弱，关联方预计贡献稳步修复。颐海对于产品研发的组织模式也进行了多次迭代，2018年推出产品项目制，2021年设立创新委员解决统筹问题和品类均衡问题，2021年后公司注重产品中长期生命，2022年后创新委员同步管理产品研发方向对应的生产工厂以加强研发与生产端链接，提升新产品开发效率，并逐步开始拓展B端、海外渠道。

投资建议：颐海国际的组织经历多轮变革迭代，研发机制具有创新基因，核心竞争力突出。根据我们的预测，24-26年收入分别为66.3/72.6/79.1亿元，同比增加7.8%/9.5%/9.0%，24-26年公司实现归母净利润7.8/8.9/10.0亿元，同比-8.6%/14.1%/12.3%；实现EPS0.75/0.86/0.96元；当前股价对应PE分别为18.1/15.9/14.1倍，若给予公司2025年17-18XPE，则对应股价16.71-17.69HKD，对应市值173-183亿元，较现价有9%-20%溢价空间。首次覆盖，给予优于大市评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降；原材料成本大幅上涨；海外拓展不及预期；新品效果不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,147	6,148	6,630	7,263	7,913
(+/-%)	3.4%	0.0%	7.8%	9.5%	9.0%
归母净利润(百万元)	742	853	779	889	998
(+/-%)	-3.2%	14.9%	-8.6%	14.1%	12.3%
每股收益(元)	0.72	0.82	0.75	0.86	0.96
EBIT Margin	18.2%	19.4%	17.4%	18.0%	18.5%
净资产收益率(ROE)	17.2%	17.7%	15.9%	17.4%	18.6%
市盈率(PE)	19.0	16.5	18.1	15.9	14.1
EV/EBITDA	12.6	11.6	12.0	10.7	9.7
市净率(PB)	3.26	2.93	2.88	2.75	2.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

食品饮料·调味发酵品 II

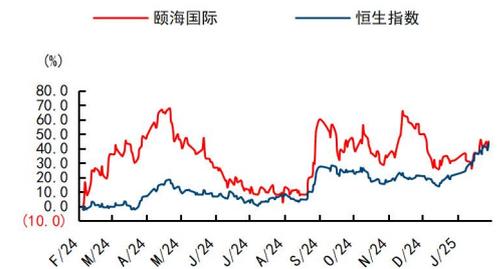
证券分析师：张向伟 联系人：王新雨
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(首次覆盖)
合理估值	16.71 - 17.69 港元
收盘价	14.56 港元
总市值/流通市值	15094/15094 百万港元
52周最高价/最低价	18.00/9.75 港元
近3个月日均成交额	69.30 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

1 公司简介：海底捞供应起家，国内复合调味品领先企业	5
1.1 发展历程：背靠海底捞起家，产品渠道布局升级	5
1.2 公司治理：股权结构集中，海底捞创始人为实控人	6
1.3 经营分析：积极主动调整，主营收入表现稳健	7
1.4 公司地位：颐海营收、利润规模领先，行业优势地位显著	10
2 行业分析：复合调味品市场广阔，中长期成长逻辑依然清晰	12
2.1 伴随中国饮食结构变迁，调味品需求定位复杂化	12
2.2 复调行业处于成长阶段，为厨房工业化提供有效解决方案	13
3 公司看点：管理体系灵活迭代，第三方渠道、出海成为新增长点	17
3.1 渠道管理趋于精细规范，新渠道拓宽能力边界	17
3.2 产品研发系统管理，品类、品牌、价位矩阵逐步完善	22
4 盈利预测与估值	28
假设前提：关联方业务场景恢复，第三方业务稳健增长	28
未来3年业绩预测	29
绝对估值：15.94-17.40HKD	30
相对估值：16.71-17.69HKD	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 颐海国际发展历史	6
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 颐海国际 2023 年分红率约 90%	7
图 4: 颐海国际当前股息率 (TTM) 约 8%	7
图 5: 年度营业收入及增速	7
图 6: 半年度营业收入及增速	7
图 7: 年度归母净利润及增速	7
图 8: 半年度归母净利润及增速	7
图 9: 年度毛利率、净利率变化情况	8
图 10: 年度费用率变化情况	8
图 11: 半年度毛利率、净利率变化情况	8
图 12: 半年度费用率变化情况	8
图 13: 经营性现金流情况	9
图 14: 主要流动资产周转情况	9
图 15: 公司收入结构包括关联方和第三方	10
图 16: 第三方收入不断增长	10
图 17: 关联方和第三方产品结构	10
图 18: 2023 年中国餐饮行业火锅口味分布	11
图 19: 火锅底料市场格局分散	11
图 20: 1980-2021 年人均肉蛋奶、水产品消费量 (KG) 增加	12
图 21: 中国厨房中现代化电器保有量 (每百人) 提升	12
图 22: 中国本土菜系复杂 (2024 年)	13
图 23: 收入较高的家庭使用轻油西式烹饪方式的比例更高	13
图 24: 2011-2023 年复合调味品规模 CAGR 约为 14%	13
图 25: 中式复合调味料占复合调味料比例约 17% (2020 年)	13
图 26: 大多数复合调味品处于发展早期	14
图 27: 我国酱油、食醋等基础调味品渗透率较高	14
图 28: 中国复合调味品人均消费金额较低, 渗透率不高	14
图 29: 火锅调味料以底料为主, 2019 年规模约 223 亿元	15
图 30: 火锅底料主要应用于餐饮端	15
图 31: 2023 年中国餐饮连锁化率提升至 21%	15
图 32: 2022 年餐饮企业成本构成中房租、人力占比高	15
图 33: 中国家庭规模趋于小型化	16
图 34: 菜品调料使用场景分化	16
图 35: 2018 年第三方收入占比超过关联方	17
图 36: 第三方收入是 2018-2020 年增长的主要来源	17
图 37: 公司经销渠道管理多次迭代, 2024 年之后进入企稳阶段	18

图 38: 合伙人裂变制度从海底捞店长制中衍生	19
图 43: 海底捞门店数量变化	20
图 44: 海底捞大陆门店分布	20
图 45: 关联方调价周期大约 2-3 年, 2023 年 9 月调价预计反映于 2024 年	21
图 46: 主营小 B 端的食萃食品为天味食品带来利润贡献	21
图 47: 颐海经销商销售人员数量低于天味食品	21
图 48: 颐海海外收入变化	22
图 49: 特海国际分区域收入 (亿元)	22
图 50: 公司产品研发管理制度不断优化	23
图 53: 颐海国际产品矩阵丰富	24
图 56: 酸菜鱼市场规模	26
图 57: 2024 年上半年通过新口味调料新品拓展小龙虾系列	26
图 58: 2022 年自热火锅线上市场竞争格局	27
图 59: 颐海国际方便速食收入及增速	27
表 1: 颐海国际营收、利润规模在复合调味品行业领先	11
表 2: 颐海历年重要新品	23
表 3: 中式复调产品竞争同质化	26
表 4: 颐海国际收入拆分	28
表 5: 未来 3 年盈利预测表	29
表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 7: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表 8: 资本成本假设	30
表 9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	30
表 10: 可比公司估值表 (2025 年 2 月 26 日)	31

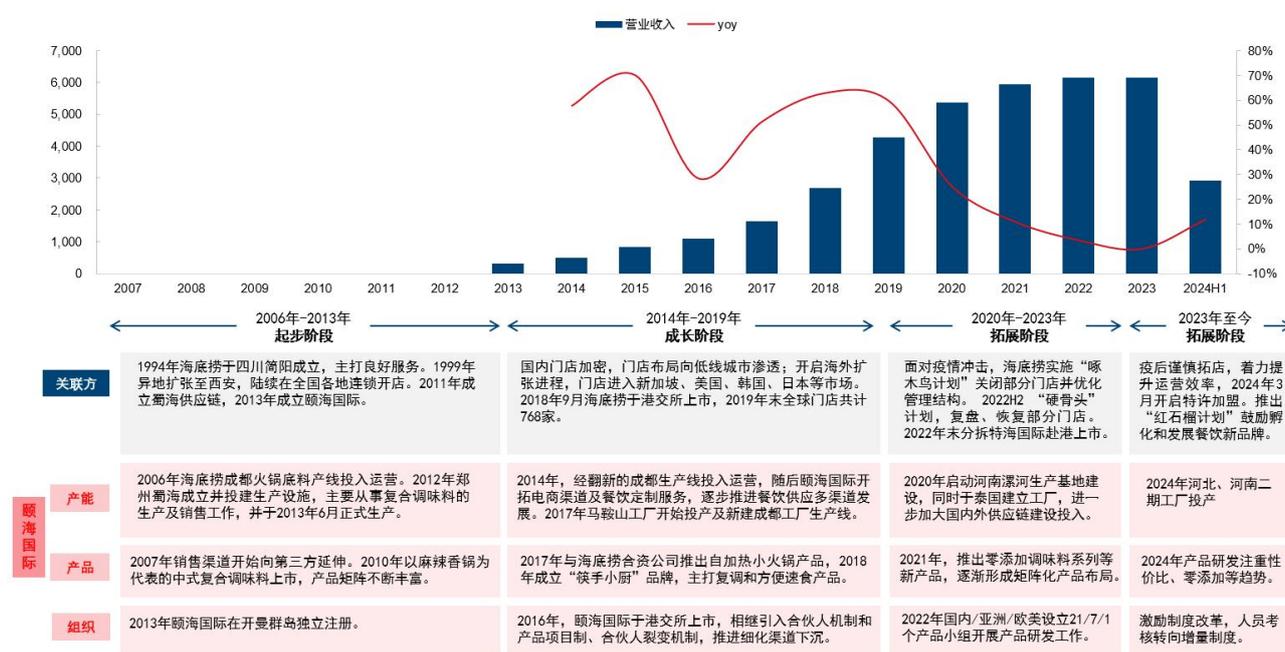
1 公司简介：海底捞供应起家，国内复合调味品领先企业

1.1 发展历程：背靠海底捞起家，产品渠道布局升级

颐海国际是一家专注于火锅底料、中式复合调味品、方便食品生产的食品加工企业。公司不断推动新品开发和产线拓展，产品销售至餐饮终端、商超、批发市场等多个渠道，产品广泛应用于家庭餐桌和餐饮场景。颐海国际的销售网络遍及中国大部分地区，并逐步向东南亚、北美、欧洲等市场拓展。复盘公司历史，主要分为三个阶段：

- ◆ **2006-2013 年：海底捞底料供应起家，产品进入第三方渠道。**2006 年颐海国际第一条产线在成都投产，主要向四川海底捞集团供应火锅底料产品。在已有产品基础上，公司 2007 年开始独立向第三方经销商供应优势产品，公司火锅料进入超市、杂货店等渠道。2013 年颐海国际控股有限公司在开曼群岛注册成立，同年郑州产线投入使用，公司产能进一步扩大。
- ◆ **2014-2019 年：调味品赛道高景气，产品矩阵、渠道布局升级。**2015-2019 年海底捞收入 57.7 亿元增长至 265.6 亿元，对于公司贡献明显，期间颐海国际收入复合增速 50%。2017 年公司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，次年获得收入 4.5 亿元。2019 年，公司启动海外供应链建设，开始探索全球化布局道路。
- ◆ **2020-2023 年：疫情期间下游场景受损，公司内部积极调整。**2020 年后下游餐饮消费场景受损，由于渠道以 B 端为主，公司业绩增速放缓，2020-2023 年收入、利润复合增速分别为 4.7%/-1.2%。在外部承压环境下，公司内部积极调整，产能方面，投建河南漯河生产基地并在泰国建立工厂；产品方面于 2021 年推出零添加调味料系列和回家煮系列，2023 年推出包括多款调料、速食新产品，产品矩阵丰富。
- ◆ **2023 年至今：关联方稳健增长，第三方渠道拓宽。**2024 年 3 月海底捞宣布开始推广加盟特许经营模式，关联方支撑稳健。同时，2024 年颐海国际加速布局小 B、线上等原有弱势渠道，2023H1-2024H1 第三方收入同比增长 34.6%/35.3%/12.1%，增量效应较为明显。

图1：颐海国际发展历史

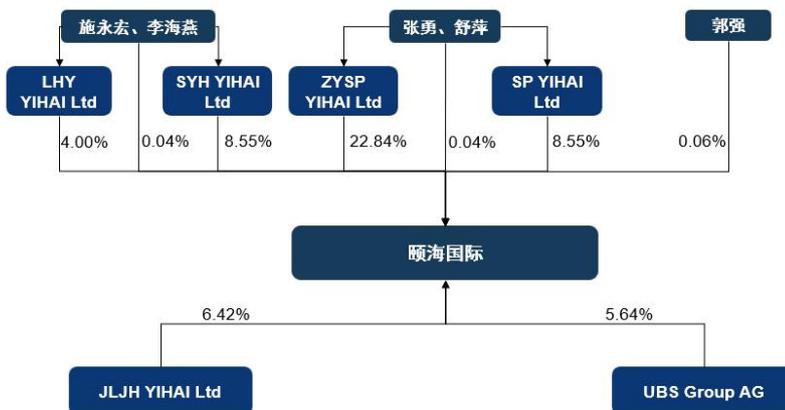


资料来源：公司公告、Wind、华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

1.2 公司治理：股权结构集中，海底捞创始人实控人

股权结构集中，海底捞创始人实际控制。海底捞创始人张勇是公司实际控制人。从股权结构来看，颐海国际与海底捞的实际控制人均为张勇。截止2023年末，海底捞创始人张勇、舒萍夫妇共实际持有公司31.43%的股权，担任颐海国际非执行董事。海底捞共同创始人施永宏、李海燕夫妇共实际持有公司股份12.56%，施永宏现任颐海国际的董事长和执行董事。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金分红积极回馈股东，2023 年分红率约 90%。2023 年颐海国际分红比例大幅提升，2023 年前分红率均在 40%以下，2023 年现金分红 7.7 亿元，分红比例达 90%，较此前有大幅提升。2024 年公司首次实施中期派息，每股派息 0.2812 元，合计分红 2.9 亿元，对应分红率约 95%。

图3: 颐海国际 2023 年分红率约 90%



图4: 颐海国际当前股息率 (TTM) 约 8%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

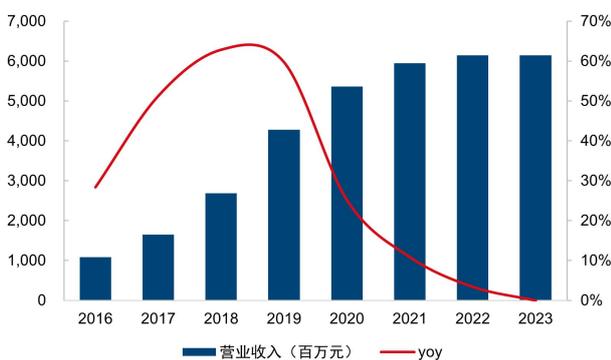
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2025 年 2 月 26 日

1.3 经营分析: 积极主动调整, 主营收入表现稳健

2023 年收入增长 0.01%，归母净利润增长 14.9%。公司 2023 年实现收入 61.48 亿元，同比+0.01%；实现归母净利润 8.53 亿元，同比+14.92%，公司近年收入增速放缓，2023 年收入增长主要得益于海底捞为主的关联方业务的显著改善。

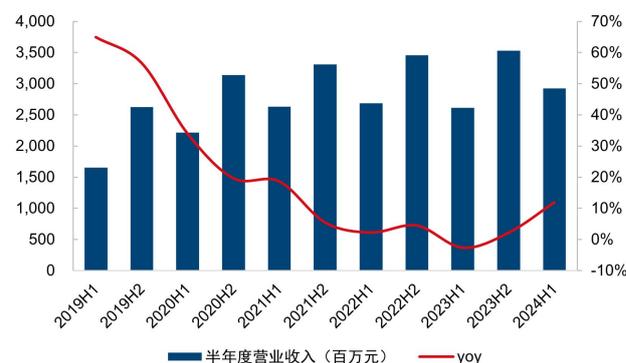
2024 年上半年收入增长 11.9%，主营收入表现稳健。2024H1 公司实现营业总收入 29.27 亿元，同比+11.88%；实现归母净利润 3.08 亿元，同比-13.85%。2024H1 收入增长主要来源于第三方客户收入恢复增长。

图5: 年度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

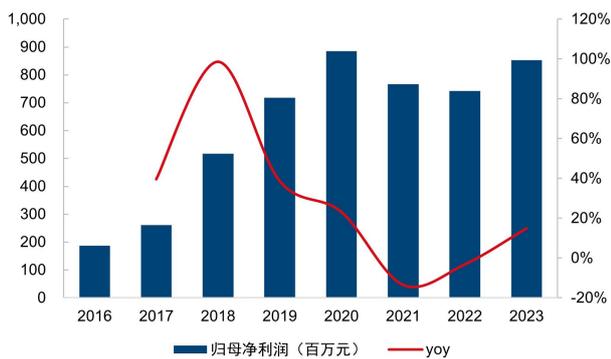
图6: 半年度营业收入及增速



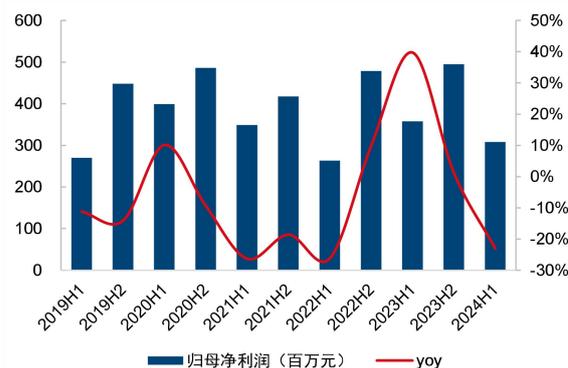
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 年度归母净利润及增速

图8: 半年度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

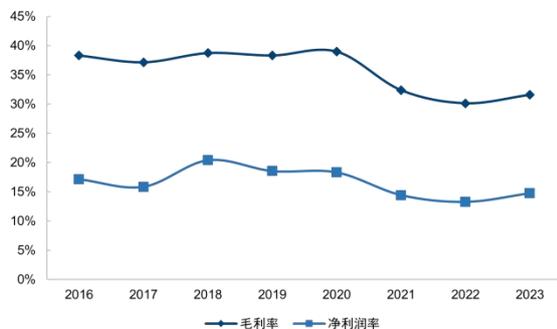


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年毛利率、净利润率稳步增长。2023 年公司毛利率同比+1.4pct 达到 31.6%，净利润率同比+1.8pct 至 13.9%，主要来源于原材料价格的下降和产品结构的优化；管理费用同比+0.8%，主因管理人员薪酬上涨与差旅费用增加。

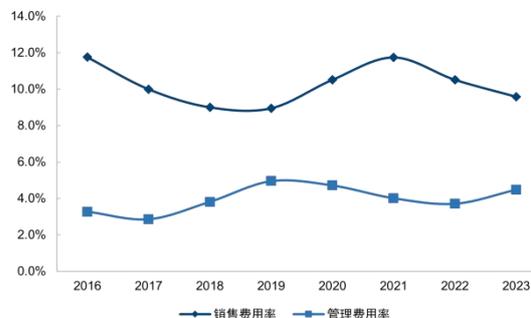
2024 上半年盈利受到毛利率下滑、政府补助和外汇收益减少扰动。2024H1 公司毛利率同比-0.5pct 达到 30.0%，主要源于 23 年 9 月关联方产品价格下调带来关联方毛利率下降；销售费用率同比+2.9pct，主因线上营销费用投放和运输费用增加。叠加 2024H1 公司政府补助减少 1572.8 万元、外汇收益减少 4653.7 万元，公司归母净利率 10.5%，同比下降 3.1pct。

图9：年度毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

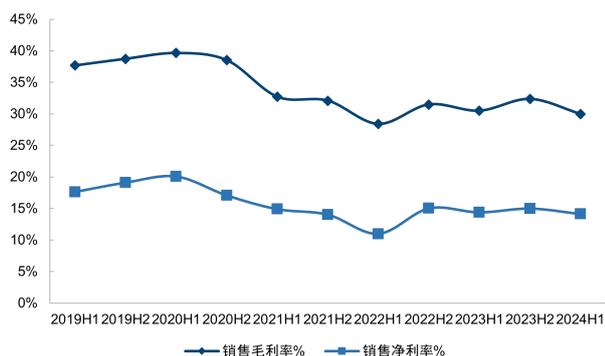
图10：年度费用率变化情况



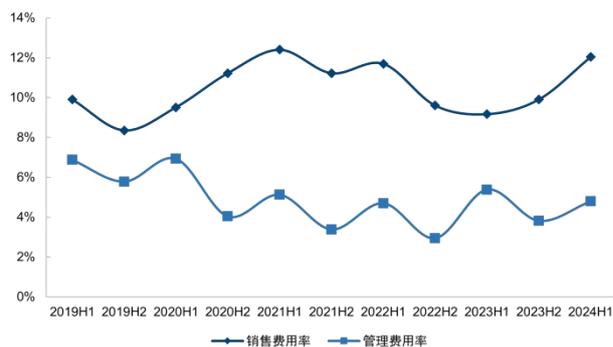
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：半年度毛利率、净利率变化情况

图12：半年度费用率变化情况



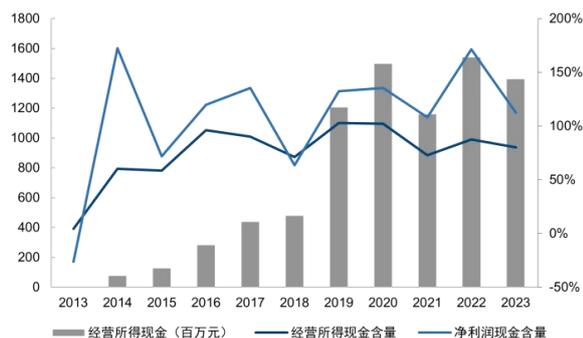
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

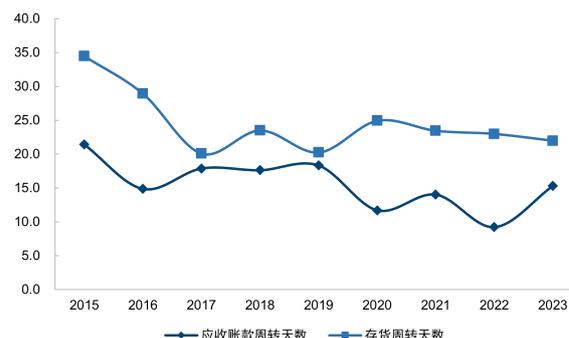
经营性现金含量同比下降 8.4%，资金周转有所承压。2023 年经营活动收到现金 13.95 亿元，同比下降 9.5%；经营性现金流量净额 9.6 亿元，同比下降 24.6%，净利润现金含量 112.5%，同比下降 34.4%。应收账款周转天数同比上升 65.9%至 15.3 天，存货周转天数下降 4.4%至 22.0 天。

图13: 经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

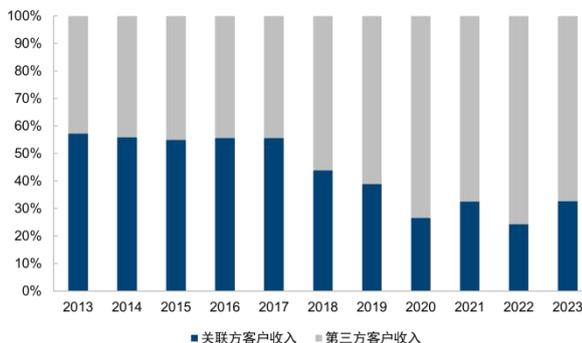
图14: 主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

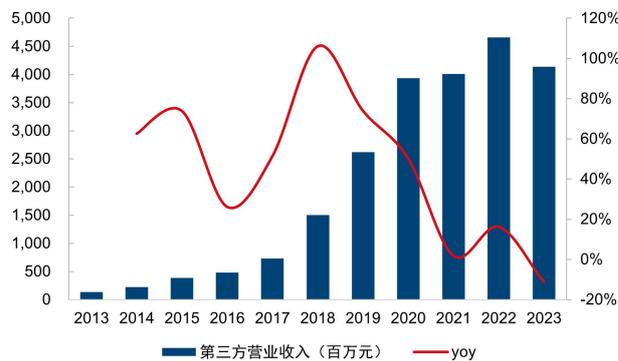
第三方收入占比提高，形成多品牌、多品类矩阵。颐海国际近年逐渐降低对关联方依赖，第三方客户营业收入不断增长，收入占比从 2013 年 42.8%增长 14.5pct 至 2023 年 67.3%。公司结合产品的市场反馈及动销情况，积极推出新产品同时整合产品结构，截至 2023 年 12 月 31 日，公司共有 62 款火锅调味料产品，68 款中式复合调味料产品，72 款方便快餐产品在售。

图15: 公司收入结构包括关联方和第三方



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 第三方收入不断增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

灵活应对环境变化，关联方稳定赋能。2023 年关联方实现收入 20.11 亿元，同比增长 35.0%，伴随着消费场景的复苏，关联方收入得到改善。海底捞通过“啄木鸟”和“硬骨头”计划调整经营，营业收入维持较稳定水平。面对广阔的餐饮行业下沉市场，海底捞积极调整定位，三线及以下城市门店占比逐年提升，从 2018 年 27.2% 增长至 2023 年 43.0%。

图17: 关联方和第三方产品结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

1.4 公司地位：颐海营收、利润规模领先，行业优势地位显著

颐海国际规模领先，底料+中式复调覆盖 B、C 端渠道。目前复合调味品行业上市企业主要包括颐海国际、天味食品（主营川味调味品）、宝立食品（主营西式复调日辰股份（主营复合调味料定制）、安记食品（主营传统香辛料和调味粉），其中颐海国际营收、利润规模均处于行业领先地位，依托海底捞品牌势能，以火锅底料为核心，拓展自热火锅、中式复合调味料领域，渠道覆盖 B 端与 C 端，行业领先地位显著。

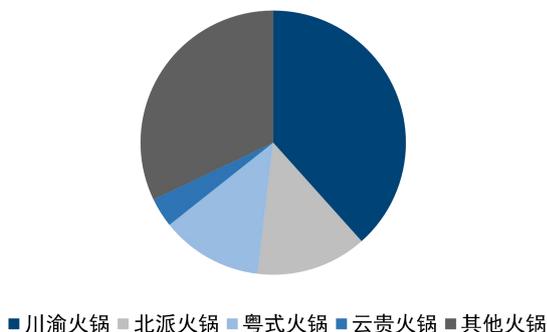
表1: 颐海国际营收、利润规模在复合调味品行业领先

名称	2023 年经营指标 (亿元)				公司简介
	营收规模	归母净利润	净利率	ROE	
颐海国际	61.6	8.5	13.9%	18.7%	海底捞关联企业, 主营火锅底料及复合调味料。核心品牌“海底捞”, 代表产品包括火锅底料、自热火锅及中式复合调味料, 覆盖家庭与餐饮市场。
天味食品	31.5	4.6	14.5%	10.9%	川味调味品龙头, 旗下品牌“大红袍”“好人家”为主打, 代表产品为火锅底料、酸菜鱼调料及香肠腊肉调料, 聚焦川菜标准化解决方案。
宝立食品	23.7	3.0	12.7%	24.3%	西式复合调味料领先企业, 客户包括百胜中国等连锁餐饮, 核心产品含裹粉、调味酱、轻烹料理包, 旗下还有 C 端产品“空刻”意面拓展轻烹赛道。
日辰股份	3.6	0.6	15.7%	8.1%	专注复合调味料定制, 服务餐饮及食品加工, 代表产品包括日式照烧汁、寿司酱油及定制酱料, 客户涵盖呷哺呷哺、味千拉面等连锁品牌。
安记食品	6.3	0.3	4.9%	5.7%	传统调味品制造商, 产品覆盖香辛料、复合调味粉及酱料。代表产品如排骨味王调味料、咖喱块, 布局 B 端餐饮与 C 端商超渠道。

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

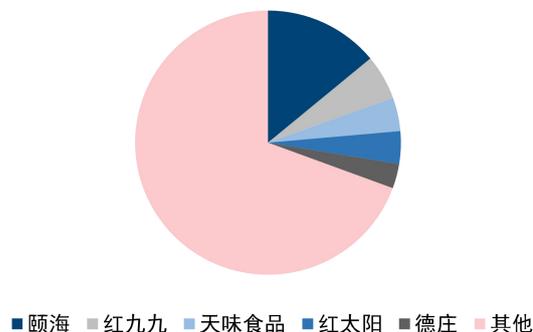
火锅底料竞争格局分散, 颐海处于行业领军地位。我国火锅口味偏好因地区差异较大, 分为川渝系火锅、粤系火锅、云贵系火锅、江浙系火锅、北派火锅等多种品类。由于区域口味差异、行业门槛相对较低等因素, 火锅调味料行业竞争格局较为分散, 其中上市公司中颐海国际、天味食品分别占比 14%、4.1%, 其余中小品牌还包括红九九、红太阳、德庄等。

图18: 2023 年中国餐饮行业火锅口味分布



资料来源: 餐宝典, NCBD, 国信证券经济研究所整理

图19: 火锅底料市场格局分散



资料来源: 四川火锅协会, 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

2 行业分析：复合调味品市场广阔，中长期成长逻辑依然清晰

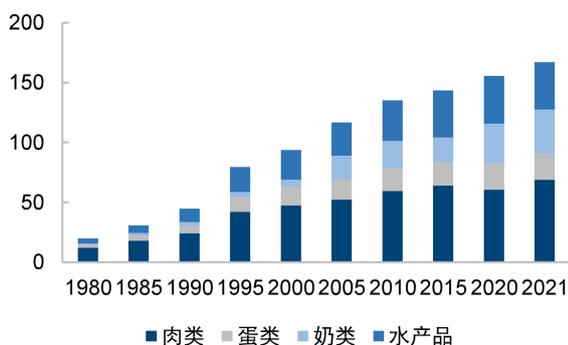
2.1 伴随中国饮食结构变迁，调味品需求定位复杂化

食材处理变难叠加厨具效率提升，烹饪行为中对调味料的要求提高。伴随经济水平提高，我国消费者饮食结构在过去 40 年发生了巨大变迁，高蛋白类食材摄入量提高。另外燃气灶、油烟机现代器具走进中国厨房，烹饪提效也使得做饭过程更为简单。由于原材料的升级和工具效率的提升，烹饪调味料的要求也与日俱增。

食材中肉蛋奶含量提高，食材处理难度加大。根据农业农村部数据，1980 年至 2021 年中国人均肉/蛋/奶/水产品类年消费量分别翻 6/9/41/9 倍。相比谷物、蔬菜通常只需要蒸煮或炒制，肉类、水产等高蛋白食材往往需要去腥、调味等，烹饪过程中往往需要使用香辛料、食用油。

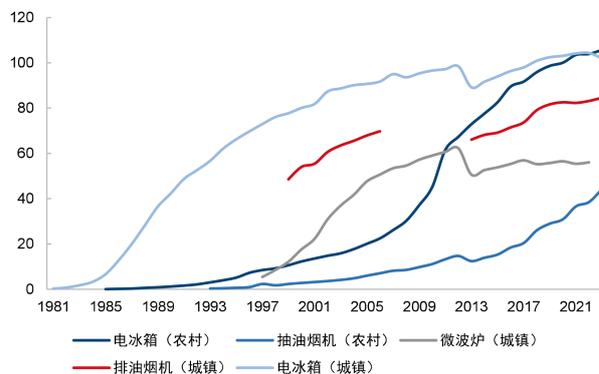
◆ **烹饪器具电器化，缩短时间，简化流程。**中国于 80 年代开始普及独用厨房住宅，居民开始使用燃气灶、电磁炉等厨具，西式厨具如平底锅、烤箱等也开始走进厨房。根据国家统计局，中国城镇、农村居民冰箱、油烟机、微波炉保有量自 80 年代后迅速提升，中国厨房效率因工业化器具的进入完成了效率的初步提升。

图20: 1980-2021 年人均肉蛋奶、水产品消费量 (KG) 增加



资料来源：农业农村部食物与营养发展研究所，国信证券研究所整理

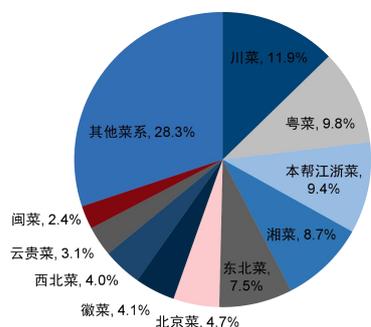
图21: 中国厨房中现代化电器保有量 (每百人) 提升



资料来源：国家统计局，国信证券研究所整理

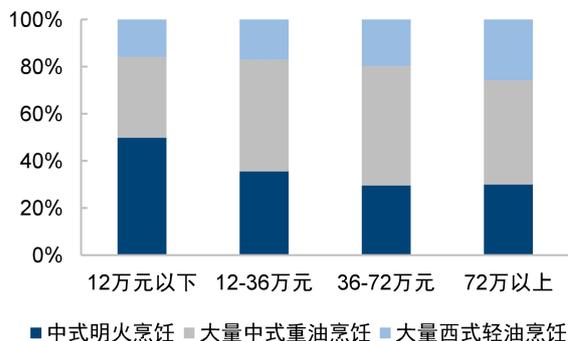
饮食品类、口味融合扩张，调味品功能定位复杂化。一方面，中国幅员广阔，传统八大菜系的地域性风味差异持续存在，例如川湘菜与粤菜使用的调味品有显著不同；另一方面，海外西式快餐等新兴品类融合进入中国人的餐桌，根据红餐网和前瞻产业研究院数据，2023 年中国西式快餐规模约 2680 亿元，催生出沙拉酱、复合香料等跨品类需求。另外，随着中国居民收入水平提高，对于健康化饮食的需求增强，而 2020 年轻食渗透率仅约 20%，轻油烹饪的西式饮食一般会使用能量低、脂肪低、少糖、少盐的调味品。中国饮食品类和口味的结构呈现出深度分化和品类扩容的双向演变，调味品功能定位逐渐复杂。

图22: 中国本土菜系复杂 (2024 年)



资料来源: 餐饮 020, 国信证券研究所整理

图23: 收入较高的家庭使用轻油西式烹饪方式的比例更高



资料来源: 中国社会科学院国情调查与大数据研究中心, 方太, 国信证券研究所整理 注: 数据为 2024 年

2.2 复调行业处于成长阶段, 为厨房工业化提供有效解决方案

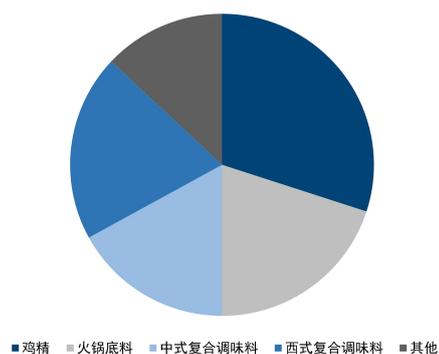
复合调味品处于成长阶段, 品类以火锅底料、中西式复调为主。复合调味料是由基础、单一调味料进行组合再加工得到的产品, 一般由酱油、盐、糖等多种调味料通过特定比例调制, 能够节省烹饪中的调味环节时间。受益于 2010 年后中国餐饮市场高速成长以及行业连锁化率提升, 复合调味料行业保持高景气度, 2023 年复调行业规模约 2032 亿元, 2011-2023 年 CAGR 约 14%, 赛道增速高于业均。我国的复合调味料包含多个品类, 除鸡精外以火锅底料、中式复合调味料、西式复合调味料为主, 火锅底料/中式复调/西式复调分别约占 20%/17%/20%。

图24: 2011-2023 年复合调味品规模 CAGR 约为 14%



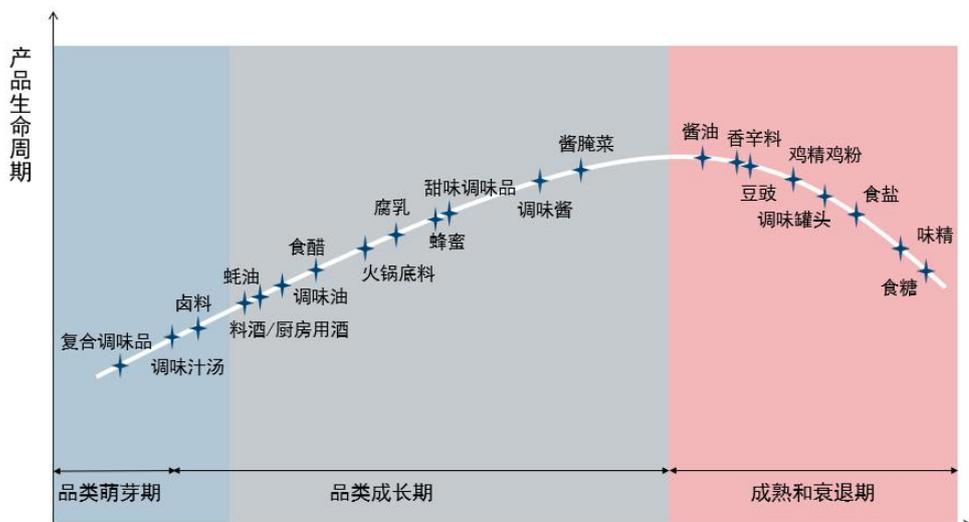
资料来源: 艾媒咨询, 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图25: 中式复合调味料占复合调味料比例约 17% (2020 年)



资料来源: 沙利文, 国信证券经济研究所整理

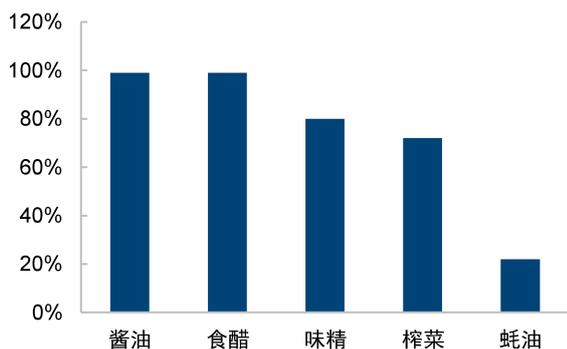
图26: 大多数复合调味品处于发展早期



资料来源: 网聚资本, 国信证券经济研究所整理

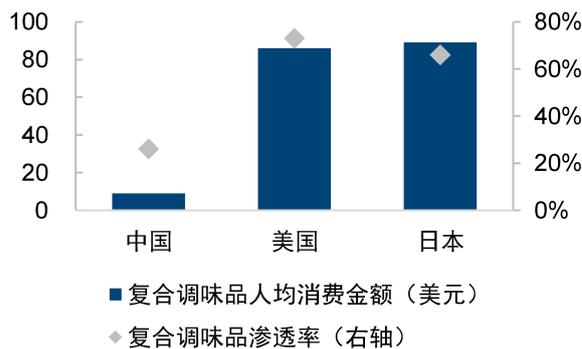
复合调味品渗透率相对较低, C端传统中式复调接受度更高。2020年基础调味品中, 酱油、食醋渗透率均超过90%, 味精、榨菜等渗透率超过50%, 酱醋类历史悠久, 消费基础广大, 发展已进入成熟阶段。复合调味品伴随餐饮行业应运而生, 仍处于成长阶段, 根据艾媒咨询和调料家, 2020年中国复合调味料渗透率约26%, 人均消费额约9美元, 相比美国、日本等较低。豆酱、辣酱、面酱等为代表的中式调味酱在C端接受度较高, 消费者在家庭传统烹饪场景中广泛使用酱类产品, 此类中式复调渗透率已经达到80%。

图27: 我国酱油、食醋等基础调味品渗透率较高



资料来源: 每日食品、国信证券经济研究所整理

图28: 中国复合调味品人均消费金额较低, 渗透率不高



资料来源: 艾媒咨询, 调料家, 国信证券经济研究所整理

火锅调味料标准化难度低, 火锅底料B端使用为主。由于下游火锅对于底料使用门槛低, 且生产成本较低, 火锅调味料标准化难度低, 是目前复合调味料中最重要的工业化品类之一。火锅调味料除了在火锅菜肴中使用, 亦可用于烹饪其他中式菜肴, 如麻辣香锅、麻辣烫、烧烤、烤鱼、小龙虾等, 应用场景较广阔。火锅调味料可以分为火锅底料、火锅蘸料、牛油、火锅油碟等, 根据沙利文数据, 2019

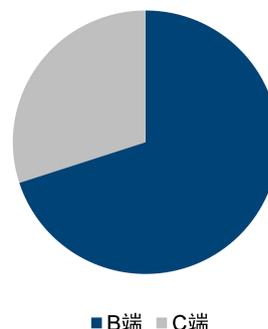
年中国火锅底料规模约 223 亿元，目前主要应用于餐饮端，占比大约 70%。

图29: 火锅调味料以底料为主，2019 年规模约 223 亿元



资料来源：沙利文，国信证券经济研究所整理

图30: 火锅底料主要应用于餐饮端

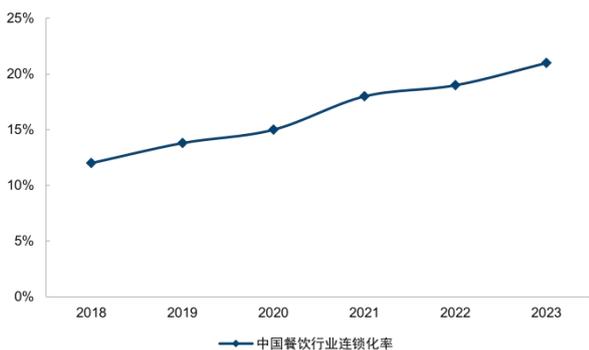


资料来源：沙利文，国信证券经济研究所整理

疫后复调景气度虽有减弱，中长期成长逻辑仍强。复合调味品处于上升阶段，B端渗透率提高的三条路径主要为连锁化、降本增效和场景拓展，C端路径则为满足便捷性需求。

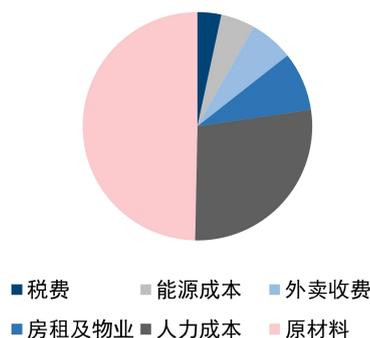
◆ **B端：连锁化、降本增效、场景拓展需求带动复调持续增长。**根据中国连锁餐饮经营协会，中国餐饮行业连锁经营率稳步提升，2023年约为21%，复合调味品能满足餐饮企业对口味稳定、出餐效率以及标准化管理的需求。根据中国饭店协会，2023年餐饮企业人力、房租占收入比例均值分别为25.6%、7.7%，使用复调有助于减少厨房面积和劳力数量，降低经营成本；另外，外卖、预制菜等业务需求不断增加，复调迎合非堂食业务、工业企业的标准化口味需求。

图31: 2023 年中国餐饮连锁化率提升至 21%



资料来源：中国连锁经营协会，国信证券经济研究所整理

图32: 2022 年餐饮企业成本构成中房租、人力占比高

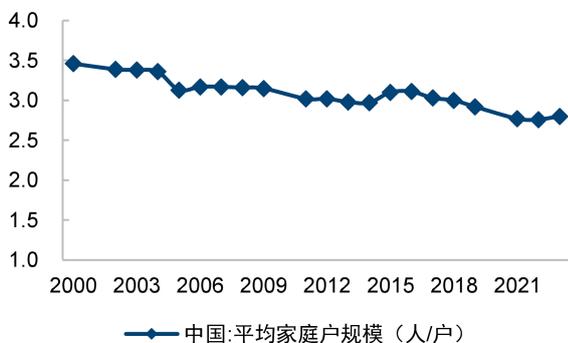


资料来源：中国饭店协会、国信证券经济研究所整理

◆ **C端：复调主要满足便捷性需求，菜品调料在工业化基础上得以较好渗透。**C端复调解决的痛点是食材准备的操作难度和制作时间，恰好符合我国家庭烹饪模式的变迁中萌生的需求。随着中国家庭单元趋于小型化，叠加年轻人烹饪能力低，复合调味料通常针对某一菜式或味型来设计的特质迎合了快速、简单烹

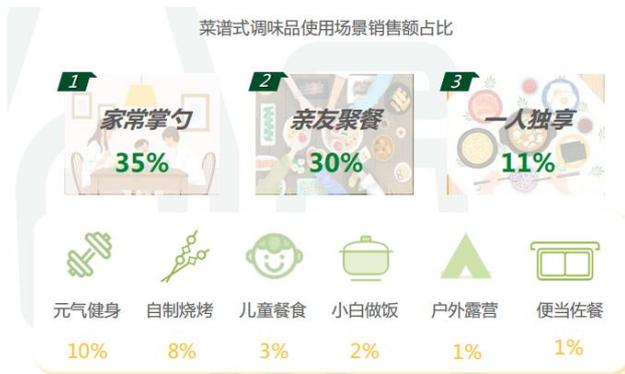
调的需求。另外，菜谱式调料已有部分产品具有成熟的工业化基础，例如酱、粉类调料，在场景拓展的过程中有望继续渗透。

图33: 中国家庭规模趋于小型化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 菜品调料使用场景分化



资料来源: 天猫消费者洞察, 《2024 年中国调味品趋势白皮书》, 国信证券经济研究所整理

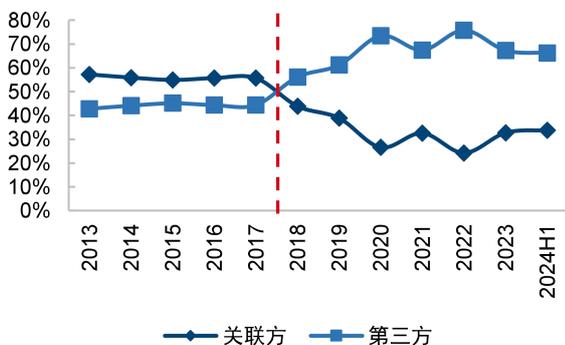
3 公司看点：管理体系灵活迭代，第三方渠道、出海成为新增长点

3.1 渠道管理趋于精细规范，新渠道拓宽能力边界

3.1.1 渠道管理模式变化灵活，驱动第三方收入增长

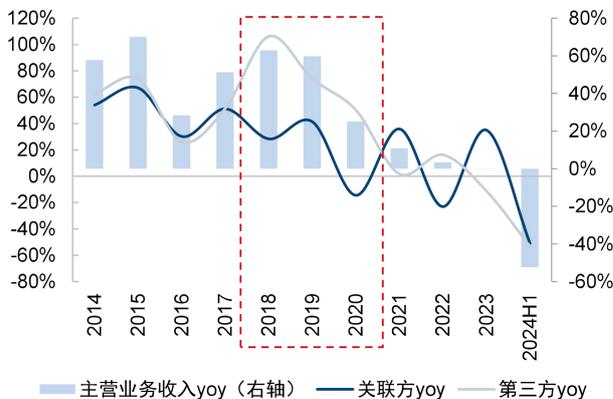
第三方开启内生增长新阶段，2023 年关联方收入占比约 1/3。2018 年以前颐海收入来源主要是为海底捞提供火锅底料，关联方构成主要收入来源。2018 年开启裂变制拓商后，公司调味品、速食经销商数量大幅增加，由此第三方收入占比首次超过关联方，成为内生增长的主要来源。2023 年关联方、第三方收入占比分别为 34%、67%。

图35：2018 年第三方收入占比超过关联方



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：第三方收入是 2018-2020 年增长的主要来源



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

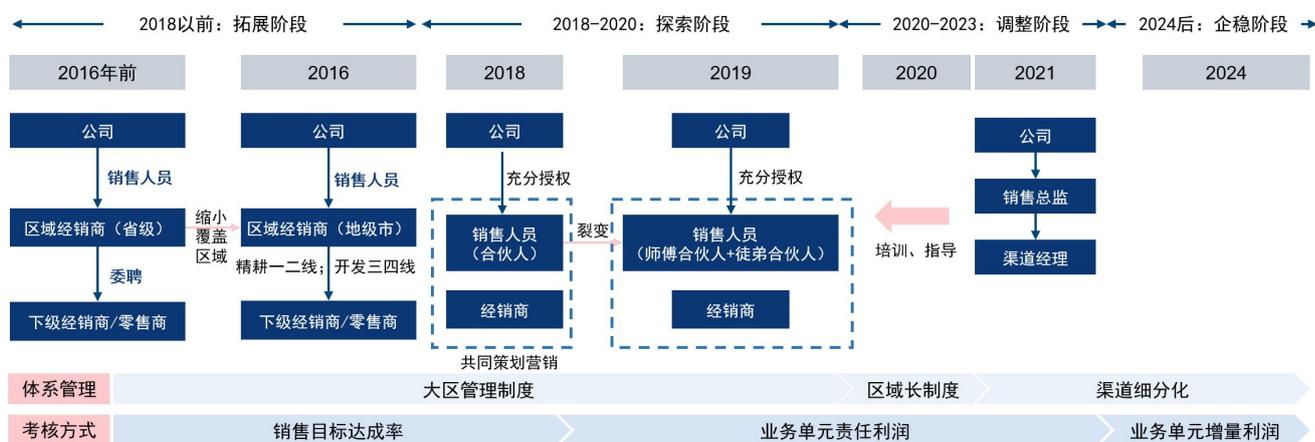
多次迭代渠道管理体系，2024 年激励模式逐渐企稳。早期体量较小时，公司通过缩小经销商覆盖区域和调整渠道结构，拓宽了销售网络并加强了终端控制。随后在海底捞基因的影响下引入合伙人制度，提升了销售体系效率。虽然 2020-2023 年公司历经多次调整，2024 年将考核方式转向增量利润激励，渠道管理逐渐企稳。公司第三方经销渠道的管理模式经历多次迭代：

- ◆ **2018 年以前：缩小经销商覆盖区域，实现经销网络拓展下沉。**2016 年以前公司经销商多为从事经销食品及调味品、具备成熟地方经销网络的经销商的省级代理商，此类经销商会委聘下级经销商或零售商销售产品。2016 年 1-3 月公司对经销商渠道进行结构调整，成熟经销区域单一经销商的覆盖区域缩小至地级市，一方面拓宽经销网络，另一方面加强公司对于终端的控制。2016 年相比 2015 年公司覆盖城市数量增长 117%至 360 个，经销商数量增加 131%至 443 家。
- ◆ **2018-2020 年：探索合伙人制度，提升销售体系效率。**2018 年公司借鉴海底捞“店长制”开启“合伙人”制度，销售人员以其负责的经销商作为业务单元，与经销商共同策略营销活动，并具有对费用的使用权限。同时，公司对于销售人员的考核标准从销售目标达成率转向经营利润。2019 年公司引入“师徒制”，依托“师徒制”管理基因，授权合伙人培养助理，助理裂变为“徒弟合伙人”，能够分享“师傅合伙人”业务单元利润，实现销售体系的人员接续。
- ◆ **2020-2023 年：销售管理体系模糊，区隔渠道差异化管理。**在合伙人裂变制度

之下，公司渠道进一步细分下沉。2020年下半年公司设立“区域长”制度，把产品营销划分为国内30个和国外4个区域团队，区域长负责带领团队全面开展从供应补充、新品研发、产品营销等工作。但是，由于区域长权力边界模糊，且产研销一体的管理模式对于人员要求较高，制度效果有限。2021年公司取消区域长制度，区隔NKA（全国重点客户）、EKA（在线重点客户）及流通渠道，实施差异化管理。

- ◆ **2024年后：渠道精细化、规范化管理，转向增量利润激励新机制。**公司2024年上半年优化了合伙人考核制度，考核方式转向增量。公司利用过程考核与业绩评价指标结合的模式，对于销售人员的考核激励指标从责任利润改为增量利润，调动一线销售人员开发新渠道、推广新产品的积极性。

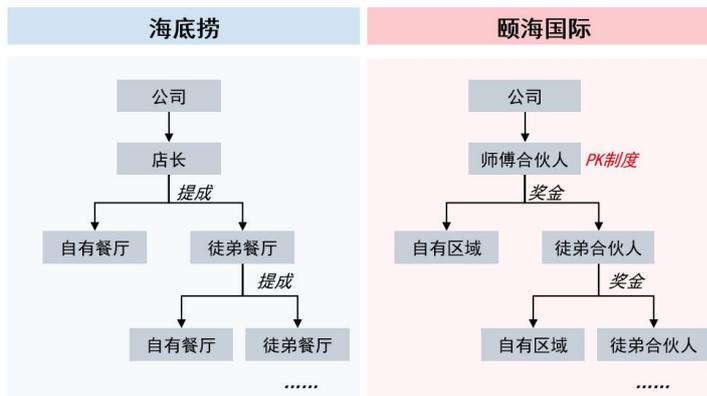
图37：公司经销渠道管理多次迭代，2024年之后进入企稳阶段



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

通过合伙人裂变开拓新渠道，激励机制动态调整。2018年公司模仿海底捞的店长制度引入“合伙人”制度并于2019年将制度升级为“裂变合伙人”。销售人员作为合伙人招收徒弟，徒弟学成后接管师傅的区域，师傅则开拓新市场。2018年后公司对合伙人的考核转为责任利润，合伙人不仅可获得自己区域的利润，还可以获得徒弟区域、徒孙区域一定比例的利润，不同合伙人之间通过PK制度进行淘汰优化。2020年公司调整了裂变制，师傅继续负责原市场，徒弟负责新市场，确保了师傅的市场地位和薪资水平，从而增强团队稳定性。随着公司渠道网点加密，合伙人裂变制度对于新市场开拓的边际效应减弱，2024H1公司优化合伙人考核方式为增量利润，合伙人制度进入新的阶段。

图38: 合伙人裂变制度从海底捞店长制中衍生



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

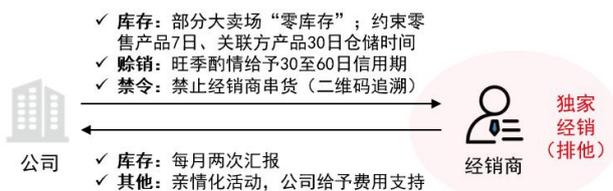
经销商管理严格且灵活, 信息化提升库存管理效率。公司严格监控经销商库存水平, 将周转和库存作为重要指标, 有效制约短期压货行为。对于重点 KA 客户实行“零库存”模式, 直接将货物从分仓运送至大卖场仓库。颐海建立 11 个区域物流分仓, 根据销售及市场需求制定每月的生产计划, 精细化管理生产、销售、仓储链条。颐海采取排他性合作模式, 采用预付款加旺季授信的交付方式; 禁止经销商串货, 公司密切监察经销商的销售、售价、市场营销活动、储存条件、物流设施、质量控制及存货水。通过使用通过融合智能识别技术, 公司收集并分析渠道周转、售点数量、分销率及市场活跃度, 对经销商销售情况进行跟踪管理。

图39: 颐海拥有全国 11 大物流中心



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

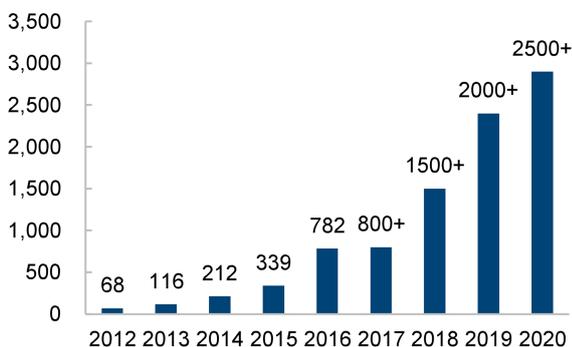
图40: 颐海国际对经销商进行全方位管理



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经销商数量攀升, 人均创收、创利均快速增长。在合伙人裂变机制之下, 颐海经销商数量快速增加, 2020 年底调味品和速食经销商合计接近 3000 家。另外, 公司运营效率也有所提升 2018-2020 年后人均创收、创利 CAGR 达到 23%、17%。截至 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。

图41: 颐海经销商数量攀升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 颐海人均创收和创利在 2018 年后迅速增长



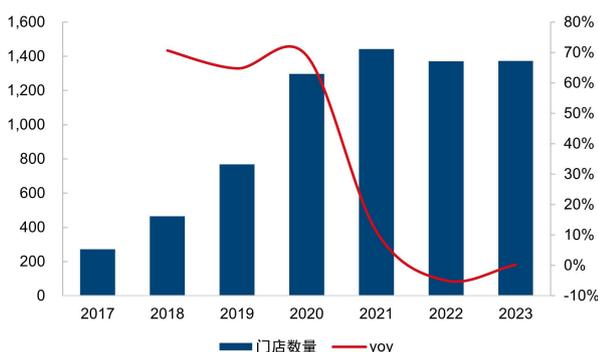
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

3.1.2 关联方经营状态恢复, 第三方渠道、出海拓宽边界

海底捞门店经营回暖, 调价影响减弱, 关联方贡献稳步修复。根据国信社服组分析, 2023H2 以来, 虽然餐饮行业复苏逐渐呈现出一定压力, 但海底捞品牌在餐饮行业疲软背景之下展现出极强的逆行业周期的高景气度, 配合公司性价比定位以及品牌营销出圈, 经营韧性较强。随着海底捞门店数量增加、同店经营恢复, 叠加上一轮调价对于颐海利润端逐渐消弭, 关联方贡献有望稳步修复。

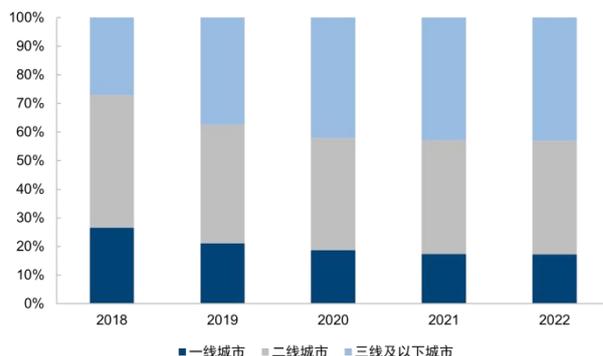
◆ **量: 海底捞门店扩张逐渐积极, 单店经营回暖。**海底捞作为火锅行业的龙头企业, 截至 2023 年末门店数量达 1374 家覆盖, 公司门店扩张逐渐积极, 预计拓店速度边际加快, 2024 年 3 月宣布拓展加盟特许经营模式, 模式成熟预计贡献额外增量。单店经营方面, 海底捞 2024H1 翻台率恢复至 4.2 次/天, 同店经营预计持续回暖。

图43: 海底捞门店数量变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 海底捞大陆门店分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ **价: 关联方全方位参考定价, 调价影响短期减弱。**关联方定制产品定价参考过往销售价格、第三方经销商净利率、生产成本、市场价格, 零售产品定价参考第三方销售价格。颐海每隔半年定期检讨及重估对海底捞集团的销售的价格并对价格作出适当调整, 实际调价周期大约 2-3 年。关联方最近一次调价发生于

2023年9月, 2023H2/2024H1 颐海关联方火锅调味料销售单价同比下降9%/16%。短期内因成本保持稳定, 预计关联方调价因素逐渐减弱。

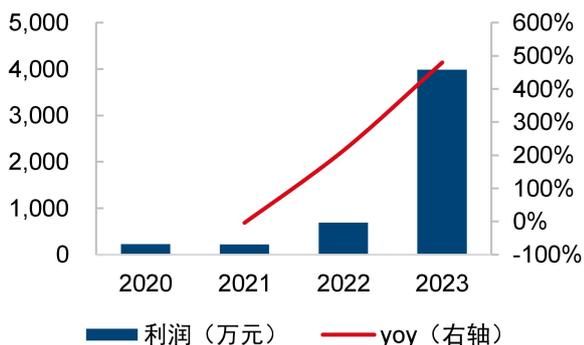
图45: 关联方调价周期大约 2-3 年, 2023 年 9 月调价预计反映于 2024 年



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

B 端看重产品性价比, 颐海小 B 端有望打开增量空间。 第三方大 B 端一直并非颐海的开发重点, 目前颐海国际大 B 客户主要包括餐饮、食品工业客户, 产品主要粉料、香辛料、牛油、复合调味料、预制菜 (如浇头、卤制品) 等。小 B 端客户注重产品性价比, 且品牌在 B 端厨房无露出, 所以产品、价位带是小 B 客户更为在意的因素。小 B 主要产品需求为标品, 目前公司体量不大, 主要销售清油、麻辣香锅底料等。复调龙头天味食品并购小 B 端餐调企业食萃, 为收入、利润带来明显增量贡献。颐海小 B 渠道以经销商制开拓, 现有合伙人兼职小 B 经销商开拓工作, 前期投入较少, 有望以较小的成本撬动渠道增长。

图46: 主营小 B 端的食萃食品为天味食品带来利润贡献



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 颐海经销商销售人员数量低于天味食品



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

关联方加速全球布局, 海外市场持续拓展。 自 2012 年海底捞在新加坡开设第一家海外餐厅以来, 特海国际作为其全资子公司, 一直在大中华区以外的地区积极拓展业务。与海底捞相似, 特海国际也将颐海国际作为其主要产品的供应商。特海国际在 2022 年完成分拆上市, 2023 年海外门店总数增至 115 家。颐海 2015 年开始将产品出口至海外市场, 2023 年海外市场收入 3.8 亿元, 约占主营收入 6.1%。

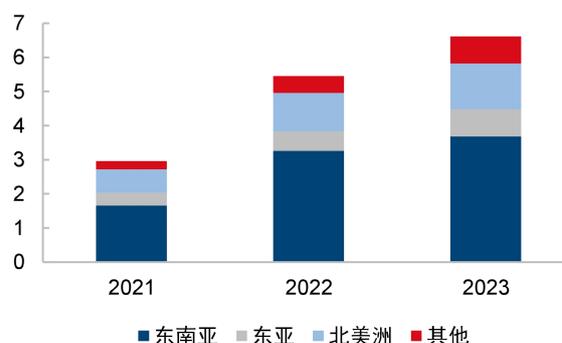
东南亚供应链建设逐渐到位，推进全球化产能布局。受到肉类、油脂等原材料进出口制度的限制，此前公司在海外产能布局节奏偏慢，目前颐海国际已开始东南亚供应链的建设，且已在海外建立了独立的销售团队，2020年马来西亚合资工厂投产，泰国工厂于2023年投产，后续将在欧洲布局。

图48: 颐海海外收入变化



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图49: 特海国际分区域收入（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 产品研发系统管理，品类、品牌、价位矩阵逐步完善

3.2.1 厘清产品研发管理制度，多品类、多品牌高效运作

产品研发管理制度优化，增强自上而下统筹能力。颐海对于产品研发的组织模式也进行了多次迭代，自2018年推出产品项目制开始，公司不断反思实践中产生的问题，并针对具体问题探索解决方案，2021年设立创新委员解决统筹问题和品类均衡问题。2021年后公司注重产品中长期生命，2022年后创新委员同步管理产品研发方向对应的生产工厂以加强研发与生产端链接，提升新产品开发效率，并逐步开始拓展B端、海外渠道。

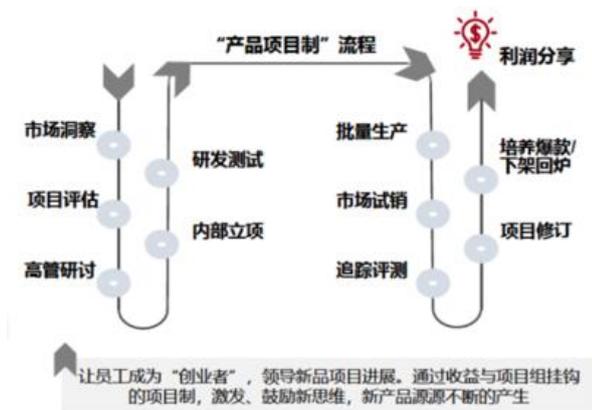
- ◆ 2018年公司引入产品项目制，项目负责人提出新产品创意，带领团队完成该项目包括从立项到上市的整个流程，盈利后可得到相应奖励。
- ◆ 2019年公司在产品项目制基础上推出小龙虾调味料等产品，对于产品立项和激励机制等的定量要求进一步细化。在实践中公司发现项目制结合考核方式存在推新动力不足、统筹不足的问题，从而2020年设立10个产品企划室在区域长制度下对于产品研发进行统筹管理。
- ◆ 2021年设立创新委员自上而下统筹研发工作，引导各团队进行行业及品类的深度研究，强化上市标准，提高成功率。公司对于涉及的22个品类进行深入研究，产品研发方向从SKU导向改为对品类产品的中长期规划。
- ◆ 2022年公司由7个创新委员带领21个产品小组开展工作，产研结合更加紧密有效，创新委员也同步管理产品研发方向对应的生产工厂。2023年公司蓄力B端市场开拓，通过细分画像提供差异化产品服务。同时公司成立海外产品研发小组，横向对比不同区域饮食文化习惯，丰富产品储备。

图50: 公司产品研发管理制度不断优化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 产品项目制目的在于激发和鼓励员工创新



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图52: 在产品项目制加持下, 颐海 SKU 数量增加



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品项目制后加速品类拓展, 底料、蘸料、复调、速食产品矩阵丰富。2015-2018年公司产品研发由研发部门负责, 产品以底料、蘸料为主。随着产品项目制不断调整, 公司推新自2018年后加速, 品类逐渐拓展到菜品调料、速食等。截至2023年末, 公司共有62款火锅调味料产品, 68款中式复调产品, 72款方便速食产品, 产品矩阵丰富。2023年2024年颐海国际红酸汤、云南野生菌, 老重庆牛油等新口味火锅底料新品推出, 同时小规格和零添加产品预计陆续上市, 复调鱼系列、汁水系列陆续推新, 方便速食自热火锅系列也对老口味优化, 推出新品进行补充。

表2: 颐海历年重要新品

时间	主要新品
2006	海底捞植物油火锅底料
2007	植物油火锅底料
2008	海底捞西红柿火锅底料、三鲜火锅底料、清汤火锅底料
2010	麻辣香锅调味料、西红柿火锅底料

2011	菌汤火锅底料
2012	普通火锅蘸料（盒装）
2013	毛血旺调味料、海底捞牛油无渣火锅底料
2014	上汤酸菜鱼调味料、麻辣拌调味料、海底捞清油青花椒火锅底料
2015	醇香牛油火锅底料、精品火锅蘸料、原味、香辣及海鲜味普通火锅蘸料（袋装）
2016	精品水煮鱼调味料、泡椒酸汤鱼调味料、红油豆瓣酱调味料、麻辣小龙虾调味料、重庆小面调味料
2017	麻辣小龙虾（餐饮装）、清汤火锅（餐饮装）、五种不同口味的自加热小火锅
2018	多种口味的小龙虾调味料、多种自加热小火锅及即食酱、基础版千人千味锅底、海底捞异域风情系列锅底
2019	小龙虾调味料、“好好吃饭”拌饭酱、牛油火锅底料、自热小火锅系列、海底捞千人千味锅底产品
2020	冲泡粉丝、冲泡米饭、“一人食”火锅底料、“小料台”新品火锅蘸料
2021	小龙虾系列产品、自加热米饭系列产品
2022	小龙虾调味料、酸菜鱼调味料、红烧肉调料、自加热米饭系列、干拌饭及自热米饭的口味与品质升级、丰富火锅底料规格及口味
2023	零添加调味料系列、回家煮系列、多种方便快捷
2024H1	零添加系列、快捷菜系列、小龙虾调味料及多种方便快捷的新口味

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图53：颐海国际产品矩阵丰富

	辣味					不辣				
火锅底料										
	14.9元/288g	9.0元/150g	9.0元/150g	19.9元/500g	11.9元/200g	16.6元/240g	15.18/140g	14.0元/180g	11.9元/110g	11.9元/200g
复合调味料	麻辣香锅调味料			鱼类调味料		菜品调料				
	11.9元/220g	9.9元/360g	9.9元/300g	9.9元/210g	3.5元/80g	4.5元/100g	7.9元/100g	7.9元/200g	7.9元/160g	7.9元/180g
火锅蘸料										
	9.9元/120g	11.8元/120g	5.0元/80g	5.0元/80g	5.0元/80g	5.0元/100g				
自煮、冲泡	自煮				粉类			饭类		
	29.9元/435g	29.9元/365g	29.9元/435g	19.9元/400g	6.9元/144g	6.9元/122g	10.9元/160g	5.9元/147g	5.9元/128g	5.9元/137g
米饭、米线										
	16.9元/272g	16.9元/272g	16.9元/272g	16.9元/187g	13.0元/341g	13.0元/391g	10.0元/290g			
下饭菜、佐餐酱										
	10.0元/200g	15.3元/160g	10.0元/200g	10.0元/200g	9.9元/210g	10.0元/175g	10.0元/160g	10.8元/200g	11.7元/200g	10.8元/180g

资料来源：公司官网，天猫，国信证券经济研究所整理 注：数据统计于2024年1月，可能因促销产生价格波动

多品类、多品牌运作，助力公司多元化发展。公司目前已搭建较为清晰的多品牌架构，由于海底捞品牌和火锅关联度较高，公司将海底捞品牌主要使用在火锅调料、方便速食产品。为了区隔其他品类，公司则使用“筷手小厨”、“悦颐海”覆盖调味料和半成品、B端餐饮渠道复调和半成品。

◆ **海底捞品牌认知度高，颐海拥有免费永久使用权力。**根据中国饭店协会，2015-2023年海底捞连续荣登火锅品类第一品牌，品牌影响力较大。颐海作为

海底捞集团的重要关联方，海底捞集团关系稳固，自 2007 年起双方签订商标许可协议，颐海拥有“海底捞”永久免特许权使用费。颐海国际凭借“海底捞”品牌推出火锅底料、蘸料、方便速食系列，使得海底捞的品牌力能够复用到零售端。

- ◆ **区隔场景和渠道，子品牌定位多元。**公司考虑到“海底捞”品牌火锅认知较强，在休闲零食、复合调味料等其他品类上可能存在局限性，于是推出多个子品牌进行差异化布局。“筷手小厨”品牌定位中式复合调味料领域，“悦颐海”聚焦面向 B 端的餐饮复合调味料与半成品，“哇哦”则定位于休闲食品。通过培育多元品牌，公司进一步拓展业务版图，在不同细分赛道精准发力。

图54：颐海多品牌架构满足多元化应用场景



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图55：海底捞连续多年上榜火锅第一大品牌

排名	2016	2017	2018	2019
1	海底捞	海底捞	海底捞	海底捞
2	黄记煌	黄记煌	呷哺呷哺	呷哺呷哺
3	小肥羊	小肥羊	小龙坎	香天下
4	重庆德庄	呷哺呷哺	黄记煌	重庆德庄
5	刘一手	重庆德庄	重庆德庄	刘一手

排名	2020	2021	2022	2023
1	海底捞	海底捞	海底捞	海底捞
2	呷哺呷哺	呷哺呷哺	呷哺呷哺	呷哺呷哺
3	小龙坎	重庆德庄	朝天门	朝天门
4	刘一手	朝天门	刘一手	刘一手
5	重庆德庄	小龙坎	重庆德庄	重庆德庄

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2.2 研发能力支撑复调创新，速食价格带逐渐完善

复合调味品大单品难遇，行业产品同质化竞争。大单品模式优势显著，既能简化供应链、打通产业链以降本增效，又能快速锚定品牌定位，强化品牌标签。然而，中式复调大单品难得，主要源于 1) 中式菜系广，调味料原材料复杂、标准化难度高，导致单品天花板不高。相比来看，西式沙拉酱、番茄酱等材料、工艺简单，应用场景更为广泛。2) 中国消费者地域之间口味差异大，难以有全国化的风味出现，即使供给端推出新口味，特定的受众通常只能贡献短期增长。酸菜鱼调料由于符合大多数中国人的饮食习惯，在高渗透率基础上又具有一定特色，成为中式复调的成功大单品之一。由于大单品难得，复合调味品行业近年来同质化竞争趋势明显，各企业 2024 年新品基本集中于小龙虾调料、酸菜鱼调料、麻辣香锅料类。

颐海研发能力支撑创新，精准锚定消费者偏好。颐海复调产品涉及酸菜鱼、麻辣香锅、小龙虾多个品类，在同质化竞争中，颐海研发体系的更新迭代使得公司能够精准把握下游需求偏好。筷手小厨 2024 年上半年推出了小龙虾系列新品，其中法式蒜蓉口味中西结合，符合当下消费者的口味趋势，另外两个口味（油焖口味、香辣口味）保证基本盘。

图56: 酸菜鱼市场规模



资料来源: 九毛九招股书, 国信证券经济研究所整理

图57: 2024年上半年通过新口味调料新品拓展小龙虾系列



资料来源: 红餐网, 国信证券经济研究所整理

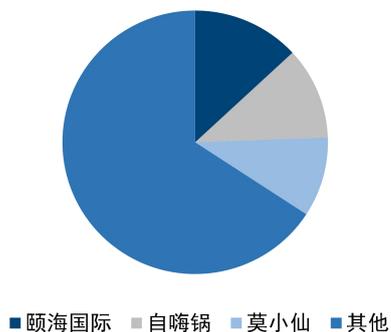
表3: 中式复调产品竞争同质化

企业	中式复合调味料产品
海天味业	浓香红烧汁、高汤卤水汁、清香焖锅酱、香辣小炒酱、酸辣鱼香酱、小龙虾炒料、盐焗鸡粉等
李锦记	猪骨浓汤、酸甜排骨酱、蜜汁蒜香骨酱、照烧鸡翅/牛肉酱、萝卜焖牛腩调料等
厨邦	小龙虾调料等
千禾味业	鱼香肉丝、麻婆豆腐、青笋土豆烧鸡、回锅肉、香辣干锅调味料, 小龙虾调料、酱香烧汁调味料
恒顺醋业	红烧肉和酸汤肥牛料理包, 募建设 10 万吨复调产能, 涉及油醋汁、番茄沙司、麻油、小龙虾调味料
太太乐	糖醋排骨、麻婆豆腐、宫保鸡丁、鱼香肉丝、黑椒牛柳调料、大盘鸡、麻辣香锅调料
天味食品	回锅肉、水煮肉片、辣子鸡、鱼香肉丝、麻婆豆腐、宫保鸡丁、粉蒸肉、小龙虾调料、烧鸡公调料等
日辰股份-味之物语	中式小炒调料, 包括麻婆豆腐、红烧肉、麻辣香锅、糖醋排骨等调味料
安记食品	排骨味王调味料、海鲜粉调味料、大骨浓汤调味料、牛肉粉味增鲜调味料、粉蒸肉调味料等
仲景食品	推出辣椒炒肉、黄焖炒鸡、麻辣豆腐、藤椒肥牛、藤椒蒸鱼、麻辣鱼、藤椒炒鸡等调味料
莲花健康	红烧酱汁等
丹丹郫县豆瓣	卤汁卤料和多款鱼调料, 包括金汤急、柠檬泡椒鱼水煮鱼、青花椒鱼等调味料

资料来源: 红餐网, 国信证券经济研究所整理

价格带稳步完善提高性价比, 方便速食有望恢复增长。2017 年公司抓住了市场机遇, 与海底捞合作研发并推出了自热小火锅, 成功进入方便速食领域。此, 自热速食市场迅速扩张, 吸引了众多竞争者进入, 包括新兴品牌如自嗨锅和莫小仙, 以及传统速食品牌如统一的开小灶和今麦郎。此外, 外卖市场的兴起以及疫情后堂食餐饮的复苏也产生冲击, 2023 年颐海方便速食业务收入出现负增长。公司积极调整产品定位, 将自热火锅的价格区间从最初的 30-40 元扩展到 20-40 元, 并推出了 6.9 元的冲泡粉丝等高性价比产品。通过价格带的稳定拓展, 公司有望在品牌优势之下推动方便速食业务恢复增长。

图58: 2022 年自热火锅线上市场竞争格局



资料来源: 华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图59: 颐海国际方便速食收入及增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

4 盈利预测与估值

假设前提：关联方业务场景恢复，第三方业务稳健增长

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入端：分产品看我们进行如下假设：1) 火锅调味料：颐海在火锅调味料领域凭借与海底捞的深度合作以及品牌影响力，市场地位稳定。随着消费者对便捷烹饪方式的偏好增加，公司一方面通过持续的产品创新推出不同风味满足了市场的多样化需求，另一方面积极拓展电商等新销售渠道，进一步扩大市场份额。预计2024-2026年收入增速分别为4%/7%/8%。2) 中式复调：颐海国际通过多品牌战略覆盖B、C端市场，利用产品项目制研发新品，如小龙虾和酸菜鱼等，提高新品成功率，增强中式复调市场渗透率。预计2024-2026年收入增速分别为16%/15%/10%。3) 方便速食：颐海国际通过调整产品结构和渠道策略，推出了多款具有高性价比的方便速食产品，如冲泡粉丝等，满足消费者对便捷和实惠的需求。预计2024-2026年收入增速分别为16%/14%/10%。

成本端：分品类看：1) 火锅调味料：预计2024-2026年毛利率分别为33.4%/33.6%/33.6%；2) 中式复合调味料：预计2024-2026年毛利率分别为34.8%/34.9%/35.0%；3) 方便速食：预计2024-2026年毛利率分别为25.2%/25.2%/25.2%。

表4: 颐海国际收入拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
火锅调味料						
收入(百万元)	3607	3665	4092	4252	4553	4933
增速	13.1%	1.6%	11.7%	3.9%	7.1%	8.3%
毛利率	36.2%	34.7%	34.1%	33.4%	33.6%	33.6%
中式复合调味料						
收入(百万元)	530	569	621	723	833	916
增速	0.0%	7.2%	9.2%	16.3%	15.2%	10.0%
毛利率	34.4%	32.2%	32.8%	34.8%	34.9%	35.0%
方便速食						
收入(百万元)	1703	1870	1387	1607	1824	2008
增速	10.6%	9.8%	-25.8%	15.8%	13.5%	10.1%
毛利率	25.5%	21.2%	24.7%	25.2%	25.2%	25.2%
其他						
收入(百万元)	102	43	47	49	53	56
增速	3.0%	-57.6%	9.2%	3.0%	8.0%	6.0%
毛利率	1.4%	1.8%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
总营收						
收入(百万元)	5943	6147	6148	6630	7263	7913
增速	10.9%	3.4%	0.0%	7.8%	9.5%	9.0%
毛利率	32.4%	30.1%	31.6%	31.4%	31.4%	31.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

综上所述，预计未来3年营收66.3/72.6/79.1亿元，同比增加7.8%/9.5%/9.0%，

毛利率 31.4%/31.4%/31.4%。

费用端：公司 2024 年起加大费用投放，预计 2024-2026 年公司销售费用率为 10.4%/10.2%/10.1%，2024-2026 年公司管理费用率为 4.5%/4.0%/3.6%。

未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6147	6148	6630	7263	7913
营业成本	4293	4206	4550	4979	5427
销售费用	647	589	689	740	798
管理费用	233	280	320	316	310
财务费用	12	-50	-5	-7	-18
营业利润	1056	1173	1110	1268	1429
利润总额	1142	1264	1160	1318	1479
归属于母公司净利润	742	853	779	889	998
EPS	0.72	0.82	0.75	0.86	0.96
ROE	17.18%	17.70%	15.92%	17.37%	18.59%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 24-26 年收入分别为 66.3/72.6/79.1 亿元，同比增加 7.8%/9.5%/9.0%，24-26 年公司实现归母净利润 7.8/8.9/10.0 亿元，同比 -8.6%/14.1%/12.3%；每股收益分别为 0.75/0.86/0.96 元。

表6: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	6,147	6,148	6,654	7,321	8,010
(+/-%)	3.4%	0.0%	8.2%	10.0%	9.4%
净利润(百万元)	742	853	988	1122	1256
(+/-%)	-3.2%	14.9%	15.9%	13.5%	12.0%
摊薄 EPS	0.72	0.82	0.95	1.08	1.21
中性预测					
营业收入(百万元)	6,147	6,148	6,630	7,263	7,913
(+/-%)	3.4%	0.0%	7.8%	9.5%	9.0%
净利润(百万元)	742	853	779	889	998
(+/-%)	-3.2%	14.9%	-8.6%	14.1%	12.3%
摊薄 EPS(元)	0.72	0.82	0.75	0.86	0.96
悲观的预测					
营业收入(百万元)	6,147	6,148	6,606	7,205	7,818
(+/-%)	3.4%	0.0%	7.5%	9.1%	8.5%
净利润(百万元)	742	853	579	667	753
(+/-%)	-3.2%	14.9%	-32.1%	15.2%	12.9%
摊薄 EPS	0.72	0.82	0.56	0.64	0.73
总股本(百万股)	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：15.94-17.40HKD

我们将公司分为可预测期（2024-2026年）、过渡期（2027-2033年）和永续期（2034年起）三个阶段，采用FCFF估值法以反映公司的长期成长价值：

1) **可预测期（2024-2026年）**：参考前述盈利预测拆解，我们得到24-26年收入分别为66.3/72.6/79.1亿元，同比增加7.8%/9.5%/9.0%，24-26年公司实现归母净利润7.8/8.9/10.0亿元，同比-8.6%/14.1%/12.3%。

2) **过渡期（2027-2033年）**：假设公司2027-2033年营收增速仍能保持在约2-8%水平，2033年后逐年收窄。

3) **永续期（2034年起）**：颐海凭借与海底捞的深度合作以及品牌影响力，在复合调味品市场地位稳定，产品项目制研发满足市场的多样化需求，销售渠道进一步向B端餐饮、C端新渠道拓展，公司有望进一步扩大市场份额。综上，我们预测FCFF永续增长率为0.8%。

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	3.4%	0.0%	7.8%	9.5%	9.0%	7.2%	5.7%	4.6%	3.9%	3.3%	2.8%	2.4%
营业成本/营业收入	69.8%	68.4%	68.6%	68.6%	68.6%	68.6%	68.6%	68.6%	68.6%	68.6%	68.6%	68.6%
管理费用/营业收入	3.7%	4.5%	4.5%	4.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
销售费用/销售收入	10.5%	9.6%	10.4%	10.2%	10.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
所得税税率	28.6%	28.2%	28.5%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%
股利分配比率	25.0%	90.0%	90.0%	75.0%	75.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	28.50%
无风险利率	1.72%	Ka	8.72%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.01
公司股价（元）	14.56	Ke	8.77%
发行在外股数（百万）	1037	E/(D+E)	98.98%
股票市值(E, 百万元)	15094	D/(D+E)	1.02%
债务总额(D, 百万元)	155	WACC	8.71%
Kd	3.60%	永续增长率（10年后）	0.80%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.00x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 1.72%，股票风险溢价率取 7.00%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 3.60%；由此计算出 WACC 为 8.71%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 14.89-16.25 元，换算为港元约 15.94-17.40HKD。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.3%	8.5%	8.71%	8.9%	9.1%
永续 增长 率变 化	1.4%	17.35	16.81	16.29	15.81	15.35
	1.2%	17.04	16.52	16.03	15.56	15.12
	1.0%	16.75	16.25	15.78	15.33	14.90
	0.8%	16.48	15.99	15.54	15.10	14.69
	0.6%	16.22	15.75	15.31	14.89	14.49
	0.4%	15.97	15.52	15.09	14.68	14.30
	0.2%	15.73	15.30	14.89	14.49	14.12

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：16.71-17.69HKD

选取和公司较为相似的调味品行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。选择与其业务相似的调味品行业公司作为比较对象。海天味业主要从事基础调味品的生产，天味食品、宝立食品专注于复合调味品。调味品行业因其稳定的消费需求和抗通胀特性，通常能够享受较高的永续增长率。此外，复合调味品的市场规模庞大且处于成长阶段，未来五年预计将保持较高速度增长。颐海国际作为火锅调味料和中式复合调味料的龙头企业，受益于与海底捞的紧密合作关系以及品牌影响力，火锅调味料业务在 C 端渠道表现强劲，中式复合调味料利用小龙虾、麻辣香锅等调味料开拓，在方便速食领域针对消费者习惯变动进行调整。颐海国际的组织经历多轮变革迭代，研发机制具有创新基因，核心竞争力突出。根据我们的预测，24-26 年收入分别为 66.3/72.6/79.1 亿元，同比增加 7.8%/9.5%/9.0%，24-26 年公司实现归母净利润 7.8/8.9/10.0 亿元，同比 -8.6%/14.1%/12.3%；实现 EPS0.75/0.86/0.96 元；当前股价对应 PE 分别为 18.1/15.9/14.1 倍，若给予公司 2025 年 17-18XPE，则对应股价 16.71-17.69HKD，对应市值 173-183 亿元。

表10: 可比公司估值表(2025年2月26日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (原始货币)	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				24E	25E	24E	25E		
1579.HK	颐海国际	17.15	14.56	0.80	0.92	18.1	15.9	151	优大于市
603288.SH	海天味业	36.79	40.44	1.12	1.24	36.0	32.5	2,249	优大于市
603317.SH	天味食品	21.55	12.66	0.55	0.64	23.2	19.9	135	优于大市
603170.SH	宝立食品	23.19	13.54	0.58	0.69	23.3	19.6	54	优于大市
6862.HK	海底捞	19.02	16.00	0.87	0.98	18.4	16.3	892	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除颐海海外均为 wind 一致预期；H 股股价、EPS 单位均为 HKD

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为，公司作为复合调味品龙头，善于不断反思自身，组织治理创新基因突出，有望在高景气赛道中获得更多增量份额，中长期成长势能充足。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.61%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.8%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**产品渗透不及预期。**复合调味品目前仍处于成长阶段，未来若由于产品定价偏高，餐饮、零售消费者未能接受并形成使用习惯，会导致复合调味品渗透不及预期；
- 2、**行业竞争格局加剧。**目前复合调味品格局分散且没有绝对龙头，未来传统调味品或者食品巨头进入将加剧行业竞争，导致公司产品毛利率、净利率下降和渠道扩张不及预期；
- 3、**新品推广不及预期。**市场的开拓取决于公司产品结构与口味的调整进度，若未来复合调味品出现新的口味及产品风口，公司没有及时跟进，将使得公司错过快速发展期，利润增速将会受到影响。

经营风险

- 1、**原材料采购质量安全控制的风险。**公司所用原材料品种较多，上述原辅料采购涉及多个供应商，同时供应商亦有可能向其上游采购原材料，采购链条较长，涉及面广，而原材料质量直接关系到公司产品的质量，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险。
- 2、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

- 1、**经济波动风险。**复合调味品下游餐饮行业与经济环境相关性较大。如果经济下行，消费放缓，公司产品需求也将承压。

2、主要原材料价格波动的风险。公司生产所需主要原材料为油脂、辣椒等农副产品，这些原材料占产品成本的比重较大。由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。如果公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和利润。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1881	2309	1500	1500	1500	营业收入	6147	6148	6630	7263	7913
应收款项	156	258	599	657	715	营业成本	4293	4206	4550	4979	5427
存货净额	387	371	417	457	499	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	59	67	995	1089	1187	销售费用	647	589	689	740	798
流动资产合计	3111	3187	3693	3922	4164	管理费用	233	280	320	316	310
固定资产	1633	1772	1823	1861	1887	财务费用	12	(50)	(5)	(7)	(18)
无形资产及其他	130	93	72	50	29	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	341	368	368	368	368	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	336	634	634	634	634	其他收入	94	51	33	33	33
资产总计	5551	6054	6589	6835	7082	营业利润	1056	1173	1110	1268	1429
短期借款及交易性金融负债	0	0	155	126	76	营业外净收支	86	91	50	50	50
应付款项	579	567	834	849	855	利润总额	1142	1264	1160	1318	1479
其他流动负债	281	250	272	296	321	所得税费用	326	357	330	372	418
流动负债合计	860	817	1261	1271	1252	少数股东损益	74	54	50	57	64
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	742	853	779	889	998
其他长期负债	154	148	148	148	148						
长期负债合计	154	148	148	148	148	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1014	965	1410	1419	1401	净利润	742	853	779	889	998
少数股东权益	217	271	284	298	314	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	4320	4818	4896	5118	5368	折旧摊销	164	187	225	235	247
负债和股东权益总计	5551	6054	6589	6835	7082	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	12	(50)	(5)	(7)	(18)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	387	(169)	(1027)	(153)	(167)
每股收益	0.72	0.82	0.75	0.86	0.96	其它	55	5	12	14	16
每股红利	0.18	0.74	0.68	0.64	0.72	经营活动现金流	1349	876	(11)	984	1094
每股净资产	4.17	4.65	4.72	4.94	5.18	资本开支	0	(323)	(252)	(252)	(252)
ROIC	19%	18%	17%	19%	21%	其它投资现金流	(606)	447	0	(36)	(44)
ROE	17%	18%	16%	17%	19%	投资活动现金流	(167)	(175)	(252)	(288)	(296)
毛利率	30%	32%	31%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	17%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	22%	21%	21%	22%	支付股利、利息	(186)	(767)	(701)	(667)	(748)
收入增长	3%	0%	8%	10%	9%	其它融资现金流	(504)	1262	155	(29)	(50)
净利润增长率	-3%	15%	-9%	14%	12%	融资活动现金流	(875)	(272)	(546)	(696)	(798)
资产负债率	22%	20%	26%	25%	24%	现金净变动	307	429	(809)	0	0
息率	1.2%	5.1%	4.6%	4.4%	5.0%	货币资金的期初余额	1574	1881	2309	1500	1500
P/E	19.0	16.5	18.1	15.9	14.1	货币资金的期末余额	1881	2309	1500	1500	1500
P/B	3.3	2.9	2.9	2.8	2.6	企业自由现金流	0	552	(229)	770	876
EV/EBITDA	13	12	12	11	10	权益自由现金流	0	1864	(56)	753	840

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032