

# 火锅产业链公司究竟能长多大？——以海底捞集团旗下颐海国际(1579.HK)为例

## 火锅行业全产业链研究深度报告系列二

证券分析师：

马晓天 A0230516050002

研究支持：

余剑秋 A0230118070008

2018.08.27



# 致 谢

感谢京东金融对本报告提供数据支持



京东金融  
JD Finance

Part of Data provided by JD Finance Quantamental Research

- **火锅是一二线消费降级与三四线消费升级重合的最佳赛道，产业链能在底料、食材、供应链中出现现象级企业。**1) 剔除门店，火锅产业链1250亿左右规模，增速略快于下游：火锅产业链市场空间约1250亿，增速11-15%之间，略快于下游火锅店，由底料食材和供应链服务等构成。2) 底料食材：扩展至2C家用不局限于餐饮，品种扩张大单品战略为王。3) 供应链管理：从火锅拓宽B端客户至全部餐饮，市场想象空间大。
- **颐海高增长亮眼，第三方业务潜力巨大。**1) 立足火锅调味料，布局中式复合调味品：火锅调味料近200亿市场规模，15%复合增长，2B端火锅店渗透率不到20%，2C端强势品牌加速替代低端产品；中式复合调味料对标海外空间巨大，神似5-10年前调味品，颐海有望成为下一个海天。2) 关联交易与开店增速齐飞，第三方业务渠道下沉不断提速。海底捞计划未来3年以每年200家左右速度开店，颐海关联交易业务增长确定；第三方业务受益于经销商下沉与终端售点提效，18H1销售翻倍。3) 产品+渠道+供应链齐发力，2B业务与自热小火锅看点多多。①产品端颐海推陈出新，推出小龙虾调味料、自热小火锅等新品，孕育潜在大单品；②渠道端经销商将由省向市进一步下沉，引入海底捞激励体系终端递推提效明显，新开拓电商渠道上半年同比增长370%；③供应链端霸州马鞍山新建厂，产能不断扩张，预计原材料边际成本将随量级增加而递减；④2B业务空间巨大，随着17下半年四川重庆地区对老油政策收紧，预计未来小B与连锁B端火锅店对包装式底料的需求将呈现爆发式增长。
- **海底捞成功因为服务好是典型的幸存者偏误，背后核心是集团强大的全产业链布局与开放生态。**1) 底料环节：颐海国际不仅确保海底捞底料的长期更新且稳定，且第三方业务发展迅猛，18H1整体净利润增长170%主要由第三方业务贡献。2) 食材环节：扎鲁特旗为海底捞专门提供优质牛羊肉，蜀海供应链已衍生至为七天便利店、九毛九、麻省理工等热门餐饮与便利店提供食材全案总包，有望成为中国Sysco；3) 管理环节：微海咨询深耕餐饮培训赛道，将海底捞大学转变为招聘+培训+咨询一体的管理培训企业；4) 技术环节：蜀韵东方深耕餐饮装修，红火台专注餐饮SaaS
- **海底捞与呷哺将走向何处？**1) 量：二者均加速扩店，海底捞向三四线渗透，呷哺继续深耕一二线。2) 价：呷哺靠装修升级和新品牌凑凑提价，海底捞提价意愿不高。3) 利：海底捞ROIC和ROE更高，系高周转、较高杠杆所致。员工成本高，物业自带流量租金成本低。
- **相关标的：**颐海国际（海底捞开店驱动+经销商下沉销点提效+2B业务与自热小火锅空间巨大）、呷哺呷哺（同店增速与新店扩张齐发力+中高端品牌凑凑不断发力+外卖火锅市场与呷哺吻合度高，有望超预期）、海底捞（强大服务基因护城河+高速开店）、安井食品（大单品战略+渠道整合下沉+小龙虾品类）

## ■ 关键假设点：

- 火锅产业链企业的产品与服务向大餐饮领域拓展顺利。
- 火锅行业和餐饮行业经营逐渐走向规范，监管逐步趋严，行业对于降成本、提效率逐步形成共识。
- 上游原材料等外部因素供需较平衡，价格稳定。

## ■ 有别于大众的区别：

- **市场认为，火锅产业链空间有限，投资机会不足。**我们认为，火锅产业链上企业发展不局限于火锅餐饮，它们能向C端和其他餐饮B端渗透，利用火锅行业的在供应链和渠道优势，迅速拓展业务提升市场空间。
- **市场认为，火锅产业链中游企业受制于上下游，利润空间狭小。**我们认为火锅中游企业可以通过扩新品的方式，优化产品结构，向下游要利润；通过采购规模效应降低边际成本，向上游要利润。例如颐海国际第三方业务的起量以及自热小火锅、小龙虾蘸料等爆款新品，有望成为下一个海天味业。安井推行大单品战略，试水小龙虾等
- **市场认为，火锅产业链中，食材供应链和培训市场空间狭窄。**我们认为，火锅和其他餐饮企业对于供应链与培训的服务需求相似，市场空间广阔，例如蜀海供应链早已衍生到七天便利店，麻省理工、九毛九等企业用餐服务渠道。
- **市场认为，海底捞成功单靠服务用餐体验。**我们认为，这是典型的幸存者偏误，背后核心是集团强大的全产业链布局与开放生态，像颐海、蜀海、微海在产业链的深耕等

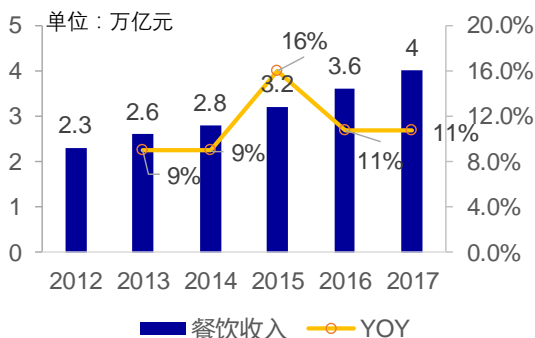
## ■ 核心假设风险

- 食品安全风险、一二线消费降级与三四线消费升级趋势不达预期

## 背景：餐饮业4万亿级市场竞争激烈，区域集中玩家分散

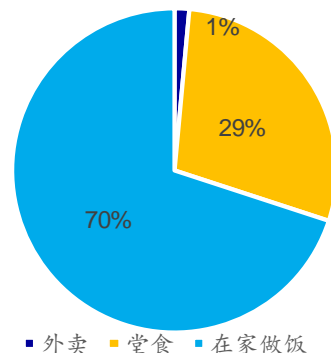
- **入口的生意超过14万亿。**按每人每餐10元计算，每人一年吃饭上至少消费1万元，国内入口生意超过**14万亿**，其中主要有**在家做饭、到店餐饮**和**外卖**，其中**到店餐饮**约占总量的20-30%，2017年规模4万亿，近五年保持10%+增长，背后是人均收入提升+快节奏高压力倾向于外出吃饭+城镇化提升餐饮下沉等因素综合而成。

全国餐饮业近五年规模10%复合增长



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

到店餐饮的比例约占三成，比例逐年增加



资料来源：中国餐饮白皮书2017，申万宏源研究

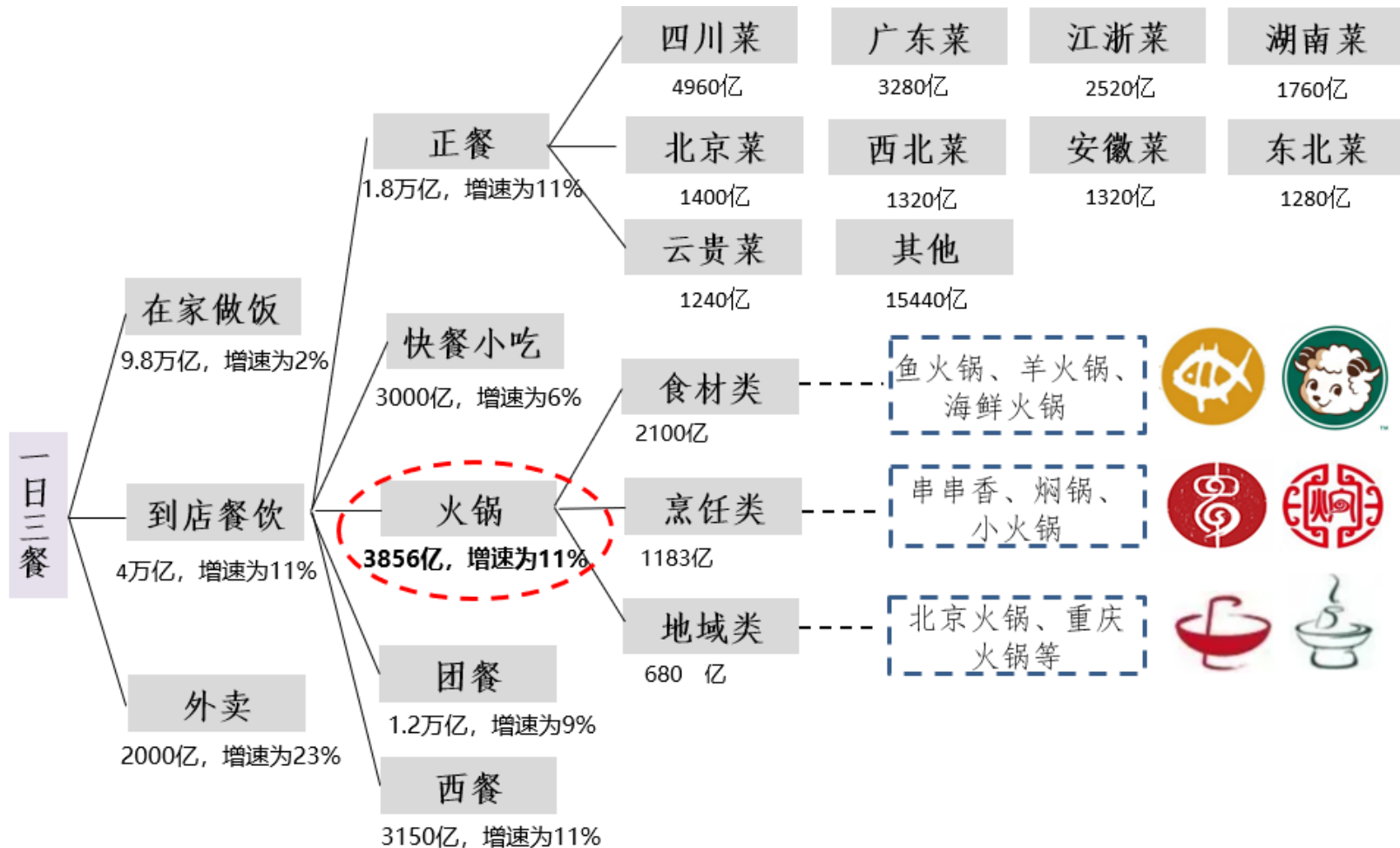
- **餐饮竞争激烈，区域集中（前十大省60%）玩家分散（CR5小于5%），95%是中小玩家，每年70%比例洗牌。**前百强占餐饮总收入5%，前十大省市占全国60%，企业数量约350万家（火锅40万家），从业人员近2000万人，主要分为正餐、火锅、快餐、团餐、西餐及休闲餐饮。

五大类型餐饮集中度情况和标杆企业

类型	集中度情况	标杆企业
正餐	50强营业额超过1000亿	上海杏花楼股份有限公司、北京华天饮食集团公司
火锅	20强营业额超过440亿	四川海底捞餐饮股份有限公司、呷哺呷哺餐饮管理有限公司
快餐	10强营业额超过150亿	真功夫餐饮管理有限公司、味千控股有限公司、永和大王
团餐	10强营业额超过550亿	河北千喜鹤饮食股份有限公司、深圳市德保膳食管理有限公司
西餐及休闲餐饮	10强营业额超过100亿	厦门豪客来餐饮管理有限公司、济南东方豪客餐饮管理有限公司

资料来源：中国饭店业协会，申万宏源研究

火锅与餐饮关系图



资料来源：中国饭店业协会，中国产业信息网，中国餐饮白皮书2017，辰智餐饮，申万宏源研究



# 背景：量价利齐升，火锅是真正能孕育餐饮龙头的好赛道

- **火锅行业量价齐升，远超行业其他玩家**：火锅门店可复制性强，门店拓展速度快，海底捞和呷哺呷哺过去三年店面数量翻倍增加；火锅每桌平均消费额逐年稳步升高，近五年提价20%
- **低成本+高翻台率，行业盈利能力高企**：后厨简单+菜品较少，门店管理标准化，成本与费用较低；火锅门店营业时间较其他餐饮子行业更长，平效高，翻台高。

量：开店速度快

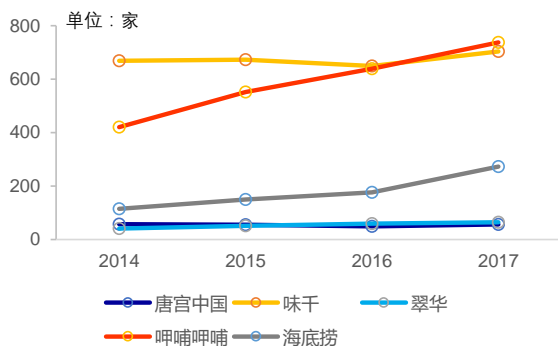
×

价：近五年价格提高20%

×

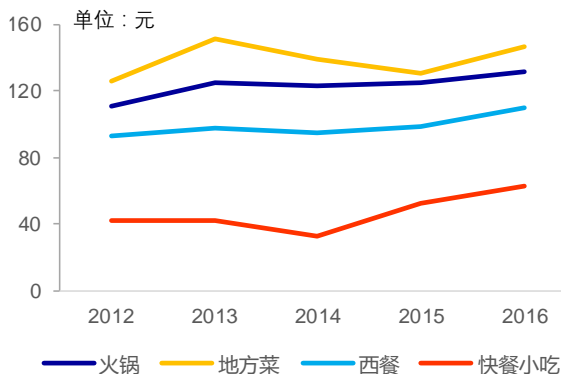
利：高利润率低成本

### 火锅拓店速度明显高于其他餐饮



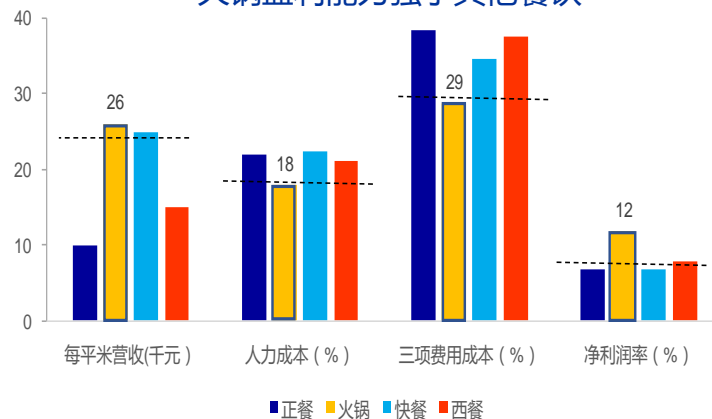
资料来源：wind，申万宏源研究

### 火锅桌均消费价格逐年提升



资料来源：中国饭店业协会，申万宏源研究

### 火锅盈利能力强于其他餐饮



资料来源：中国饭店业协会，申万宏源研究

## 背景：海底捞用不到肯德基3%的门店数，创造了肯德基25%的营收

截止17年底，中国前十家餐饮企业一览表

品牌	商标	门店数	营业收入（亿元）	占餐饮总量份额	占连锁餐饮份额	客单价（元）
肯德基		5330	449	1.03%	11.3%	29
麦当劳		2690	210	0.49%	5.3%	28
星巴克		2902	179	0.41%	4.5%	31
必胜客		1781	127	0.29%	3.2%	75
德克士		2550	111	0.26%	2.8%	26
海底捞		270	107	0.25%	2.7%	130
一点点		3599	79	0.18%	2.0%	15
汉堡王		950	48	0.11%	1.2%	37
华莱士		5997	44	0.10%	1.1%	18
呷哺呷哺		736	32	0.07%	0.8%	62

- 十大餐饮中，仅海底捞呷哺为直营模式，其他均为加盟。
- 店均创收最高。海底捞用不到肯德基3%的门店数，创造了肯德基25%的营收。
- 最强国产餐饮品牌。前六大餐饮中，唯一一家国产餐饮品牌。

资料来源：Euromonitor，大众点评，申万宏源研究

注：海底捞与呷哺排名变化依据上市公布数据略有调整计算而得



以17年底前10名餐饮企业营收占连锁餐饮比重与排名变化情况

品牌名	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
肯德基	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
麦当劳	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
星巴克	14	14	12	11	6	5	5	4	3	3
必胜客	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4
德克士	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
海底捞	9	10	11	10	8	7	7	6	6	6
一点点	—	—	—	69	58	35	19	9	7	7
汉堡王	—	—	—	—	—	—	16	14	9	8
华莱士	13	9	8	9	10	8	8	8	8	9
呷哺呷哺	45	32	28	26	20	15	14	15	14	10
肯德基	15.5%	15.2%	14.9%	16.0%	16.5%	13.9%	12.5%	11.5%	11.5%	11.3%
麦当劳	6.6%	5.9%	5.8%	6.1%	6.2%	6.6%	5.7%	5.5%	5.5%	5.3%
星巴克	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	2.4%	3.0%	3.6%	4.2%	4.5%
必胜客	2.9%	2.7%	2.8%	2.9%	3.4%	3.5%	3.6%	3.6%	3.4%	3.2%
德克士	2.5%	2.5%	2.3%	2.3%	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%	3.0%	2.8%
海底捞	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.5%	1.8%	2.2%	2.7%
一点点	—	—	—	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	1.2%	2.0%
汉堡王	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
华莱士	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
呷哺呷哺	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%

- 海底捞是前十大餐饮中增速最快、潜力最大的公司之一，排名不断提升，稳居民族餐饮品牌之首。
- 呷哺呷哺排名提升快，17年跻身前十，成长可观。
- 海底捞近三年占比提升飞速，从15年的1.8%提升至17年2.7%。
- 呷哺呷哺占比提速较慢，近五年保持0.7%-0.8%的水平。

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

注：海底捞与呷哺排名变化依据上市公布数据略有调整计算而得

# 主要内容

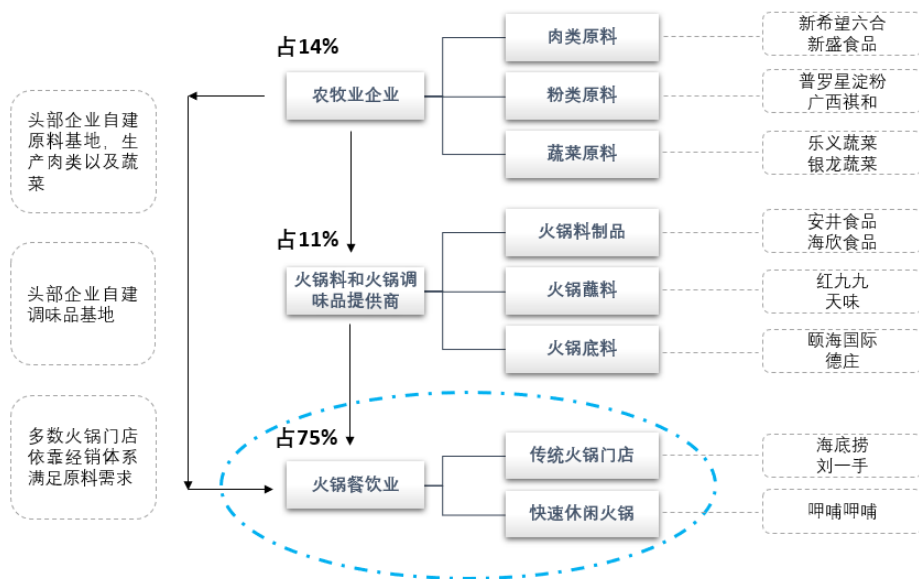
---

1. 火锅产业链最重要环节？底料、食材、供应链
2. 底料与食材：颐海高增长亮眼，第三方业务潜力巨大
3. 供应链服务：蜀海有望成为下一个Sysco
4. 海底捞与呷哺将走向何处？
5. 相关标的及盈利预测

## 1.1 火锅产业链最重要的环节有哪些？——底料、食材、供应链

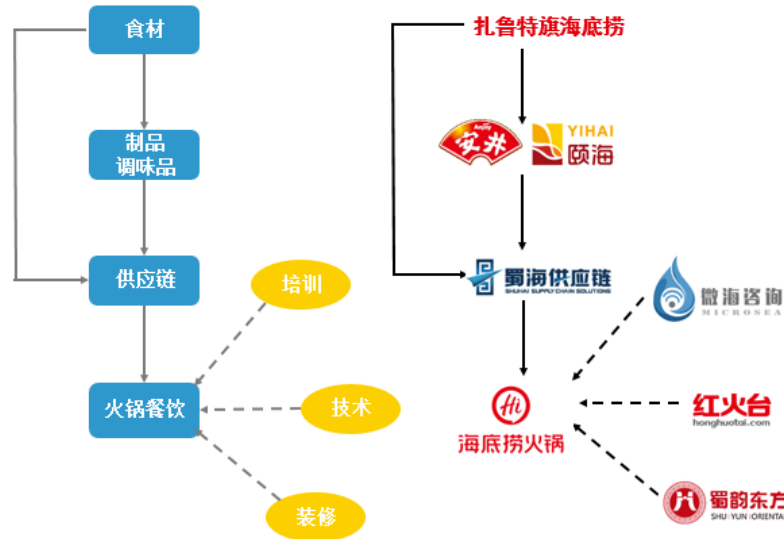
- 火锅行业整体5000亿左右规模，除去火锅餐饮后产业链有1250亿的市场空间。火锅行业的市场规模为4千亿，而餐饮业的市场规模为4万亿。
- 以海底捞产业链为例，龙头优势孕育出一批优质企业。海底捞产业链上的企业的业务始于火锅，但绝不终于火锅，目前已全面扩展至其他餐饮领域且影响力巨大。

火锅产业链一览图



资料来源：Frost & Sullivan，中国饭店业协会，申万宏源研究

海底捞产业链一览图

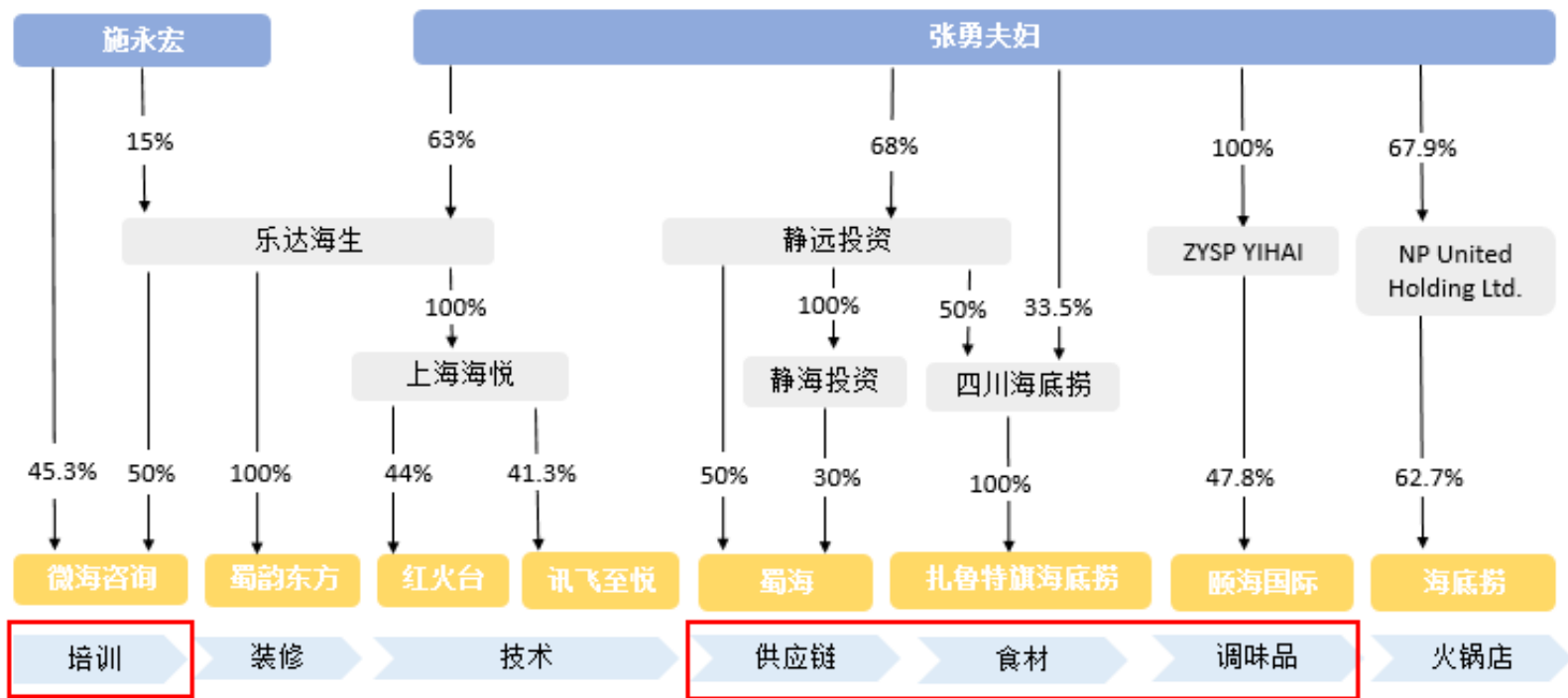


资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

## 1.2 以海底捞为例，看火锅第一品牌如何进行布局全产业链

- **张勇夫妇绝对控股海底捞关键子公司**：通过这种方式，既保障个子公司对海底捞的关联交易，又充分利用产业链的优势，让各子公司产生更强的协同性。
- **海底捞靠服务好成功是典型的幸存者偏误**。海底捞最核心是其全产业链布局确保食材底料+激励管理的稳定高效。

海底捞及其关联公司股权结构图

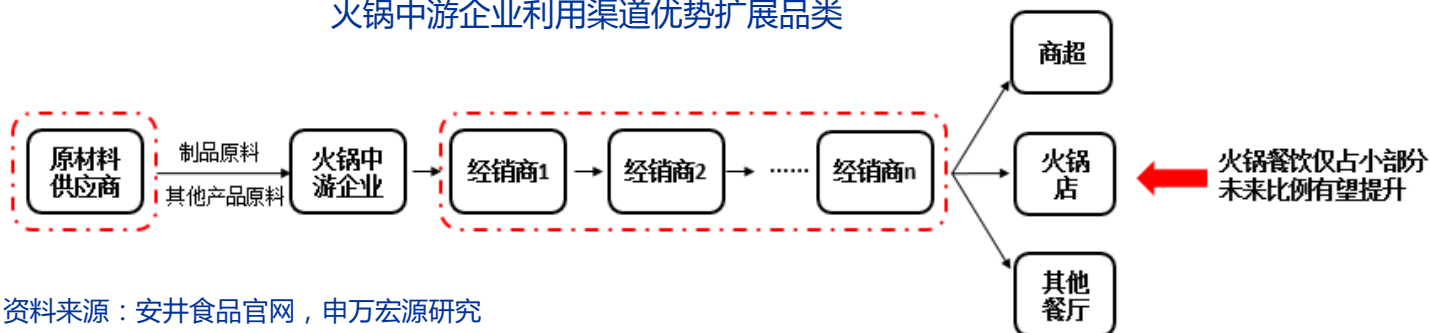


资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

## 1.3 底料与食材：扩展至2C家用不局限于餐饮，品种扩张大单品战略为王

- **渠道与成本优势使火锅食材和制品扩展至C端核心**：火锅食材如安井等中游企业利用原料供应商和经销渠道优势，能不断下沉渠道，抢占市场份额，扩大优势。

火锅中游企业利用渠道优势扩展品类



资料来源：安井食品官网，申万宏源研究

- **颐海和安井等以大单品战略为导向，打造爆款**。颐海国际以底料蘸料为主业，拓宽业务至中式复合调味料等，其中小龙虾调味料有望成为爆款；安井以火锅制品为主业，拓宽至米面、馒头、小龙虾等。

颐海不断优化产品结构



资料来源：颐海国际官网，申万宏源研究

安井推出小龙虾业务



资料来源：安井食品官网，申万宏源研究

## 1.4 供应链与管理：从火锅拓宽B端客户至全部餐饮，市场想象空间极大

- 下游火锅餐饮和其他餐饮公司对于采购、物流、培训的需求类似。以蜀海为例，蜀海最初只为海底捞提供供应链服务，但是其服务还可直接扩展到其他餐饮客户。
- 餐饮行业进入门槛极低、大规模连锁门槛极高的特点，为连锁餐饮培训提供发展基础。微海能将培训业务从海底捞火锅店扩展至其他餐饮企业，是行业特点使然。

蜀海不断扩展客户类型



资料来源：蜀海供应链官网，申万宏源研究

微海不断扩展客户类型



资料来源：微海咨询官网，申万宏源研究



# 主要内容

---

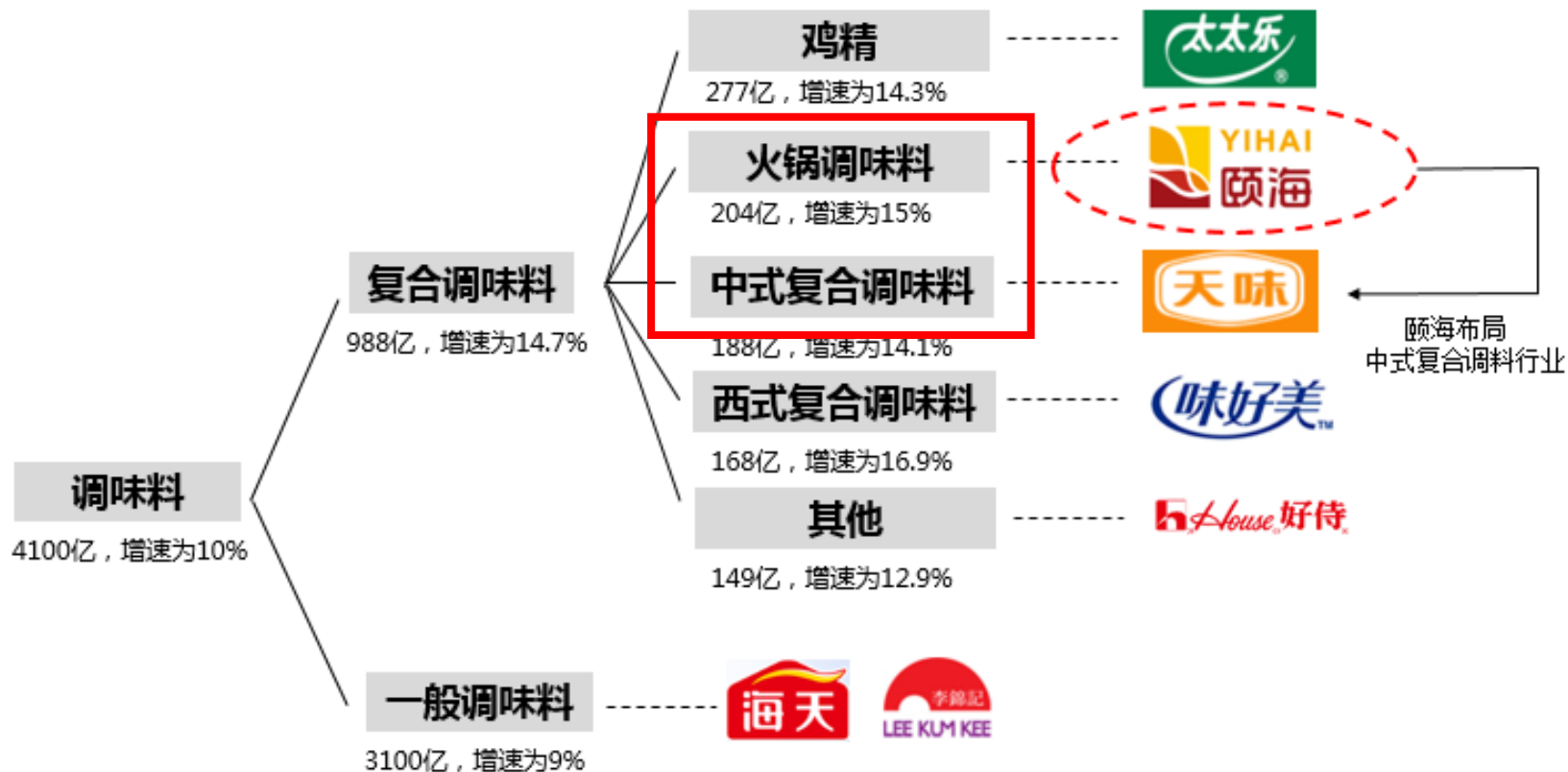
1. 火锅产业链最重要环节？底料、食材、供应链
- 2. 底料与食材：颐海高增长亮眼，第三方业务潜力巨大**
3. 供应链服务：蜀海有望成为下一个Sysco
4. 海底捞与呷哺将走向何处？
5. 相关标的及盈利预测



## 2.1 底料：火锅调味料公司能够向其他品类衍生，做大做强

### ■ 颐海国际立足底料业务，进军中式复合调味料

调味料产业链一览表

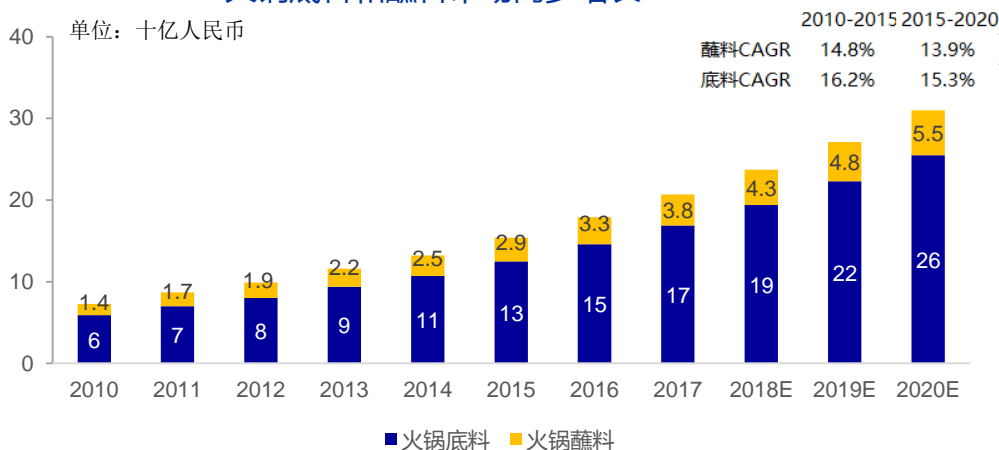


资料来源：中国产业信息网，Frost&Sullivan，申万宏源研究

## 2.2 火锅调味料200亿左右规模，15%复合增长，2B与2C齐发力

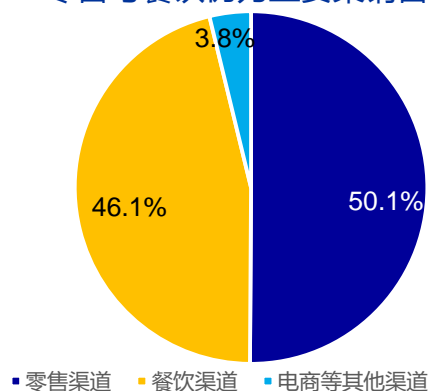
- 火锅调味料可分为**火锅底料（占80%）**与**火锅蘸料（20%）**，底料增速要更快；其主要消费场景为**2C家庭食用+2B餐厅食用**，两者各约**100亿左右规模**
- 受益于下游需求旺盛，C端与B端调味料消费不断增长
  - 1) **2B端**包装火锅底料渗透率提升，蛋糕不断扩大：
    - **渗透率低潜力巨大**。目前火锅店大多是以自制底料为主，但随着连锁火锅比例不断增加，为实现标准化与安全高效，越来越多的火锅店使用包装调味品。2017年2B火锅底料市场80亿左右，假设60%的火锅店使用包装调味品，底料B端市场为260亿元，目前渗透率不到20%。
    - **火锅调味料能够衍生到其他餐饮**。火锅调味料不仅用于火锅，还衍生至香锅、麻辣烫等。
  - 2) **2C端**火锅调味品需求不断提升，系**电商渠道下沉**与**植物油健康火锅大受欢迎**带来增量所致

火锅底料和蘸料市场同步增长



资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

零售与餐饮仍为主要销售渠道

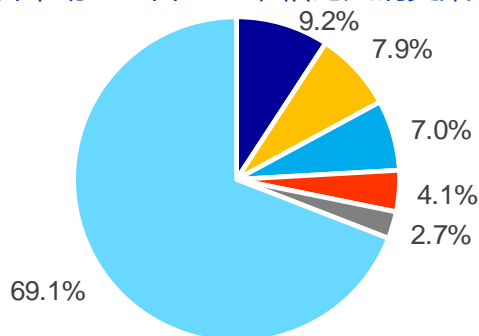


资料来源：颐海国际招股说明书，申万宏源研究

## 2.3 火锅调味料B端消费渗透率较低潜力大，C端消费中高端逐步替代低端

- 火锅调味品玩家集中度较低，弱势品牌将不断被替代。目前CR5市占率近30%，未来B端餐厅渗透率提升+C端家庭更健康的中高端产品加速，**中高端玩家不仅“切蛋糕”替代小品牌，也“做大蛋糕”贡献增量**，其市占率从10年的15%提升至17年的26%。

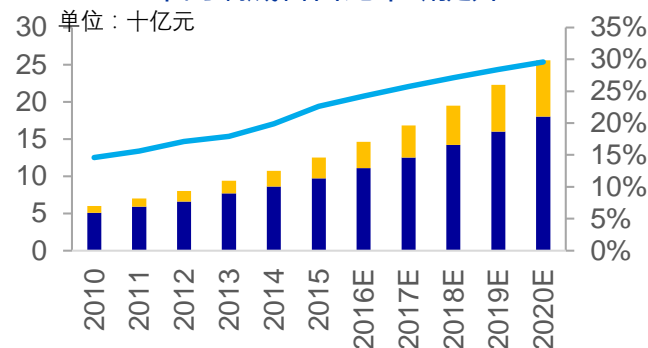
火锅底料市场CR5占31%，相比火锅更集中



■ 红九九 ■ 颐海国际 ■ 天味 ■ 德庄 ■ 红太阳 ■ 其他

资料来源：颐海国际招股说明书，申万宏源研究

中高端底料占比不断提升



■ 大众市场 ■ 中高端 — 中高端占比

资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

2015年中国火锅调味料市场主要参与者及排名

排名	火锅调味料生产商	销售额 (亿元)	市场份额
1	红九九	11.6	7.5%
2	颐海	10.5	6.8%
3	红太阳	9.7	6.3%
4	天味	8.7	5.7%
5	德庄	5.2	3.4%
	五大	45.6	29.6%
	总计	154	100%

资料来源：颐海国际招股说明书，申万宏源研究

附注：此处的市场份额指企业收入在火锅调味料市场中的占比

2015年火锅中高端调味料市场主要参与者及排名

排名	中高端火锅调味料生产商	销售额 (亿元)	市场份额
1	颐海	9.9	34.7%
2	德庄	3.0	10.7%
3	小肥羊	1.6	5.7%
	三大	14.5	51.1%
	总计	28.0	100%

资料来源：颐海国际招股说明书，申万宏源研究

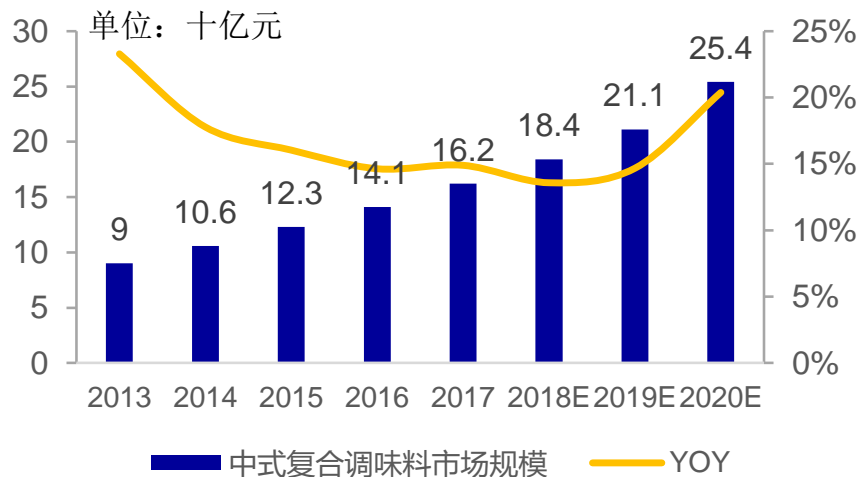
附注：此处的市场份额指企业收入在中高端火锅调味料市场中的占比

## 2.4 和发达国家相比，我国中式复合调味料市场成长空间巨大

### ■ 2B与2C需求同时爆发，未来空间巨大

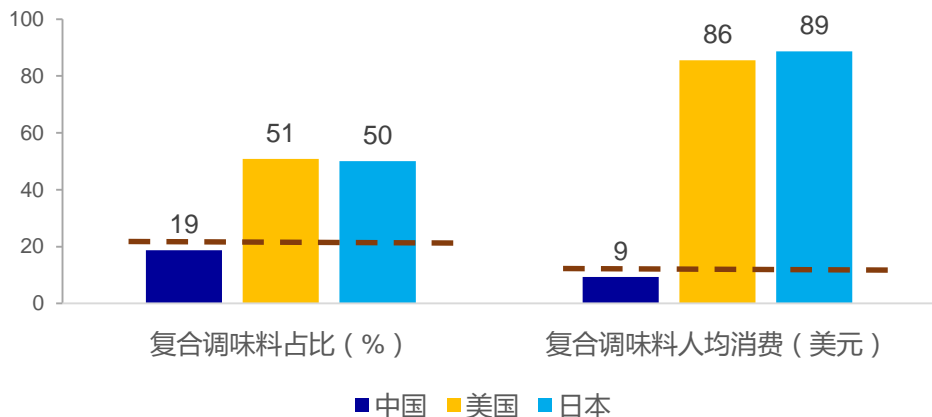
- **2B端需求爆发** 来源于连锁餐厅的不断增长与食品安全趋严的双重推动。
- **2C端需求爆发** 是由于复合调味料相比于一般调味料，能够在零基础下，更易烹饪出美味，切合年轻人需求。

中式复合调味品规模不断增长



资料来源：Frost & Sullivan，申万宏源研究

中国复合调味料占调味料比重亟待提升



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

颐海国际中式复合调味料种类丰富

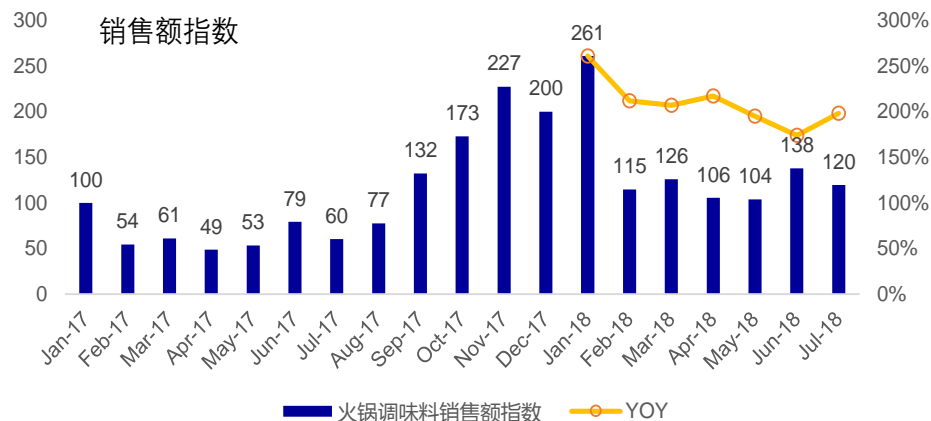


资料来源：颐海国际官网，申万宏源研究

## 2.5 从线上渠道看火锅调味料近两年量价齐升趋势非常明显

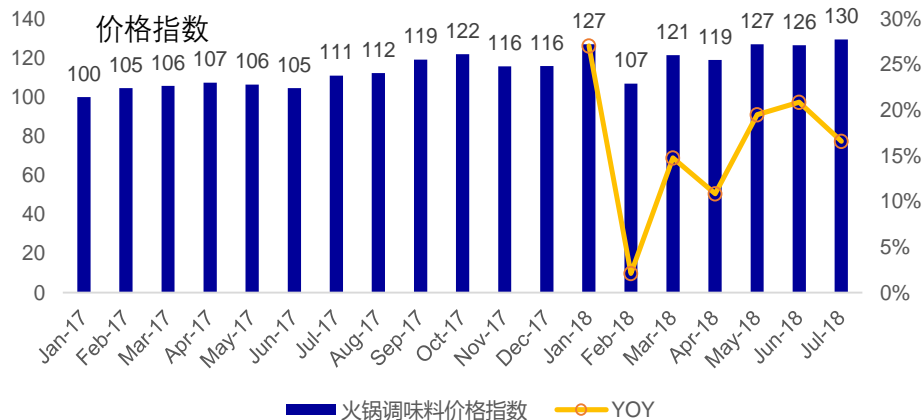
- 价：火锅调味料18年价格指数平均增长20%以上
- 量：火锅调味料18年调味料销售额指数翻倍增长
- 量：火锅调味料18年调味料销售数量翻倍增长

18年全网火锅调味料销售额指数翻倍增长



资料来源：京东金融，申万宏源研究

18年全网火锅调味料平均价格指数20%左右增长



资料来源：京东金融，申万宏源研究

18年全网火锅调味料数量的指数翻倍增长



资料来源：京东金融，申万宏源研究

## 2.6 颐海国际：海底捞集团底料业务16年分拆上市，近五年业绩增长飞速

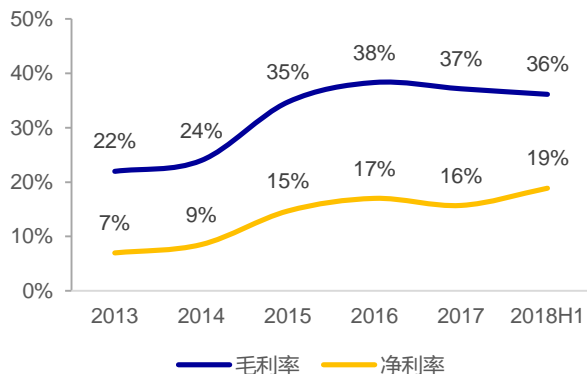
- **中高端火锅底料生产商**：公司以火锅底料、中式复合调味料、蘸料和自热小火锅为主。近五年与海底捞的关联交易占比不断下降，第三方零售业务占比不断提升，18H1第三方业务翻倍增长业绩大超预期，未来中式蘸料大单品战略+底料2B市场爆发+自热小火锅三大业务是发展趋势，。

从13到17年营收同比增长400%+



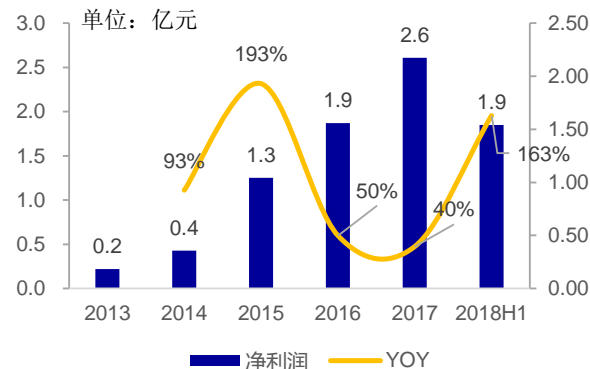
资料来源：wind，申万宏源研究

毛利率和净利率持续提升



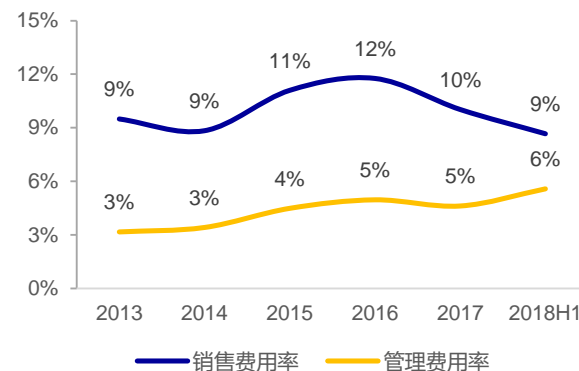
资料来源：wind，申万宏源研究

18年上半年净利同比增长163%



资料来源：wind，申万宏源研究

销售费用率逐年降低，管理费用率缓慢提升

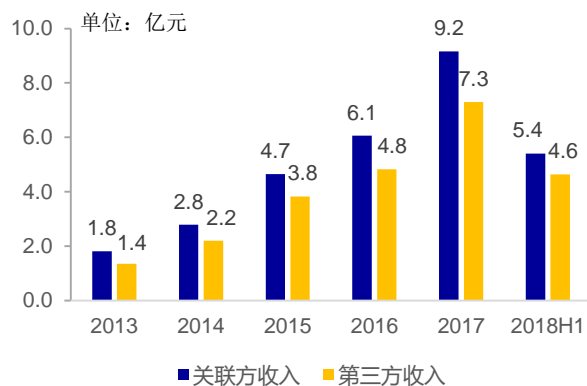


资料来源：wind，申万宏源研究

## 2.7 颐海国际：关联交易与开店增速齐飞，第三方业务渠道下沉不断提速

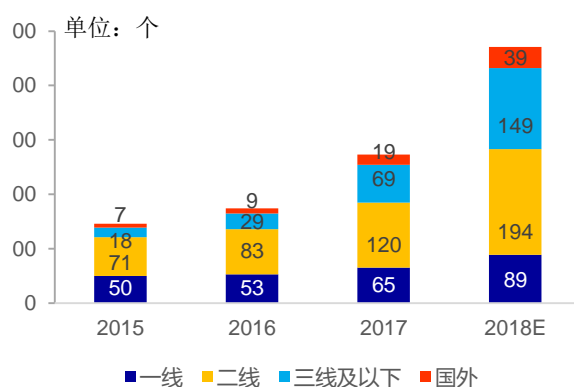
- **关联方销售不断提升**：海底捞拓店速度加快，带动颐海底料业务，18年海底捞计划拓店180-220家。颐海关联方业务与海底捞披露开店数推算略有偏差，系海底捞18H1开店集中在5月份，而颐海收入增长要滞后于海底捞新开店数半年。
- **第三方销售占比提高**：第三方业务逐步成为公司核心，18年H1第三方收入占比提升至46%。经销渠道不断下沉，经销商数量由15年的339家提升至17年底的814家，目前约1000家经销商。第三方业务目前仍以C端零售为主，B端业务潜力巨大有待进一步开发。

关联方销售增速稳步提升



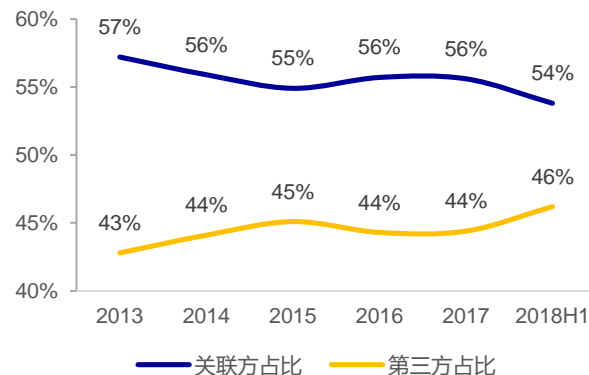
资料来源：颐海国际公司公告，申万宏源研究

海底捞拓店节奏加快



资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

第三方销售占比不断提升



资料来源：颐海国际公司公告，申万宏源研究



## 2.8 颐海国际：打造多产品矩阵，深化渠道终端提效，借力蜀海提升供应链效率

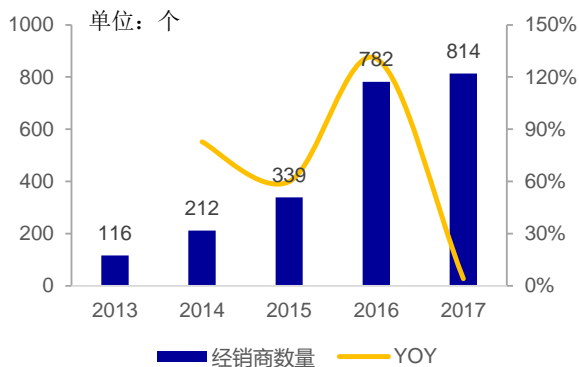
- **产品：多产品矩阵拓宽经营半径。**底料产品定位中高端，48款产品不同口味满足多元口味需求；中式复合调味料探索单品爆款，小龙虾蘸料口碑好，成为潜在大单品。
- **渠道：1) 渠道下沉：**经销商快速增加，从省级经销商向市级经销商扩充，17年底814家，18年增加至1000多家。**2) 终端零售提效：**引入海底捞激励机制，把服务经销商的理念深耕，终端零售效率不断增加。**3) 线上销售火热：**电商渠道占比提升，18年H1同比增长372%。

颐海产品稳步提价



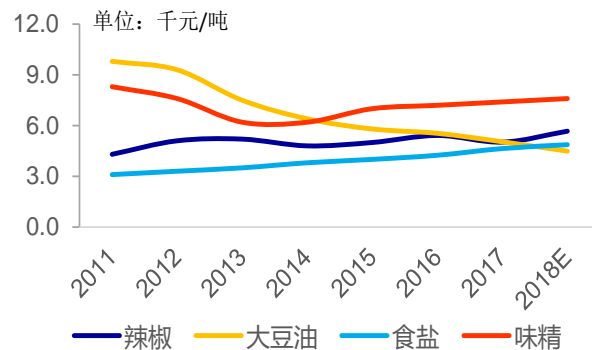
资料来源：天猫，申万宏源研究

经销商数量14到18年增长300%



资料来源：颐海国际年报，申万宏源研究

颐海原材料成本较为稳定



资料来源：圣伦食品招股说明书，wind，申万宏源研究

- **供应链：1) 原材料成本价格较为稳定，**较强盈利水平有保证，预期未来量级扩大后，边际成本有望递减。**2) 蜀海提供仓储物流服务，**蜀海在全国建有23个物流中心，能够满足颐海对供应链服务的要求。未来在河北霸州和安徽马鞍山新建工厂，产能将逐步释放，分别释放产能8.5万吨和10万吨。

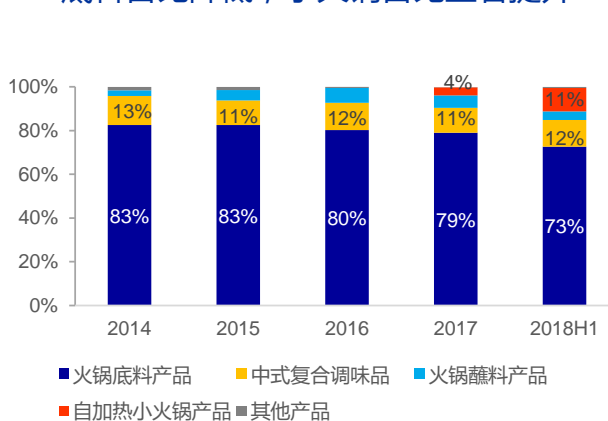
## 2.9 颐海国际：推陈出新探索大单品，B端底料业务潜力巨大

- **探索毛利率更高的中式复合调味料大单品，产品结构不断升级：**陆续推出各种小龙虾调味品、水煮鱼调味品以及即食产品，新品的开发围绕升级现有产品及迎合市场新兴产品的两大思路。
- **率先推出自加热小火锅，降维打击传统火锅。**拥有八种口味的自加热小火锅，满足市场多元化需求。伴随公司线下渠道的下沉，小火锅终端销售放量增长，预计今年贡献2亿收入。
- **B端消费渗透率较低未来有望提升：**包装式底料在火锅B端客户中的渗透率很低，不到20%，随着17年下半年四川重庆地区对火锅底料卫生问题的严格控制，预计未来小B与连锁B端火锅店对包装式底料的需求越来越广。

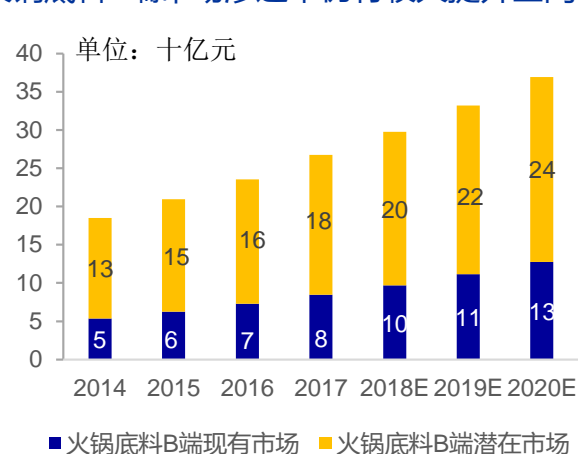
颐海产品结构不断升级

大类	2016.6	2016.12 (新增)	2017.12 (新增)	2018.6 (新增)
底料	-	手作牛油	-	-
	-	改良版清油	-	-
	三鲜、菌汤等	-	-	-
蘸料	醇香味及香辣味	-	-	-
	原味、香辣味等	-	-	-
中式复合调味品	上汤酸菜鱼	精品水煮鱼、泡椒酸汤鱼	-	1种即食蘸酱
	麻辣香锅、清真麻辣香锅等	麻辣小龙虾、重庆小面	-	3种新口味小龙虾
自加热小火锅	-	-	5种口味	3种口味

底料占比降低，小火锅占比显著提升



火锅底料B端市场渗透率仍有较大提升空间



资料来源：颐海国际年报，申万宏源研究

资料来源：wind，申万宏源研究

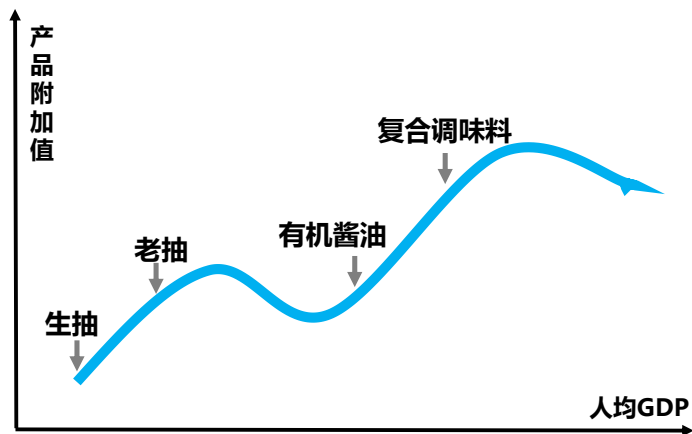
资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

附注：火锅底料B端潜在市场指，假设60%的火锅店使用包装式底料的情况下尚未开发的底料市场

## 2.10 颐海国际：中长期对标海天味业，将成为调味品下一个巨头

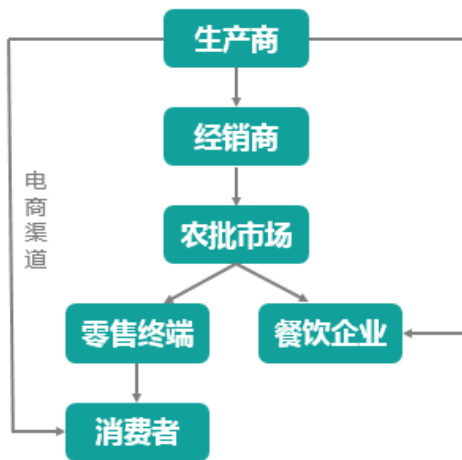
- **海天味业**：公司是中国调味品的龙头企业，产品包括酱油、蚝油、醋等几大系列百余品种。17年营收146亿，归母净利35亿，市值1800亿。海天处于酱油的第一梯队，龙头地位难以撼动，市占率约为17%。
- **产品角度**：颐海主打的复合调味料是调味品发展的更高阶段，在未来渗透率和使用频率都有巨大的提升空间。**五年前海天味业的酱油业务也是同样的成长逻辑。**
- **渠道角度**：复合调味料线下渠道与酱油等一般调味料类似，**目前颐海的在渠道下沉和终端提效方面仍有较大空间。**同时，电商发展也是渠道新亮点。
- **品牌角度**：海天是知名老字号，其酱油产品借力老字号品牌效应；颐海借力海底捞的品牌效应。

复合调味料是调味品更高级的形态





资料来源：申万宏源研究

颐海与海天的经销渠道相似



资料来源：申万宏源研究

海底捞与海天均为知名品牌

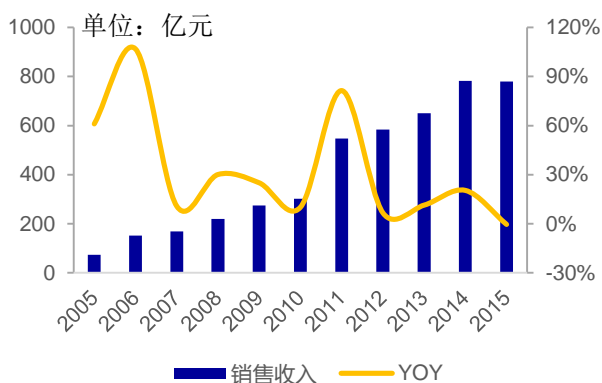
		
	海底捞火锅	海天
创立时间	1994年	1955年
品牌荣誉	火锅第一大品牌	中国品牌价值百强榜第59名 连续五年位居调味品行业品牌价值第1名

资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2.11 食材：安井食品是火锅制品行业龙头之一，品类扩张试水小龙虾市场

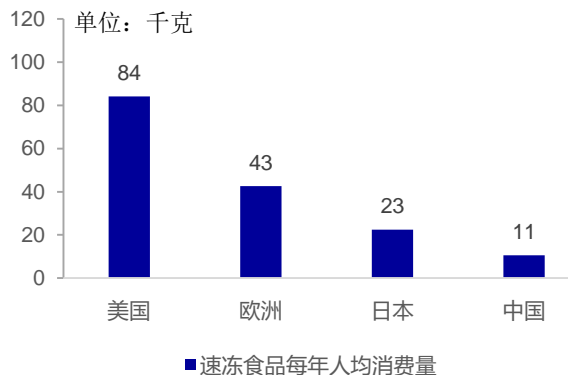
- **火锅制品行业龙头。**公司主营为“安井”牌速冻食品的研发、生产和销售，主要产品分为火锅制品、速冻面米制品及速冻其他制品四大类。17年公司通过收购，涉足小龙虾市场，利用渠道优势，使小龙虾业务与速冻食品业务产生协同效应。
- **行业成长逻辑：火锅餐饮带来的增量需求+速冻食品人均消费提升+多品类扩张**

速冻食品行业过去10年复合增长率为29%



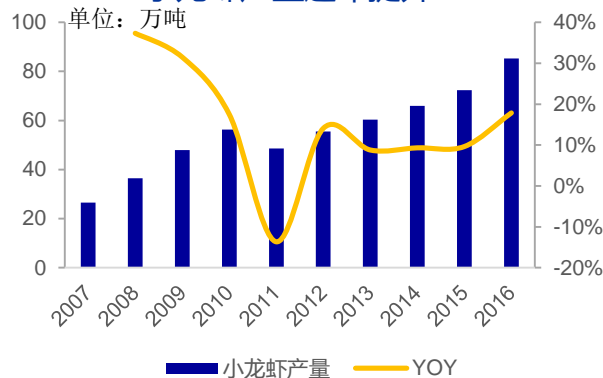
资料来源：前瞻产业研究院整理,申万宏源研究

中国速冻食品消费有较大的提升空间



资料来源：中国产业信息网,申万宏源研究

小龙虾产量逐年提升



资料来源：中国产业信息网,申万宏源研究

- **公司成长逻辑：大单品战略+渠道整合下沉+小龙虾品类扩张**

# 主要内容

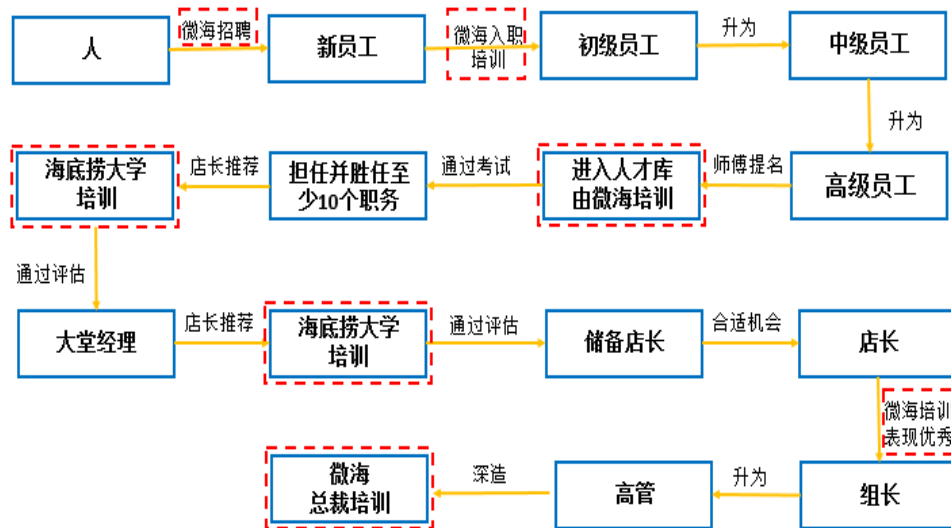
---

1. 火锅产业链最重要环节？底料、食材、供应链
2. 底料与食材：颐海高增长亮眼，第三方业务潜力巨大
3. **供应链服务：蜀海有望成为下一个Sysco**
4. 海底捞与呷哺将走向何处？
5. 相关标的及盈利预测

### 3.1 微海咨询：进军餐饮培训赛道，打造餐饮培训“海底捞大学”

- **海底捞大学，招聘+培训+咨询一体的管理培训企业**：微海咨询成立于2015年底，由原来海底捞人力资源部招聘中心、员工培训中心孵化而来，对全国中小规模餐饮企业、连锁经营服务业提供招聘、培训及咨询服务。主要业务是线上微课和线下培训，包括总裁班，店长班，基础员工班和海底捞订制分享班。

一个人在海底捞通过微海培训的成长



其中，初级员工指杂工、清洁工，中级员工指洗碗工、配菜员，高级员工指服务员、食品安全人员。海底捞大学培训指由微海咨询提供的培训。

资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

注：针对海底捞的员工招聘服务费介乎淡季的400元/人至旺季的1000元/人（包括招聘服务费及定向培训）。

微海公开培训班

类别	对象	内容	时间	价格
员工培训班	基层员工	职业规划、企业文化、服务提升	1天	220元/人
店长实训班	中层管理者	1. 餐厅现场管理的六大控制点：服务、出品、环境、安全、团队、经营 2. 自我管理：店长思维方式、店长权利运用、教练技术、店长工作流程 3. 服务提升：顾客需求分析、服务提升、客诉处理技巧、客户交流会 4. 团队提升：马斯洛需求、正负激励四种方法、情感账户 5. 高效会议：班前会、管理会、员工大会、非正式会议 6. 人才培养：用工方式、员工招聘与保留、师徒制、培训方法	2.5天	3500元/人
总裁培训班	高层管理者	1. 企业内训：新员工岗前培训、下店后培训、大堂层培训、店经理培训 2. 绩效考核：绩效考核标准制定、绩效考核与培训资料 3. 薪酬福利设计：一线员工与店长的薪酬体系设计、计件工资的执行 4. 员工升迁与淘汰：普通员工、店经理升迁与淘汰 5. 人文关怀：追溯关怀员工项目的始源、做好亲情化	3天	11800元/人

资料来源：微海咨询微信公众号，申万宏源研究



## 3.2 微海咨询：我国餐饮培训赛道空间大，微海未来看点多多

### ■ 我国餐饮培训市场处于初级阶段

**培训费用总量低**：多数餐饮企业教育经费占销售总额0.8%左右。

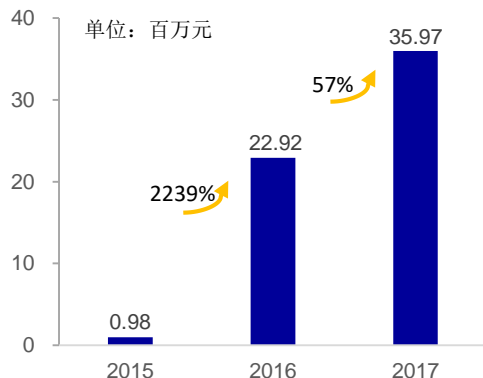
**培训比例低**：国内餐饮企业员工培训比例约为16.7%，远低于美日法等发达国家。

**培训重点倾斜**：重点培训对象是中高层管理者，针对底层员工的培训市场相对较小。

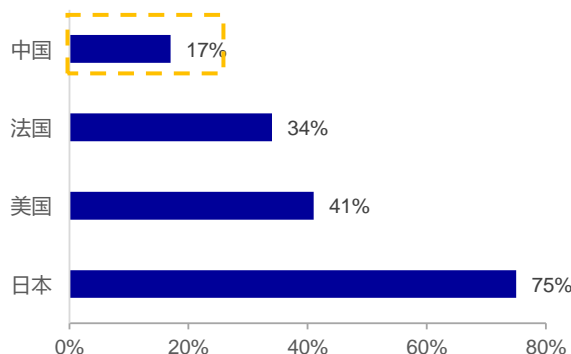
### ■ 行业规模测算

假设海底捞在餐饮服务的市场规模占比与培训费用占比相等；微海对海底捞以外的培训与海底捞培训的定价比为1.25:1。根据海底捞的餐饮市场占比测算，2017年连锁餐饮培训市场空间为30亿，餐饮培训市场空间为326亿元，未来五年保持3%左右的增速。

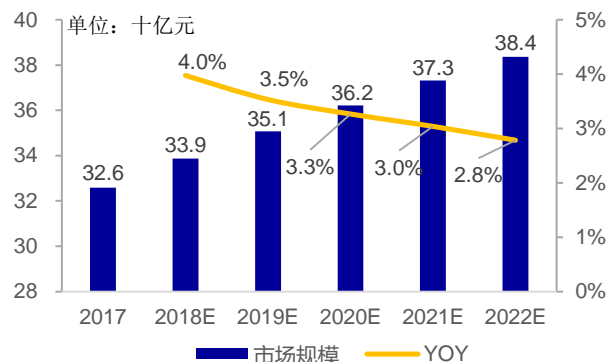
微海与海底捞关联交易不断提升



餐饮企业员工培训比例对比



未来五年的餐饮培训市场空间



资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

资料来源：道客巴巴，申万宏源研究

资料来源：Euromonitor，海底捞招股说明书，申万宏源研究



- **供应链全托管运营服务的企业。**蜀海供应链拥有遍布全国的现代化冷链物流中心、食品加工中心、底料加工厂、蔬菜种植基地、羊肉加工厂等基地。以安全透明的供应链体系为餐饮客户提供品质服务，解决餐饮行业难标准化的痛点。
- **两大业务模块：**海底捞业务和餐饮连锁供应链业务。近15000个SKU的产品库基本涵盖中餐所有食材及杂货，2000余家优质的食材供应商合作伙伴，200余名具有专业的议价能力的采购人员，确保客户产品等级及价格选择的多样性。

## 蜀海供应链物流体系



资料来源：蜀海供应链官网，申万宏源研究

### 3.4 蜀海供应链：深耕餐饮供应链万亿市场，对标美国西斯科

- **餐饮企业对供应链需求不断提升**：下游餐饮品牌规模逐渐做大，如何缩短链条、提升效率成了关键问题。按食材采购占餐饮40%计算，17年餐饮供应链市场为1.4万亿。
- **餐饮供应链标准化有待提高**：餐饮供销两头小而分散，产品品种多且繁杂，目前行业资源整合能力较差。供应链标准化是效率提升的关键，有利于成本的控制和产品竞争力的提升。
- **各路资本涌入，行业竞争加剧**：信良记、美菜网等创业企业获得投资，加强供应链建设。

餐饮供应链市场需求不断提升



资料来源：艾瑞咨询，中国烹饪协会，申万宏源研究

餐饮供应链领域的代表性玩家

类型	成立时间	供应链平台	模式	涉及环节	特点	母品牌
全案总包	2017	功夫鲜食汇	快餐食材供应链	采购、加工、物流、配送	完备的系统管理	真功夫
	2017	京东企业购	采购配送电商平台	采购、配送、支付	供应链金融+品牌售后	京东
细分垂直	2016	信良记	爆品垂直供应链	采购、加工、物流、配送	爆品标准化食材	新辣道
	2006	蜀海	整体供应链托管+金融	采购、加工、物流、配送	采购+食材搭配出售	海底捞

资料来源：亿欧网，申万宏源研究

部分餐饮供应链企业融资情况

类型	成立时间	供应链平台	模式	投融资规模 (元) / 轮次
全案总包	2017.6	功夫鲜食汇	快餐食材供应链	/
	2015.8	冻品在线	冻品供应链S2B+供应链SaaS	5000万/B
	2015.3	优配良品	B2B餐饮供应链	1.2亿/A+
	2015.1	餐猫	供应链+金融+电商	/
	2014.8	链农网	农业食材B2B电商	数千万/B+
	2007.1	蜀海	整体供应链托管+金融	/
细分垂直	2014.5	美菜网	食材生鲜B2B电商	2亿美元/D
	2017.7	京东企业购	采购电商+物流平台	/
	2016	信良记	爆品垂直供应链	1.2亿/A+
	2015.1	U味儿	外卖供应链平台	/
	2013.6	冷联天下	第三方物流服务总包商	/

资料来源：亿欧网，申万宏源研究

### 3.5 蜀海供应链：深耕餐饮供应链万亿市场，对标美国西斯科

#### ■ 关联交易业务持续增长，第三方业务快速扩张。

- **1) 与海底捞关联业务**：海底捞拓店速度加快，深入三四线城市，为蜀海带来强劲的增量业务。
- **2) 规模化采购+标准化仓储+现代化物流**：通过大规模采购，降低原料成本；全国各地自建仓储，提升货物周转效率；和大型第三方物流公司合作，强强联合，帮助客户降低运输成本。

#### ■ 对标美国西斯科，成长潜力巨大

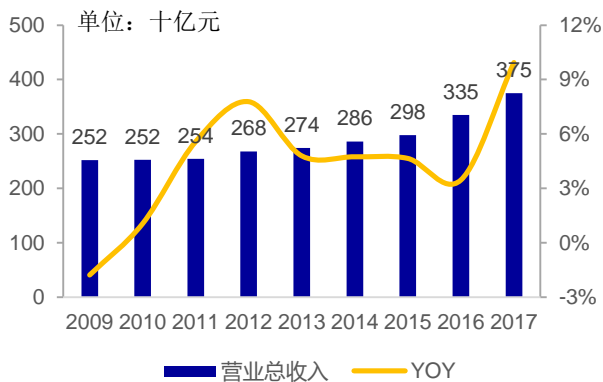
- **美国食品供应链龙头**：在美国2800亿美元的餐饮供应链市场中，西斯科占13%的市场份额。公司的客户以餐厅为主，占比高达61%。自有品牌占总收入的61%，高于行业平均水平36%。
- **西斯科自建仓储和物流**：拥有1.3万辆卡车和324个物流站点，深度覆盖美国各个州。
- **发展历史**：1969年成立于美国的农业大州德州，之后的并购围绕区域和品类两方面加强和扩张。年销售额从1970年的1.2亿美元增长至2017年的554亿美元，47年增长460倍。

蜀海与海底捞关联交易不断提升



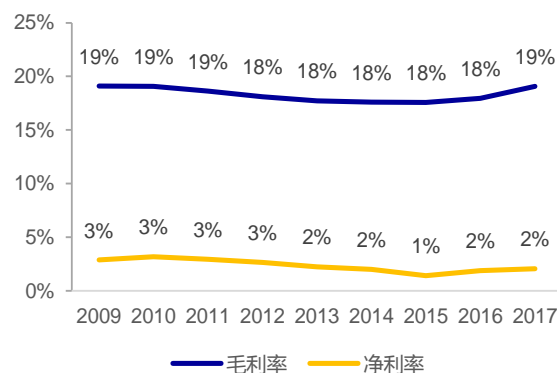
资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

西斯科营收持续提升



资料来源：wind，申万宏源研究

西斯科毛利率和净利率稳定

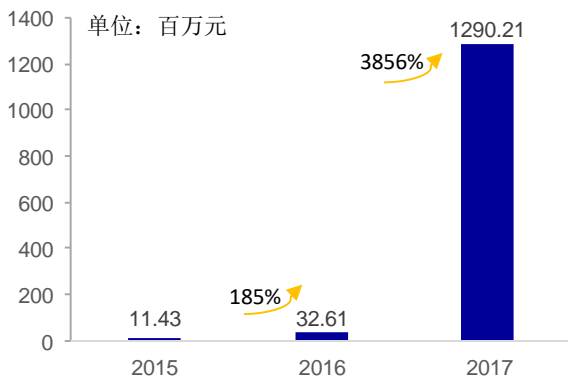


资料来源：wind，申万宏源研究

### 3.6 装修与技术：蜀韵东方深耕餐饮装修，红火台专注餐饮SaaS

- **蜀韵东方：专注连锁企业营建管理服务的企业。**成立于2007年4月，现已建立完善的“全链一站式”营建服务体系。深入掌握连锁企业构建的功能设计、施工管理、成本管控、产品供应、后期服务等各个环节，为连锁企业提供最佳营建执行方案，服务客户有海底捞、Hi捞送、U鼎冒菜、孟非小面等。
- **公司成长逻辑：借力海底捞大品牌，扩展餐饮装修客户群**
- **红火台：餐饮核心业务SaaS+企业ERP一体化服务提供商。**2016年由用友与海底捞共同发起成立，面向消费企业/个人、餐饮企业、餐饮供应链企业提供云化、智能化、集团一体化、产业链化的企业运营管理综合解决方案（包括企业用餐管理、门店服务、财务、供应链、金融服务等SaaS/ DaaS/ BaaS）。
- **公司成长逻辑：软硬件一体化+餐饮SaaS+产业互联网SaaS**

蜀韵东方与海底捞的关联交易额增长迅速



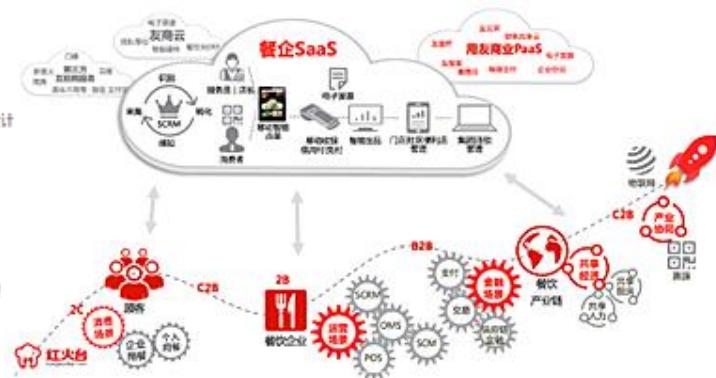
资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

蜀韵东方服务流程



资料来源：蜀韵东方官网，申万宏源研究

红火台愿景：产业互联网SaaS生态链平台



资料来源：红火台官网，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 火锅产业链最重要环节？底料、食材、供应链
2. 底料与食材：颐海高增长亮眼，第三方业务潜力巨大
3. 供应链服务：蜀海有望成为下一个Sysco
4. **海底捞与呷哺将走向何处？**
5. 相关标的及盈利预测



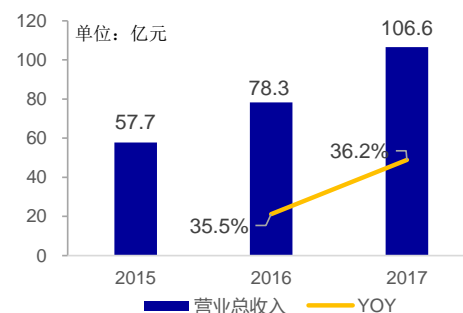
## 4.1 海底捞与呷哺对比：极致服务的休闲火锅VS高性价比的一人食火锅

■ **海底捞：全球领先的中式传统火锅品牌。**主打火锅品类，业务包括餐厅经营、外卖、销售调味料及食材。追求极致服务和完美就餐体验，严格保证食品质量与安全，连住利益锁住管理。财务表现业内领先，未来计划战略性扩店、拓展O2O新收入来源、加大技术投入等。

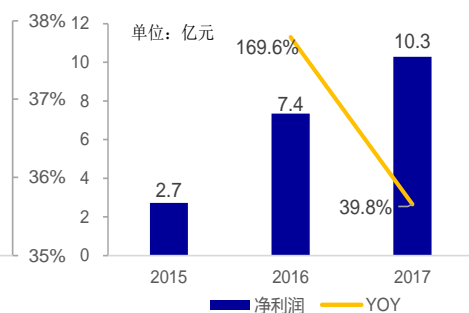
近三年营收CAGR达35.9%

近三年净利润CAGR达94.1%

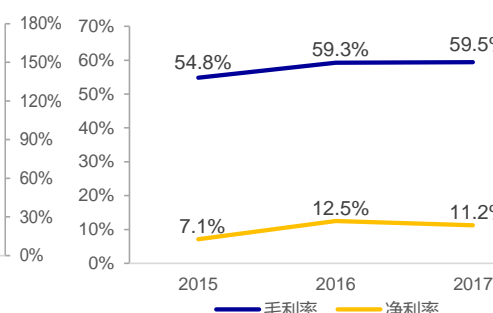
毛利率稳步增长，净利率波动上升 员工成本高，物业租金成本低



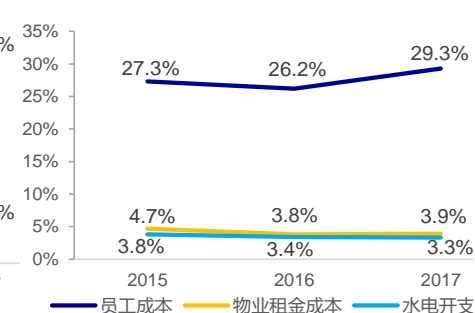
资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究



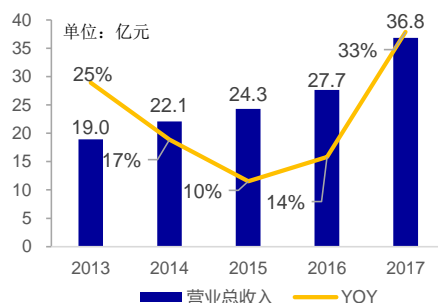
资料来源：wind，申万宏源研究

■ **呷哺呷哺：国内知名的快餐休闲火锅品牌。**开创时尚吧台小火锅新业态，追求高性价比，扩大忠实顾客群。优化餐厅布局、低经营成本、低资本开支造就高经济效益。呷哺呷哺2.0升级、凑凑开店促提价。未来计划稳步扩店、开发呷哺小鲜外卖业务、提高品牌形象等。

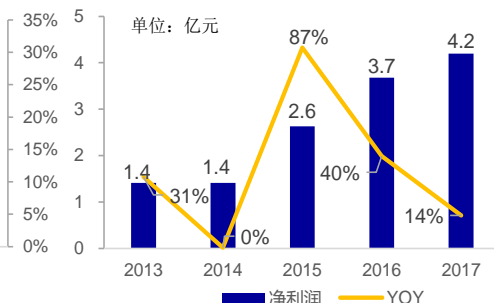
近五年营收CAGR为18.1%

近五年净利润CAGR为31.4%

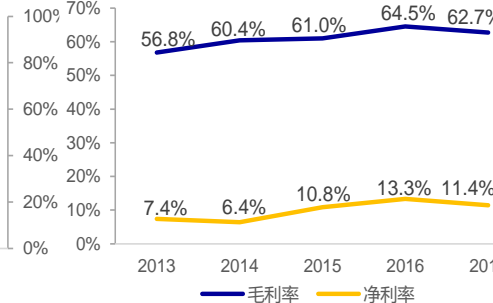
毛利率净利率不断上升，17年略降 员工成本较低，物业租金成本高



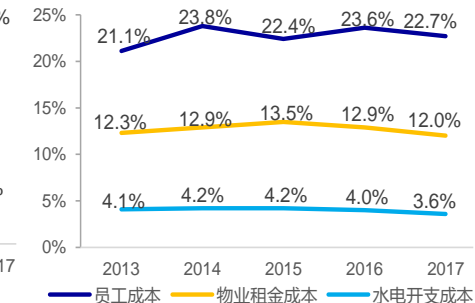
资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

## 4.2 量的角度：加速开店，海底捞下沉三四线VS呷哺一二线

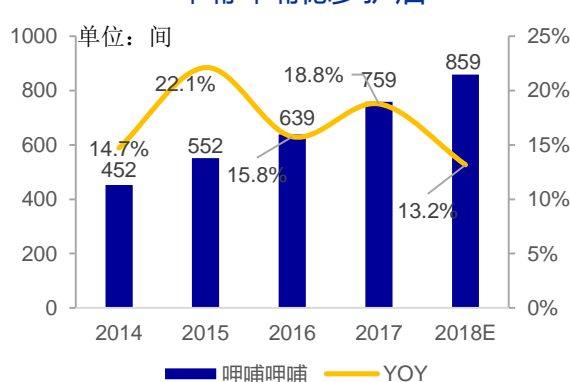
■ **加速门店扩张，竞争占领市场**：海底捞17年下半年扩店加速；呷哺呷哺以约100家/年新店的速度稳步增长。

海底捞迅速扩店



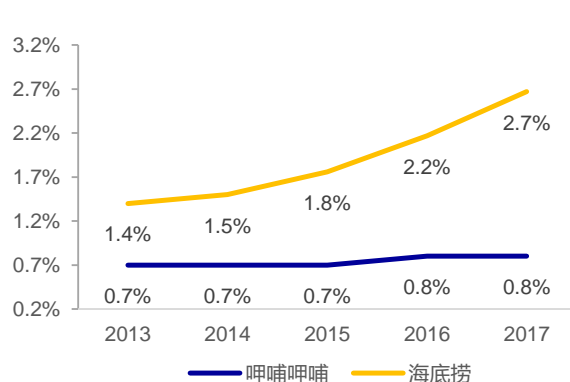
资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

呷哺呷哺稳步扩店



资料来源：呷哺呷哺年报，申万宏源研究

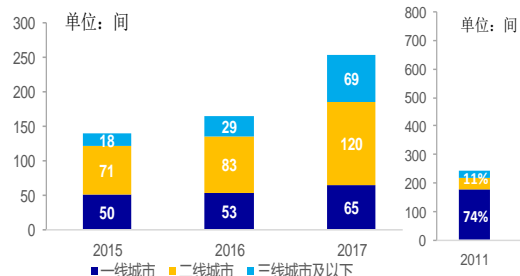
二者在连锁餐饮的市占率稳中有升



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

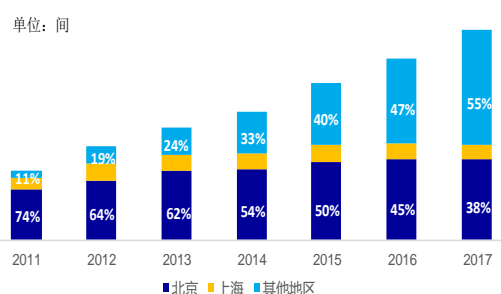
■ **始于重点城市，海底捞向三四线下沉，呷哺一二线继续发力**：海底捞从一二线城市向三四线城市下沉，区域分布更加均匀。呷哺从北京、上海向其他城市扩张，主要向一二线城市扩张。

海底捞从一二线向三四线扩张



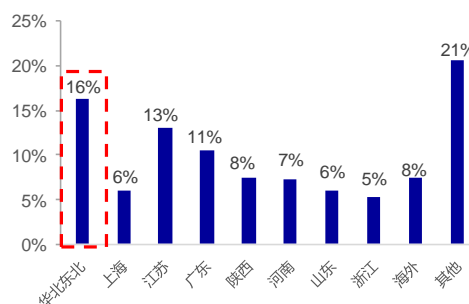
资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

呷哺呷哺从北京上海向其他城市扩张



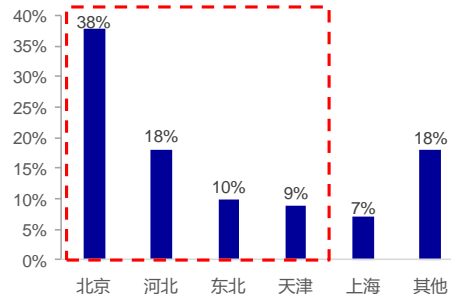
资料来源：呷哺呷哺年报，申万宏源研究

海底捞扩张区域分散化



资料来源：公司公告，大众点评，美团，申万宏源研究

呷哺扩张区域集中在华北东北

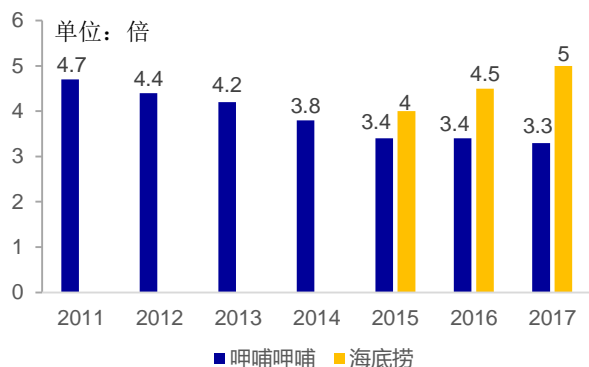




## 4.3 量的角度：海底捞单店拆分指标均优于呷哺，呷哺平效与海底捞接近

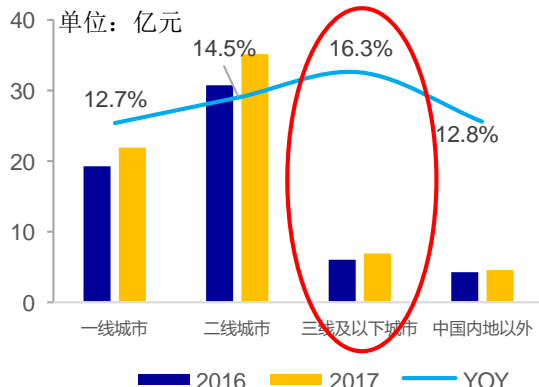
### ■ 高翻台率：海底捞高翻台率高增长，在于营业时间更长；同店销售额高且增长快。

海底捞翻台率高于呷哺呷哺



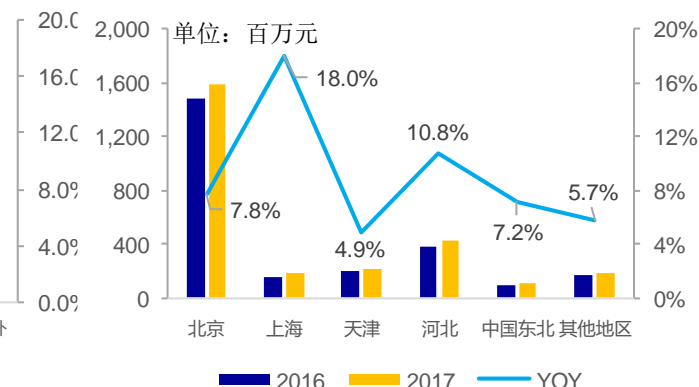
资料来源：公司公告，申万宏源研究

海底捞2016-2017同店销售额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

呷哺呷哺2016-2017同店销售额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

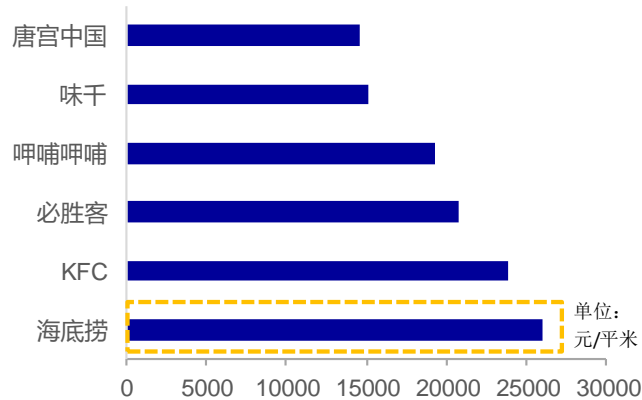
### ■ 单店模型拆分：海底捞单店营收坪效遥遥领先，投资回收期短。

连锁餐饮店单店模型

单店指标	呷哺呷哺	海底捞	味千	唐宫中国	KFC	必胜客
资本支出 (百万元)	1.9	15.5	4.8	5.5	0.5	0.5
年营收 (百万元)	4.8	39	3	22	5.9	6.2
日营收 (元)	13226	106749	9075	59925	16293	17051
坪效 (元/平米)	19310	25976	15068	14582	23788	20745
餐厅面积 (平米)	大: 800-100	1000-2000	200-300	200-2500	200-400	250-450
	中: 450-550					
	小: 200-300					
员工数量	25-30	150-160	15-25	70-90	55-65	50-60
餐厅业务利润率	23.7%	21.8%	16%	9.8%	18.1%	14%
投资回收期 (年)	1.3	0.5-1.1	0.5-1.5	1.5-3	1-2	1.5-3.5

资料来源：公司公告，申万宏源研究

海底捞坪效领先

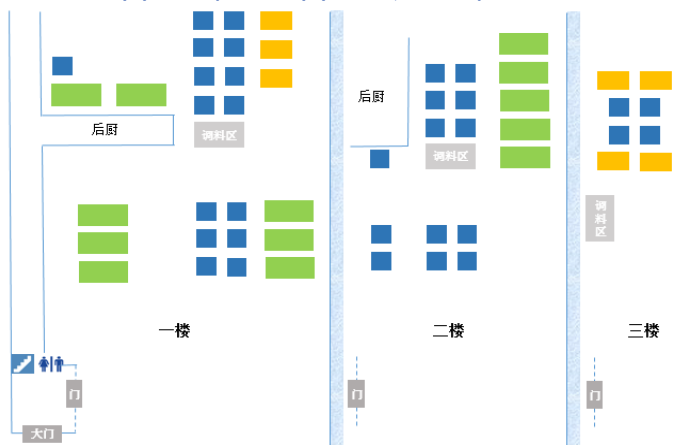


资料来源：公司公告，申万宏源研究

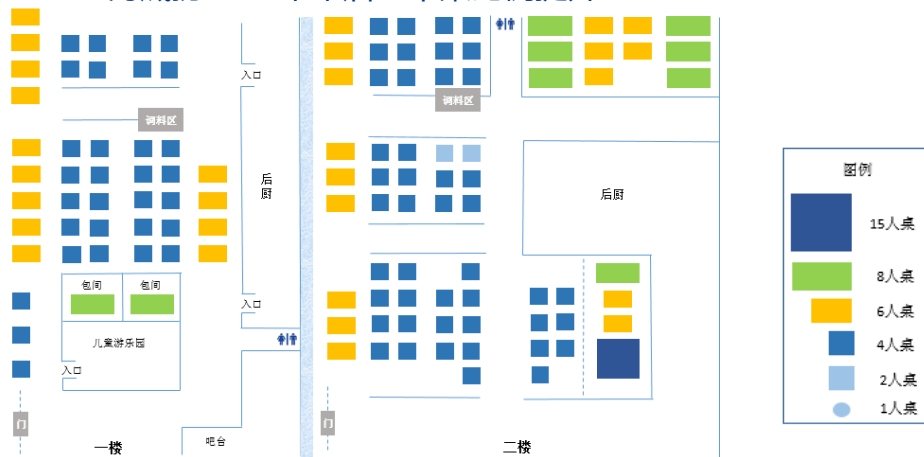
## 4.4 量的角度：海底捞新开店以小店为主，呷哺呷哺实现场景延伸

- **新店布局实现场景延伸**：海底捞保持“多人一锅”的传统火锅聚餐。呷哺呷哺由“一人一锅”的快餐火锅向多人聚餐布局。海底捞约1人服务4桌，凑凑约1人服务6桌。

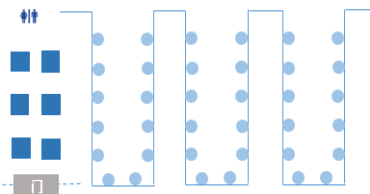
海底捞1000平米店：以多人大桌为主，  
三台4人桌配一台6人或8人桌



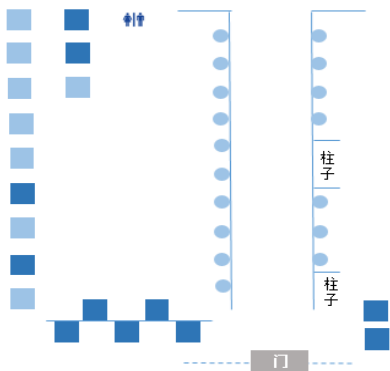
海底捞2000平米店：中桌比例提升



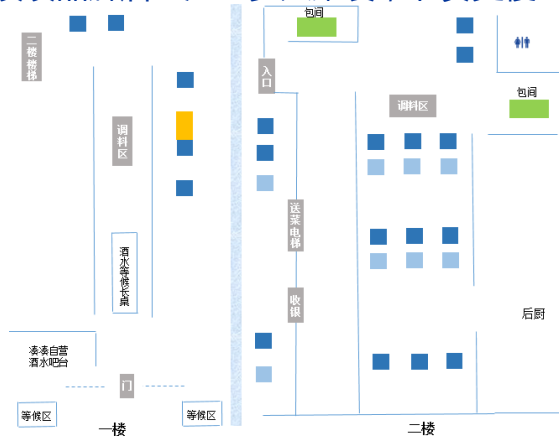
呷哺呷哺旧店：“一人食”布局



呷哺呷哺新店：混搭单人食与多人聚餐



凑凑品牌店：注重多人聚餐，节奏更慢



资料来源：申万宏源研究

## 4.5 价的角度：呷哺店面翻新+品牌推新逐步提高客单价

- **呷哺呷哺店面翻新+品牌推新促提价，海底捞提价意愿低**：凑凑相比呷哺2.0提价幅度大，同类菜品提价5至46元不等，平均涨价17.4元。而海底捞近年菜单改动不大，平均涨幅1.4元，提价意愿低。

呷哺1.0：单调黄色



资料来源：百度图库，申万宏源研究

呷哺2.0：雅致古风



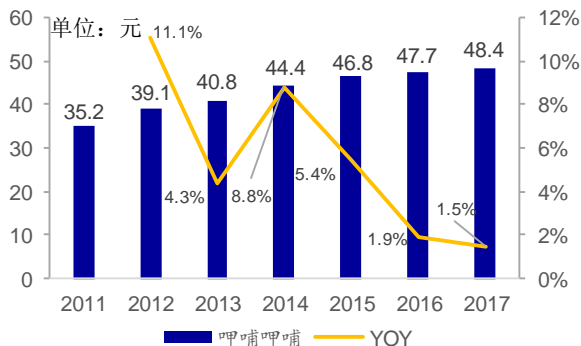
资料来源：百度图库，申万宏源研究

呷哺、凑凑、海底捞菜单：凑凑提价明显

价格（元/份）	呷哺	凑凑	海底捞
金针菇	12	19	22
蟹味菇	12	19	14
大白菜	10	15	12
菠菜	10	17	12
笋尖	9	15	12
山药	12	17	16
海带	12	17	12
圆生菜	10	15	12
土豆片	10	17	12
玉米	12	17	12
时蔬拼盘	22	59	30
精选肥牛	23	58	58

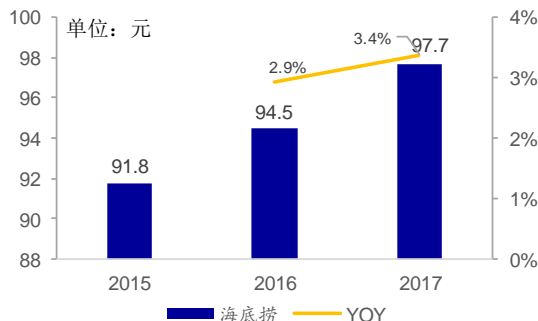
资料来源：大众点评、申万宏源研究

呷哺呷哺客单价：基数小，增长率下降，提价动力高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海底捞客单价：基数大，增长率上升，提价动力低

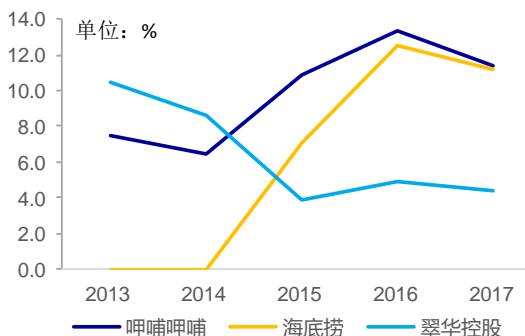


资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

## 4.6 利的角度：海底捞高财务杠杆+高翻台率使得ROE远高呷哺

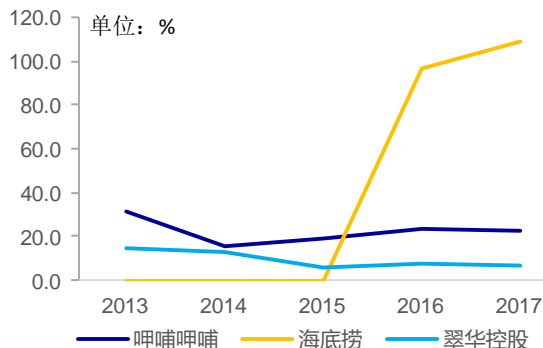
- **净利率相似，ROE和ROIC差异化**：呷哺呷哺和海底捞的净利率均领先于同行，但海底捞的ROE和ROIC远高于呷哺呷哺。

海底捞、呷哺呷哺净利率均高



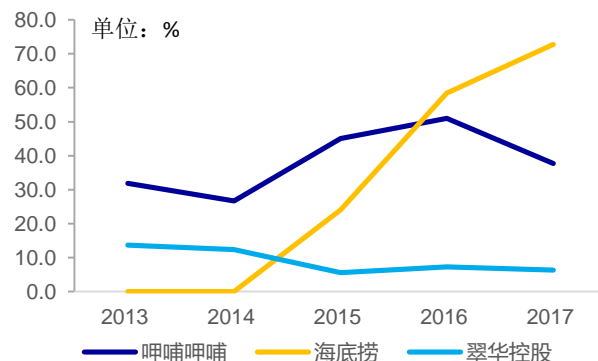
资料来源：wind，申万宏源研究

海底捞ROE领先呷哺呷哺



资料来源：wind，申万宏源研究

海底捞ROIC领先呷哺呷哺

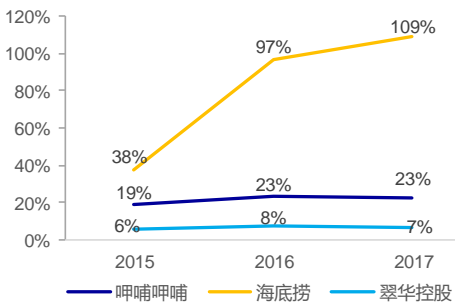


资料来源：wind，申万宏源研究

- **财务杠杆和运营效率不同**：通过杜邦分析，海底捞高ROE系高财务杠杆，高资产周转率所致。高资产周转率，来自于海底捞的高翻台率，运营效率比呷哺更高。

ROE

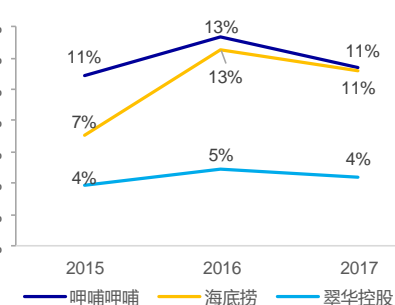
海底捞ROE远超呷哺



资料来源：wind，申万宏源研究

销售净利率

海底捞与呷哺净利率相等

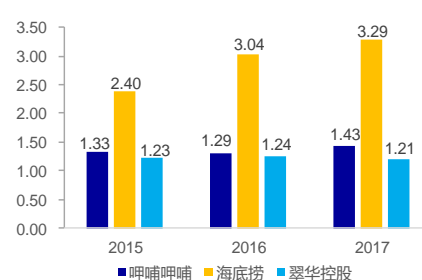


资料来源：wind，申万宏源研究

×

资产周转率

海底捞资产周转率更高

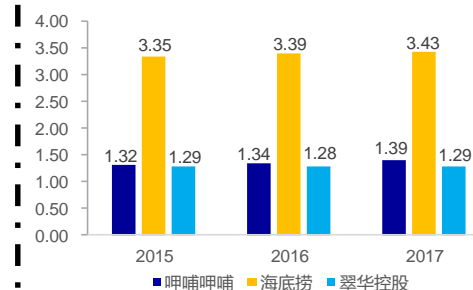


资料来源：wind，申万宏源研究

×

权益系数

海底捞财务杠杆更高



资料来源：wind，申万宏源研究

## 4.7 利的角度：海底捞高员工成本+低租金打造服务护城河

- **海底捞高员工成本+低租金打造优势**：二者原材料成本持续下降，系规模效应所致。海底捞员工成本高于呷哺，注重员工培养与福利，加强高质量服务优势。海底捞租金成本低，在于凭借超高翻台率提升店铺坪效，压低租金成本占比；依靠强势品牌影响力，自带流量，获取租金优惠。

呷哺呷哺成本拆分

呷哺呷哺	2013	2014	2015	2016	2017
收入	100%	100%	100%	100%	100%
其他收入	0.7%	0.5%	1.1%	1.1%	1.1%
原材料成本率	43.2%	39.6%	39.0%	35.5%	37.3%
员工成本率	21.1%	23.8%	22.4%	23.6%	22.7%
物业租金成本率	12.3%	12.9%	13.5%	12.9%	12.0%
公用事业费用率	4.1%	4.2%	4.2%	4.0%	3.6%
折旧及摊销费用率	4.6%	4.2%	5.0%	4.1%	4.1%
其他开支成本率	4.9%	7.5%	5.7%	5.3%	6.5%
净利润率	7.4%	6.4%	10.9%	13.3%	11.5%

海底捞成本拆分

海底捞	2015	2016	2017
营业收入	100%	100%	100%
其他收入	-0.6%	0.8%	-0.9%
原材料成本率	45.2%	40.7%	40.5%
员工成本率	27.3%	26.2%	29.3%
物业租金成本率	4.7%	3.8%	3.9%
水电开支成本率	3.8%	3.4%	3.3%
折旧及摊销成本率	4.2%	3.7%	3.4%
差旅成本率	1.2%	1.1%	1.1%
其他开支成本率	4.7%	4.8%	4.2%
净利润率	7.1%	12.5%	11.2%

呷哺与海底捞人均盈利分析

单位：万元	公司	2015	2016	2017
人均创收	呷哺呷哺	17.9	17.8	17.4
	海底捞	25.2	28.3	24.8
人均净利润	呷哺呷哺	1.9	2.4	2.0
	海底捞	1.2	2.7	2.4

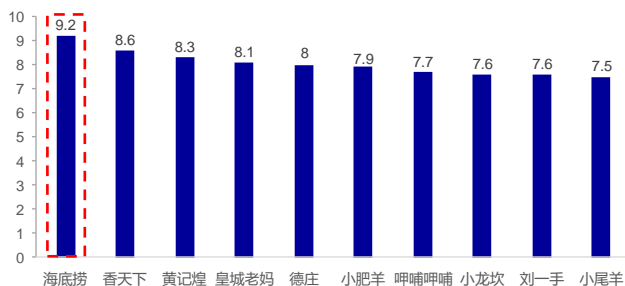
资料来源：呷哺呷哺公司公告，申万宏源研究

资料来源：海底捞招股说明书，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

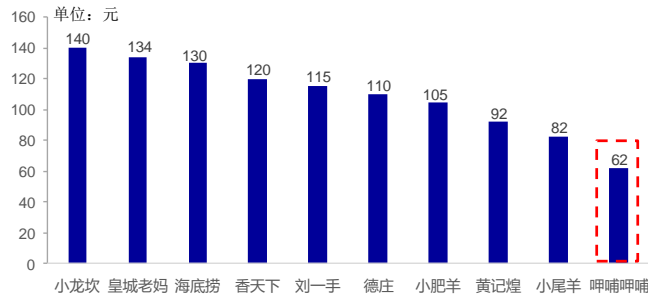
- **海底捞看服务，呷哺看性价比**：海底捞走差异化服务路线，呷哺走性价比路线。在餐饮五要素：口味、价格、服务、地点和环境中，海底捞强在服务，呷哺呷哺强在价格。

海底捞服务评分同行领先



资料来源：大众点评，申万宏源研究

呷哺呷哺人均消费同行最低



资料来源：大众点评，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 火锅产业链最重要环节？底料、食材、供应链
2. 底料与食材：颐海高增长亮眼，第三方业务潜力巨大
3. 供应链服务：蜀海有望成为下一个Sysco
4. 海底捞与呷哺将走向何处？
5. 相关标的及盈利预测



## 5.1 相关标的-颐海国际

- **国内中高端复合调味料生产商龙头企业。**公司是最大的中高端火锅底料生产商，占超过30%市场份额。主要产品有火锅底料、蘸料以及中式复合调味品。公司是海底捞集团在中国火锅底料产品的独家供货商，以「海底捞」品牌向C端销售各类调味品。2017年营收为17亿元，同比增长51%；净利润为2.6亿元，同比增长40%，18H1收入10亿元，同比增长59%，系第三方业务渠道下沉、终端销售效率提升和产品迭代升级所致；净利润1.9亿元，同比增长170%，系毛利较高的第三方业务增速较快所致
- **海底捞品牌加持、渠道不断深化，产品推陈出新。****1）海底捞品牌加持：**海底捞2018年大举开店，预计开店数量在180家到220家，公司关联业务将持续受益。**2）渠道下沉，售点提效。**截至2017年底，颐海国际的经销商已经覆盖了中国境内31个省级地区和港澳台地区，以及23个海外国际和地区。第三方销售快速增长，在2017年12月31日达近800家，较2016年同比增长87%，目前超过1000家。**3）产品不断创新，新品继续推出。**2018H1，公司共48火锅底料（新增4款），8种自热小火锅（新增5款）、16种中式复合调味料（整合后净减少4种）、9种小火锅产品（新增4种），表现亮眼。
- **自热小火锅+大单品探索+强化2B经销商渠道，未来看点多多。****1）自热小火锅继续爆发：**销量和销售额行业双料第一，进入传统经销商渠道，今年预计2亿元收入；**2）新大单品亟待诞生：**公司近年来不断推出新品，探索爆款大单品，例如小龙虾调料；**3）2B餐饮渠道潜力巨大：**火锅行业高度分散，随着17年下半年监管趋严，小B与中小型B端火锅店对于底料有巨大的需求，未来看点多多。

## 5.2 相关标的-呷哺呷哺

- **快速休闲火锅龙头企业。**呷哺呷哺的主营业务为快速休闲火锅，其开创了时尚吧台小火锅的新业态，首先在中国大陆引入了“一人一锅”的火锅用餐模式。截止2017年底，公司在中国13个省份的79个城市，以及3个直辖市共有738家餐厅。2017年，公司新开136家呷哺呷哺餐厅和19家凑凑餐厅。2017年收入为37亿元，同比增长33%；净利润为4.2亿元，同比增长14%。
- **标准化运营易复制，优化菜品结构提升同店销售。**
  - 1) **标准化运营：**呷哺的所有门店均为自营，呷哺依靠强大的系统和模型进行运营上的管理，对店长要求更低，便于快速规模化复制。2015年-2017年餐厅数量的增长率分别为22%、16%、19%。
  - 2) **优化菜品结构：**公司定期推出新品，新菜品的销售不断提升，进而拉动同店销售额的提升。2017年公司同店销售增长8.5%。
- **中高端品牌+外卖火锅，外延业务增长可期。**
  - 1) **改造传统呷哺店面+打造中高端特色火锅品牌凑凑，提高客单价：**公司于2016年上半年推出中高端餐饮品牌“凑凑”，主打火锅+茶饮的新型餐饮模式。除正餐时间经营火锅业务外，凑凑在下午茶时间还销售手摇茶饮，利于实现错位经营，解决传统餐厅正餐之外的时间门庭冷落、大量资源空置的问题。
  - 2) **涉足外卖火锅：**呷哺外卖业务占单店营收的13%，仅占总营收的0.3%，未来发展空间较大。目前开展呷哺小鲜（外送锅底、调料、火锅食材）业务的店面有177家，开始于2017年5月的呷煮呷烫（外送已烹饪好的定食）业务已有超过40家店面开展。

## 5.3 相关标的-海底捞

- **全球领先中式餐饮品牌。**海底捞主打火锅品类，使用【连住利益，锁住管理】独特模式，实现高质量增长。服务与供应链是公司品牌基石，这正是品牌的关键。截止2018年4月，公司拥有320家门店，2018年全年新增店180-220家。2017年收入107亿元，同比增长36%；净利润为10亿元，同比增长40%。
- **“差异化”服务+扁平的组织架构+集团子公司模块化运营，打造餐饮航母。**1) **服务：**合理灵活的激励机制和自主权是员工为顾客提供差异化服务的基础。公司根据所管理餐厅的服务品质对店长进行评估。公司认为人们在拥有合理的自主权时才能发挥创意。2) **组织架构：**总部有效管控餐厅管理的关键环节，包括食品安全、供应商链、和扩张战略等；店长在管理餐厅日常营运方面高度的自主且灵活，并且公司主要以教练组为餐厅提供指引及支持。3) **集团子公司模块化运营：**颐海国际为公司提供底料，蜀海集团提供各种食材和原料，微海咨询提供人力咨询服务，蜀韵东方提供装修服务。各个子公司协同合作，利于公司快速复制火锅门店。2016-2017年公司门店增速分别为21%、55%，预计2018年门店增速能达到66%~81%。
- **外卖业务逐渐发力，港股IPO促发展。**1) **外卖业务：**外卖站主要为周围的顾客提供服务，配送通常于30到40分钟内完成。配送人员不仅送货，亦在到达后为顾客准备餐桌。2015-2017年，公司外卖业务收入为0.74亿、1.46亿、2.2亿；2) **港股IPO：**募集资金的60%用于拓展新店，20%用于开发新技术，其根本原因是三四线城市同店增速快于一二线，预备店长充足足够支撑开店。

## 5.4 相关标的-安井食品

- **速冻食品龙头企业之一。**公司主营业务为“安井”牌速冻食品的研发、生产和销售，主要产品分为速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品及速冻其他制品四大类。2017年收入35元，同比增长16%；归母净利为2.02亿元，同比增长14%。2018年H1营收为19.5亿元，同比增长19%；归母净利为1.42亿，同比增长37%。
- **渠道+产品+销地产模式，成本优势和渠道优势已建立。**1) **渠道**：坚持“渠道品牌为主、消费者品牌为辅”的品牌宣传策略，公司严格把控渠道，建立高效经销体系；2) **产品**：市场定位精准，打造“战略大单品”司坚持每年集中资源聚焦培养1-2个“战略大单品”。战略单品的培养也带动其他单品的销售，以点带面成效显著。3) **销地产模式**：扩大公司销售半径，降低物流成本。公司生产基地所在的华东区域的销售量大幅提高，物流运输方面的规模化效应更加明显；同时，2015年下半年辽宁新厂区投产，有效减少了东北、华北地区运输半径，降低物流费用。
- **产能释放、扩充品类，公司盈利增长可期。**1) **产能释放**：IPO募投项目：泰州安井计划新建16万吨速冻调制食品的项目，无锡民生扩建4.5万吨工厂。2018年3月公司追加无锡民生，计划新建年产7万吨厂房。2) **品类扩张，试水小龙虾市场**：安井已经建立的整套冷链渠道，便于小龙虾的生产和运输，小龙虾业务和公司既有的冷冻食品业务产生协同效应，降低成本，最大化效益。

### ■ 火锅相关公司wind一致预期情况如下表

火锅相关公司盈利预测

股票代码	简称	股价		EPS			PE			
		2018/8/24	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
1579. HK	颐海国际	18.82	0.27	0.49	0.63	0.78	25	38	30	24
0520. HK	呷哺呷哺	13.52	0.48	0.59	0.77	0.94	34	23	18	14
603345. SH	安井食品	36.68	0.94	1.24	1.61	2.05	39	30	23	18

资料来源：wind，申万宏源研究

注：颐海国际与呷哺呷哺股价与EPS单位均为港币，安井食品股价与EPS单位为人民币

## 信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxw@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数



## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

马晓天 A0230516050002  
[maxt@swsresearch.com](mailto:maxt@swsresearch.com)

余剑秋 A0230118070008  
[yujq@swsresearch.com](mailto:yujq@swsresearch.com)