

千味央厨 (001215.SZ)

稳定成长兼具，千味奋进正当时

出身思念系，深耕餐饮渠道。公司于2016年脱离思念系，秉持“只为餐饮、厨师之选”的定位，成为国内最早为餐饮店、酒店、团餐、乡厨等提供速冻面米制品解决方案的供应商之一。公司提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨的解决方案，开拓了油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类四大类产品，并持续发力打造各品类下的大单品。2021年实现收入/归母净利润12.7/0.9亿元，4年CAGR分别为+21.1%/+17.4%。

餐饮市场需求强劲，细分龙头大有可为。目前我国速冻米面行业零售市场呈“三足鼎立”，市场份额或进一步向龙头靠拢；餐饮市场尚处蓝海，仍处增量竞争阶段，餐饮连锁化、后厨工业化、新业态的出现和加速等多因素持续驱动需求日益攀升，后续有望成为新的高成长赛道，专注餐饮供应链的千味央厨将充分享受先发优势。

渠道壁垒高筑，大单品贡献稳定业绩。1) **渠道：**公司精耕2B渠道多年，已与百胜、海底捞、华莱士等国内外知名大型餐饮企业建立深度合作关系，为百胜中国T1级供应商，渠道壁垒深厚。在大商渠道上的优势亦具有标杆效应，有助于经销渠道的拓展。2021年公司经销收入7.6亿元，占营收60%，4年CAGR达27%，经销商数量增长至968家。此外公司大力扶持核心经销商，占比前20名经销商销售额达2.1亿，同比+50%；2) **产品：**油炸品类占据半壁江山，大单品油条持续贡献稳定业绩。但公司突破速冻米面传统产品的局限，以场景为基础进行新品研发和拓展，充分利用协同效应持续打造新的大单品，如油条产品已细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景。此外，公司亦积极布局预制菜蓝海市场，未来公司有望通过扩品类实现业绩持续增长。

商业模式优秀，高周转高净利贡献高ROE。在毛利率无明显优势的背景下，公司费用管理能力突出，大幅降低了公司的销售费用率水平，提升了利润空间，净利率水平维持在7%左右，处于行业较高水平。此外，公司具备高水平资产周转率，一方面通过“以销定产”的加工模式以保证产品力，客户保有率高，存货周转率较高。另一方面，公司客户关系稳健，回款能力和应收账款控制力较强。

盈利预测与估值评级：我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.07/1.40/1.79亿元，对应PE38.4/29.5/23.0X。剔除股权激励影响后2022-2024年归母净利润分别为1.18/1.50/1.84亿元，对应PE34.7/27.5/22.3X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、市场竞争加剧风险加剧风险、渠道拓展不及预期等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	944	1,274	1,590	1,952	2,365
增长率yoy(%)	6.2	34.9	24.8	22.8	21.2
归母净利润(百万元)	77	88	107	140	179
增长率yoy(%)	3.3	15.5	20.9	30.5	28.1
EPS最新摊薄(元/股)	0.88	1.02	1.23	1.61	2.06
净资产收益率(%)	13.1	9.2	10.2	11.8	13.2
P/E(倍)	53.7	46.5	38.4	29.5	23.0
P/B(倍)	7.1	4.3	3.9	3.5	3.0

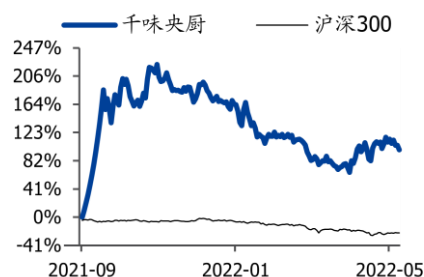
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年5月19日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	食品加工
5月19日收盘价(元)	44.80
总市值(百万元)	3,881.04
总股本(百万股)	86.63
其中自由流通股(%)	24.56
30日日均成交量(百万股)	2.31

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 吴思颖

执业证书编号: S0680121120020

邮箱: wusiyang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	333	593	776	801	950
现金	117	332	456	421	494
应收票据及应收账款	52	62	82	95	120
其他应收款	7	8	11	13	16
预付账款	11	5	15	9	20
存货	116	162	188	240	277
其他流动资产	29	24	24	24	24
非流动资产	622	747	850	982	1138
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	543	606	692	810	955
无形资产	39	38	45	45	47
其他非流动资产	41	103	113	126	137
资产总计	956	1341	1626	1783	2088
流动负债	305	326	440	469	608
短期借款	15	15	15	15	15
应付票据及应付账款	142	144	216	223	307
其他流动负债	148	168	209	230	286
非流动负债	69	61	57	52	49
长期借款	55	35	30	26	23
其他非流动负债	14	26	26	26	26
负债合计	373	388	497	521	657
少数股东权益	0	0	-1	-1	-2
股本	64	87	169	169	169
资本公积	239	546	546	546	546
留存收益	280	368	471	603	771
归属母公司股东权益	582	954	1130	1264	1434
负债和股东权益	956	1341	1626	1783	2088

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	98	98	194	141	286
净利润	77	87	107	139	178
折旧摊销	34	42	41	50	61
财务费用	3	5	-12	-15	-15
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-28	-51	58	-33	62
其他经营现金流	12	16	1	1	1
投资活动现金流	-95	-183	-145	-183	-217
资本支出	96	183	103	132	156
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	-42	-51	-61
筹资活动现金流	35	299	75	5	4
短期借款	-15	0	0	0	0
长期借款	55	-20	-5	-4	-4
普通股增加	7	23	83	0	0
资本公积增加	93	308	0	0	0
其他筹资现金流	-105	-12	-3	9	8
现金净增加额	38	215	124	-36	73

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	944	1274	1590	1952	2365
营业成本	739	989	1245	1521	1838
营业税金及附加	9	12	14	18	22
营业费用	31	42	59	72	88
管理费用	79	107	140	170	195
研发费用	7	9	11	14	17
财务费用	3	5	-12	-15	-15
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	26	1	8	10	11
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	112	140	182	232
营业外收入	2	3	1	2	2
营业外支出	2	1	3	2	2
利润总额	100	113	139	182	232
所得税	24	26	33	43	54
净利润	77	87	107	139	178
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1
归属母公司净利润	77	88	107	140	179
EBITDA	135	148	159	207	267
EPS (元/股)	0.88	1.02	1.23	1.61	2.06

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	6.2	34.9	24.8	22.8	21.2
营业利润 (%)	1.6	11.5	26.0	29.3	27.6
归属母公司净利润 (%)	3.3	15.5	20.9	30.5	28.1
获利能力					
毛利率 (%)	21.7	22.4	21.7	22.1	22.3
净利率 (%)	8.1	6.9	6.7	7.1	7.6
ROE (%)	13.1	9.2	10.2	11.8	13.2
ROIC (%)	11.8	8.0	8.1	9.7	11.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.1	28.9	30.5	29.2	31.4
净负债比率 (%)	-7.5	-27.7	-37.8	-30.8	-32.6
流动比率	1.1	1.8	1.8	1.7	1.6
速动比率	0.6	1.2	1.2	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	19.5	22.3	22.0	22.0	22.0
应付账款周转率	5.5	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.02	1.23	1.61	2.06
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.13	1.14	2.24	1.63	3.30
每股净资产 (最新摊薄)	6.72	11.01	12.09	13.63	15.60
估值比率					
P/E	53.7	46.5	38.4	29.5	23.0
P/B	7.1	4.3	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	59.1	52.4	48.0	37.1	28.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 5 月 19 日收盘价

目录

1. 出身于思念的“餐饮供应链第一股”	5
1.1. 出身思念系，专注餐饮供应解决方案	5
1.2. 核心管理团队资历深厚，股权激励提升员工积极性	7
2. 餐饮市场需求强劲，细分龙头大有可为	9
2.1. 千亿市场规模，成长空间广阔	9
2.2. 餐饮需求强劲，细分龙头大有可为	10
3. 渠道资源高筑竞争壁垒，大单品贡献稳定业绩	12
3.1. 渠道：精耕B端渠道，深厚客户资源彰显服务力	12
3.2. 产品：大单品稳定贡献业绩，场景延伸思路持续开发新品	17
3.3. 供应链：外包仓储及物流业务，严格质控措施力保运输品质	19
3.4. 产能：突破产能瓶颈，增长空间向上可期	20
4. 商业模式优秀，高周转高净利贡献高 ROE	22
5. 盈利预测与估值评级	24
风险提示	26

图表目录

图表 1: 千味央厨品牌历程	5
图表 2: 公司营业收入及增速	6
图表 3: 公司归母净利润及增速	6
图表 4: 千味央厨各品类营收占比 (%)	6
图表 5: 千味央厨分产品毛利率 (%)	6
图表 6: 千味央厨分区域营收占比	6
图表 7: 创始人李伟经历	7
图表 8: 千味央厨股权结构图	7
图表 9: 同行业公司高管情况	8
图表 10: 公司首次股权激励计划分配情况 (2021 年 12 月 15 日)	9
图表 11: 我国速冻食品行业规模	9
图表 12: 速冻食品产量及吨价	9
图表 13: 日本速冻食品消费量 (百万日元)	10
图表 14: 速冻米面产品餐饮端市场竞争格局	10
图表 15: 速冻米面产品零售端市场竞争格局	10
图表 16: 我国餐饮业市场规模 (亿元)	11
图表 17: 中国餐饮市场连锁化率 (%)	11
图表 18: 2015-2020 年中国速冻米面食品产量及增速	11
图表 19: 2016-2020 年中国冷链物流市场规模 (亿元)	11
图表 20: 直营&经销的定制品&通用品销售金额 (亿元)	12
图表 21: 直营&经销营收占比 (%)	12
图表 22: 公司已与多个大型餐饮企业达成合作关系	12
图表 23: 公司主要直营客户销售收入及占比 (单位: 万元)	13
图表 24: 公司前五大客户&部分大客户营收及占比	14
图表 25: 肯德基、华莱士、海底捞门店数量 (家)	14
图表 26: 千味央厨 vs 安井经销商数量 (家)	14
图表 27: 千味经销商营收贡献“二八”效应明显 (家)	14
图表 28: 千味央厨经销渠道各品类及整体毛利率 (%)	15
图表 29: 千味央厨直营渠道各品类及整体毛利率 (%)	15
图表 30: 千味央厨经销商销售返利金额及占比	15
图表 31: 千味央厨经销商销售买赠金额及占比	15
图表 32: 直营/经销渠道造成毛利率分化的各因素对比	15
图表 33: 公司销售部门架构设置	16
图表 34: 公司为直营客户提供的定制服务业务流程	16
图表 35: 早饭师部分明星产品	16
图表 36: 早饭师门店形象	16
图表 37: 2021 年安井食品、三全食品、千味央厨及日辰股份情况对比	17

图表 38: 2018-2020 年千味央厨各类产品 SKU	17
图表 39: 2020 年部分明星单品销售额占营业收入比例	17
图表 40: 2018-2020 千味部分明星单品销售额及单价	18
图表 41: 当前京东商城部分品牌油条价格对比	18
图表 42: 千味央厨的油条家族	19
图表 43: 千味央厨向肯德基供应的部分产品	19
图表 44: 中国预制菜市场规模	19
图表 45: 预制菜市场 2B 与 2C 占比	19
图表 46: 千味央厨每年的运输费用	20
图表 47: 千味央厨于京东签订战略合作协议	20
图表 48: Q4 通常为公司产品销售旺季 (亿元)	21
图表 49: 2018-2020 年公司委托加工费金额 (万元)	21
图表 50: 千味央厨 2018-2021 年产能利用情况	21
图表 51: 千味央厨总产销率及分品类产品产销率	21
图表 52: 募集资金投资项目情况	21
图表 53: 公司产能规划 (万吨)	21
图表 54: 千味央厨与同行业可比公司销售毛利率对比	22
图表 55: 千味央厨与同行业可比公司营业收入增速对比 (%)	22
图表 56: 公司成本构成	22
图表 57: 2020 年公司原材料采购金额占比	22
图表 58: 产品销售价格和原材料价格变动对毛利率的敏感性分析	23
图表 59: 千味央厨与同行业可比公司销售净利率对比 (%)	23
图表 60: 千味央厨与同行业可比公司销售费用率对比 (%)	23
图表 61: 千味央厨与可比公司销售费用拆分	23
图表 62: 千味央厨与同行业可比公司存货周转率对比	24
图表 63: 千味央厨与同行业可比公司应收账款周转率对比	24
图表 64: 千味央厨与同行业可比公司 ROE 对比	24
图表 65: 千味央厨与同行业可比公司权益乘数对比	24
图表 66: 主营业务拆分及假设 (百万元, %)	25
图表 67: 相对估值	25

1. 出身于思念的“餐饮供应链第一股”

1.1. 出身思念系，专注餐饮供应解决方案

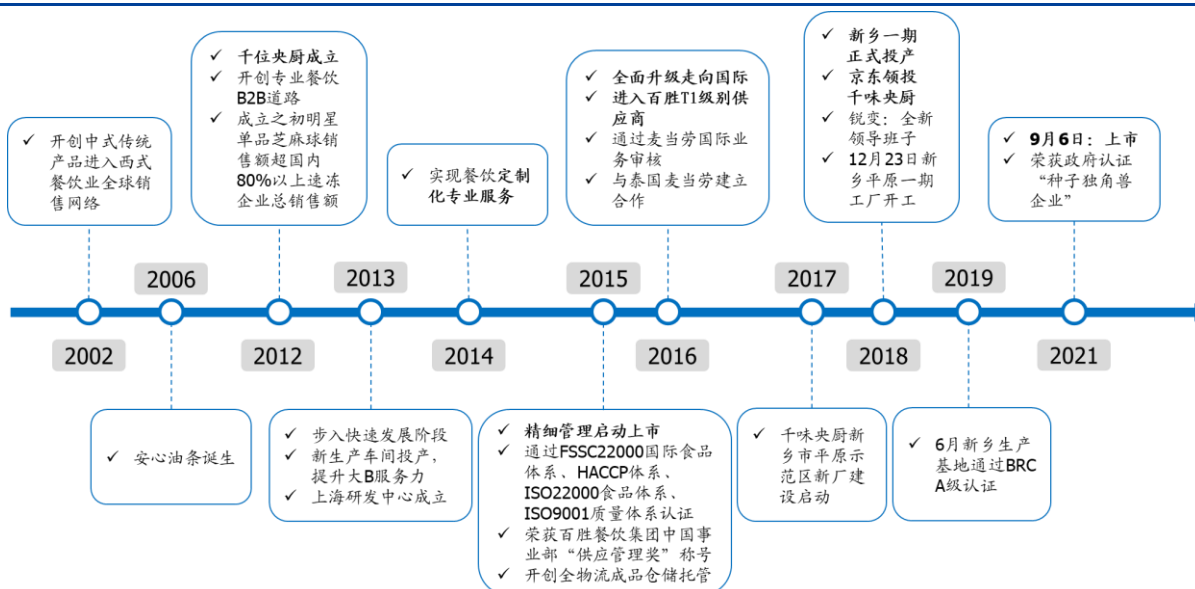
公司为思念系出身，多年来精耕 B 端渠道速冻米面制品供应。千味央厨于 2012 年 4 月由郑州思念出资成立，秉承“只为餐饮·厨师之选”的战略定位，致力于为餐饮、酒店、团餐提供全面供应解决方案，作为国内知名的 B 端速冻米面供应商，公司已与肯德基、必胜客、海底捞、华莱士、真功夫、九毛九、呷哺呷哺等多个知名餐饮品牌达成深度合作，系百胜中国 T1 级供应商。公司发展共分为三个阶段：

1) 起步积累期：2002-2012 年。百胜餐饮与孕育在思念体系下的千味央厨合作，从蛋挞到“安心油条”，开创了中式传统产品进入西式连锁餐饮的先河。

2) 快速成长期：2012-2016 年。公司开创专业餐饮 B2B 道路，成立郑州、上海两大研发基地，实现定制化专业服务。

3) 独立发展期：2016 年至今。2016 年 3 月思念将所持千味股权 100% 转让给郑州集之城，千味脱离思念系，公司品牌升级转型，开始独立高速发展。

图表 1：千味央厨品牌历程



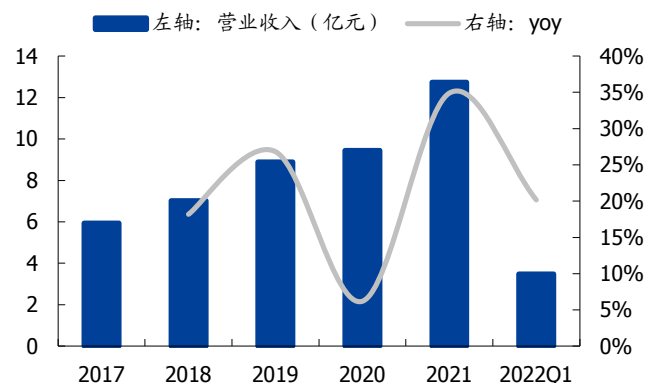
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

业绩稳健增长，具备成长性。2021 年公司实现营收 12.7 亿元，同比+34.9%；归母净利润 0.9 亿元，同比+15.5%。整体来看，2017-2021 年营收及归母净利润的 CAGR 分别为+21.1%/+17.4%，维持良好增长态势。

构建“一超多强”产品矩阵，打造中华特色大单品。经过多年品类拓展，公司已经形成了包含油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他在内的四大类产品体系，并持续发力打造各品类下的大单品。1) 从收入来看：2021 年油炸/烘焙/蒸煮/菜肴类产品营收分别为 6.6/2.2/2.6/1.3 亿元，分别同比+26.7%/+19.1%/+39.2%/+162.1%，SKU 数达 300 余种。其中，核心大单品增速显著：油条类产品贡献营收 3.5 亿元，同比+34.7%（除百胜外同比+43.9%），主要系经销商渠道放量；蒸煎饺营收 1.4 亿元，同比+167.9%，主要系公司加大研发及推广力度；面点产品营收 1.2 亿，同比增长近 30%，主要系卡通包放量；此外公司预制菜销售超 1400 多万，同比+34.4%；2) 毛利率角度看：蒸煮、烘焙类产品毛利率较高，2021 年分别为 23.5%/25.0%；油炸类产品毛利率相对较低，较其他高毛利品类低约 3-4pct，近年来营收占比有所下降，促进整体毛利

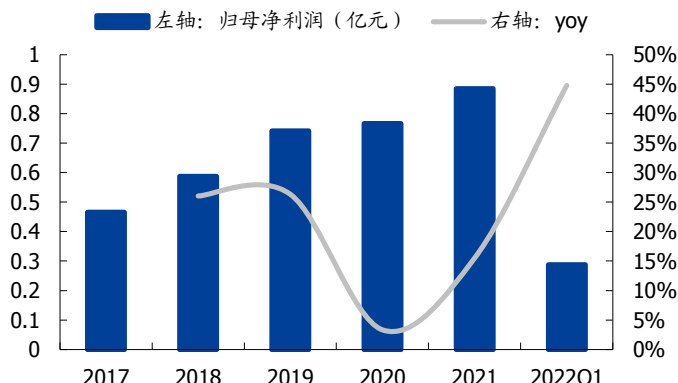
率提升。

图表 2: 公司营业收入及增速



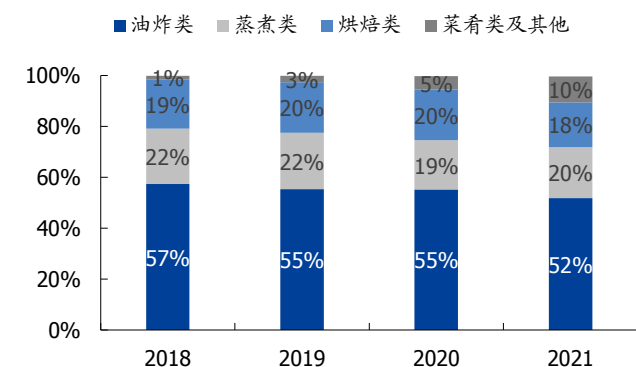
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司归母净利润及增速



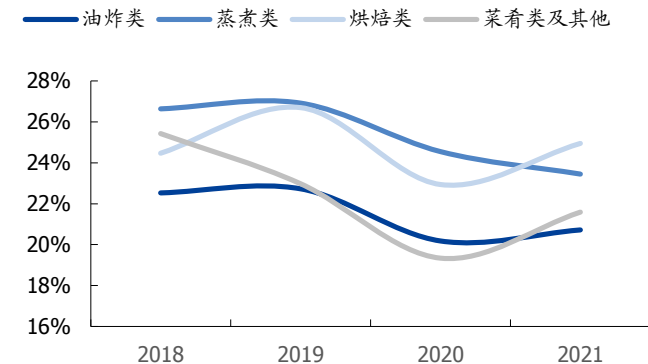
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 千味央厨各品类营收占比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

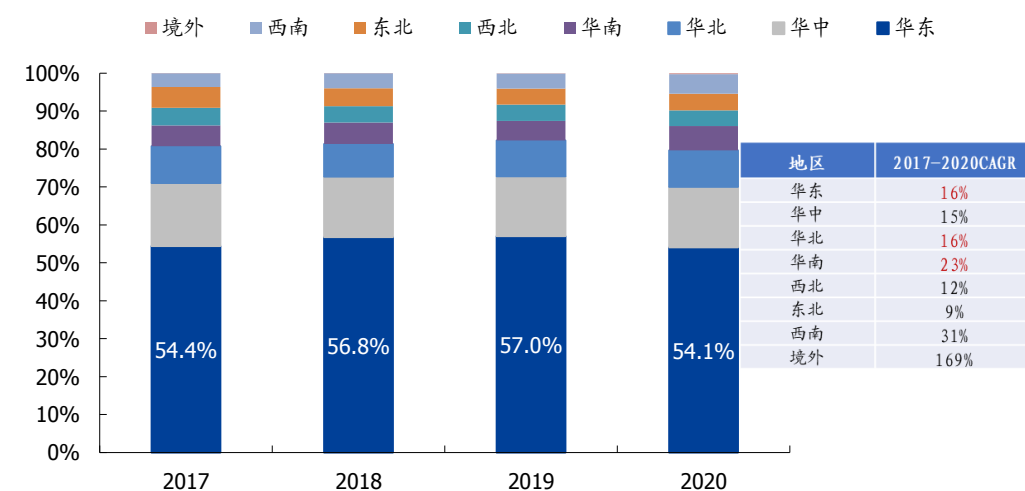
图表 5: 千味央厨分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

聚焦华东市场, 营收占比较高。公司产品在全国各地均有销售, 但以华东、华中为主, 华北、华南区域次之, 且有部分境外收入。2020 年公司华东/华中地区收入占比分别为 54.1%/15.9%, 华东区域营收占比高主要系公司前两大直营客户百胜及华莱士归属华东地区。

图表 6: 千味央厨分区域营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

1.2. 核心管理团队资历深厚，股权激励提升员工积极性

治理结构稳定，引入战略投资。公司实控人为李伟，通过完全持股共青城城之集间接持有公司 46.9%的股权。李伟系思念食品、千味央厨的创始人，2017 年将其间接持有的思念食品股权全部转让给思念食品管理层王鹏等人，并退出思念食品董事会，不再担任思念食品任何职务，同时获得思念管理层所持千味央厨全部股份，千味央厨与思念食品作出了全面切割。我们推测，此举一方面可以规避同业竞争及关联交易，从而保证千味央厨顺利上市，另一方面可能系完成思念食品上市时对王鹏等管理层的股权激励承诺。此外，2016 年至 2018 年，为迎合其高速发展的资金需求，公司历经三次增资，增资价格分别为 8.8 /12.0 /15.3 元/股，注册资本由 4335 万元增至 6382 万元。

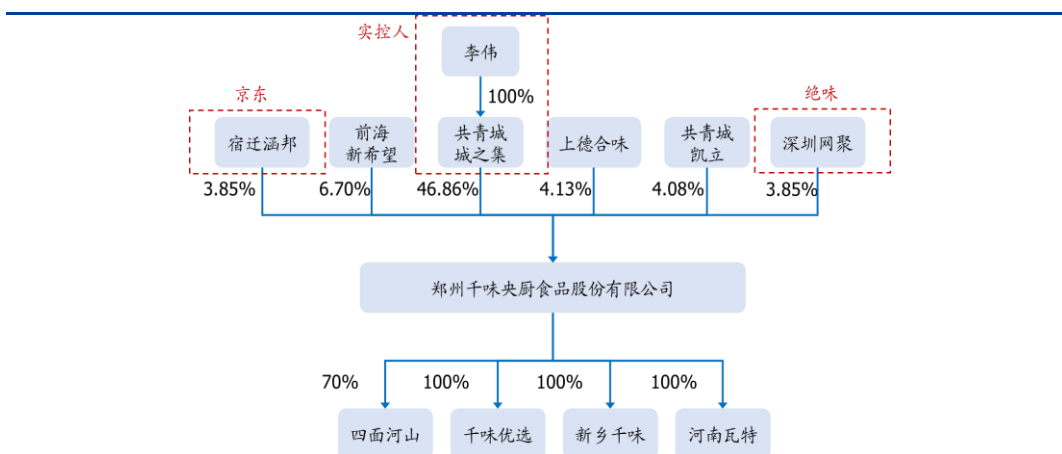
图表 7: 创始人李伟经历

时间	经历
1990 年	毕业于郑州大学新闻系
1996 年	成为和路雪冰淇淋的河南总经销，为进入速冻食品业打下基础
1997 年	建立思念食品，涉足汤圆生意
1998 年	刊登“寻人启事”：“谁是最会做汤圆的人，我们给他 50 万元！”吸引了郑荣速冻食品厂厂长李晋洲等一批业内精英及专业的管理人才，并起到了轰动业内的广告效应
1999 年	首创 10g 小汤圆，“由大变小、改粗为细”的创新之举使思念汤圆在全国市场一炮打响，当年销售额超 8000 万元，实现净利润 2000 余万元
2000 年	邀请因《思念》走红的毛阿敏，投资 400 万制作广告片并在央视播出，成功跻身全国名牌产品
2001 年	联合三全，通过降价及推出散装速冻食品价策略，进入上海市场
2003 年	思念子公司香港恒盛收购李伟为实际控制人的原黄河大观的资产，成立中部大观地产公司，涉足地产业
2004 年	携手 SEMA 公司，进军中式快餐业，而后又投资河南白酒六朵金花之一的杜康控股
2006 年	思念食品新加坡上市
2008 年	中部大观新加坡上市，募集资金超过人民币 5 亿元
2011 年	杜康控股在台湾以 TDR 形式成功上市，融资 2.55 亿元。
2012 年	思念食品及中部大观私有化退市，成立千味央厨
2017 年	退出思念，千味央厨辅导上市

资料来源：凤凰网，公司招股说明书，国盛证券研究所

利益绑定激发管理层积极性。千味央厨从思念独立后，李伟不再担任任何职务，公司交由经验丰富的管理团队负责经营。公司高管通过前海新希望及共青城凯立持有公司股权，其中，董事长孙剑通过持有前海新希望 8%的股权间接持股 0.5%；共青城凯立系公司高管持股平台，公司总经理、副总经理、销售、生产及财务总监、董秘等作为有限合伙人通过持有共青城凯立 9.4%的股权间接持股 0.4%。2018 年公司引入外部战投，京东及绝味分别通过旗下战投公司宿迁涵邦及深圳网聚持有公司 3.9%的股权。

图表 8: 千味央厨股权结构图



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

高管具备深厚行业资历，兼具 B&C 端深耕经验。公司核心高管多出身于思念系，彼时深耕于 2C 渠道，成功将思念打造成速冻米面消费市场三大支柱之一。董事长孙剑于 2000 年加入思念，历任郑州思念业务代表、上海公司经理、香港公司经理、营销中心副总经理，在思念工作 10 余年后，于 2018 年加入千味。总经理白瑞于 2004 年加入思念食品，于 2012 年加入千味。此外，公司 5 位核心技术人员，均从事过思念食品的研发工作。因此，随着原思念团队加入千味后，源于思念布局餐饮市场而生的千味央厨逐步深入餐饮渠道的探索，公司高管多渠道的从业经验较同业而言更为丰富，助力公司开闢全新市场。总体而言，公司股权结构集中且稳定，且高管多含思念背景，具备丰富行业经验，相似的思念履历及长时间的共事经历有利于公司高管在管理稍显年轻的千味之时发挥其独特优势。

图表 9：同行业公司高管情况

公司	高管姓名	职位	毕业院校及从业经历	入职时间	持股比例
千味	孙剑	董事长，新乡千味执行董事	毕业于河南师范大学，本科学历，2 历任郑州思念业务代表、上海公司经理、香港公司经理、营销中心副总经理；河南一生缘食品有限公司销售总经理；郑州中部大观地产有限公司副总经理等。	2018 年 7 月入职	0.71%
	白瑞	董事、总经理，新乡千味经理	毕业于中南财经政法大学，硕士学历，2004 年 5 月至 2011 年 8 月就职思念历任郑州思念结算部经理、资金管理部经理、营销中心副总经理助理等。	2012 年 4 月入职	0.18%
	王植宾	董事、副总经理，财务总监	毕业于西南大学，2005 年 4 月至 2012 年 3 月历任郑州思念总成本会计、高级审计员、内审经理、审计部经理；2012 年 4 月至今在本公司工作，现任公司董事、副总经理、财务总监	2012 年 4 月入职	0.17%
	徐振江	董秘、副总经理	中央财经大学在读博士	2015 年 9 月入职	0.19%
安井	刘鸣鸣	董事长	毕业于同济大学，本科学历，具备多行业高管经验	2014 年 2 月起任董事长	6.34%
	张清苗	董事、总经理	厦门大学 MBA，现兼任厦门市海沧区人大代表、厦门市海沧区工商联副主席、江南大学食品学院董事	2014 年 2 月起任董事	3.47%
	梁晨	董秘	法学硕士，历任公司证券部副经理、管理部副经理、证券部经理	2014 年 2 月起任董秘	-
三全	陈南	董事长	工商管理硕士，现任河南省工商联副主席	1994 年入职三全，2009 年 7 月至今任董事长	9.97%
	陈希	总经理	毕业于莫斯科国立经济、统计与信息大学	2001 年 6 月起任三全董事兼副总经理，2009 年 7 月至今任三全董事兼总经理	9.90%
	李鸿凯	副总经理、董秘	本科学历，曾任郑州航空港区建设投资公司副总经理、董事长	2017 年起任副总经理，2018 年 4 月起任董秘	-

资料来源：各公司招股说明书，各公司官网，国盛证券研究所

股权激励提升员工积极性，高管增持彰显信心。公司 2021 年 11 月公告，计划向含公司董事、高管及核心研发及业务人员在内的 80 名激励对象共授予限制性股票 156.8 万股，占公告日公司股本总额的 1.8%，其中首次授予 152.6 万股（1.79%），预留 4.22 万股（0.05%）。同时，公司明确了未来两年会计年度的业绩考核目标，以 2020 年营收为基准，2021-2023 年营收分别同比增长 35.0%/23.7%/20.4%，3 年内年均复合增速为 26.2%。同时，公司设定了触发值，若达业绩年度目标值 80%以上，触发解锁。

预计该股权激励计划共产生摊销费用 4748 万元，2021-2024 年分别摊销 214/2473/1335/725 万元。

图表 10: 公司首次股权激励计划分配情况 (2021 年 12 月 15 日)

姓名	职务	授予的限制性股票数量 (股)	占授予限制性股票总数比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
孙剑	董事长	142,900	9.11%	0.17%
白瑞	董事、总经理	97,400	6.21%	0.11%
王植宾	董事、副总经理、财务总监	87,700	5.59%	0.10%
徐振江	副总经理、董事会秘书	116,900	7.45%	0.14%
核心人员 (76 人)		1,081,300	68.94%	1.27%
预留股份		42,200	2.69%	0.05%
合计		1,568,400	100.00%	1.84%

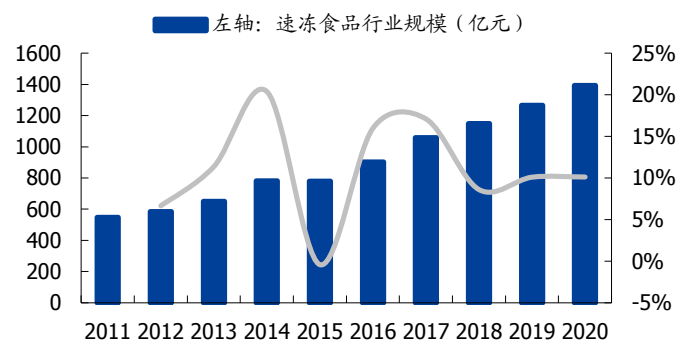
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 餐饮市场需求强劲, 细分龙头大有可为

2.1. 千亿市场规模, 成长空间广阔

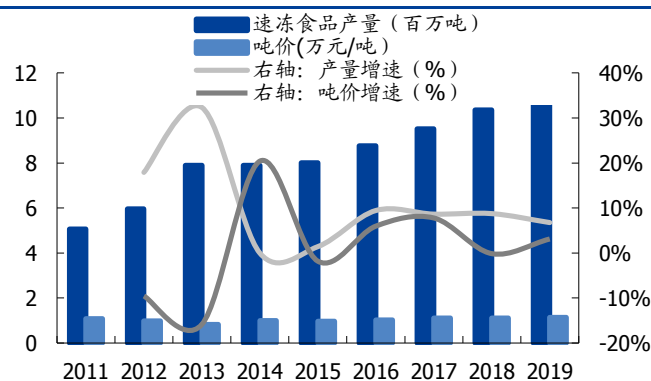
千亿市场规模, 成长空间广阔。根据艾媒咨询数据, 我国速冻食品行业规模由 2011 年的 457 亿元稳步提升至 2020 年的 1393 亿元, 年均复合增速超 10%。其中, 速冻面米产品占比超 50%, 为第一大品类, 速冻火锅料占比约 33%, 为第二大品类。从量价上来看, 我国速冻食品产量由 2011 年的 506 万吨提升至 2019 年 1105 万吨, 年复合增速约为 10%; 吨价由 2011 年的 1.08 万/吨提升至 2019 年的 1.14 万/吨, 年复合增速为 0.7%, 行业整体呈现量价齐升的态势。

图表 11: 我国速冻食品行业规模



资料来源: iimedia Research, 国盛证券研究所

图表 12: 速冻食品产量及吨价

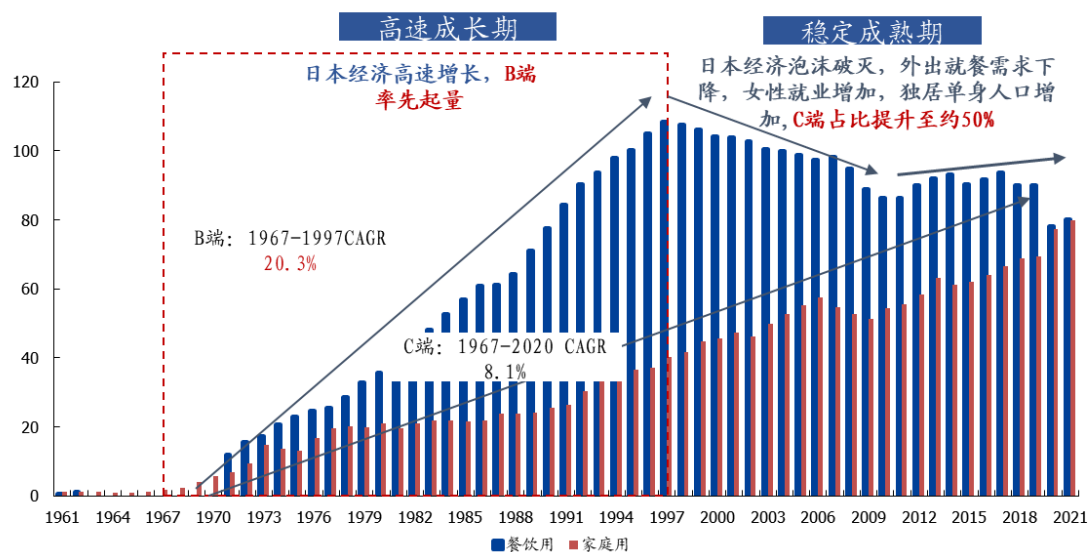


资料来源: 中物联冷链委, 国盛证券研究所

对标海外市场, 渠道转向 B 端为大势所驱。参考海外市场经验, 速冻行业通常从 B 端率先起量, 伴随餐饮连锁化率提升, 在短期内实现快速增长。与之相对应的, C 端市场需要更长的时间进行消费者教育及品牌建设, 销量稳步提升。以日本为例, 随着经济增长, 速冻食品 B 端消费量在 1967-1997 年间 CAGR 为 20%+, 1997 年日本经济泡沫破灭后, 餐饮需求增速放缓, B 端消费便不再增长。同时, 经过长期消费者教育后, 速冻产品渗透率在 C 端持续提升, 1967-2020 年日本速冻产品 C 端消费量 CAGR 为 8%, 维持稳定增长。由于我国速冻米面产品长期局限在汤圆、水饺类传统产品, 销售场景多为商超, 因而以 C 端为主。根据 IBIS 数据, 2020 年我国速冻米面制品 C 端销售额占比为 84%, B 端占比仅为 16%, 对标日本超 50% 的 B 端占比偏低。未来, 随产品丰富度

提升，消费市场成熟，我国速冻米面市场也有望迎来B端放量。

图表 13: 日本速冻食品消费量 (百万日元)

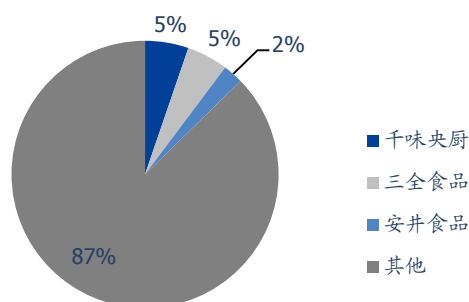


资料来源: 日本速冻食品协会, 国盛证券研究所

2.2. 餐饮需求强劲，细分龙头大有可为

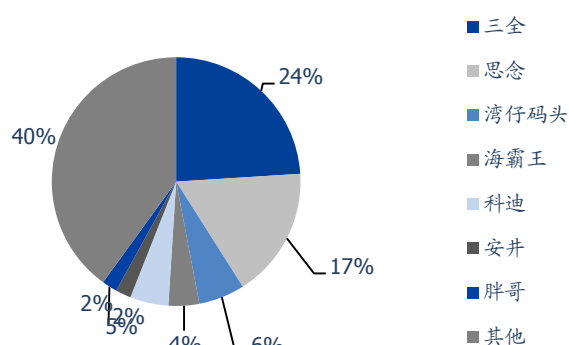
零售市场“三足鼎立”，行业份额或进一步向龙头集中。目前零售渠道仍为速冻米面制品的主要销售渠道，然而零售终端市场已较为饱和，赛道内玩家多在进行存量竞争，竞争格局呈现三全食品、思念食品和湾仔码头“三足鼎立”局面，CR3 近 50%。近年疫情席卷之下行业竞争加剧、分化持续，市场份额或进一步向龙头企业靠拢，集中度或将持续提升。

图表 14: 速冻米面产品餐饮端市场竞争格局



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 15: 速冻米面产品零售端市场竞争格局



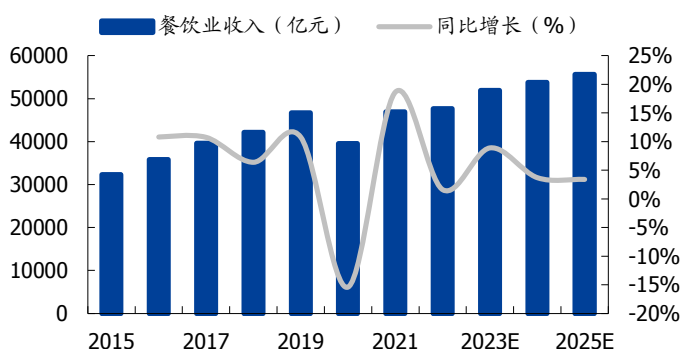
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

餐饮市场尚处蓝海，多因素驱动下供需两旺。相较零售渠道，速冻米面餐饮市场仍为增量竞争格局，呈多点开花、竞相绽放之景，尚未形成高集中度的格局。目前，赛道内玩家多采取差异化竞争，针对不同优势品类各自发力，未来速冻米面产品在餐饮端仍具备规模增长的多重驱动因素，具体来看：

- **驱动力一：餐饮连锁化&后厨工业化趋势加速。**据艾媒咨询数据显示，我国餐饮市场规模稳定持续增长，2014-2019 年间 CAGR 为 9.7%，2021 年中国餐饮行业规模

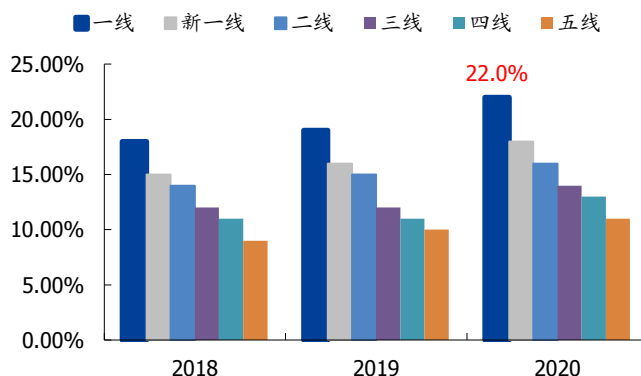
为 46895 亿元，同比+18.6%。2022 年受疫情反复影响仍较严重，但预制菜的发展缓解了餐饮行业堂食业务减少所产生的影响，预计行业维持稳定增长。2021-2025 年 CAGR 为 4.4%，至 2025 年市场规模有望达到 55635 亿元。此外，伴随餐饮业市场规模快速扩张，餐饮集中度提升趋势较为确定，据《中国餐饮大数据 2021》显示，2018 年到 2020 年餐饮连锁化率由 12% 增长至 15%，一线城市餐饮连锁化率超 20%。与之相对应的，头部餐企的连锁门店降本增效需求旺盛，促使速冻米面 B 端需求强劲增长。同时，为加强对食品加工环节的质量控制，后厨工业化趋势亦在加速，也带来了速冻制品的需求攀升。

图表 16: 我国餐饮业市场规模 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

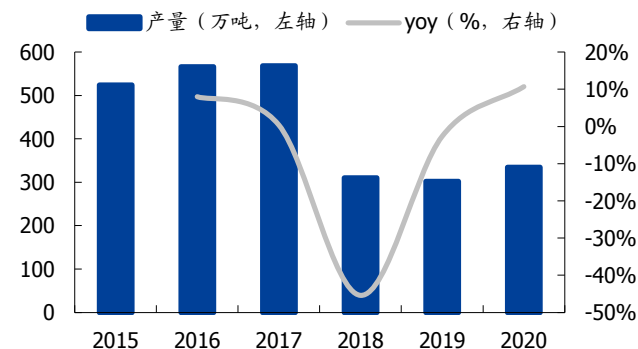
图表 17: 中国餐饮市场连锁化率 (%)



资料来源: 《中国餐饮大数据 2021》, 国盛证券研究所

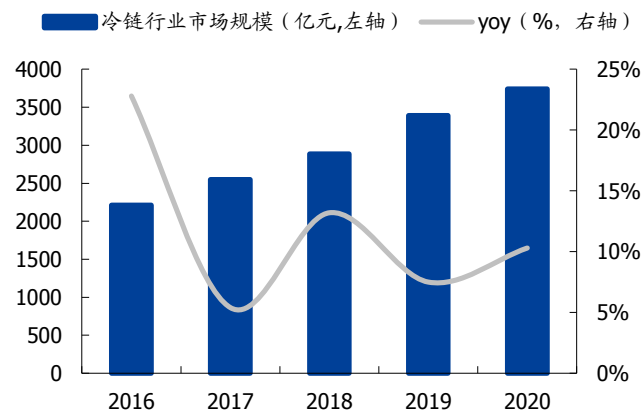
- **驱动力二: 渠道下沉, 开拓全新空间增量。**随大型餐企向三四线城市开店的推进, 渠道下沉加速, 三四线城市大量现实及潜在需求逐步被挖掘, 积极带动需求延伸。
- **驱动力三: 团餐、外卖、乡厨等新业态带来的工业化和标准化替代机会。**迎合需求应运而生的餐饮多样化业态亦创造了半成品及工艺化的强劲需求: 盒马上海为迎合年轻人用餐轻量化需求, 推出“小家庭团圆餐”; 美团联合各地商家推出“年夜饭到家”服务, 支持多规格年夜饭外卖。此外, 乡村家宴在我国农村红白喜事宴席里承担了重要角色, 产品需求旺盛, 随着消费升级趋势不断下沉, 为速冻食品餐饮端市场下沉到三四线城市和农村带来了机遇。
- **驱动力四: 冷链物流的发展扩大了厂商的辐射半径, 促进供给匹配需求。**据《中国冷冻冷藏食品工业经济运行报告》数据显示, 2020 年我国冷链物流市场规模已实现 3740 亿元, 且维持 10% 左右的稳定增长。伴随冷链物流技术的日渐成熟, 生产工厂的辐射半径亦得到大幅提升, 供需匹配效率提升下有望打开增长新空间。

图表 18: 2015-2020 年中国速冻米面食品产量及增速



资料来源: 国家统计局, 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 19: 2016-2020 年中国冷链物流市场规模 (亿元)



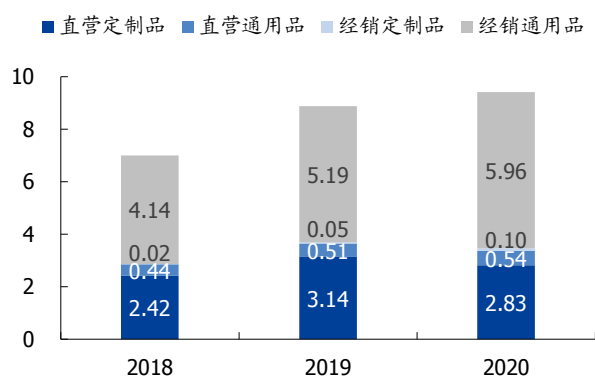
资料来源: 《2020 年中国冷冻冷藏食品工业经济运行报告》, 国盛证券研究所

3. 渠道资源高筑竞争壁垒，大单品贡献稳定业绩

3.1. 渠道：精耕B端渠道，深厚客户资源彰显服务力

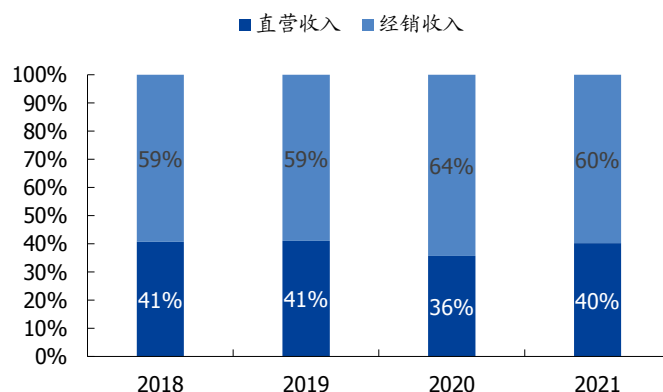
大B资源稳固，筑高渠道壁垒。速冻产品毛利率较其他大众品而言相对较低，因此拓渠道、提规模等“扩产增效”方式是速冻企业打造壁垒、抢占市场份额的重要途径。公司对于大B和小B采取不同的商业模式：1) 对大B客户，多以直营方式销售定制品，营收占比约为40%；2) 对小B客户，多以经销方式销售通用品，营收占比约为60%。通过在B端渠道的数年深耕，公司已与肯德基、必胜客、海底捞、华莱士、真功夫、九毛九、呷哺呷哺等国内外知名大型餐饮企业建立深度合作关系，为百胜中国T1级供应商，大B渠道营收稳步增长。2021年公司加大了对大客户的开发力度，除考虑客户自身的销售规模和门店数量外，公司将部分成长性较高、未来发展潜力大的餐饮企业也纳入大客户管理体系中，大客户数量达168家，同比+93.1%。大客户的发展推动直销渠道实现营收5.11亿，同比+51.6%，营收占比进一步提升。

图表 20: 直营&经销的定制品&通用品销售金额 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 21: 直营&经销营收占比 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 22: 公司已与多个大型餐饮企业达成合作关系



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

公司具备持续提升获取直营大客户订单的能力，助力整体营收稳定增长。公司大 B 客户主要分三大梯队：

第一梯队：百胜中国稳定贡献收入。公司自创始以来主要服务于百胜中国，营收占比绝对领先，推测仍为公司 2021 年第一核心客户。近年来公司对百胜整体销售额增速有所放缓，营收占比逐步降低至 20% 以下，但依旧是为公司增长主要动力，2021 年公司向百胜得销售额达 2.5 亿元左右，同比+11.2%。公司主要为百胜旗下的肯德基提供油条、挞皮类产品。从开店数上看，截至 2021 年末，肯德基餐厅总数量达到 8168 家，预计未来开店增速维持约 10%。从同店销售额来看，肯德基近两年呈现明显放缓态势，2021 年同比-3%。综合考虑肯德基门店开展及同店销售情况，若不考虑新品投放带来的增量收入，我们预计公司向百胜的销售额增速维持在 5%-10% 左右。

第二梯队：华莱士及海底捞等快速放量的客户。华莱士、海底捞为公司发力的重点客户，参考 2020 年直营客户营收贡献占比，我们推测系 2021 年第 2、3 大客户仍为华莱士及海底捞，2021 年营收贡献分别为 7060.6/6268.8 万元，同比分别+76.5%/+200.4%。其中，华莱士为公司合作多年的大 B 客户，年营业额达 23 亿元，门店数达 12224 家，营业额及开店数均维持高增长。此外，公司针对华莱士不断提升服务能力，有针对性的研发、上新各类产品，随华莱士门店数增长及新品放量，我们预计今年公司向华莱士的销售额有望破亿元；同时，公司于 2020 年进入海底捞供应链体系，主要提供茴香小油条、咸蛋黄注芯火锅油条等产品，当前供应量相对较小，未来增量空间广阔，近两年销售额增速有望超 50%。

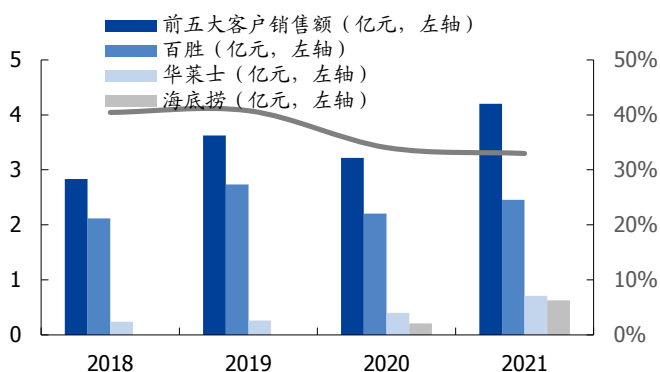
第三梯队：老乡鸡、瑞幸等未来会持续跟进且有潜力的客户。我们看好公司在研发力、服务力的持续提升下加大与现有大 B 客户合作的深度与广度，实现更多新产品的研发、合作与绑定，提升业绩天花板。此外，公司也在不断拓展与新大 B 客户的合作关系，自 2021 年与瑞幸合作后，有望通过优势烘焙类产品快速切入新兴小吃、快餐、咖啡、茶饮连锁类客户，扩大客户的数量和规模，构建一批合作紧密、潜力大的连锁新兴客户，为公司未来业绩增长寻求全新空间。

图表 23：公司主要直营客户销售收入及占比（单位：万元）

重点直营客户	2018	2019	2020
百胜中国(肯德基、必胜客、小肥羊)	21,175	27,317	22,067
占直营收入比重	74%	75%	66%
占营收比重	30%	31%	23%
华莱士	2,369	2,567	4,000
占直营收入比重	8%	7%	12%
占营收比重	3%	3%	4%
海之雁(海底捞)			2,087
占直营收入比重			6%
占营收比重			2%
老乡鸡			269
占直营收入比重			1%
占营收比重			0.3%
补给舰供应链(真功夫)	570	979	665
占直营收入比重	2%	2%	2%
占营收比重	1%	1%	1%

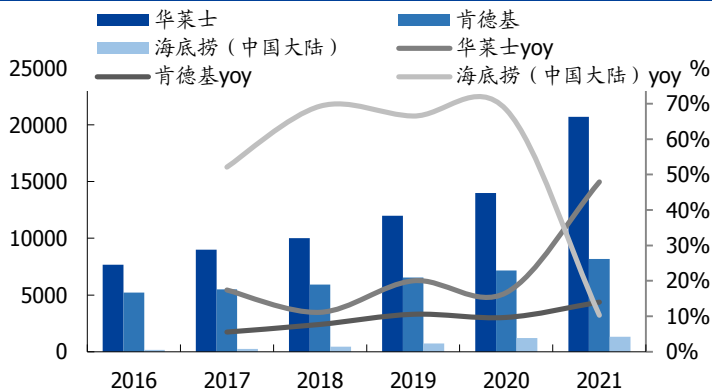
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表 24: 公司前五大客户 & 部分大客户营收及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

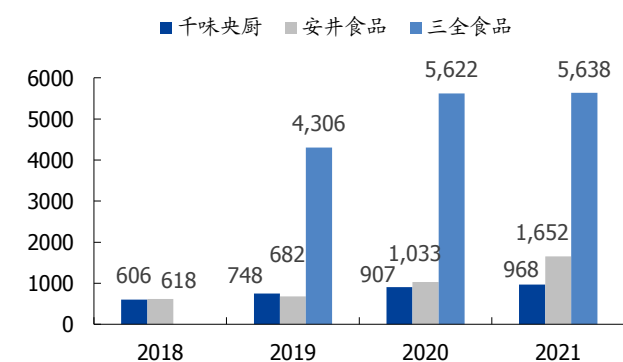
图表 25: 肯德基、华莱士、海底捞门店数量 (家)



资料来源: 各公司年报, 窄门餐眼, 国盛证券研究所

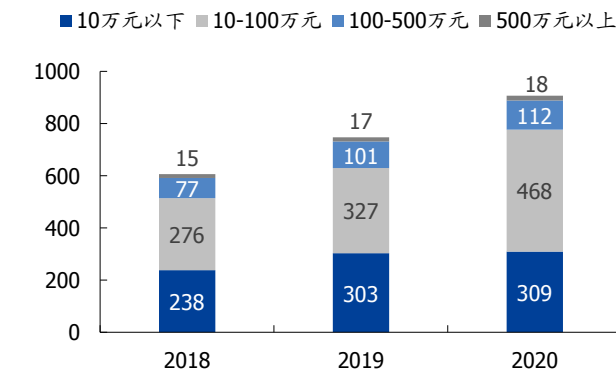
利用大 B “灯塔效应”，推进经销渠道强化。2021 年公司经销渠道总销售额为 7.6 亿元，同比+25.4%，近三年 CAGR 为 14.5%。我国小吃快餐店、主打外卖的餐饮店、农村乡厨、团餐食堂群体庞大，产品需求旺盛，公司产品及品牌优势突出，渠道方面已经建立了全国性的经销网络，覆盖全国各地的中小餐饮企业、地方性酒店、团餐及乡厨等终端客户。截至 2021 年底，公司经销商数量增长至 968 家，较 2020 年的 907 家同比+6.73%。此外，从 2020 年起公司开始加大经销渠道建设力度，赋能核心经销商，例如对百万元以上经销商配备单独销售服务，梳理话术举办品鉴会等，目前已初现成效，占比前 20 名经销商销售额达 2.06 亿，同比+50.1%。未来，公司有望充分发挥大 B 客户的“灯塔效应”，利用公司在大 B 渠道建设中积累的知名度及渠道力推进小 B 客户的拓展，加大经销商的培育力度，降低小 B 客户建设过程中的费用水平，促进经销渠道收入及利润维持高速增长。

图表 26: 千味央厨 vs 安井经销商数量 (家)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 千味经销商营收贡献“二八”效应明显 (家)



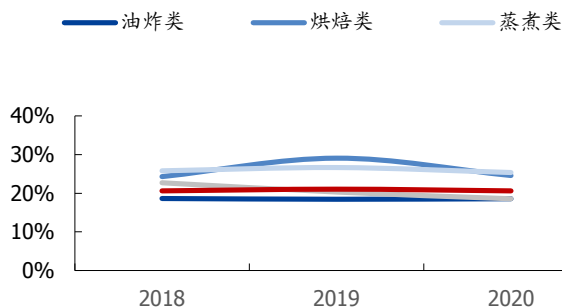
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

直营渠道毛利率较高，盈利能力更强。因返利政策、产品定价方式，产品特征及渠道力的差异影响，公司直营渠道毛利率高于经销渠道约 2-3pct。

- **返利政策:** 公司自 2018 年起对经销商实施销售返利政策并不定期根据具体情况实行买赠政策，2018-2020 年买赠金额逐年递增，实现对经销商的有效激励。
- **定价模式:** 面向直营客户的产品通常采用议价招标方式定价，为成本加成模式，利润空间稳定，面向经销商的产品则一般按出厂价确定销售价。
- **产品特性:** 供应餐饮渠道的产品一般为定制品，由于其按需求定制的个性化属性而增厚了毛利空间；而经销渠道的产品多为通用品，公司会出于对经销商在当地进行资源配置、拓展市场及决策调整的考虑而为经销商留出一定利润空间。
- **渠道特点:** 大 B 客户更注重产品质量、供应链稳定性及上游反应速度，并且更换供应商管理成本较高，因而大 B 客户对价格的敏感度相对较低，不会过度压制公司

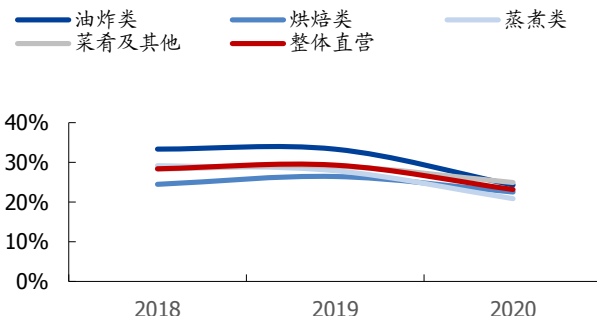
利润空间。相较于大 B 渠道客户，小 B 渠道客户更加看重产品的“性价比”，即更加依赖于规模效应带来的利润空间，以及从半成品速冻品到熟制品的出品效率。因此，公司过往的小 B 拓客思路是以产品驱动为主，从而经销渠道的毛利率低于直营渠道。

图表 28: 千味央厨经销渠道各品类及整体毛利率 (%)



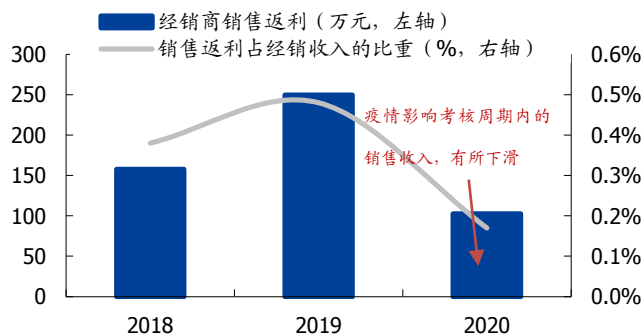
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 29: 千味央厨直营渠道各品类及整体毛利率 (%)



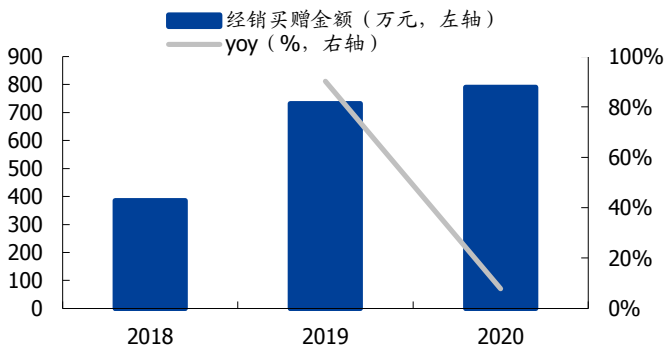
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 千味央厨经销商销售返利金额及占比



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 31: 千味央厨经销商销售买赠金额及同比



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

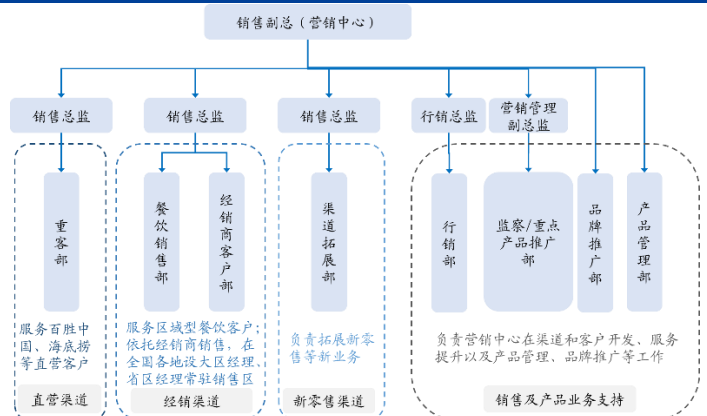
图表 32: 直营/经销渠道造成毛利率分化的各因素对比

	直营渠道	经销渠道
激励政策	仅向少数餐企提供销售返利	普遍存在返利政策, 不定期买赠政策
回款信用账期	为长期合作大餐企给予不超过 3 个月的信用期	-
产品定价模式	议价招标, 成本加成	以产品出厂价为基础定价
产品类别及定价逻辑	定制品, 按需定制的“个性化”属性增厚利润空间	通用品, 为经销商留出一定利润空间
毛利率	相对较高	相对较低

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

坚持“大客户优先”理念，完善服务体系。公司内部树立“大客户优先”理念，设营销中心负责推进市场开拓及销售业务，下设重客部、经销商客户部、渠道拓展部、行销部及产品管理部等，对于直销和经销的销售方式分别通过不同部门负责推进。其中：**1) 重客部**负责大 B 等直营客户的整体解决方案，包含菜单设计、产品开发、干线物流运输及后续服务咨询等，近年还创新性地开发了连锁商超等 B 端渠道。**2) 经销客户部**主要服务于区域型餐饮客户，在全国多地设大区经理、省区经理；并且公司向经销商的销售均为买断式销售，经销商具备自主定价权。**3) 其余部门**如渠道拓展部、行销部及产品管理部等分别在各渠道及布局的销售管理体系提供不同方面的支持，此外公司还另设销售支持部负责订单处理、物流运输、销售数据分析及客诉处理等多项服务，对整体营销体系进行充分完善和支持。此外，公司组建对接大客户的内部小组，董事长及总经理为小组负责人，确保内部组织能够快速响应大客户的需求，保证现有大客户稳定、持续高增长。

图表 33: 公司销售部门架构设置



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

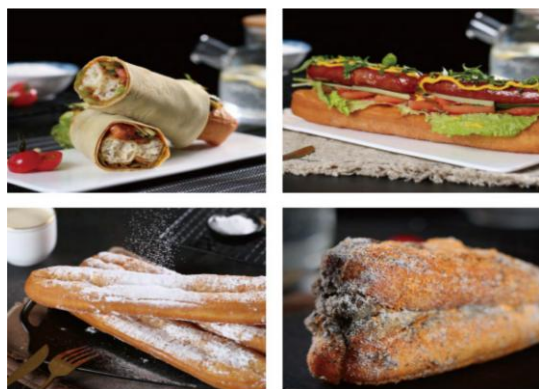
图表 34: 公司为直营客户提供的定制服务业务流程



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

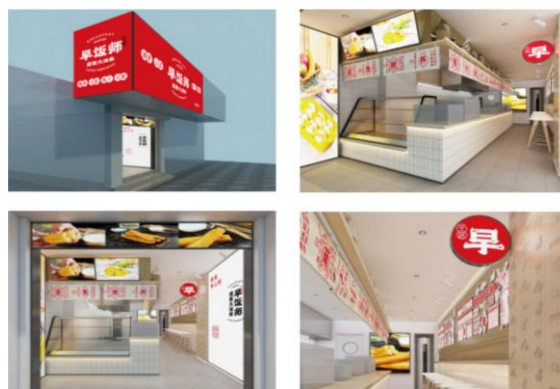
除 B 端渠道建设的稳步推进外, 亦可见公司在 C 端的尝试和延伸。千味央厨的控股子公司四面河山下项目“早饭师”, 是公司在布局餐饮 C 端市场的一次尝试。“早饭师”所用早餐品均来自千味央厨, 主打产品“灌蛋大油条”亦是千味央厨明星大单品油条的创新延伸。在依靠千味央厨所积累的供应链体系及仓储物流系统的基础上, 早饭师整合优化产品结构, 逐步进行全国化的事业版图扩张。未来, 公司有望充分发挥思念出身的经验优势, 通过早饭师在 C 端的探索为公司提供产品及销售方面的优化建议, 持续赋能 B 端的渠道建设。

图表 35: 早饭师部分明星产品



资料来源: 早饭师官网, 国盛证券研究所

图表 36: 早饭师门店形象



资料来源: 早饭师官网, 国盛证券研究所

横向对比同行业公司, 我们发现各公司主要在不同的大单品及不同的应用场景错位竞争, 渠道优势集中体现在以下几点: 1) 与大型餐饮企业深度合作之下不断精进的研发实力及服务能力; 2) 大 B 客户黏性强, 目前竞争尚不激烈, 稳定性高; 3) 未来拓宽与现存大客户的合作品类以及开拓新客的可能性; 4) 营销体系日趋完善带来单位效益的提升。

图表 37: 2021 年安井食品、三全食品、千味央厨及日辰股份情况对比

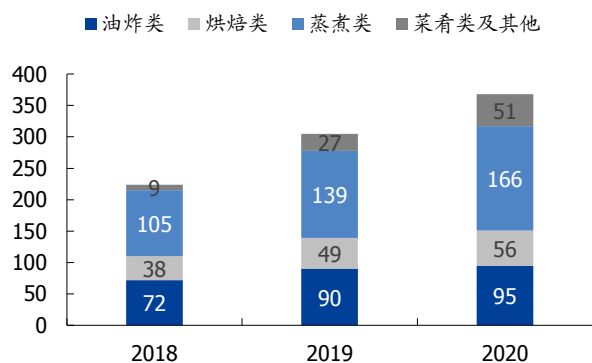
	安井食品	三全食品	日辰股份	千味央厨
经销商数量 (家)	1652	5638	63	968
各渠道营收占比	经销商/商超/特通/电商分别为 83%/ 10%/ 5%/ 2%	经销/直营/直营电商分别为 74%/ 23%/ 2%	直销为主, 直销/经销分别为 98%/ 2%	直营/经销分别为 40%/ 60%
各渠道毛利率	经销商/商超/特通/电商分别为 19%/ 42%/ 20%/ 43%	经销/直营/直营电商分别为 27.0%/ 26.7%/ 27.8%	直销/经销分别为 43%/ 44%	直营/经销分别为 23%/ 21%
分产品营收结构	面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别为 22%/ 23%/ 38%/ 15%	速冻面米制品/速冻调制食品/冷藏及短保类分别为 87%/ 11%/ 2%	酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂分别为 74%/ 24%/ 2%	油炸类/蒸煮类/烘焙类/菜肴类及其他: 52% / 20% / 18% / 10%
主要米面单品	手抓饼、红糖馒头等	汤圆、水饺等	-	油条、蒸煎饺等
客户主要分布地区	主要分布在沿海地区, 华东/华北/华中营收占比分别为 49%/ 12%/ 11%	各地区分布较为均衡, 东区/南区/西区/北区营收占比分别为 22%/ 20%/ 21%/ 37%	华东为主, 华东/华北/东北营收占比分别为 69%/ 18%/ 6%	2020 年公司华东/华中地区收入占比分别为 54.1%/15.9%
销售人员数 (员)	4367	3265	74	223
优缺点	“B/C 兼顾, 双轮驱动”渠道策略, 具备出色的经销商管理和服务体系及长期性的强渠道粘性。米面产品以 C 端及小 B 客户为主	主要为 B2C 模式为, 传统米面产品竞争优势突出, 绿标事业部负责餐饮渠道开发, 目前以小 B 渠道为主	B 端深度绑定呷哺、味千拉面等连锁餐饮企业, C 端受益年轻家庭标准化餐饮调味方案的渗透, 有望实现高增长	深耕 B 端, 研发实力突出, 大型餐饮企业考核门槛较高且考察时间较长, 一旦建立合作关系, 通常不会被轻易替换, 千味占据先发优势

资料来源: 公司招股说明书, 各公司年报, 国盛证券研究所

3.2. 产品: 大单品稳定贡献业绩, 场景延伸思路持续开发新品

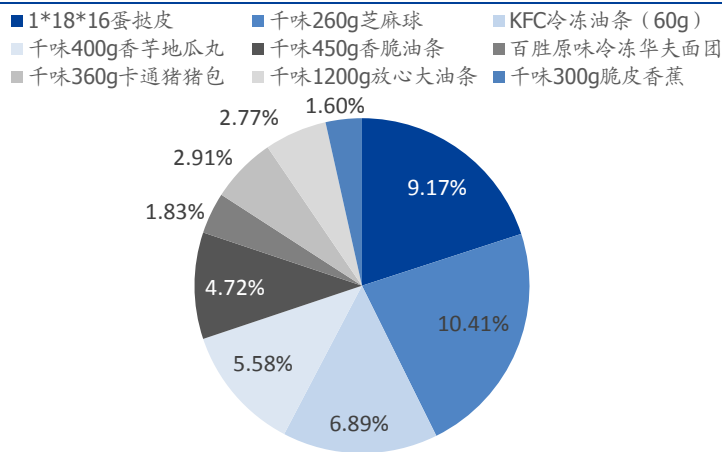
大单品油条业绩贡献稳定, 中高端定位增厚产品优势。公司产品种类丰富, 截至 2020 年产品 SKU 已达 368 种, 其中油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类的 SKU 分别为 95/56/166/51 种。此外, 公司还有多款新产品储备, 正处于研发的不同阶段。油条作为公司在早期切入餐饮供应链的核心产品, 主打性价比, 已在油条子领域占据绝对领先的市场份额, 市占率接近 60%。

图表 38: 2018-2020 年千味央厨各类产品 SKU



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 39: 2020 年部分明星单品销售额占营业收入比例



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 40: 2018-2020 千味部分明星单品销售额及单价

产品名称	2018		2019		2020	
	销售额(万元)	单价(元/kg)	销售额(万元)	单价(元/kg)	销售额(万元)	单价(元/kg)
1*18*16 蛋挞皮	7952.65	14.31	9107.33	14.5	8664.3	14.72
千味 260g 芝麻球	8954.79	7.82	9033.79	7.99	9830.79	7.98
KFC 冷冻油条 (60g)	4497.85	11.68	6815.12	11.75	6503.15	11.82
千味 400g 香芋地瓜丸	4403.52	8.22	5015.23	8.23	5272.3	8.58
千味 450g 香脆油条	3931.38	10.22	4344.96	10.32	4460.2	10.45
百胜原味冷冻华夫面团	1196.04	42.35	2804.94	42.39	1729.94	40.64
千味 360g 卡通猪猪包	1850.14	14.33	2671.56	14.65	2747.64	14.81
千味 1200g 放心大油条	927.31	8.65	1963.33	8.31	2611.47	8.77
千味 300g 脆皮香蕉	1865.72	9.23	1756.57	9.47	1515.17	9.52

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

公司未来将继续围绕油条、油炸糯米类、蒸煎饺、烘焙类四大优势产品线, 稳固自身在油条产品上的领先地位, 同时以场景为基础, 深度延伸和广度拓宽齐头并进, 充分利用协同效应打造新的大单品, 争取在未来 3-5 年内形成 3-5 个亿元核心大单品。

- **深度延伸: 依托现有产品进行场景化深入探索, 研发适应不同消费场景的系列产品。**以大单品油条为例, 公司自 2012 年起就着手油条细分市场的探索与创新研发, 确定了火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景, 针对性推出茴香小油条、麻辣烫小油条、火锅涮煮油条、外卖专用油条等多款创新性产品, 有利于利用单品知名度迅速提升新细分市场领域市场份额。例如, 外卖专用油条具有急速出餐、单品成本低、吸油少, 门店利润高的特点, 一经推出便快速抢占了外卖油条市场份额。此外, 公司从客户的实际需求和核心痛点出发提供定制化解决方案, 针对不同客户需求推出了多款创新型油条产品, 如太二酸菜鱼的黑油条、海底捞的咸蛋黄油条等。通过大单品深度挖掘, 公司进一步打开单品增长天花板, 为公司带来持续稳定的业绩贡献。
- **广度拓宽: 提供同一场景的一站式解决方案, 提升餐饮渠道品类叠加效应。**以肯德基为例, 千味最早向肯德基供应的产品是蛋挞皮, 后逐步依照肯德基的需求定制化研发供应新产品, 目前已形成安心油条、华夫饼、冷冻面团、烙饼、牛角包、酥饼、腊八粥、胡辣汤等丰富产品矩阵。公司通过“早饭师”切入 C 端早餐供应链, 以油条为明星产品, 在早餐场景各品类广泛铺开。通过品类拓展, 公司进一步完成应用场景开发, 为公司带来全新业绩弹性。

图表 41: 当前京东商城部分品牌油条价格对比

品牌	产品名称	规格(g)	售价(元)	单价(元/kg)
千味央厨	香脆油条	900	32.6	36
	放心大油条	1200	32.6	27
	茴香小油条	720	32.6	45
安井	香脆油条	450	19.8	44
思念	放心油条	900	33.9	38
三全	香脆大油条	1000	35.9	35.9
	茴香小油条	480	29.9	62

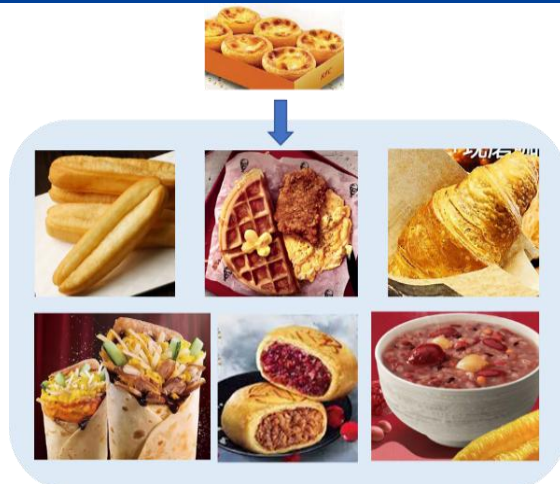
资料来源: 京东商城, 国盛证券研究所, 注: 数据截至 2022 年 5 月 11 日

图表 42: 千味央厨的油条家族



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 千味央厨向肯德基供应的部分产品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

进军预制菜蓝海市场，展开拳脚抢占市场份额。随我国外卖业务崛起，预制菜在 B 端市场开始逐步渗透，目前已初具规模，市场占比约 80%；近年在疫情催化下，C 端市场开始加速，目前占比约 20%。据 NCBD 数据，2021 年中国预制菜市场规模将超 3000 亿元。在已经具备成熟工业和冷链技术的基础下，预制菜市场成长空间广阔。千味央厨作为国内领先的餐饮渠道供应商已率先入场，目前主要为 B 端定制模式，已经向部分大客户定制开发了一系列预制菜产品 2022 年公司还将加大预制菜的研发、生产和销售力度，公司计划成立专业的预制菜公司，专门开展相关业务，有望贡献第二增长曲线。目前预制菜尚处蓝海，公司有望凭借先发者优势及深厚的 B 端客户资源迅速扩大优势品类市场份额，作为先驱玩家塑造行业格局、引领行业发展。

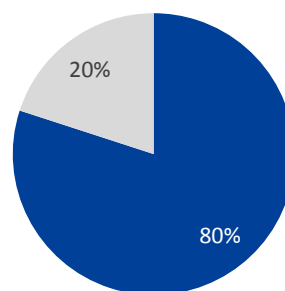
图表 44: 中国预制菜市场规模



资料来源: NCBD《2021—2022 中国预制菜行业发展报告》，国盛证券研究所

图表 45: 预制菜市场 2B 与 2C 占比

■ B端市场 ■ C端市场



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

3.3. 供应链: 外包仓储及物流业务, 严格质控措施力保运输品质

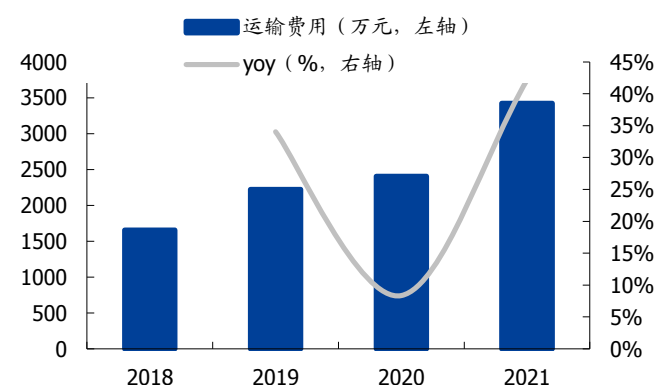
供应链仓储及运输业务: 从亲力亲为, 到全套交付给三方物流。千味央厨的供应链体系经历了多次重大变化, 从完全自建, 到部分外包, 再到整体交付给第三方物流。彼时尚未脱离思念体系, 千味具备自主的中央仓库以及在全国的分仓, 以及独立运输车队的完整供应链体系。2005 年起, 公司逐步与负责运输的物流公司展开合作, 将运输业务

外包。2014年起，公司开始把仓库也转移给第三方，将仓储外包。到2016年，公司已经将含仓储、运输管理、城市配送等在内的全套物流业务全部委托给第三方物流公司。

供应链物流业务的外包是冷链物流市场逐步完善的顺势选择。作为2B的速冻米面供应商，千味对运输过程中冷链服务要求较高。在早期的中国市场，千味难以找到一个完全符合要求的物流公司，因此选择依靠自身能力去搭建仓储和运输体系。随着中国冷链物流的迅速发展，当三方物流团队能够逐步从部分满足到完全满足千味的要求之时，千味最终选择将整体供应链物流业务全部外包。2018年10月公司于京东世贸签署了《战略合作框架协议》，约定双方发挥各自优势，于线上平台、线下业态、物流领域等方面展开进一步合作，看好双方后续在无界零售供应链上能达成深度合作，公司能借京东进一步提升供应链物流效率。

采用严格周密的实时监察和控制措施，保障运输过程中产品的质量安全。公司所合作的三方物流公司必须具有专业的冷链运输资质，并必须使用专业的冷藏车来运送公司产品。同时公司还采取了一系列严格质控措施，如要求车辆信息备案、车辆的卫生条件、冷藏车厢始终保持 -18°C 、对运输车辆进行GPS定位、对冷冻车厢温度实时监控、规定运输的时间和地点等，来保障所运输产品的质量安全。

图表 46: 千味央厨每年的运输费用



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 千味央厨于京东签订战略合作协议

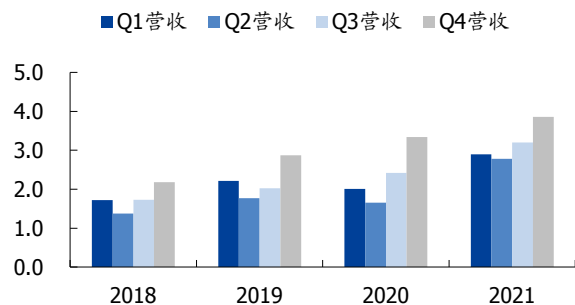


资料来源: 搜狐网, 国盛证券研究所

3.4. 产能: 突破产能瓶颈, 增长空间向上可期

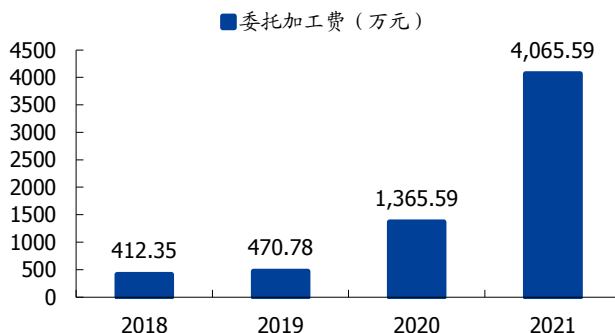
产能接近饱和, 多举措灵活突破产能瓶颈。对于2B的速冻企业而言, 在实际生产过程中, 通常每年Q4为销售旺季, 但下游餐饮客户库存有限不会进行提前采购, 因此公司难以在生产淡季大规模生产, 实际产能只能达到设计产能的70%-80%。从产能利用率的角度而言, 公司历年来均维持较高水平, 2020年有所下降, 主要系疫情影响下订单量有所下滑, 公司生产为餐企提供定制品的专用产线存在部分闲置期。2021年随着经营向好, 公司全年设计产能达14.2万吨, 产能利用率较2020年小幅回升至70%。此外, 为缓解旺季产能压力, 公司灵活通过委托加工的形式满足部分订单需求, 但并不依赖外部代工生产, 总体委托加工产品占比较小占主营业务的比重常年在5%以内, 且定制品的生产并不参与委托加工生产, 充分保证了产品的一致性及稳定性。

图表 48: Q4 通常为公司产品销售旺季 (亿元)



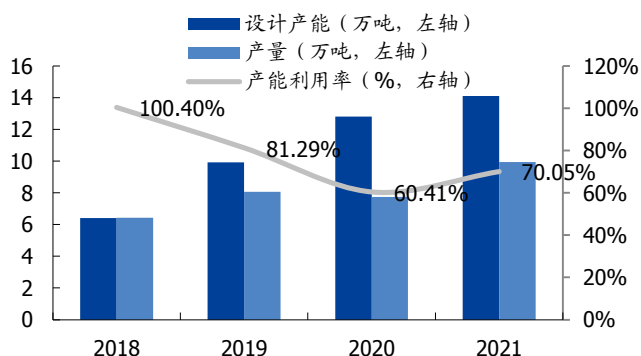
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 2018-2020 年公司委托加工费金额 (万元)



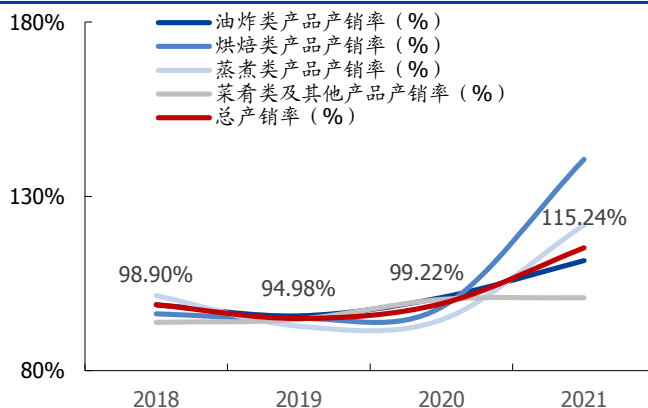
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 注: 不包含定制品

图表 50: 千味央厨 2018-2021 年产能利用情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 千味央厨总产销率及分品类产品产销率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 注: 产、销量数据不包括委托加工和外购成品部分。

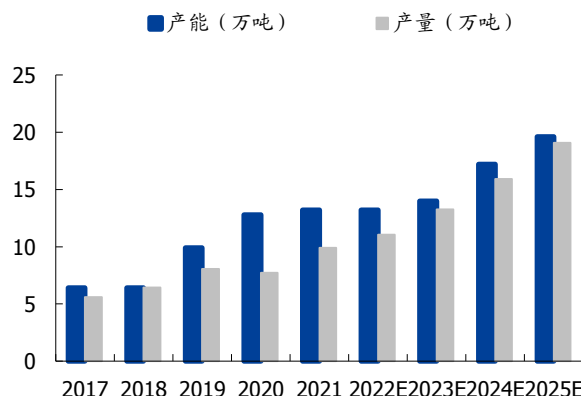
前瞻性布局扩充产能, 突破产能瓶颈。2021 年公司 IPO 募资用于投入新乡食品加工项目 (三期) 及总部基地及研发中心建设项目。其中, 新乡三期项目完全投产后将形成年产 8 万吨速冻面米制品的生产规模, 总产能将增加至 19.6 万吨, 较当前增加约 60%。产能建设进度上, 新乡三期项目预计 2023 年投产, 当年释放约 30% 产能, 2024 年可释放 70% 产能。同时, 公司也在持续提升生产的自动化及冷冻生产水平, 项目产能逐步释放后有望持续贡献业绩弹性。此外, 为突破冷链物流及配送范围限制, 公司拟通过长期租赁或购买外部工厂等轻资产方式进行全国化产能布局, 目前已通过租赁模式在安徽芜湖建设了华东新厂, 预计 2023 年释放产能约 3 万吨。未来, 公司或将继续在华南、西南等地布局产能, 通过全国化产能扩张进一步开拓市场, 提升规模效应。

图表 52: 募集资金投资项目情况

项目名称	投资总额	募集资金投资金额	实施主体
新乡千味央厨食品有限公司食品加工建设项目 (三期)	37.7	25.0	新乡千味
总部基地及研发中心建设项目	6.0	3.2	千味央厨
合计	43.7	28.2	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 公司产能规划 (万吨)

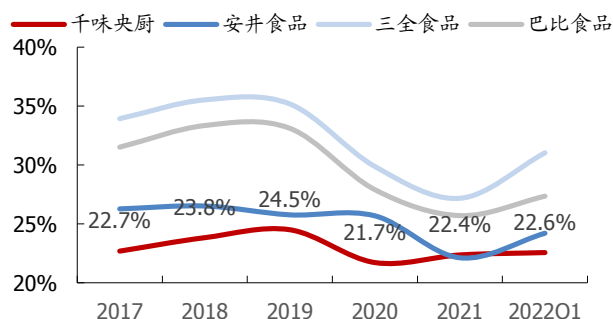


资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 产量、销量数据不包括委托加工和外购成品部分

4. 商业模式优秀，高周转高净利贡献高 ROE

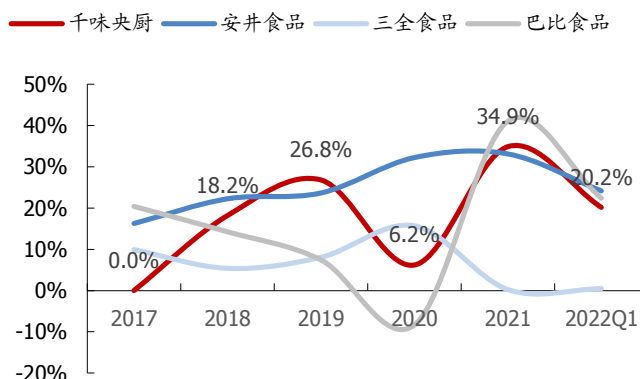
毛利率稳定，看好规模扩张后的提升空间。横向对比来看，千味央厨销售毛利率略低于行业均值，主要系客户结构、产品结构、销售模式等方面存在差异。具体来看：**1) 客户结构**：对比 B 端及 C 端市场，C 端产品的毛利率相对更高。公司主要客群为餐饮企业等 B 端客户，因此毛利率水平普遍低于以 C 端为主的三全等企业；**2) 产品结构**：公司油炸类产品占比高而品类毛利率较低。传统速冻米面制品普遍存在产品同质化严重而行业毛利率偏低的现象，且普通油炸类产品的毛利率仍相对略低一筹。**3) 销售模式**：直销渠道力优势显著，经销模式毛利率仍存在提升空间。直营模式下公司凭借其产品力、客群优势及定制化生产模式，较经销具备更高的渠道毛利率。但相较于以经销渠道为主的安井、三全而言，公司经销渠道营收占比相对较低，未来随着公司逐步加强经销渠道建设、增强经销渠道力后，有望迎经销渠道毛利率改善，助力公司整体毛利率水平提升。

图表 54：千味央厨与同行业可比公司销售毛利率对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

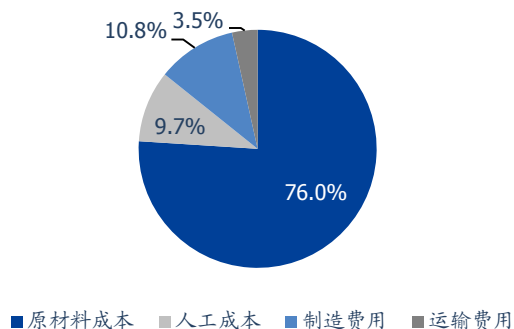
图表 55：千味央厨与同行业可比公司营业收入增速对比 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

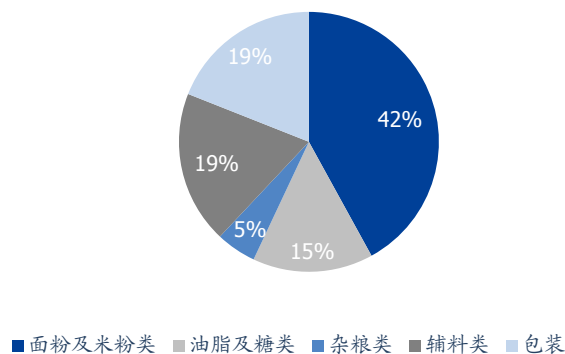
公司享有一定议价力，可部分对冲原材料价格波动。千味央厨原材料成本占营业成本的比例约为 75%，其中，面粉及米粉类、油脂及糖、辅料类、包装、杂粮类分别占直接材料成本的比例为 42.0%/15.2%/19.1%/18.6%及 5.2%。此外，公司与大 B 客户的订单通常为一年一签订，根据直营客户的采购订单进行发货，且公司为了平抑原材料成本的波动通常会进行原材料锁价。从敏感性分析来看，以 2020 年数据为基础测算，若公司销售及原材料价格分别变动 1%，毛利率的影响幅度分别为 0.8%/-0.6%，成本敏感度小于销售单价，表明公司上游议价能力较强，成本上行阶段有较强的成本控制力，保障业绩及经营稳定。

图表 56：公司成本构成



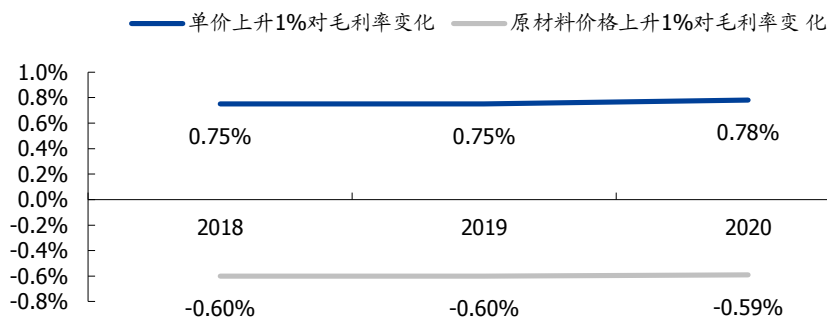
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 57：2020 年公司原材料采购金额占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

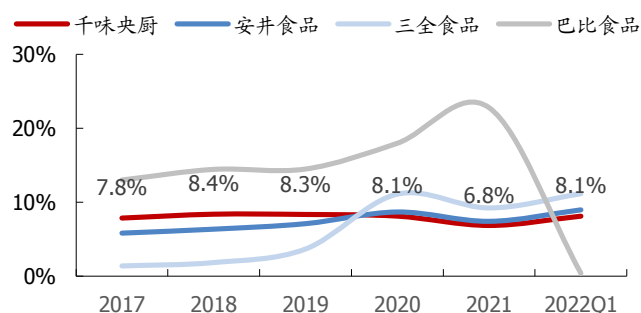
图表 58: 产品销售价格和原材料价格变动对毛利率的敏感性分析



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

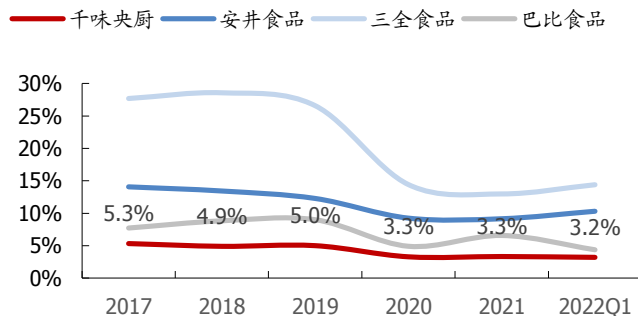
销售费用率优势显著, 提升净利水平。公司采取“直营+经销”的销售模式, 经销渠道营收占比相对较小, 且直营客户以餐饮企业为主, 无大额商超销售费用及广告宣传费, 大幅降低了公司的销售费用率水平, 提升了利润空间。2017-2019 年公司的销售费用率稳定维持大约 5% 左右, 2020 年起运费口径变化后销售费用率下降至约 3%, 且处于逐年下降趋势。总体而言, 在毛利率水平无明显优势的前提下, 公司凭借优秀的费用把控力, 净利率水平维持在 7% 左右, 处于行业较高水平。

图表 59: 千味央厨与同行业可比公司销售净利率对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 千味央厨与同行业可比公司销售费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

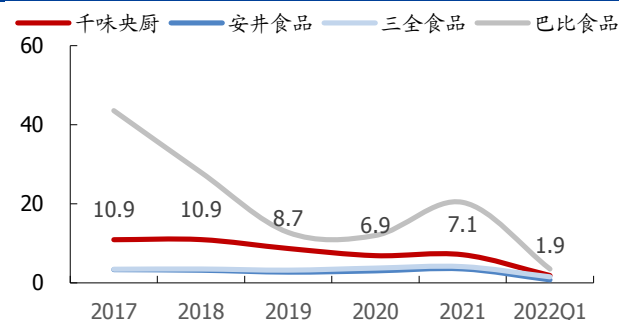
图表 61: 千味央厨与可比公司销售费用拆分

	千味央厨		安井食品		三全食品		日辰股份	
项目 (百万元)	费用额/费用率	YoY/变化 pct	费用额/费用率	YoY/变化 pct	费用额/费用率	YoY/变化 pct	费用额/费用率	YoY/变化 pct
销售费用	42.4	36.8%	848.7	31.7%	901.2	-9.8%	21.0	61.0%
销售费用率	3.3%	0.05%	9.2%	-0.1%	13.0%	-3.7%	6.2%	1.2%
广告宣传相关费用	4.0	16.6%	232.5	41.2%	201.0	-18.0%	2.6	59.5%
占销售费用比重	9.5%	-1.6%	27.4%	1.8%	22.3%	-2.2%	12.3%	-0.1%
职工薪酬费用	27.3	29.3%	290.0	31.0%	404.2	-13.3%	11.6	40.0%
占销售费用比重	64.3%	-3.7%	34.2%	-0.2%	44.8%	-1.8%	55.4%	-8.3%
其他销售费用	11.2	71.6%	326.1	26.4%	296.0	3.0%	6.8	117.5%
占销售费用比重	26.3%	5.3%	38.4%	-1.6%	32.8%	4.1%	32.3%	8.4%
运输相关费用	34.2	42.2%	203.7	24.1%	332.7	1.5%	9.0	27.6%
占营业收入比重	2.7%	0.1%	2.2%	-0.2%	4.8%	-0.7%	2.7%	-0.02%
还原运输口径后的销售费用	76.6	147.0%	1052.4	63.4%	1233.9	23.5%	30.0	130.1%
还原后销售费用率	6.0%	2.7%	11.4%	2.1%	17.8%	1.1%	8.9%	3.9%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所, 注: 其他销售费用=销售费用-广告费-职工薪酬

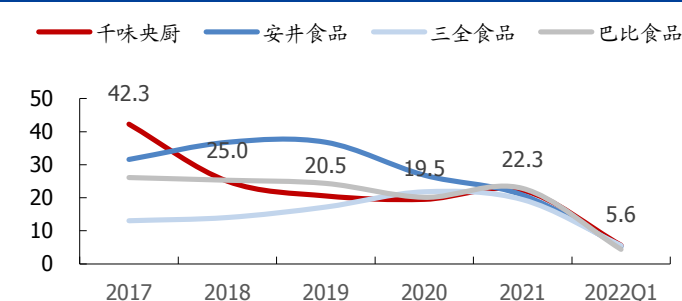
以销定产为主，高周转高净利率贡献高 ROE。公司总资产周转率 2020/2021 分别为 1.05/1.11，周转效率行业领先。1) 存货角度看：公司采取“以销定产”的加工模式以保证产品力，同时公司客户保有率高，存货周转率也较高；2) 回款角度看：公司应收账款周转率较高，回款能力和应收账款控制力较强，在同行业可比公司中处于较高水平。近两年周转率有所下降，主要系销售规模增长导致成本与原材料备货增加、以及大型连锁餐饮企业信用期内（通常不超过 3 个月）的金额增加所致。整体而言，高周转高净利率贡献出较高 ROE 水平。

图表 62: 千味央厨与同行业可比公司存货周转率对比



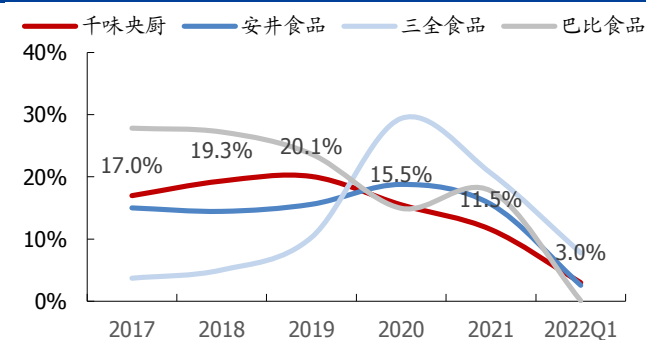
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 千味央厨与同行业可比公司应收账款周转率对比



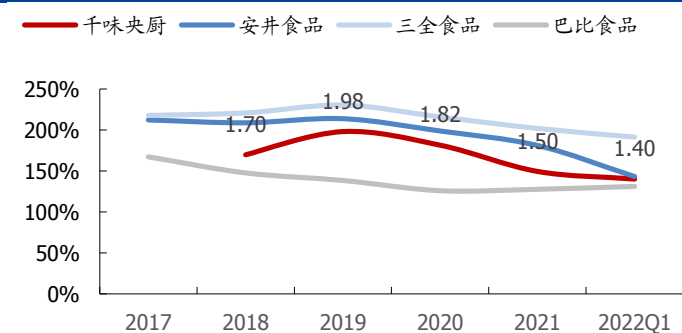
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 千味央厨与同行业可比公司 ROE 对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 千味央厨与同行业可比公司权益乘数对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与估值评级

我们预计公司 2022-24 年实现营业收入分别为 15.9/19.5/23.6 亿元，同比增速分别为 24.6%/22.8%/21.2%，毛利率分别为 21.6%/22.0%/22.2%。细分来看：

- **油炸类：**公司油条、芝麻球等油炸产品优势强劲，处于龙头地位，大客户需求稳定。未来随品类进一步丰富，我们预计公司油炸类产品 2022-2024 年营收增速分别 21.2%/19.2%/17.2%，对应毛利率 20.2%/20.6%/20.7%。
- **蒸煮类：**受益于多款新品推出及下游酒店、团餐、乡厨市场采购需求增加，公司蒸煮类产品销量有望持续增加。我们预计公司蒸煮类产品 2022-2024 年营收增速分别 23.6%/21.0%/16.9%，对应毛利率 23.1%/23.5%/23.7%。
- **烘焙类：**公司积极通过烘焙产品拓展茶饮等新型客户，不断培育大单品，未来增长潜力较大。我们预计公司烘焙类产品 2022-24 年营收分别为 21.2%/18.6%/18.2%，对应毛利率 24.0%/24.8%/25.5%
- **菜肴类及其他：**2021 年公司针对团餐、早餐等消费场景全新推出了物美价廉的蒸煎饺新品，切入中低端市场，大单品潜力突出，有望贡献业绩增量。此外，公司聚焦预制菜产品在 B 端的渗透，通过开发定制化的解决方案以及对于客户需求的快速反应调整，帮助客户解决真正的痛点。我们预计公司菜肴类及其他产品 2022-2024 年营收分别为 52.0%/46.5%/43.4%，对应毛利率 20.8%/20.8%/21.2%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.07/1.40/1.79 亿元，对应 PE38.4/29.5/23.0X。剔除股权激励影响后 2022-2024 年归母净利润分别为 1.18/1.50/1.84 亿元，对应 PE34.7/27.5/22.3X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 66: 主营业务拆分及假设 (百万元, %)

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
油炸类	营业收入	491.8	521.5	660.5	800.5	954.0	1117.7
	yoy	22.2%	6.0%	26.7%	21.2%	19.2%	17.2%
	毛利率	22.7%	20.2%	20.7%	20.2%	20.6%	20.7%
烘焙类	营业收入	197.7	187.5	223.4	270.7	321.0	379.4
	yoy	29.3%	-5.1%	19.1%	21.2%	18.6%	18.2%
	毛利率	26.7%	22.9%	25.0%	24.0%	24.8%	25.5%
蒸煮类	营业收入	176.7	183.6	255.5	315.8	382.0	446.7
	yoy	30.3%	3.9%	39.2%	23.6%	21.0%	16.9%
	毛利率	26.9%	24.5%	23.4%	23.1%	23.5%	23.7%
菜肴类及其他	营业收入	22.4	49.7	130.2	197.9	289.8	415.7
	yoy	124.5%	121.7%	162.1%	52.0%	46.5%	43.4%
	毛利率	23.0%	19.3%	21.6%	20.8%	20.8%	21.2%
其他	营业收入	0.65	2.14	4.32	4.75	5.23	5.75
	yoy	84.0%	228.7%	101.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率						
合计	营业收入	889.3	944.4	1,273.9	1,589.7	1,952.2	2,365.3
	yoy	26.8%	6.2%	34.9%	24.8%	22.8%	21.2%
	综合毛利率	24.5%	21.7%	22.3%	21.7%	22.1%	22.3%
	销售费用率	5.0%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%
	管理费用率	7%	8%	8%	9%	9%	8%
	归母净利润	74.1	76.6	88.5	106.9	139.5	178.7
	yoy	26.30%	3.3%	15.5%	20.9%	30.5%	28.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

相对估值: 我们选取行业内 3 家可比公司进行分析。参考可比公司的估值, B 端的企业享有更高估值溢价。我们认为, 千味央厨常年深耕 B 端, 餐饮渠道空间广阔, 公司作为行业龙头抢占餐饮工业蓝海市场, 已率先进入大 B 客户供应渠道, 享有较高渠道壁垒。同时, 公司持续发力经销渠道, 重点培育核心经销商, 开拓小 B 客户, 市场份额有望进一步提升。产品上, 公司基于传统产品不断挖掘创新性产品, 发力高增长潜力的大单品, 通过定制化研发帮助客户解决切实痛点, 带来产品高附加值。此外, 募投项目助力公司突破产能瓶颈持续成长, 叠加优秀商业模式带来的高周转、公司稳定及成长属性兼具, 估值仍有提升空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 67: 相对估值

证券代码	公司	市值 (亿元)	产品及渠道	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603345.SH	安井食品	375.26	速冻火锅料、面食	2.33	3.27	4.20	5.21	61.18	39.10	30.45	24.55
002216.SZ	三全食品	178.65	速冻面米、调制及冷藏短保食品	0.73	0.85	0.95	1.08	27.73	23.99	21.37	18.88
300973.SZ	立高食品	118.55	冷冻烘焙、奶油、酱料	1.67	1.86	2.63	3.47	79.00	37.70	26.61	20.19
	均值			1.58	1.99	2.59	3.25	55.97	33.60	26.14	21.21
001215.SZ	千味央厨	40.12	速冻面米、烘焙、菜肴	1.02	1.23	1.61	2.06	46.47	38.44	29.46	23.00

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 其他可比公司盈利预测采用 wind 一致预期, 市值及估值对应 2022 年 5 月 17 日收盘价

风险提示

原材料价格波动风险：受多因素影响大宗农产品价格持续波动，且原材料成本占营业成本约 75%，若原材料上涨将直接导致公司成本端承压。

食品安全风险：虽然公司已建立严格食品安全控制制度及全程追溯系统，但中间流通环节众多且繁琐、且产品要求全程冷链运输，过程中疏漏难免、食品安全风险难以杜绝；另外，同行业其他公司产生食品安全问题亦有可能波及本公司。

市场竞争加剧风险：我国速冻米面行业竞争激烈，公司的核心竞争力提升若不及同行业公司，将面临份额收缩的风险。

渠道拓展不及预期风险：疫情反复下餐饮业经营风险加剧、需求有回落可能性，将直接提升公司业绩滑落风险；此外，经销商渠道网络拓展速度亦有可能不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com