

千味央厨(001215)

# 餐饮供应链龙头，只为优厨之选

## ——公司首次覆盖

首次覆盖

评级：**增持**  
 目标价格：**60.00**

当前价格：**49.84**

2022.05.29


**瞿猛(分析师)**      **李梓语(分析师)**  
 021-38676442      021-38032691  
 zimeng@gtjas.com      liziyu@gtjas.com  
 证书编号 S0880513120002      S0880519080010

### 本报告导读：

餐饮供应链快速崛起，公司为速冻米面餐饮端龙头企业，直营+经销实现 B 端全覆盖，客户壁垒与研发壁垒构成核心竞争力，未来扩品类+拓客户保保证长期成长。

### 投资要点：

- **首次覆盖，给予增持评级。** 餐饮供应链高景气赛道龙头，大客户壁垒与研发创新优势明显，扩品类、拓渠道同步驱动快速成长。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.26、1.62、2.15 元，考虑可比公司估值及股权激励费用影响，给予 2022 年 48XPE，给予目标价 60 元，首次覆盖，给予增持评级。
- **速冻米面龙头，深耕 B 端餐饮供应链。** 公司秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于 B 端餐饮企业速冻食品后厨解决方案开发，通过直营覆盖大 B、经销覆盖中小 B，百胜中国最高级 T1 级供应商形成强大背书，2017-2021 年收入、利润 CAGR 分别为 21.1%、17.0%。
- **速冻百花齐放，B 端顺势崛起。** BC 两端同步驱动下速冻食品行业保持快速发展，其中速冻米面为最大细分品类。目前我国人均 GDP 已超过 1 万美元，下游餐饮企业规模化、连锁化发展大势所趋，外卖贡献增量需求，B 端餐饮供应链企业在保障满足品质稳定性的同时实现帮助客户实现成本与效率的显著优化，参考日本发展路径，我国 B 端餐饮供应链需求将进入快速发展阶段，具有先发优势的企业有望享受赛道红利。
- **壁垒显著，胜券在握。** 产品端研发能力突出，横向产品推新（构建了以油炸类、烘焙类、蒸煮类和菜肴类及其他为主的产品体系，大单品放量趋势明确）+纵向深化研发（例如开创油条工业化）造就产品定制能力。渠道端通过直营与百胜中国、华莱士、海底捞等优质客户深度绑定，新增潜力客户将有效转化为爆发式增长，通过经销强化中小客户开发与覆盖。未来扩品类+拓渠道，餐饮供应链龙头趋势积极。
- **风险提示：** 疫情反复拖累销售、原材料价格波动过大等。

### 交易数据

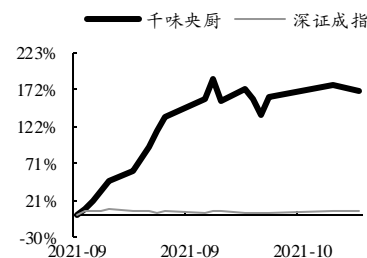
52 周内股价区间 (元)	22.62-73.00
总市值 (百万元)	4,446
总股本/流通 A 股 (百万股)	87/21
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1.73
日均成交值 (百万元)	78.09

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	981
每股净资产	11.32
市净率	4.5
净负债率	-26.50%

EPS (元)	2021A	2022E
Q1	0.23	0.33
Q2	0.19	0.22
Q3	0.23	0.27
Q4	0.37	0.44
全年	1.02	1.26

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	7%	
相对指数	4%	24%	25%

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	944	1,274	1,581	1,985	2,475
(+/-)%	6%	35%	24%	26%	25%
经营利润 (EBIT)	105	116	124	168	236
(+/-)%	3%	11%	7%	35%	40%
净利润 (归母)	77	88	109	140	186
(+/-)%	3%	16%	23%	28%	33%
每股净收益 (元)	0.88	1.02	1.26	1.62	2.15
每股股利 (元)	0.00	0.15	0.17	0.20	0.24

利润率和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营利润率 (%)	11.1%	9.1%	7.9%	8.5%	9.5%
净资产收益率 (%)	13.2%	9.3%	10.4%	12.0%	13.9%
投入资本回报率 (%)	12.2%	8.7%	8.6%	10.7%	13.3%
EV/EBITDA	—	28.54	20.39	16.03	12.06
市盈率	58.25	50.43	40.84	31.81	24.00
股息率 (%)	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

模型更新时间: 2022.05.28

## 股票研究

必需消费  
食品饮料

## 千味央厨(001215)

### 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 60.00

当前价格: 49.84

2022.05.29

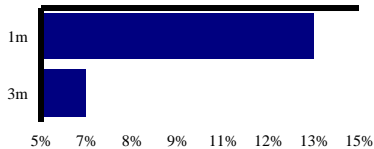
公司网址

www.qianweiyangchu.com

### 公司简介

公司主营业务为面向餐饮企业的速冻面米制品的研发、生产和销售。公司秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围 22.62-73.00

市值(百万元) 4,446

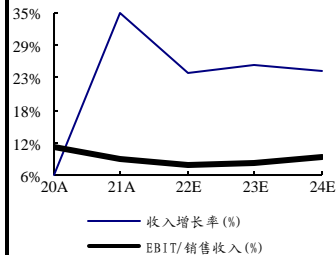
### 财务预测(单位:百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>损益表</b>					
营业总收入	944	1,274	1,581	1,985	2,475
营业成本	739	989	1,236	1,544	1,916
税金及附加	9	12	15	19	24
销售费用	31	42	48	65	81
管理费用	79	107	147	175	201
EBIT	105	116	124	168	236
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	3	5	-2	1	6
营业利润	100	112	133	175	235
所得税	24	26	31	40	52
少数股东损益	0	-1	0	0	0
净利润	77	88	109	140	186
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	117	332	293	311	411
其他流动资产	29	24	24	24	24
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	543	606	624	632	630
无形及其他资产	45	55	72	89	106
资产合计	956	1,341	1,149	1,242	1,407
流动负债	305	326	40	10	10
非流动负债	69	61	61	61	61
股东权益	582	953	1,047	1,171	1,336
投入资本(IC)	656	1,021	1,130	1,223	1,388
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	80	89	97	131	184
折旧与摊销	34	52	84	94	104
流动资金增量	-42	-24	-64	0	0
资本支出	-95	-183	-163	-166	-168
自由现金流	-23	-66	-46	59	120
经营现金流	98	98	127	234	291
投资现金流	-95	-183	-163	-166	-168
融资现金流	35	299	-3	-49	-23
现金流净增加额	38	215	-39	18	100
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	6.2%	34.9%	24.1%	25.5%	24.7%
EBIT 增长率	3.5%	10.5%	7.4%	35.2%	40.4%
净利润增长率	3.3%	15.5%	23.5%	28.4%	32.5%
利润率					
毛利率	21.7%	22.4%	21.9%	22.2%	22.6%
EBIT 率	11.1%	9.1%	7.9%	8.5%	9.5%
净利润率	8.1%	6.9%	6.9%	7.1%	7.5%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	13.2%	9.3%	10.4%	12.0%	13.9%
总资产收益率(ROA)	8.0%	6.5%	9.5%	11.3%	13.2%
投入资本回报率(ROIC)	12.2%	8.7%	8.6%	10.7%	13.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	57.4	59.8	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	20.2	17.8	0.0	0.0	0.0
总资产周转天数	369.3	384.2	265.2	228.5	207.5
净利润现金含量	1.3	1.1	1.2	1.7	1.6
资本支出/收入	10.0%	14.4%	10.3%	8.4%	6.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.1%	28.9%	8.8%	5.8%	5.1%
净负债率	64.1%	40.7%	9.7%	6.1%	5.4%
<b>估值比率</b>					
PE	58.25	50.43	40.84	31.81	24.00
PB	—	5.29	4.26	3.81	3.34
EV/EBITDA	—	28.54	20.39	16.03	12.06
P/S	3.48	3.50	2.82	2.25	1.80
股息率	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

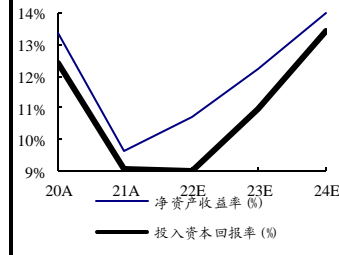
股票绝对涨幅和相对涨幅



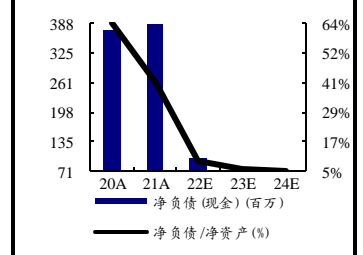
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



## 目录

1. 千味央厨：只为餐饮、厨师之选 .....	6
1.1. 速冻米面餐饮端龙头，提供标准化定制化后厨解决方案 .....	6
1.2. 收入稳定上升，净利润稳健增长 .....	7
1.3. 股东背景综合、实力丰厚，构建长效激励 .....	9
2. 行业：速冻千亿规模，B端餐饮需求凸显 .....	11
2.1. 速冻行业：千亿市场规模，BC同步发展 .....	11
2.2. 餐饮供应链：下游需求变革，2B前景广阔 .....	12
2.2.1. 餐饮行业：规模化、连锁化发展，外卖贡献增量 .....	12
2.2.2. 餐饮供应链企业：主打品类、商业模式各不相同 .....	16
3. 核心看点：先发优势显著，成长胜券在握 .....	19
3.1. 产品端：纵横强化研发，深耕产品布局 .....	20
3.2. 渠道端：直营+经销实现B端全覆盖，渠道构建强壁垒 .....	23
3.3. 产能端：需求旺盛支撑产能爬坡 .....	29
3.4. 募投项目强化产能与研发，保障长期增长 .....	29
4. 财务对比：盈利提升、回款及时、周转高效 .....	30
5. 盈利预测与估值 .....	32
6. 风险提示 .....	33

图 1: 商业模式: 为餐饮企业提供标准化、定制化的速冻面米制品.....	6
图 2: 千味央厨发展历程: 十余年载精一域, 深耕餐饮供应链.....	6
图 3: 收入保持稳定上升.....	7
图 4: 量价同步驱动收入增长.....	7
图 5: 销售费用率下降、管理费用率上升.....	8
图 6: 毛利率处于行业中等水平.....	8
图 7: 净利润持续增长.....	8
图 8: 盈利能力保持稳定.....	8
图 9: 营收以油炸类为主, 蒸煮类、烘焙类等为辅.....	9
图 10: 直营、经销营收占比较为稳定.....	9
图 11: 股东背景综合、实力丰厚.....	10
图 12: 对标海外, 我国速冻食品人均消费量提升空间大.....	12
图 13: 速冻千亿规模, 未来五年保持 15% 复合增长.....	12
图 14: 速冻米面为最大品类.....	12
图 15: 2020 年疫情催化速冻米面产量增长明显.....	12
图 16: 餐饮收入持续增长, 从疫情影响中恢复.....	13
图 17: 企业家信心指数恢复至疫情前水平.....	13
图 18: 中餐占餐饮市场主要份额, 复合增长率 9.2% (亿元).....	13
图 19: 自疫情以来, 美团外卖月活跃用户数不断创下新高.....	14
图 20: 火锅品类的点评热度和数量均居高位.....	14
图 21: 烧烤和中国地方菜系门店扩张快.....	14
图 22: 连锁餐饮行业蓬勃发展.....	15
图 23: 对标发达国家, 我国餐饮连锁化率有提升空间.....	15
图 24: 中餐连锁创立时间晚于西餐连锁 50 年.....	15
图 25: 2020 年中式餐饮连锁化率同比涨幅前十中, 中餐占据六成以上.....	16
图 26: 日本冷冻加工食品随人均 GDP 同步发展, B 端需求率先发展.....	16
图 27: 原材料、人力和三费占餐饮行业比重较高.....	17
图 28: 研发费用支出保持稳定水平.....	22
图 29: 产品平均单价稳定.....	23
图 30: 毛利率水平保持稳定, 基本均超过 20%.....	23
图 31: 主要品类销量稳定增长 (吨).....	23
图 32: 主要产品收入稳定增长 (百万元).....	23
图 33: 公司通过直营和经销两种模式进行销售.....	24
图 34: 定制品、通用品收入占比稳定.....	25
图 35: 直营以定制品为主, 经销以通用品为主.....	25
图 36: 公司经过多年拓展构建了完善的销售管理体系.....	26
图 37: 毛利率保持稳定.....	30
图 38: 净利率水平保持稳定.....	30
图 39: 以餐饮客户为主, 销售费用率低于同类可比公司.....	31
图 40: 管理费用率处于行业中间水平.....	31
图 41: 应收账款周转率处于行业较高水平.....	31
图 42: 存货周转率处于行业较高水平.....	31
表 1: 上市后出台股权激励方案, 绑定核心团队.....	11
表 2: 本次激励预计总费用 5085.3 万元, 2021-2024 年进行摊销.....	11
表 3: 餐饮供应链代表企业细分品类各异.....	18
表 4: 餐饮供应链代表企业商业模式各不相同.....	18

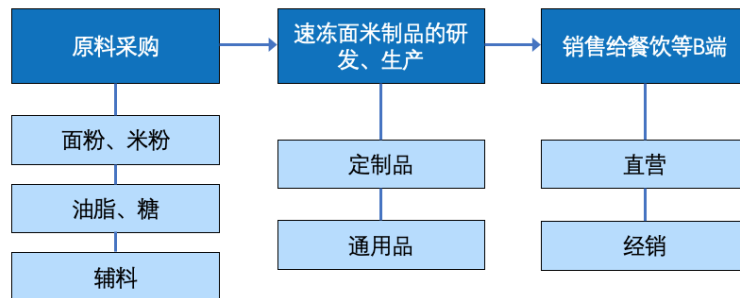
表 5: 公司按照加工方式构建油炸类、烘焙类、蒸煮类和菜肴类及其他四大类产品.....	20
表 6: 专注 B 端餐饮供应链, 直营、经销两种模式实现全覆盖 .....	24
表 7: 直营模式下, 靠客户体系稳定, 拓展客户、导入新品有望带来爆发式增长 .....	26
表 8: 前三大客户扩店速度较快, 高成长发展趋势有望顺利传导至公司 .....	27
表 9: 100 万元以上的经销商忠诚度较高, 创收较多 .....	28
表 10: 产能扩张满足后续发展, 产能利用率维持高位 .....	29
表 11: 公司募集资金主要用于产能扩张、研发升级、财务结构优化等 .....	30
表 12: 可比公司估值表 (更新日期 2022 年 5 月 25 日) .....	33

## 1. 千味央厨：只为餐饮、厨师之选

### 1.1. 速冻米面餐饮端龙头，提供标准化定制化后厨解决方案

**B 端餐饮供应链龙头企业，提供标准化、定制化后厨解决方案。** 郑州千味央厨成立于 2012 年 4 月，专注于面向餐饮企业的速冻面米制品研发、生产、销售业务。作为国内最早的餐饮渠道速冻面米制品供应商，秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案。经过多年的自主创新 and 精耕细作，千味创新性地开发出了适应餐饮企业后厨加工工艺和不同餐饮应用场景的产品，涵盖油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类，拥有包括油条、芝麻球在内的 300 多个单品，并已成为肯德基、必胜客、华莱士、九毛九等知名连锁餐饮企业供应商。

图 1：商业模式：为餐饮企业提供标准化、定制化的速冻面米制品

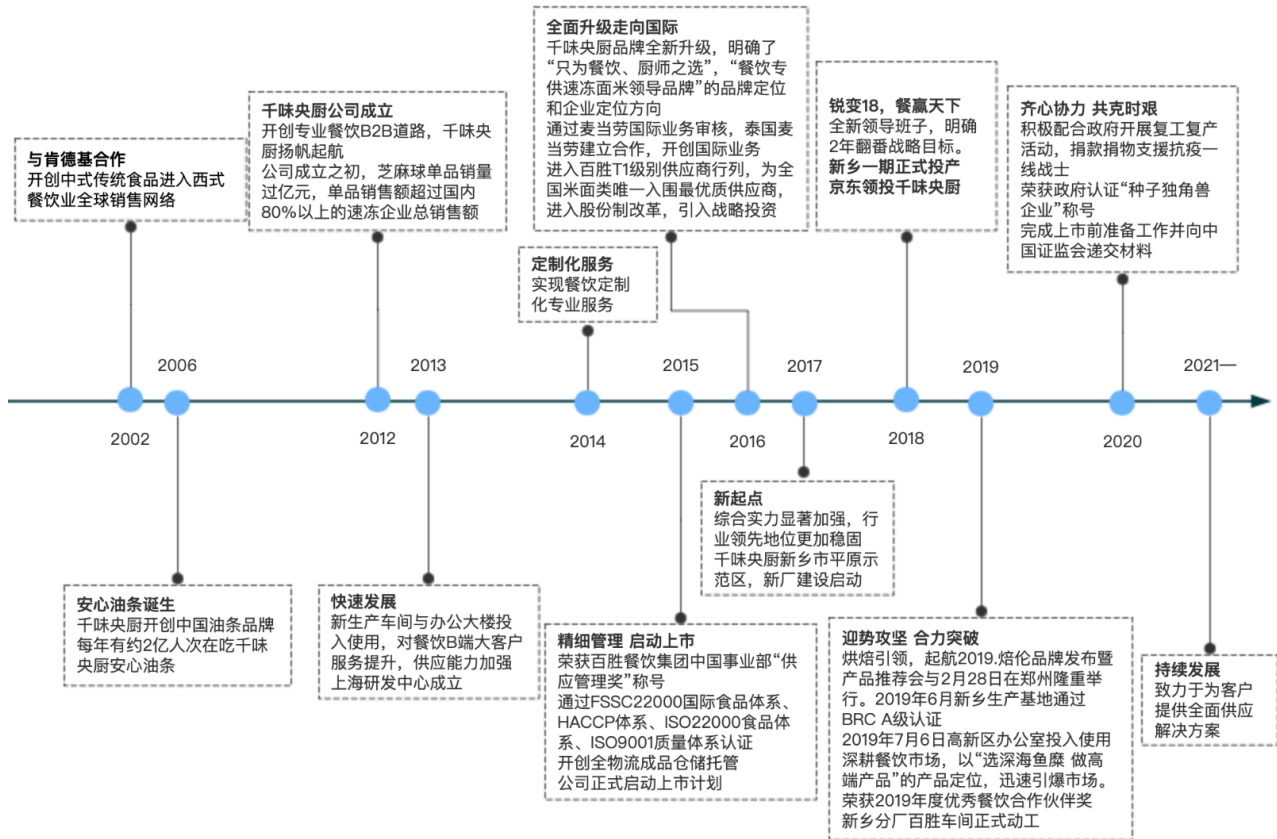


数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

**十余年载精一域，深耕餐饮供应链。** 自 2012 年成立至今，经历了品牌初创、升级优化两大阶段：**1）初创时代（2012-2016）。** 2012 年 4 月，郑州思念全资设立千味有限，注册资本为 1400 万元，开创速冻米面制品专业餐饮 B2B 道路，快速发展，实现了餐饮定制化专业服务，并在 2015 年正式启动上市计划。**2）升级优化阶段（2016-至今）。** 2016 年 3 月，郑州思念将持有的千味有限 100% 股份转让给郑州集之城，将千味从思念体系内独立出来，专注餐饮渠道市场的拓展。2016 年 6 月，千味有限整体变更为“郑州千味央厨食品股份有限公司”，注册资本为 4335 万元，变更后公司明确“只为餐饮，厨师之选”和“餐饮专供速冻面米领导品牌”的品牌定位和企业定位方向。在此阶段，千味不仅成为百胜中国 T1 行列唯一的速冻面米食品供应商，还培养了 700 多家经销商。2020 年，千味荣获政府认证的“种子独角兽企业”称号。

图 2：千味央厨发展历程：十余年载精一域，深耕餐饮供应链





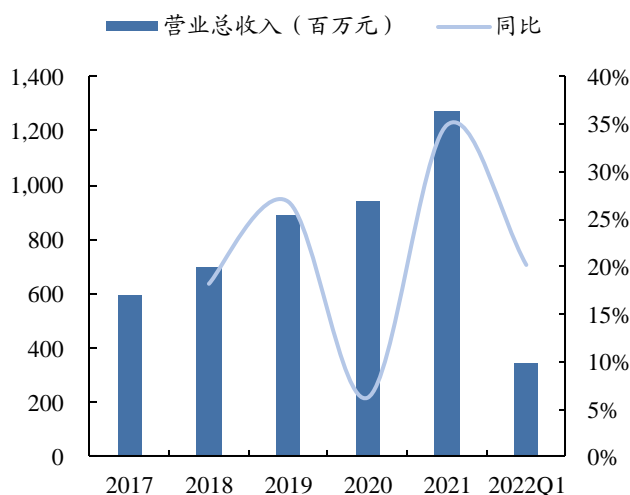
数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

## 1.2. 收入稳定上升，净利润稳健增长

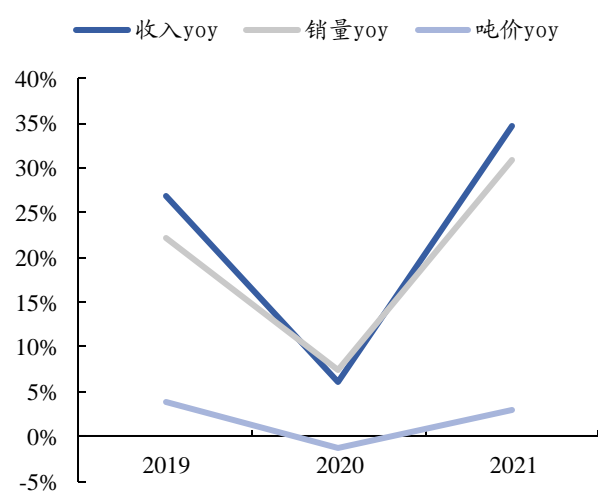
**销量驱动收入增长，低费用率下净利润稳健向上。**在餐饮连锁化和集中化的趋势下，下游市场对速冻面米制品的需求快速上升，公司营业收入保持较快增长，从2017年的5.93亿元持续增加至2021年的12.74亿元，CAGR 21%，其中2020年增速下滑主要系疫情影响，2021年后疫情时代随着客户拓展、新品推广、菜肴发力等原因实现高速增长。拆分量价来看，总销量（包含自产、委托加工、外购成品）从2018年6.7万吨增长至2021年11.5万吨，自产销量从2018年的6.3万吨增长至2020年的7.7万吨，CAGR 11%，2019、2020年外购成品销量大幅增长主要系公司重点拓展火锅类食材销售业务以及疫情催化手抓饼、烘焙调理奶油等销售上升拉动采购，2018-2021年公司吨价保持在1.05-1.12万元区间范围内。2017-2021年公司毛利率水平维持在21-25%区间内，处于行业中等水平，2020年毛利率21.5%主要系新会计准则下运输费用计入营业成本，还原后毛利率保持在24.1%稳定水平。期间费用率稳定且较低，其中销售费用率处于行业最低位，因此公司净利润可观且稳健增长，从2017年的0.47亿元增长到2021年的0.87亿元，CAGR 23%。2022年Q1实现营收3.5亿元、同比+20.2%，归母净利润0.29亿元、同比+44.8%，扣非净利0.24亿元，同比+24.2%，其中非经常损益主要系政府上市奖励，在疫情点状复发情况下收入、利润仍保持双20%的稳健增长。

图 3：收入保持稳定上升

图 4：量价同步驱动收入增长

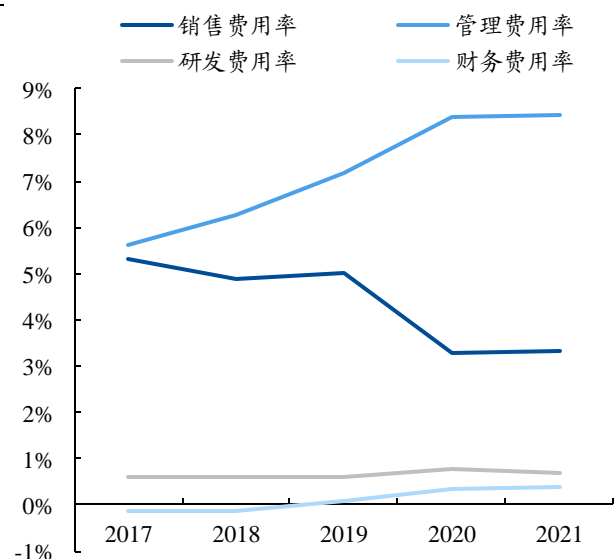


数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究



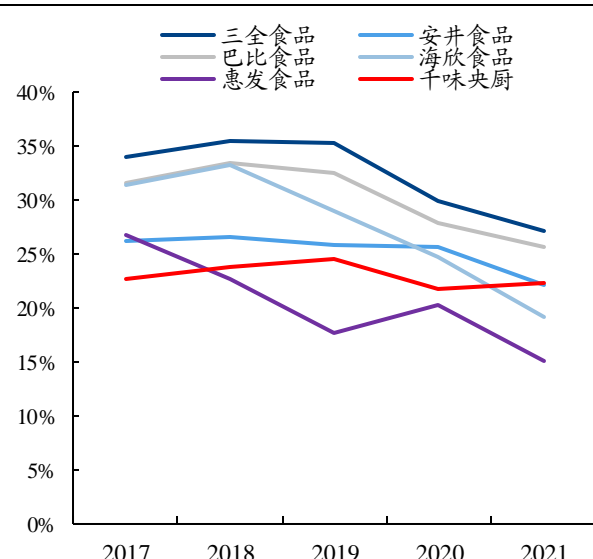
数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

图 5：销售费用率下降、管理费用率上升



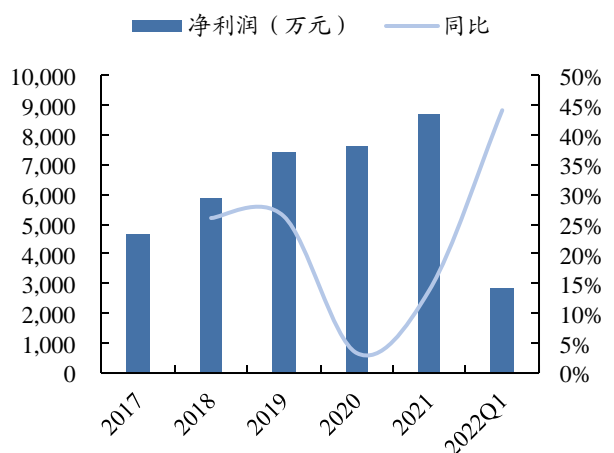
数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

图 6：毛利率处于行业中等水平



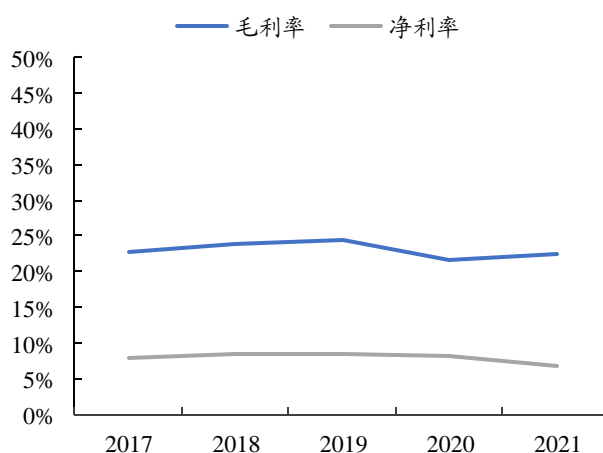
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 7：净利润持续增长



数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

图 8：盈利能力保持稳定



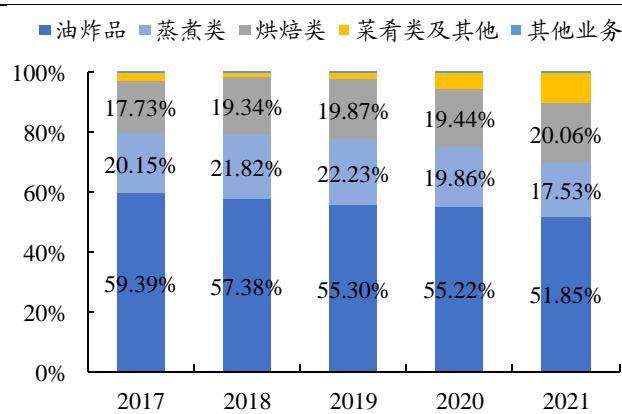
数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究



以油炸类产品为主，同时多元化布局。分产品来看，公司形成了以油炸类产品占主导，蒸煮类、烘焙类等为辅的多产品线发展模式，近年来油炸类（如油条）贡献主营收入比维持在 50% 以上，蒸煮类（如卡通猪猪包）、烘焙类（如芝麻球）、菜肴类及其他（如千页豆腐）2021 年分别占比 17.53%、20.06%、10.22%。从毛利率情况来看，2021 年油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他毛利率分别为 20.72%、23.45%、24.95%、21.59%，蒸煮类和烘焙类产品毛利率高于油炸类。根据公司产品发展规划，千味未来将继续拓展产品品类，并探索在非面米制品领域的产品突破。

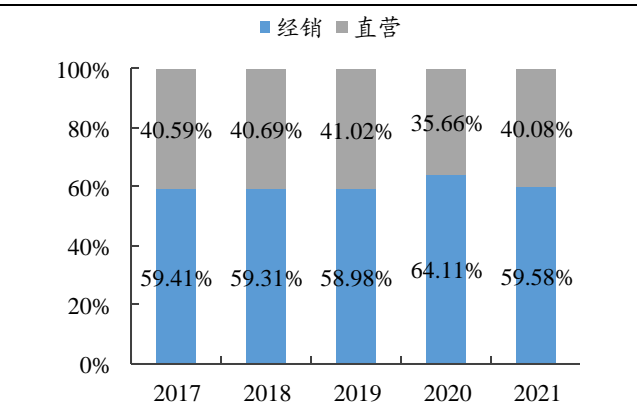
面向 B 端客户，大客户直营+中小客户经销组成渠道布局。分地域来看，华东地区收入占比超过 50%，主要得益于公司前两大直营客户必胜客、华莱士归属华东地区，这两家客户收入贡献占总营收比重超过 30%。分渠道来看，公司的销售模式主要是面向 B 端餐饮的直营和经销，两者营收占比较为稳定，2017-2021 年两者占比基本维持 40%、60%，2020 年疫情影响下经销收入占比有所上升。从毛利率情况来看，2019 年直营渠道毛利率 29.3%，相比经销渠道的 21.1% 高了 8pct，但自 2020 年起两者毛利率差距缩小，2021 年直营、经销毛利率分别为 21.4%、23.1%，主要系自营公司自担运费，2020 年起新会计准则下运费计入成本。

图 9：营收以油炸类为主，蒸煮类、烘焙类等为辅



数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

图 10：直营、经销营收占比较为稳定



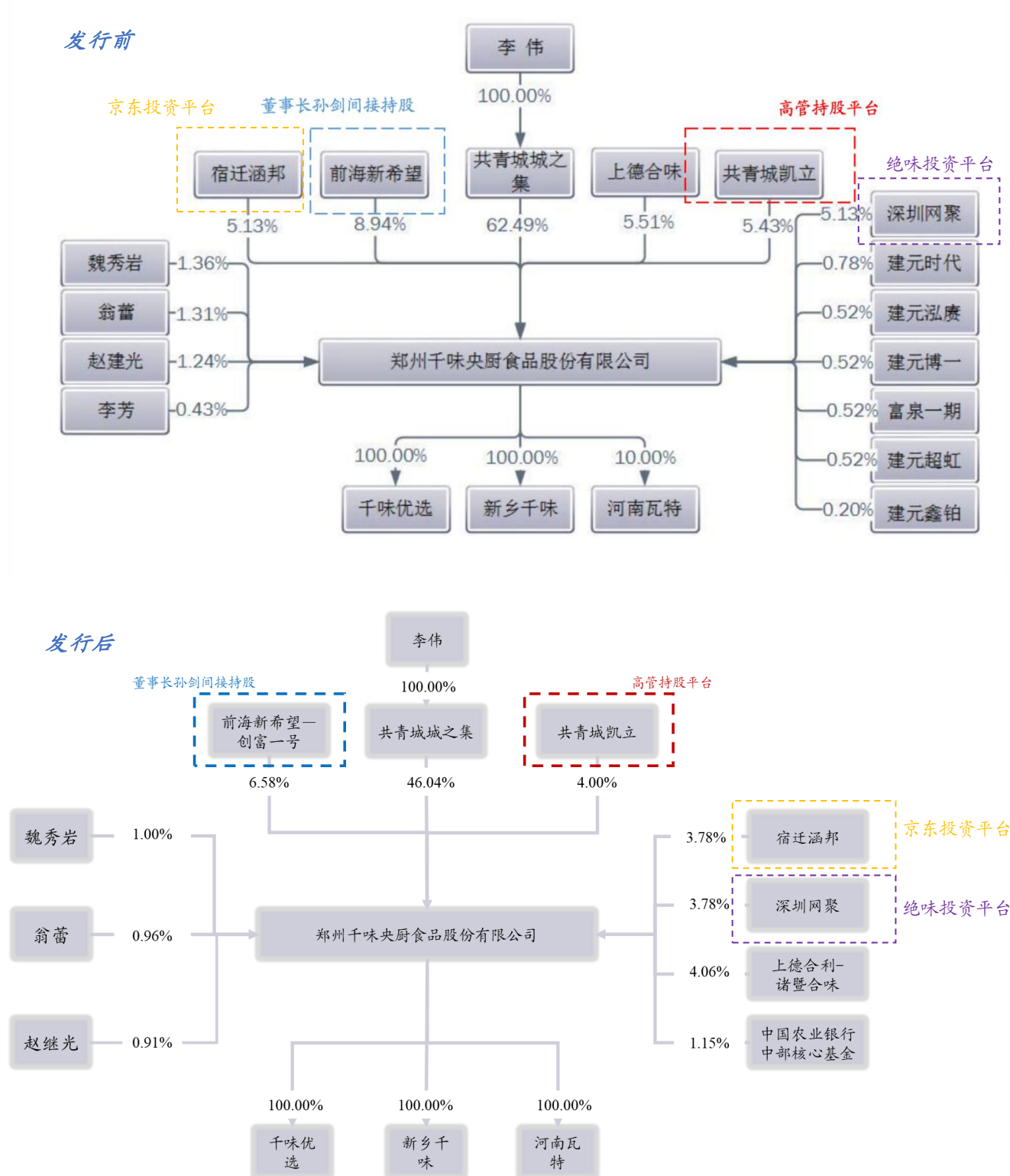
数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

### 1.3. 股东背景综合、实力丰厚，构建长效激励

股东背景综合、实力丰厚，通过高管持股平台实现激励。公司实际控制人为李伟，思念食品的创始人，曾任郑州思念董事长，由于郑州思念与千味央厨经营范围相似，从事速冻面米的研发、生产、销售，已退出思念食品，将间接持有的思念食品股权全部转让给思念管理层；思念食品管理层王鹏将间接持有的千味央厨股权全部转让给李伟，并退出千味董事会，从而彻底消除千味与思念之间的同业竞争问题。目前李伟 100% 持股的共青城城之集在发行前持有千味央厨 62.49% 的股份，发行后持有 46.04% 的股份。共青城凯立作为高管持股平台，历史上共

覆盖 10 名公司管理层，目前共覆盖 7 名，发行前持有 5.43% 的股份、发行后持有 4% 的股份；现任董事长孙剑通过资管公司前海新希望（孙剑持股 8%）间接持股千味央厨，前海新希望发行前持有 8.9% 的股份、发行后持有 6.6% 的股份。同时公司股东中还有绝味投资平台和京东投资平台，股东实力丰厚。

图 11：股东背景综合、实力丰厚



资料来源：招股说明书、公司公告、国泰君安证券研究

上市后出台股权激励方案，绑定核心团队，锁定长期成长。2021 年年底公司出台限制性股票激励计划并完成授予，向 80 名激励对象授予限制性股票 156.84 万股，约占总股份 1.8%，其中首次授予 152.62 万股、预留 4.22 万股，授予价格 31.01 元/股。授予对象分别为董事长孙剑（142.9 万股）、总经理白瑞（9.74 万股）、财务总监王植宾（8.77 万股）、董秘徐振江（11.69 万股）4 位核心管理层及 76 位核心人员（合计 108.13 万股、平均每位核心人员 1.42 万股）。本次激励计划考核年度为 2022、2023 年两个年度，以 2020 年营业收入为基数，2022、2023 年营业收入增长率分别不低于 67%、101%，对应 2022、2023 年同比增长率分别为 24%、20%，2021-2023 年 CAGR 为 22%。本次激励预计总费用 5085.3 万元，2021-2024 年摊销费用分别为 92.88、2118.87、2063.15、810.40 万元。

表 1：上市后出台股权激励方案，绑定核心团队

姓名	职务	授予的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的 比例
孙剑	董事长	14.29	9.11%
白瑞	董事、总经理	9.74	6.21%
王植宾	董事、副总经理、财务总监	8.77	5.59%
徐振江	副总经理、董事会秘书	11.69	7.45%
核心人员（76 人）		108.13	68.94%
预留股份		4.22	2.69%
合计		156.84	100.00%

资料来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2：本次激励预计总费用 5085.3 万元，2021-2024 年进行摊销

授予的限制性股票 (股)	股份支付费用 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)
1,526,200	5,085.30	92.88	2,118.87	2,063.15	810.40

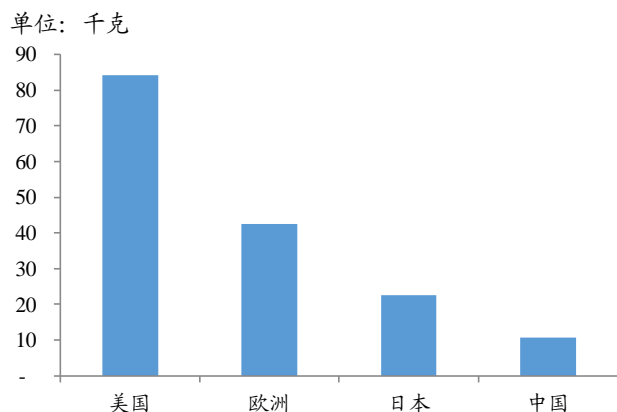
资料来源：公司公告、国泰君安证券研究

## 2. 行业：速冻千亿规模，B 端餐饮需求凸显

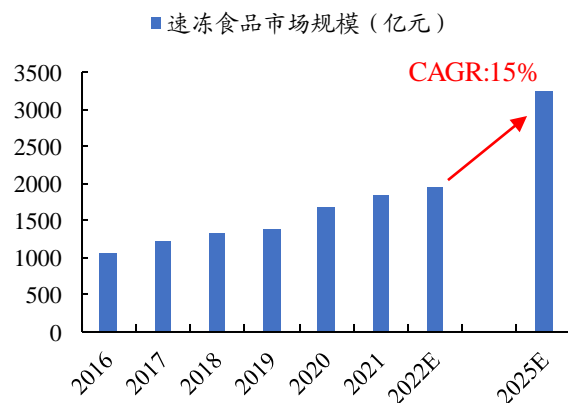
### 2.1. 速冻行业：千亿市场规模，BC 同步发展

**速冻市场规模千亿，保持快速增长。**速冻食品是指以食、肉类、蔬菜等为原材料，经加工制成预处理产品后，采用速冻技术对产品进行包装及储存的过程。速冻食品具有标准化、便捷化等特点，C 端满足消费升级趋势，B 端在保障满足品质稳定性的同时实现成本与效率优化，速冻食品行业迎来快速发展，根据中商产业研究院数据，2021 年我国速冻食品市场规模 1850 亿元，2016-2021 年复合增速 12%。对标发达国家，目前我国速冻食品人均年消费量低于 10 千克，而美国的人均年消费量在 80 千克以上，欧洲超过 40 千克，日本作为亚洲最大速冻消费市场，人均年消费量也超过 20 千克，BC 同步驱动下速冻行业前景广阔，预计未来五年复合增速有望维持 15%，到 2025 年速冻市场规模有望达到 3200 亿元。

图 12: 对标海外, 我国速冻食品人均消费量提升空间大 图 13: 速冻千亿规模, 未来五年保持 15% 复合增长



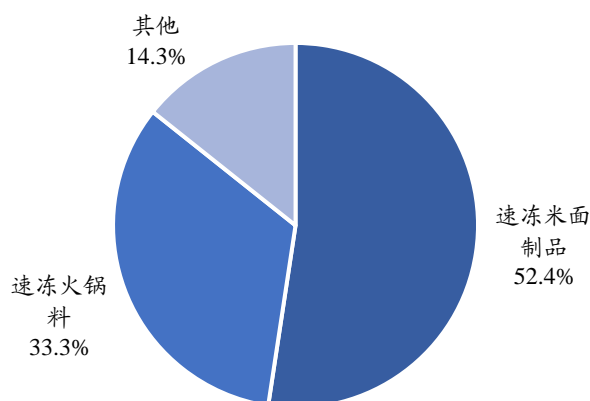
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究



数据来源: 中商产业研究院、国泰君安证券研究

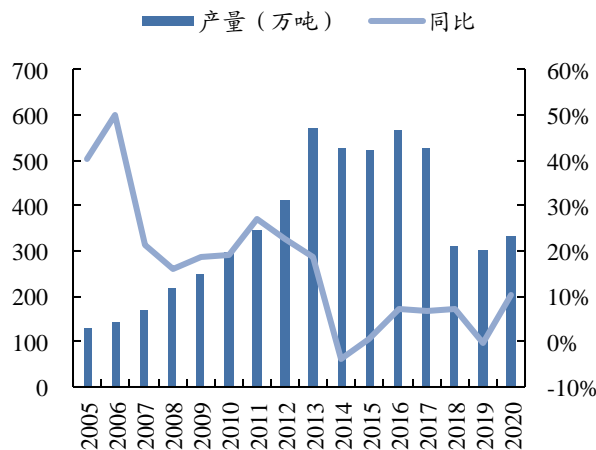
分品类看, 速冻米面为最大品类, 2020 年疫情催化下产量增长明显。速冻食品主要包括火锅料制品 (速冻鱼糜制品、速冻肉制品等)、速冻面米制品和速冻菜肴制品等, 其中速冻火锅料制品和速冻面米制品是我国主要的速冻食品品种, 根据中商产业研究院数据, 2021 年速冻米面制品占速冻食品 52.4% 的份额, 是速冻食品中最大的品类, 速冻火锅料为第二大品类, 占比为 33.3%, 其他速冻食品占比 14.3%。2020 年受疫情影响, 速冻米面产品需求量快速上升, 速冻米面行业产量同比增长 10% 至 334 万吨, 按 2.5 万元/吨的吨价测算, 预计 2021 年速冻米面食品制造业营业收入 836 亿元。

图 14: 速冻米面为最大品类



数据来源: 中商产业研究院、国泰君安证券研究

图 15: 2020 年疫情催化速冻米面产量增长明显



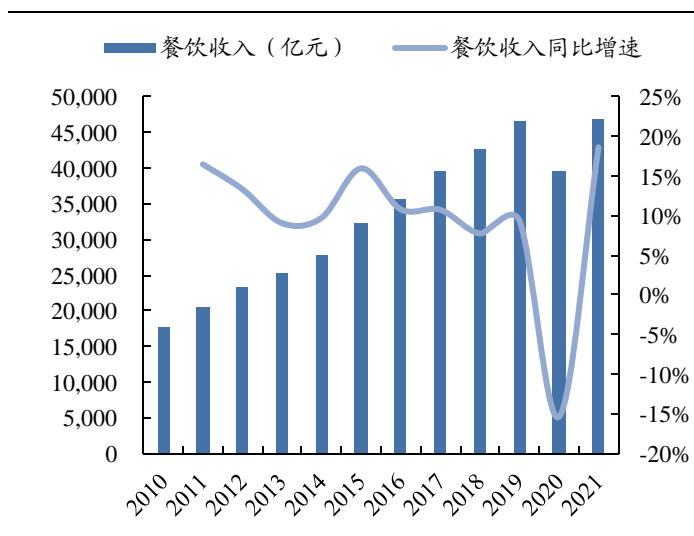
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 2.2. 餐饮供应链: 下游需求变革, 2B 前景广阔

### 2.2.1. 餐饮行业: 规模化、连锁化发展, 外卖贡献增量

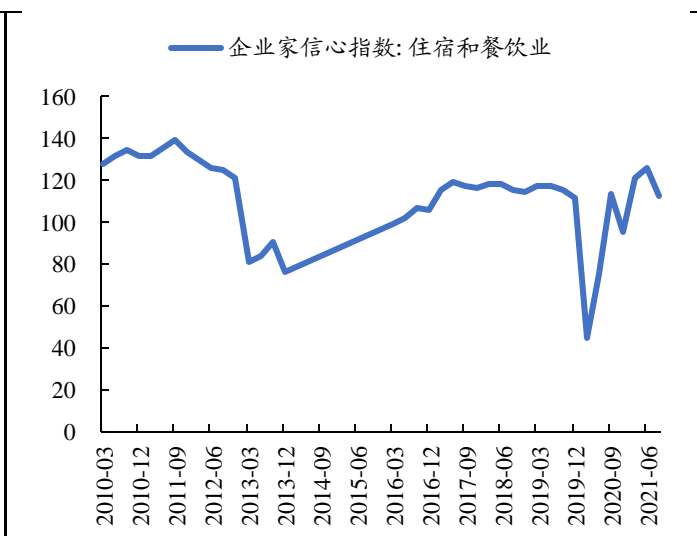
我国餐饮行业市场规模持续扩大, 疫情后持续恢复。随着我国国民消费水平的不断提升, 2010 年以来我国餐饮行业收入以 10% 左右的增速稳步增长, 2019 年收入超过 4.6 万亿元。2020 年受疫情影响, 餐饮行业线下渠道受到重创, 收入同比降低 15.4%。2021 年餐饮收入达 4.7 万亿元, 同比增长 18.64%, 疫情影响逐步消退。住宿和餐饮业的企业家信心指数也于 2020 年 Q3 至 2021 年 Q3 之间基本恢复至疫情前水平, 餐饮行业的发展保持稳中向好的趋势。

图 16: 餐饮收入持续增长, 从疫情影响中恢复



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

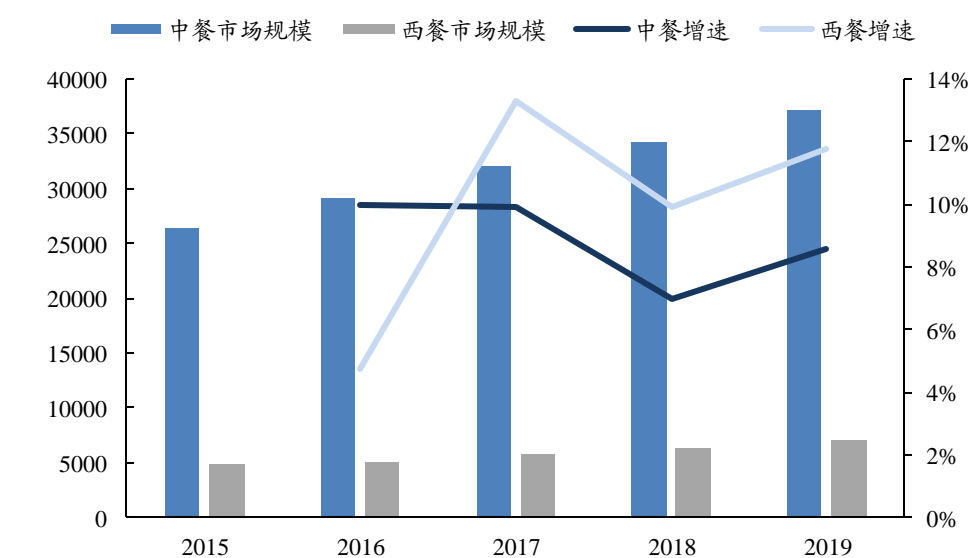
图 17: 企业家信心指数恢复至疫情前水平



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

**中餐占比高, 西餐增速快。**中国餐饮市场主要由中餐和西餐两部分构成, 中餐市场份额很高, 2019 年中餐市场规模达 3.7 万亿元, 占我国餐饮市场 79.4% 的市场份额, 从 2015-2019 年年均复合增长率为 9.2%。西餐在我国餐饮市场占据份额较小, 但从 2017 年开始, 增长速度超过中餐, 2015-2019 年西餐市场规模的年均复合增长率为 12.8%。

图 18: 中餐占餐饮市场主要份额, 复合增长率 9.2% (亿元)



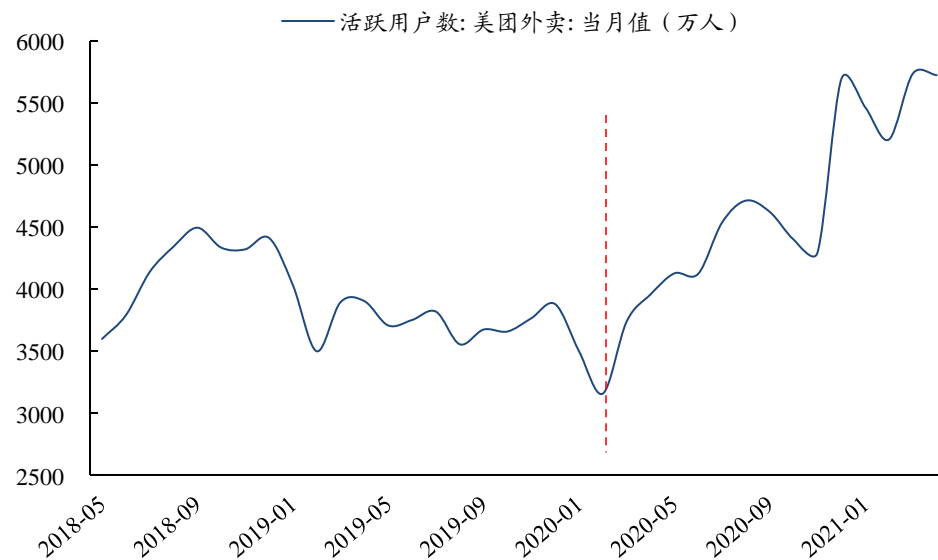
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

**外卖渠道快速发展, 疫情加速外卖需求培养。**据美团发布的《2020 外卖行业报告》显示, 2019 年外卖产业规模突破 6500 亿元, 相较 2018 年同比增长 39.3%, 其中年轻群体成为下单主力, 90 后、00 后外卖用户人数占比超过 60%。此外, 疫情催化了外卖行业的加速发展, 自 2020 年 3 月以来, 美团外卖的活跃用户数显著上升, 峰值于 2021 年 4 月达 5743.5 万人。据 Frost&Sullivan 数据显示, 2013 至 2017 年间, 我国外卖市场规模的年均复合增长率高达 45%, 预计 2022 年市场规模将



超过 4770 亿元。外卖需求的快速增长，与订餐、配送服务的日臻完善，为外卖的发展打开通道，餐饮快速履约需求持续提升。

图 19：自疫情以来，美团外卖月活跃用户数不断创下新高

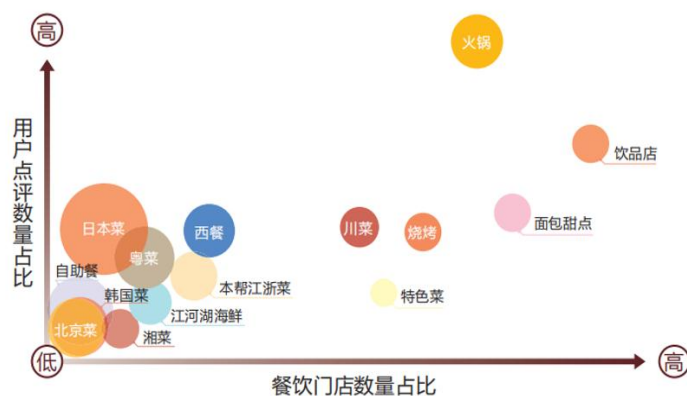


数据来源：易观千帆、国泰君安证券研究

细分品类上看，火锅、烧烤与川菜广受欢迎，烧烤和地方菜系门店数量增速较快。美团点评联合餐饮老板内参共同发布的《中国餐饮大数据 2020》中显示，在我国主要餐饮品类中，除去数量最多的饮品店和面包甜点店之外，火锅、川菜、烧烤和特色菜在数量上占有绝对优势。从用户点评数量上看，火锅的点评热度遥遥领先，川菜和烧烤也有着较高的热度。在 2019 年新开的餐饮品类门店中，烧烤和豫菜、新疆菜、川菜等我国地方菜系排名靠前，在前十名中，地方菜系占据五席之多。我国餐饮行业细分品类的发展差异巨大，烧烤品类作为 2019 年度的“开店王”，门店数量同比增速高达 19.8%，领先第十名的徽菜接近两倍以上。

图 20：火锅品类的点评热度和数量均居高位

美团点评 | 餐饮老板内参 中国餐饮大数据2020  
◎ 2019年全国主要餐饮品类点评热度情况



数据来源：美团点评、《中国餐饮大数据 2020》

图 21：烧烤和中国地方菜系门店扩张快

美团点评 | 餐饮老板内参 中国餐饮大数据2020  
◎ 2019年餐饮品类门店数量同比增速TOP10

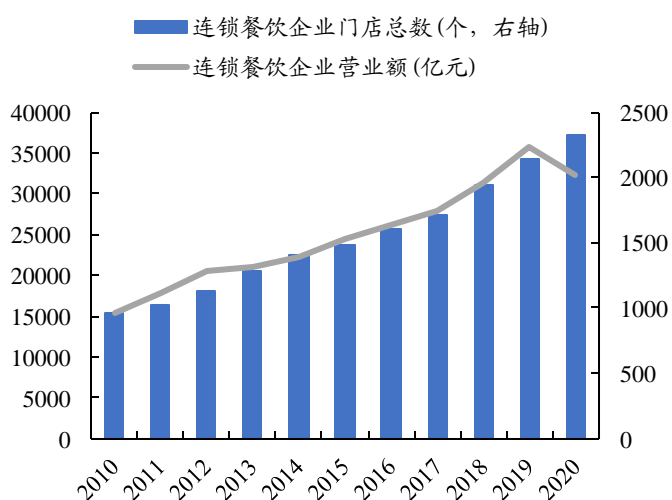


数据来源：美团点评、《中国餐饮大数据 2020》



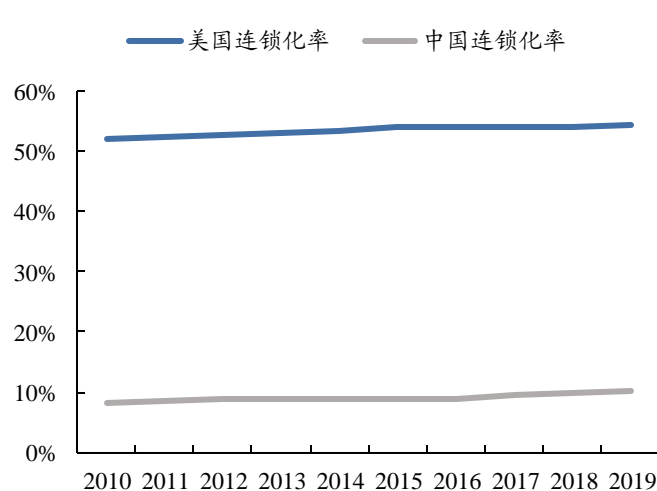
**餐饮行业连锁化程度提升。**根据国家统计局数据，2015-2020 年连锁餐饮企业营业收入 CAGR 为 5.8%，其中 2020 年受疫情影响较上一年度同比减少 9.6%，达到 2019 亿元，门店总数由 2015 年的 23721 家升至 2020 年 37217 家。疫情期间，连锁餐饮凭借强大的品牌效应与规模化经营备了更强的抗风险能力，根据欧睿国际数据，2020 年我国餐饮连锁化率逐步接近 15%，但与发达国家相比仍有较大提升空间。连锁经营可以帮助企业迅速扩张，提高企业的体量，提升品牌影响力，未来在餐饮业市场规模持续扩大的同时，我国餐饮行业的集中度、连锁化也将逐步提升。

图 22: 连锁餐饮行业蓬勃发展



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 23: 对标发达国家，我国餐饮连锁化率有提升空间



数据来源：欧睿国际、国泰君安证券研究

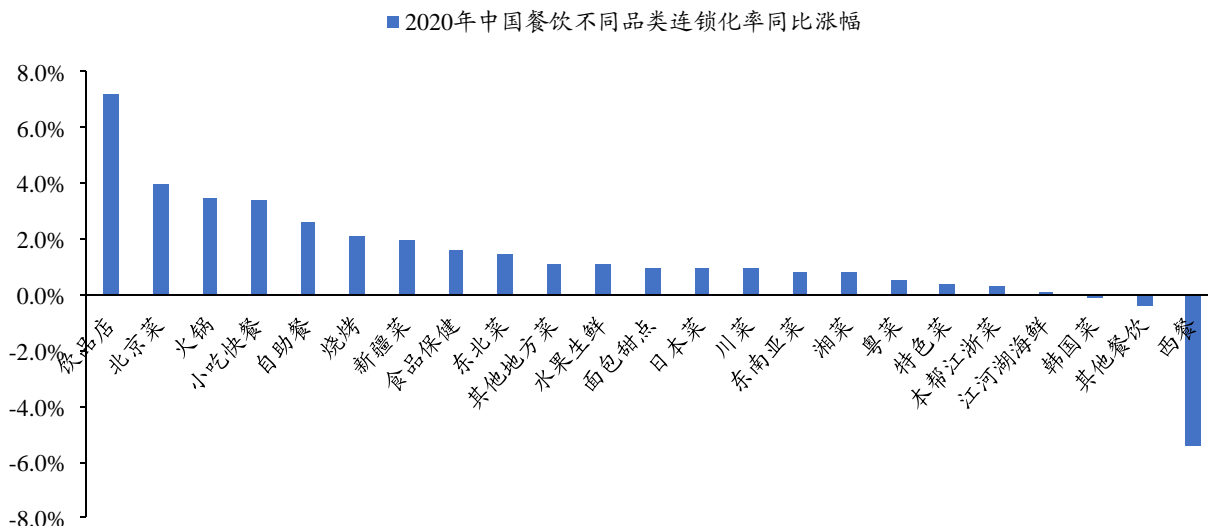
**近年来，中式餐饮连锁化发展速度超过西餐等外国菜系，餐饮供应链需求相继出现。**相比西式餐饮而言，中餐由于标准化程度低、口味差异大等原因连锁化进程慢于西餐，但近年来中餐连锁发展趋势明确，从 2020 年餐饮细分品类的连锁化率同比涨幅来看，前十细分品类中，中餐占据六成以上，其中北京菜、新疆菜、东北菜作为中式正餐的地方特色菜系位居前列。以海底捞、呷哺呷哺等品牌领先的火锅品类作为我国餐饮品类中的热门，连锁化率涨幅仍旧高达 3.5%。小吃快餐作为生活中最日常的餐饮需求，连锁化率涨幅也达到 3.4%，真功夫、老乡鸡、沙县小吃、永和大王等知名品牌深入人心，中式餐饮连锁化发展趋势有望同时拉动餐饮供应链产业快速发展。

图 24: 中餐连锁创立时间晚于西餐连锁 50 年



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 25: 2020 年中式餐饮连锁化率同比涨幅前十中, 中餐占据六成以上

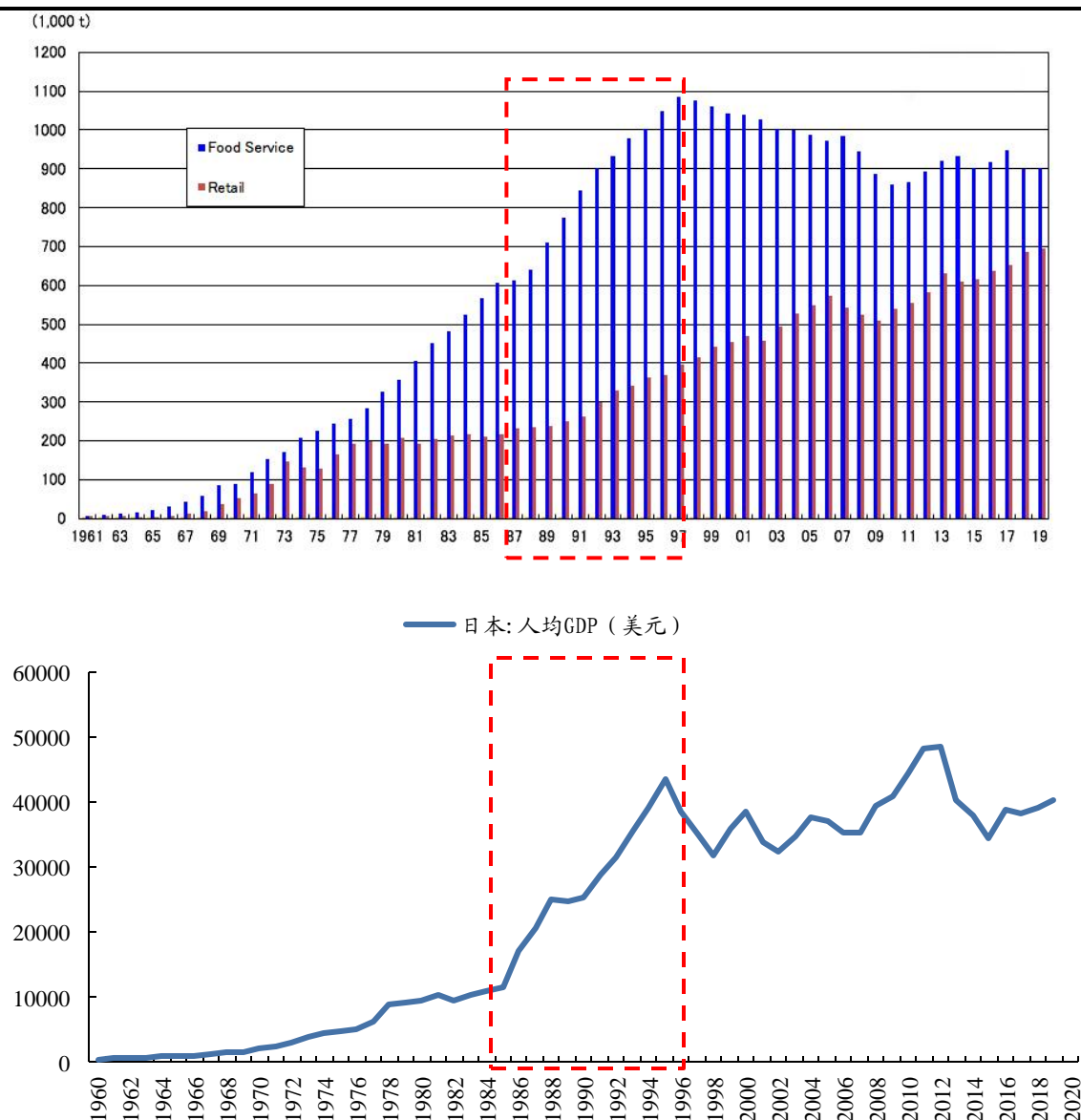


数据来源: 美团大学餐饮学院、国泰君安证券研究

## 2.2.2. 餐饮供应链企业: 主打品类、商业模式各不相同

参考日本, B 端餐饮企业速冻食品需求率先发展。餐饮供应链企业将原料加工为半成品, 生产出标准化的再加工原料, 提供给餐饮零售企业, 将上游原材料企业与下游连锁餐饮企业相连接。参考发达国家日本, 其速冻食品发展与经济发展呈现高度相关性, 随着人均 GDP 提升 B 端餐饮需求率先崛起, 在 70 年代前后进入快速发展期。目前我国人均 GDP 已超过 1 万美元, 参考日本发展路径, 餐饮供应链需求正处于起步即将进入快速发展阶段。2020、2021 年中国餐饮市场规模达到 3.95 万亿元、4.69 万亿元, 假设食材原料进货成本占比 40%, 餐饮供应市场规模预计在 1.5-2 万亿规模。

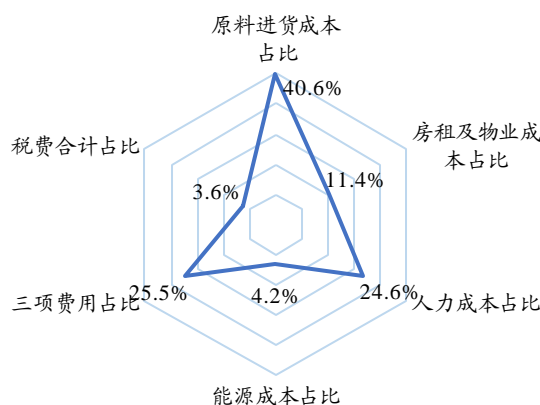
图 26: 日本冷冻加工食品随人均 GDP 同步发展, B 端需求率先发展



数据来源：日本速冻食品协会、Wind、国泰君安证券研究

**餐饮供应链优化下游企业成本与效率。**根据中国饭店协会《2020 中国餐饮业年度报告》，原材料成本、人力成本及三项费用是餐饮企业成本中占比最高的三项，传统餐饮业的生产模式需要向工业化转变，在美国，Sysco 和 USFS 等前三大餐饮供应链服务商占据全美 2200 亿美元市场的 40% 的份额。餐饮供应链企业一方面提供标准化食材产品，另一方面有利于帮助餐饮企业减少后厨所需人员，提高出菜速度并降低人力成本，提升面积利用率。

图 27：原材料、人力和三费占餐饮行业比重较高



数据来源：《2020 中国餐饮业年度报告》、国泰君安证券研究

**餐饮供应链企业产品各异，下游餐饮提供新商机。**我国较为突出的餐饮供应链企业有安井、圣农、味知香、亚洲渔港、蜀海、颐海国际、惠发和千味央厨，从传统速冻食品生产到火锅调味料，餐饮供应链企业在细分赛道上拥有各自的强势产品。从八家企业的主营产品来看，鲜少有重合的产品，下游餐饮企业的持续增长和种类分化滋生了对各类半成品的需求，给餐饮供应链企业的持续成长提供了动力，同时减小了企业的竞争压力。

表 3：餐饮供应链代表企业细分品类各异

公司名称	成立时间	主要产品
安井	2001 年	“安井”品牌速冻食品，包括 Q 鱼板、鱼豆腐等速冻鱼糜制品；撒尿肉丸、霞迷饺等速冻肉制品；手抓饼、牛奶馒头等速冻面食制品；千叶豆腐、蛋饺等速冻菜肴制品等 300 多种速冻食品
圣农	1999 年	分割的冰鲜、冷冻鸡肉及深加工肉制品
味知香	2008 年	以“味知香”（主要面向 C 端消费者）和“饕玉”（面向酒店、餐厅、食堂等大 B 端客户）两大品牌为核心，拥有牛肉类、水产类、家禽类、猪肉类、小炒类五大产品线，销售产品以肉禽类、水产类半成品菜为主，目前 SKU 达到 200+ 个，以肉禽类、水产类为主
亚洲渔港	2002 年	以虾为原料的系列食品及各种鱼类、藻类、贝类、蔬菜类等精加工食品，产品线囊括海水初加工食品、海水深加工食品、中餐工业化食品、面点类、牛羊肉类等 1,000 余款
蜀海	2011 年	生肉制品、水产、豆制品、调理制品、速冻、净菜产品等
颐海国际	2013 年	火锅调味料、中式复合调味料和方便速食等品类
惠发	2005 年	速冻丸类制品主要包括鸡肉丸、鱼丸、四喜丸子等产品，肠类制品包括亲亲肠、桂花肠、腰花肠等产品，油炸类包括鱼豆腐、五福脆、甜不辣等产品，串类制品包括川香鸡柳、骨肉相连等产品
千味央厨	2012 年	按照加工方式可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类等，包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸以及卡通包等

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

**四类商业模式，兼顾 BC 两端。**餐饮供应链企业的商业模式可以分为四类：安井、味知香、颐海国际、惠发致力于现有产品加工，圣农、蜀海延伸全产业链，亚洲渔港聚焦细分品类提供一站式解决方案，千味央厨以服务驱动进行定制化食材加工。从合作客户来看，八家企业中有四家与海底捞形成合作，但业务领域不同；各餐饮供应链企业的客户主要以中式连锁餐厅为主，圣农主要以西式快餐连锁龙头为主。

表 4：餐饮供应链代表企业商业模式各不相同

公司名称	商业模式	合作大客户	渠道	财务情况
------	------	-------	----	------

安井	集速冻鱼糜制品、速冻肉制品与速冻面米制品研发、生产和销售于一体的大型食品加工企业	大润发、永辉、苏果、沃尔玛、呷哺呷哺、海底捞、彤德莱、永和大王等	“BC兼顾、双轮驱动”，餐饮流通渠道（B2B）约占 80%，商超渠道（B2C）约占 20% 经销模式+大润发、永辉等商超+呷哺呷哺、海底捞等餐饮 B 端大客户+电商模式	2021 年收入 92.72 亿元，其中鱼糜制品占比 37.51%，肉制品占比 23.1%，米面制品占比 22.15%
圣农	建立完整的白羽肉鸡自繁自宰及深加工全产业链，向上延伸至白羽肉鸡的育种研发，向下延伸至鸡肉产品深加工	拥有百胜、麦当劳、德克士、棒约翰、汉堡王、豪客来、宜家等国内外餐饮巨头的优质客户群体，并与日本火腿、FOODLINK、日本服务、伊藤火腿、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天、韩国普光集团、LG 集团等日本、韩国大型企业建立了深度合作关系，其供应链覆盖全家、7-11、罗森、CU、GS25 等便利店	百胜、麦当劳等餐饮 B 端大客户+大型连锁超市+电商平台	2021 年收入 144.78 亿元，其中食品加工板块实现营业收入 46.46 亿元，占上市公司营业收入比重达到 32.09%
味知香	集菜品研发、生产、销售为一体，主要从事加工包装半成品菜的环节	钱大妈	以经销为主，全部为买断式销售，通过零售和批发两个渠道覆盖 B、C 两端	2021 年收入 7.65 亿元，其中 B 端批发渠道占收入比重 32%
亚洲渔港	依托供应链优势，为国内外众多知名餐饮企业/连锁超市提供生鲜食材一站式解决方案	宜家、华莱士、凑凑等	主要业务客户以 B2B 客户为主，面向餐饮渠道客户	2021 年 1-6 月实现收入 5.61 亿元，其中深加工与初加工产品收入占比约为 8:2
蜀海	餐饮企业上游延伸型供应链企业，拥有中央厨房和产品研发能力，蜀海供应链通过将食材在中央厨房内进行加工，以标准化的半成品输出，然后再经冷链送至下游的中大型餐饮企业手中	海底捞、九毛九、金鼎轩、7-11、新白鹿、丰茂烤串等	以连锁餐饮、机关、学校等集团客户为主，服务国内 1000 多家连锁门店	/
颐海国际	作为海底捞火锅底料的独家供应商，同时对外零售市场销售以“海底捞”为品牌的火锅蘸料、中式复合调味品和方便速食食品等	海底捞	关联方海底捞、经销商、电商及餐饮客户	2021 年收入 59.43 亿元，其中火锅调味料占比 60.7%，中式复合调味料占比 8.93%
惠发	国内大型速冻调理肉制品生产基地，生产模式为对原物料（肉类、鱼糜、粉类、鲜蔬菜类等）进行公司自产和少量委托加工，主要通过全国各地经销商渠道进行销售	呷哺呷哺	经销商模式（主要模式，占比超 70%）+商超模式+终端直销模式+供应链模式（酒店、团餐、校餐、连锁餐饮等群体） 餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅，直营大客户+经销商，经销模式收入占比约 60%	2021 年收入 16.51 亿元，其中速冻食品 16.27 亿元（丸制品 4.2 亿元，油炸品 3.2 亿元）
千味央厨	坚持作为餐饮企业供应链的定位，为餐饮企业提供定制化、标准化的半成品	肯德基、海底捞、九毛九、华莱士、永和大王等		2021 年收入为 12.74 亿元，其中油炸类占比 51.85%

数据来源：公司公告、招股说明书、国泰君安证券研究

### 3. 核心看点：先发优势显著，成长胜券在握

公司主营 B 端餐饮供应链领域，以速冻米面作为优势产品，深耕大客户、拓展中小客户，订单驱动业绩增长。公司主打产品为速冻米面制品，但与传统速冻米面制品行业的商业模式有所分别，公司定位为面向 B 端的餐饮供应链，客户多为知名的连锁餐饮企业，采用“定制研



发+定制生产”的模式，将 B 端客户需求进行工业化，未来扩品类+拓渠道稳步推进，成长空间明确。

### 3.1. 产品端：纵横强化研发，深耕产品布局

定位餐饮供应链，将客户需求转化为工业化生产。公司以模拟餐厅后厨工艺为产品设计理念，以节约餐厅后厨成本为产品设计准则，研发、生产出满足客户需求、成本最小化的产品。研发人员会参观客户后厨和观察各个设备出餐高峰期的利用率，基于原有设备设计新产品，通过效率不断提升的小试、中试、试产等，最终实现量产；同时，通过设备工艺的创新，例如发明专利“一种工业化油条的加工方法及设备”，研发团队能够将客户的概念化需求快速转化为工业化的生产，如注芯油条、墨鱼汁油条等。目前速冻米面企业主要布局在水饺、面点、汤圆等传统品类，根据中国方便食品大会数据，目前国内速冻面米产品中饺子（36%）、汤圆（24%）、面点（18%）三大传统品类合计占比 77%，千味央厨产品有别于传统速冻面米品类，其从细分赛道实现破局后持续丰富产品矩阵，按照加工方式构建油炸类、烘焙类、蒸煮类 and 菜肴类及其他四大类产品，截止 2020 年底拥有 368 个具体产品，包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸以及卡通包等。

表 5：公司按照加工方式构建油炸类、烘焙类、蒸煮类 and 菜肴类及其他四大类产品

品类		产品图例	主要产品
油炸类（SKU 95） （2021 年收入 6.6 亿，占比 51.85%，毛利率 20.72%）	油条系列 （2021 年销售额 3.5 亿，同比 34.65%）	 <p><b>外卖油条</b> 单个重：30g 产品特点：40 秒快速出品，无需解冻，色泽金黄，口感酥脆，保质期长，全蛋为外皮，品质稳定。 口味：原味 规格：1x720g*6 袋 加工方法：油炸：除去包装后，无需解冻，放入 175℃ 油温中炸制 40-50 秒，呈金黄色时，即可食用。</p>  <p><b>香脆油条</b> 单个重：45g 产品特点：性价比最高，酥脆可口，无需解冻，全蛋为外皮，品质稳定。 口味：原味 规格：1x450g*12 袋 加工方法：油炸：除去包装后，无需解冻，放入 170℃ 油温中炸制 90 秒，呈金黄色时，即可食用。</p>  <p><b>60g 安心大油条</b> 单个重：60g 产品特点：无添加剂，更安全，个大，口感好，更适合作早餐。 口味：原味 规格：1x1200g*6 袋/1x1200g*4 袋/1x240g*20 袋 加工方法：油炸：除去包装后，无需解冻，放入 170℃ 油温中炸制 90 秒，呈金黄色时，即可食用。</p>	外卖油条 香脆油条 60g 安心大油条 放心油条 茴香小油条 火锅油条 麻辣烫小油条 涮煮小油条 注芯咸蛋黄火锅油条
		 <p><b>放心油条</b> 单个重：40g 产品特点：50 秒快速出品，口感酥脆，无需解冻，全蛋为外皮，品质稳定。 口味：原味 规格：1x400g*12 袋 加工方法：油炸：除去包装后，无需解冻，放入 175℃ 油温中炸制 50 秒，呈金黄色时，即可食用。</p>  <p><b>茴香小油条</b> 单个重：10g 产品特点：外形小巧可爱，炸制后表皮金黄，外皮酥脆，内心松软，口味独特。 口味：茴香味 规格：1x240g*16 袋 加工方法：油炸：除去包装后，无需解冻，放入 170℃ 油温中炸制 1-2 分钟，呈金黄色即可食用。</p>  <p><b>火锅油条</b> 单个重：25g 产品特点：外形小巧可爱，油炸后表皮金黄，外皮酥脆，内心松软，口味独特。 口味：原味 规格：1x500g*12 袋 加工方法：油炸：无需解冻，分装两包，先于 175℃ 油温中炸制 60-90 秒，再放入沸水锅中煮 60-120 秒即可食用。</p>	
		 <p><b>麻辣烫小油条</b> 单个重：10g 产品特点：行业首创可下锅煮食的 mini 小油条，无需解冻，口味独特，规格：1x240g*16 袋。 口味：原味 规格：1x1000g*6 袋 加工方法：煮制：无需油炸，沸水煮熟 2-3 分钟即可食用。 油炸：无需解冻，175℃ 油温中炸制 60 秒左右，可直接食用或涮火锅食用。</p>  <p><b>涮煮小油条</b> 单个重：10g 产品特点：行业首创可下锅煮食的 mini 小油条，无需解冻，规格：1x240g*16 袋。 口味：原味 规格：1x625g*8 袋 加工方法：煮制：无需油炸，沸水煮熟 2-3 分钟即可食用。 油炸：无需解冻，175℃ 油温中炸制 60 秒左右，可直接食用或涮火锅食用。</p>  <p><b>注芯咸蛋黄火锅油条</b> 单个重：25g 产品特点：咸蛋黄馅料，油炸后表皮金黄，外皮酥脆，内心松软，口味独特。 口味：咸蛋黄 规格：1x300g*8 袋 加工方法：冷冻解冻，煮制：沸水煮熟 3-4 分钟，加热至成熟。</p>	



## 油炸点心系列



**芝麻球** 单个重: 22g

**产品特点:** 19年冠军全行业, 60%宴会共同选择, 操作简便  
油炸不起层, 炸后个头大, 不抽芝麻不爆裂

**口味:** 豆沙馅 **规格:** 1×260g×20袋

**加工方法:**

油炸: 无需解冻, 165℃油温中, 油炸5-6分钟, 待产品浮起后, 炸至金黄色即可食用



**芋香麻球** 单个重: 1

产品特点: 利润高, 独特性佳, 没竞品, 精选优质原料, 品质高, 口感更好

口味: 芋芋味 规格: 1×300g×20

加工方法:

油炸: 勿需解冻, 油温到170℃-175℃时, 炸制4分钟待产品浮起后, 加大火力升高油温, 炸至产品呈金黄色即可食用



**地瓜丸** 单个重: 20g

**产品特点:** 更耐炸不易漏, 更好看, 颜色金黄颜值高

**口味:** 香芋味 **规格:** 1×400g×10

**加工方法:**  
油炸: 无需解冻, 165℃油温中, 油炸5-6分钟, 待品浮起后, 炸至金黄色即可食用



**脆皮香蕉** 单个重: 30g

产品特点: 色泽金黄, 外脆里糯

口味: 香蕉 规格: 1x300gx20袋

加工方法:

勿需解冻, 175°C油温中, 油炸4-5分钟, 即可食用



**紫薯豌豆派** 单个重: 23g

产品特点: 富含钙元素、花青素、口感香醇沙软美味更营养

口味: 紫薯豌豆 规格: 1×280g×20

加工方法:

无需解冻, 175℃油温中油炸3-4分钟即可食用



**紫薯珍珠球** 单个重: 20g

产品特点: 外皮口感香糯软滑, 内馅口感沙爽

口味: 紫薯 规格: 1x300gx16

加工方法:

勿需解冻, 装入涂油的蒸笼内, 大火蒸制10-12分钟  
(装盘时, 盛盘内涂油, 防止产品粘连)



<h3>果味春卷</h3>	<p>单个重:25g</p>	<h3>春卷</h3>
<p>产品特点:颜色金黄上色好,出炉更快更酥。</p>		<p>产品特点:颜色金黄上色好,出炉更快更酥。</p>
<p>手工成型,皮薄更酥脆,果味突出。</p>		<p>手工成型,皮薄更酥脆。</p>
<p>口味:香蕉/菠萝/紫薯</p>		<p>口味:全素/豆沙</p>
<p>规格:1×300g×20袋</p>		<p>规格:1×260g×20袋</p>
<p>加工方法:</p>		<p>加工方法:</p>
<p>无需解冻,将产品直接放入油锅中,</p>		<p>无需解冻,将产品直接放入油锅中,</p>
<p>油温控制在170℃-180℃,炸制2-3分钟至金黄色即可食用。</p>		<p>油温控制在170℃-180℃,炸制2-3分钟至金黄色即可食用。</p>



<p>单个重:16.5g</p> <p>上色好, 出锅更快更酥</p> <p>10袋</p> <p>直接放入油锅中, 180℃, 炸制2-3分</p>	<p><b>响脆素三丝春卷</b> 单个重:2</p> <p>产品特点: 颜色金黄上色好, 出锅更快更酥</p> <p>手工成型, 皮薄更酥, 多口味美味营养</p> <p>口味: 全素</p> <p>规格: 1×2200g×4袋</p> <p>加工方法:</p> <p>勿需解冻, 将产品直接放入油锅中, 油温控制到170-180℃, 炸制2-3分至金黄色即可食用</p>
-----------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------



**南瓜饼** 单个重: 25g

产品特点: “福禄寿喜”寓意好, 独立包装更便捷, 油炸不糊, 出品好不变形

口味: 豆沙味/原味

规格: 1×2500g×4/1×300g×12/1×200g×20袋

加工方法:  
油炸: 无需解冻, 175℃油温中, 油炸3-4分钟, 即可食用

**烘焙类 (SKU 56)**  
(2021 年收入 2.2 亿, 占比 17.53%, 毛利率 23.45%)



**手工挞皮** 单个重: 23g

**产品特点:** 纯手工制作, 可起酥54层, 层次均匀, 口感酥脆香甜

**口味:** 原味

**规格:** 1×414g×16袋

**加工方法:**  
勿需解冻, 加蛋挞液后, 放入万能烤箱200℃烤制13-14分钟即可食用



**比利时列日华夫** 单个重: 45g

**产品特点:** 正宗比利时风味, 加工方便且快捷, 多种应用方式, 可直接性食用也可以简单装饰后卖出高附加值的产品

**口味:** 原味 **规格:** 1×360g×12袋

**加工方法:**

无需解冻, 平炉烘烤温度: 上下火均为180°C, 烘烤时间3分钟; 风炉烘烤温度: 160°C, 烘烤时间2~3分钟



制法:先将猪皮洗净,配齐辅料的制式时间,加工成皮性有弹性,内心较松软,酸度比浓郁的香美味。

口味:原味。 规格:1×75g×2。

加工方法:

1. 将猪膘上入 $190^{\circ}\text{C}$ 下火 $200^{\circ}\text{C}$ ; 2. 品勾嫩熟,将开包调味熟透,12个即成; 3. 将熟后装入猪皮内,使蛋打至熟透,重1.5份左右,使得成皮有蛋黄酥,内部组织柔软蓬松。
4. 将皮面煎透:1. 将猪膘 $180^{\circ}\text{C}$ ; 2. 产品煮熟熟,将开包煎透,12个每包; 3. 将猪膘煎透后放入锅内,设置面熟3分钟,热打面皮 $200^{\circ}\text{C}$ ; 1. 60分钟; 8分钟; 将切好的产品放入蛋黄酥,内部组织

手工挞皮  
比利时列日华夫  
原味可颂冷冻面团



**卡通猪猪包** 单个重: 30g

**产品特点:** 产品外形呆萌可爱, 美味诱人更有趣味

**口味:** 奶黄馅 **规格:** 1×360g×1

**加工方法:**

去除包装及内托, 无需解冻, 放入沸开水的蒸锅, 中火蒸制13-15分钟即可食用



**寿桃包** 单个重: 30g

产品特点: 精选优质小麦粉, 优质红小豆, 更健康的寿宴佳品

口味: 豆沙馅 规格: 1×360g×24

加工方法:

水沸后, 去除包装中火蒸制10-12分钟



**鸡宝宝卡通包** 单个重: 30g

产品特点: 玉米粗粒入皮, 甄选鸡蛋白, 手工成型工艺, 天然膨化口感

口味: 奶黄馅 规格: 1x360gx161

加工方法:

勿需解冻, 去除包装, 沸水中火蒸制10-12分钟即可食用

**蒸煮类 (SKU 156)**  
(2021 年收入 2.6 亿, 占比 20.06%, 毛利率 24.95%)



**年年有鱼** 单个重:

产品特点: 酸甜可口, 浓而不腻, 寓意吉祥造型逼真

规格: 1×400g×6袋

加工方法:

无需解冻, 轻微撕开封膜口。水沸后在笼屉上蒸制30分钟即可食用(带托盘置效果更佳)。根据个人喜好, 蒸制好后搭配糖汁、橙汁食用, 口感更佳



**猪肉包** 单个重: 30g

**产品特点:** 表皮蛋白光亮, 肉香突出, 咸香味美

**口味:** 猪肉 **规格:** 1x1500gx45

**加工方法:**  
勿需解冻, 在沸隔的蒸锅中蒸10-12分钟即可食用



产品特点：外观晶莹剔透、口感爽滑软糯、芝麻香味浓郁  
口味：黑芝麻  
规格：1×2500g×4袋/1×280g×3袋/1×1000g×10袋  
加工方法：  
无需解冻，沸水中下锅，浮起后小火煮至3-4分钟即可食用

卡通猪猪包  
寿桃包  
鸡宝宝卡通包  
年年有鱼  
猪肉包  
小小玉

菜肴类及其他 (SKU 51)  
(2021 年收入 1.3 亿, 占比  
10.22%, 毛利率 21.59%)



**千页豆腐** 单个重: 200g  
产品特点: 精选大豆蛋白为原料, 采用独家水化工艺, 色泽黄  
亮, 质地细腻  
口味: 原味 规格: 1×400g×30袋  
加工方法:  
本品适用于炒、煮、蒸、煎等多种烹饪方法



**土豆宽粉** 单个重: 14g  
产品特点: 口感爽滑劲道, 软硬适口  
口味: 原味 规格: 1×1000g×10袋  
加工方法:  
无需解冻, 直接放至沸水中煮2分钟即可食用



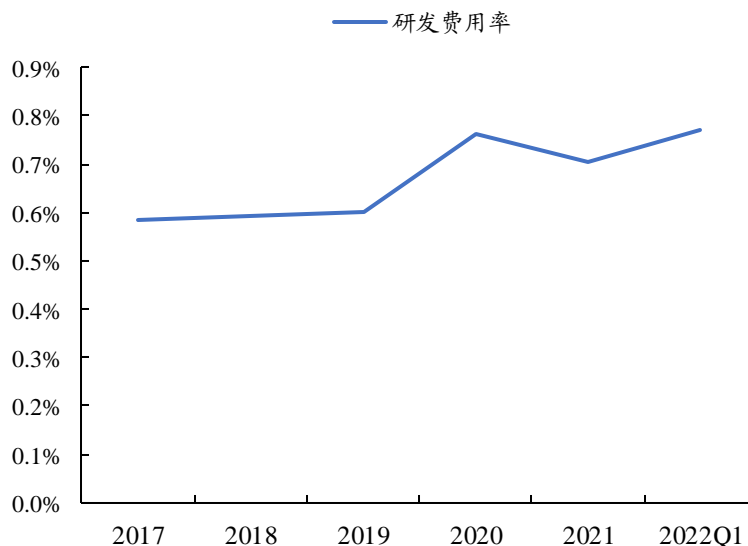
**撒尿肉丸** 单个重: 22g  
产品特点: 肉质紧实, 弹性好, 肉馅饱满汁  
多, 具有浓郁的牛肉风味, 不油腻  
口味: 猪肉+猪肉+30%牛肉风味 规格: 1×23g×4袋  
加工方法:  
无需解冻, 将本品放入沸水中, 经过5-10分钟, 煮熟后  
即可食用

千页豆腐  
土豆宽粉  
撒尿牛丸

数据来源: 招股说明书、天猫旗舰店、国泰君安证券研究

纵横两维度完善产品布局, 场景化研发纵向深耕系列产品, 新单品持续推出横向拓宽产品种类。C 端家庭消费场景相对单一, 而 B 端餐饮业态繁多、形式各异, 一方面产生了不同消费场景下多样化的食材需求, 另一方面餐饮客户对菜单更新、升级、创新的速度要求甚高。公司从纵横两维度入手, 拓宽产品矩阵。一方面, 公司依托现有产品进行场景化深入研究, 研发出适应不同消费场景的系列产品。以油条为例, 公司从 2012 年开始进行油条细分场景下的市场研究, 细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景, 并针对特定场景研发推出麻辣烫小油条、外卖专用油条、火锅涮煮油条等多款创新性产品。另一方面, 公司脱胎于思念, 强大专业的研发团队依托“模拟餐厅后厨”的研发实验室, 保持快速的研发推新速度, 提升餐饮渠道品类叠加效应, 2017-2022Q1 年公司研发费用率保持在 0.7% 左右水平。

图 28: 研发费用支出保持稳定水平

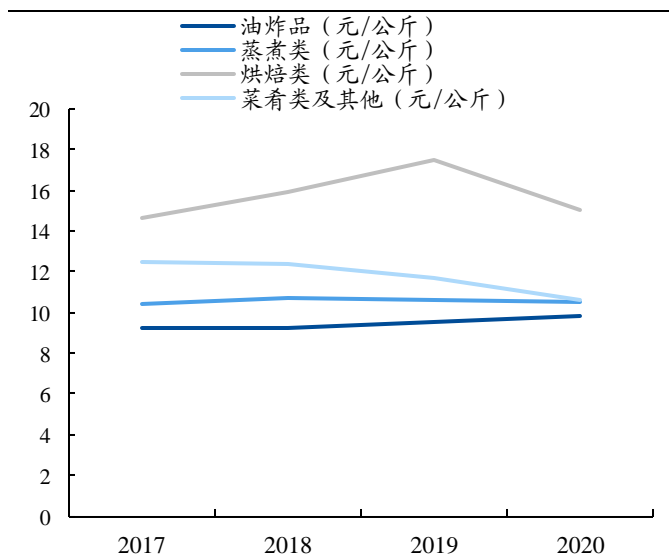


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

主要产品价格稳定, 菜肴产品销量快速增长。从价格来看, 公司主要产品单价稳定, 2020 年油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类产品的平均价格分别为 9.84、15、10.56、10.57 元/公斤, 其中烘焙类产品 2019 年平均价格上升明显, 2020 年平均价格回落, 主要系 2019 年推出“百胜咸蛋黄味冷冻华夫面团”等高单价新单品。从销售量来看, 主要产品销量稳定增长, 油炸类产品 2017-2021 年 CAGR 15%, 蒸煮类产品 2017-2021 年 CAGR 26%, 烘焙类产品 2017-2021 年 CAGR 15%, 菜肴类及其他产品 2017-2021 年 CAGR 77%。

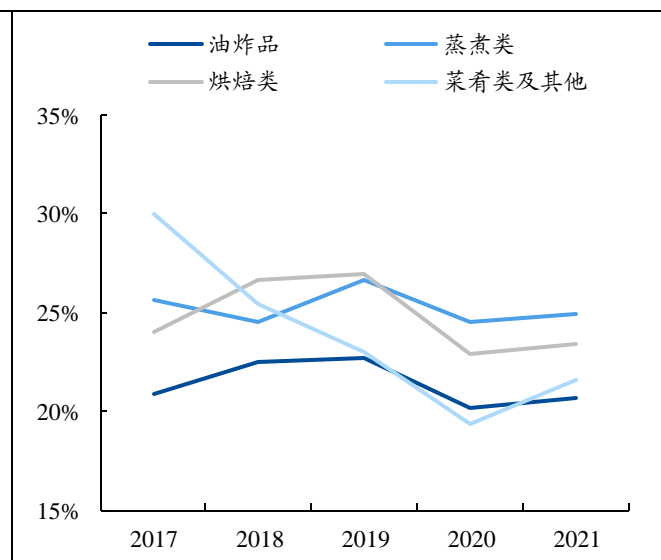
油炸类毛利贡献最大、蒸煮类、烘焙类产品毛利率较高。2021 年油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类产品的毛利率分别为 20.72%、24.95%、23.45%、21.59%，其中油炸类产品毛利润占比最高达到 49%，受益于 B 端市场低营销费用特点，净利润高于可比公司平均水平。

图 29：产品平均单价稳定



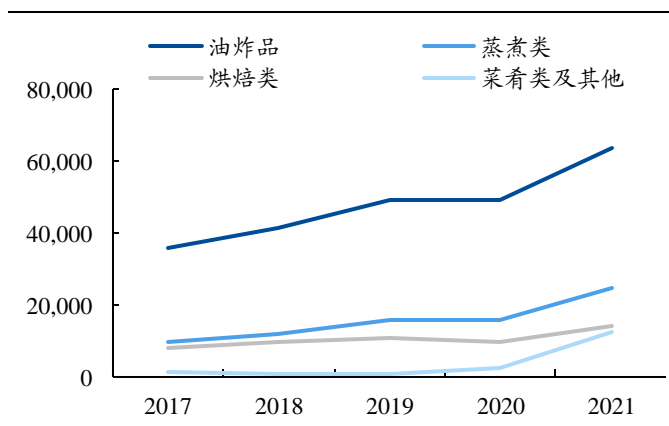
数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

图 30：毛利率水平保持稳定，基本均超过 20%



数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

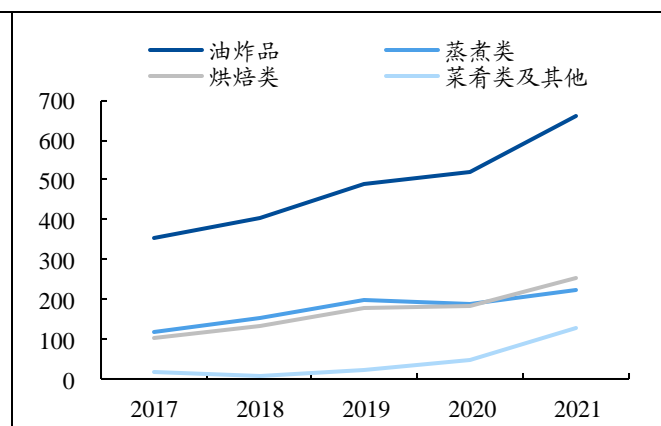
图 31：主要品类销量稳定增长（吨）



数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

注：除 2021 年外，其余年度不包括委托加工和外购成品部分

图 32：主要产品收入稳定增长（百万元）



数据来源：招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

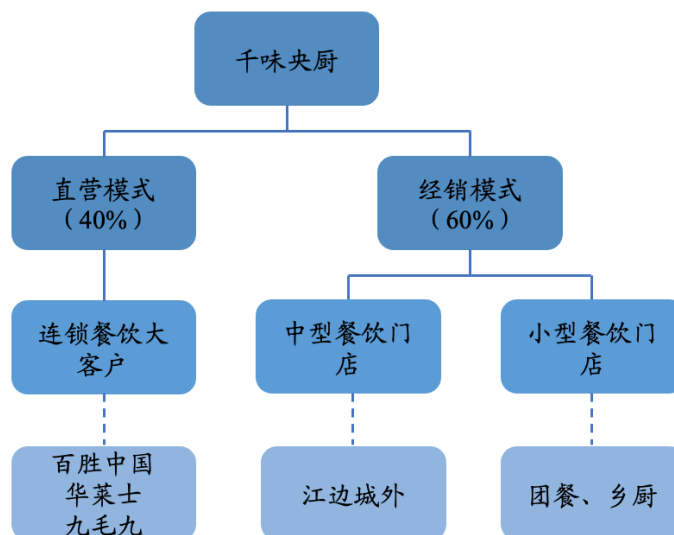
### 3.2. 渠道端：直营+经销实现 B 端全覆盖，渠道构建强壁垒

专注 B 端餐饮，直营、经销实现全覆盖。千味央厨从成立开始就只专注 B 端餐饮渠道的供应，从需求端看：1) C 端市场竞争激烈。速冻米面行业传统消费领域零售端已形成以三全食品、思念食品、湾仔码头为首的“三足鼎立”局面，且竞争加剧下对盈利能力产生挤压。2) B 端市场潜力大。面米食品工艺设备要求高、流程多但价值低，餐饮企业外包需求明确，需要专业的生产企业进行规模化、标准化生产，实现成本最小化。从供给端看：企业属性天然适合 B 端，B 端以满足客



户需求为导向，且大客户相比于成本更重视供应能力，千味以强势的自主研发为核心竞争力，研发下设产品研发、工艺研发、设备研发、包装研发等四个专业研究室，其中产品研发以产品类别分设球类、酥类、油条、面点、烘焙类、创新类六个研发小组，除产品设计还进行配套的设备研发，如“蛋挞切块机”、“自动油条生产线”等，弥补自动化设备的不足，保证创新产品快速量产、成本可控把握大客户需求、同时抢占中小客户市场。公司通过直营和经销两种模式进行销售，二者比例 4:6，实现连锁餐饮大企业、中小型餐饮企业的客户群体全覆盖。

图 33: 公司通过直营和经销两种模式进行销售



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

**直营以定制品销售为主，经销以通用品销售为主。**公司对直营客户（连锁餐饮大客户）主要销售定制品，对经销客户（中小型餐饮门店）主要销售通用品。定制品主要是与特定客户联合研发或根据客户要求做工艺定制、包装定制，均由公司自产，公司以定制客户的定制需求为起点开展研发、生产、销售，部分直营客户从源头上把控产品质量，上新以后在一定时期内客户享有独家销售权，主要以客户驱动，该模式下，客户考察时间周期长、转换成本高，易形成深度绑定，因此稳定合作后形成稳定收入。通用品是根据市场需求自主开发的产品，公司自产辅以少量对外委托加工，面向全体客户销售，该模式下，公司通过规模化生产实现成本优势，大量辐射中小餐饮企业和团餐、乡厨市场，获得稳定收入，主要以产品驱动。

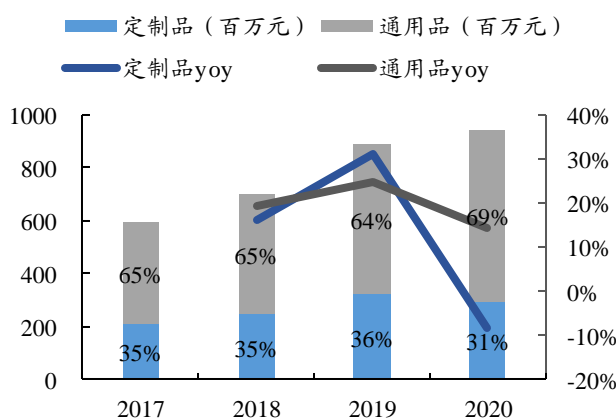
表 6: 专注 B 端餐饮供应链，直营、经销两种模式实现全覆盖

销售模式	A.直营模式	B.经销模式
描述	1)公司为客户提供菜单设计、产品开发、产品销售、技术支持、干线物流运输以及后续服务咨询等在内的整体解决方案，建立长期合作的同盟关系； 2)公司与餐饮客户定期研讨产品升级方向，调整供应产品的配方、口感、包装等要素，共同讨论解决方案及新品提案，同时对产品的后续加工条件、餐饮企业的后厨布局设计提供要求与建议。	1)公司对经销商实行买断式销售，按出厂价确定对经销商的销售价格，经销商在公司销售指导价格的基础上自行定价组织销售； 2)经销商权利包括在授权区域内自由销售、自由选择终端客户、自由选择采购时点和采购数量、按照返利政策申请返利等； 3)该模式利于公司对三、四线城市目标市场的开发和渗透，其他优势包括降低公司管理成本、提升配送效率和终端餐饮客户满意度、优化公司成品仓储成本和现金流等。

主要客户	品牌知名度较高的连锁餐饮客户、连锁商超客户  	经销商 一般选择标准: 1)具有合法的与食品相关的经营资质 2)在本行业内具有一定的经验积累,并在一定区域内建立了相应规模的销售渠道 3)具有固定经营场所 4)具有适合公司产品流通的场地和设施 5)具有较强的付款能力
收入情况	2021 年收入 5.10 亿、同比+51.6%, 占比 40.08%, 毛利率 21.40%	2021 年收入 7.59 亿、同比+25.4%, 占比 59.58%, 毛利率 23.14%
主要产品	定制产品为主, 少量通用品, 2020 年定制产品、通用品占比分别为 84%、16%	通用品为主, 2021 年定制产品、通用品占比分别为 98.4%、1.6%
生产模式	定制生产 均由公司自产; 以定制客户为基础和核心, 餐饮企业享有定制产品在一定时期内的独家销售权;	通用品生产 主要由公司自产, 少量对外委托加工 以市场调研结果为导向, 以产品为基础和核心, 企业为主导;
销售结算政策	公司对长期合作的大型直营客户给予一般不超过 3 个月的信用期, 信用期间由公司根据客户规模、交易量等情况和客户协商确定	一般采用“先款后货”, 个别经销商除外
销售返利政策	仅向华莱士、沃尔玛、老乡鸡提供销售返利, 形式均为直接返利, 返利标准: 华莱士: 销售回款额的 5%, 直接返利 沃尔玛: 销售额的 8%, 直接返利 老乡鸡 (2020 年开始): 销售额的 1.5%, 实物返利	2018 年起实施, 经销商达到事先约定的销售额和增长率后可享受公司返利政策: 考核周期: 12 个月 (第一期考核周期为 6 个月, 2018 年 7 月调整为 12 个月) 采购要求: 采购公司产品合计超 100 万元 (含税) 增长要求: 同比增长 20% 以上 返利标准: 销售回款额的 1%

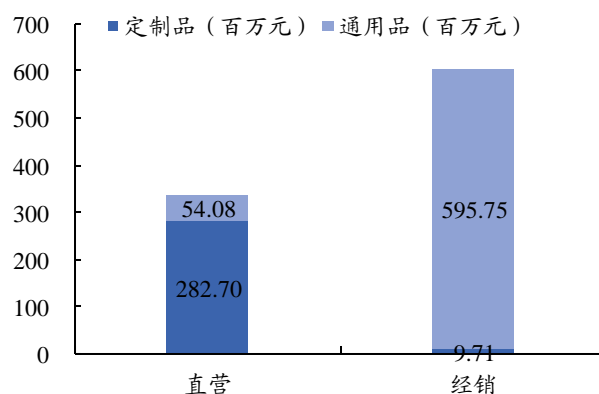
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 34: 定制产品、通用品收入占比稳定



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 35: 直营以定制产品为主, 经销以通用品为主

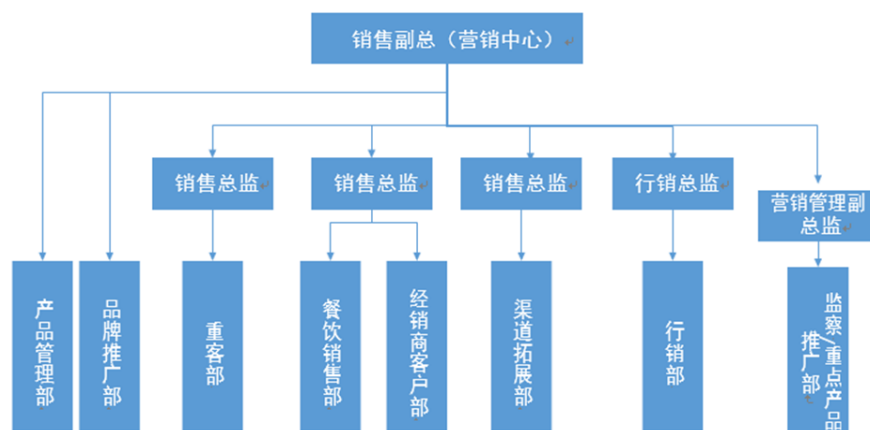


数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

**销售体系完善, 支撑销售拓展。**公司经过多年拓展构建了完善的销售管理体系, 在营销中心下设多个分支机构进行客户维护, 其中: 1) 重客户, 主要负责服务百胜中国、华莱士、海底捞等直营大客户; 2) 经销商客户部, 主要管理经销渠道, 面向中小客户, 经销商客户部在全国范围内设立大区经理、省区经理进行属地管理; 3) 渠道拓展部, 主要负责拓展新零售等新业务; 4) 行销部, 主要负责营销中心在渠道和客户开发、服务提升方面的工作要求及落地跟进; 5) 产品管理部, 主要负责产品管理和品牌推广等。同时公司设立销售支持部门, 负责订

单处理、物流运输、数据分析及客诉处理。

图 36：公司经过多年拓展构建了完善的销售管理体系



数据来源：招股说明书

**先发优势深度绑定直营客户，渠道端形成强势客户壁垒。**作为国内最早为餐饮连锁企业提供速冻面米制品解决方案的企业，千味央厨现已成为百胜中国、华莱士、真功夫、九毛九、呷哺呷哺众多知名餐饮品牌速冻面米制品供应商，其中在百胜中国供应商体系为最高级 T1 级，已获得百胜中国“精诚合作奖”、“金厨师奖”、“技术研发奖”和“质量管理贡献奖”。因为定制生产产品的质量标准、程序控制能否不断满足客户需求尤为重要，而频繁更换供货商必然引起最终成品质量的变化，增加定制客户的成本，因此客户对于生产厂家的选择非常慎重，在颁发供应商执照凭证前会经过一个较长的相互考核时期，对供应商的硬件设施、研发能力、生产管理和产品质量控制能力进行考察，成型一个合格的 B 端生产车间通常需要 3-5 年的时间。2012 年 11 月，公司与百胜咨询签署《百胜中国产品试验、研发及批准协议》，可受委托为“百胜中国系统”研发新产品；在定制供应商后，连锁餐饮企业通常会对供产过程进行持续不断地审核和评价，审核基于客户自己的需求，例如用料、人员是否专用、上厂前是否经过培训等。复杂的考察和评价程序为公司在 B 端形成强势的渠道壁垒，长期稳定的大客户资源对公司收入贡献保持稳定性。

**直营模式下，靠客户体系稳定，拓展客户、导入新品有望带来爆发式增长。**公司通过直营模式构建壁垒后，原有较大体量直营客户保持稳定成长性的同时，有望持续通过拓展潜力客户、导入新品带来增量，且新客户、新单品前期放量往往呈现爆发性增长趋势，2021 年公司在原有客户基础上进一步拓展下游潜力客户，餐饮客户高成长发展趋势有望顺利传导至公司，2021 年公司大客户数量净增 81 家至 168 家，前五名直营大客户营收占比 31%，其中除前两大客户外，第三大、第四大客户分别同比增长 200.44%、208.75%，2017-2021 年，公司对前五名直营大客户的销售额 CAGR 15.9%。

表 7：直营模式下，靠客户体系稳定，拓展客户、导入新品有望带来爆发式增长

序号	客户名称	销售额（百万元）	占营业收入比重
----	------	----------	---------

2017



1	百胜中国控股有限公司及其关联方	177.70	29.95%
2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	13.44	2.27%
3	北京永和大王餐饮有限公司及其关联方	11.97	2.02%
4	佛山市麦点食品有限公司（九毛九）	7.75	1.31%
5	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方（真功夫）	7.16	1.21%
合计		<b>218.03</b>	<b>36.75%</b>
<b>2018</b>			
1	百胜中国控股有限公司及其关联方	211.75	30.20%
2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	23.69	3.38%
3	佛山市麦点食品有限公司及其关联方	8.96	1.28%
4	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	5.70	0.81%
5	富泰华工业（深圳）有限公司及其关联方	5.03	0.72%
合计		<b>255.13</b>	<b>36.38%</b>
<b>2019</b>			
1	百胜中国控股有限公司及其关联方	273.17	30.72%
2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	25.67	2.89%
3	佛山市麦点食品有限公司及其关联方	9.79	1.10%
4	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	6.42	0.72%
5	北京永和大王餐饮有限公司及其关联方	5.83	0.66%
合计		<b>320.88</b>	<b>36.08%</b>
<b>2020</b>			
1	百胜中国控股有限公司及其关联方	220.67	23.37%
2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	40.00	4.24%
3	四川海之雁贸易有限公司及其关联方（海底捞）	20.87	2.21%
4	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	6.65	0.70%
5	佛山市麦点食品有限公司及其关联方	5.83	0.62%
合计		<b>294.02</b>	<b>31.13%</b>
<b>2021</b>			
1	客户一及其关联方	245.26	19.25%
2	客户二及其关联方	70.60	5.54%
3	客户三及其关联方	62.68	4.92%
4	客户四	8.27	0.65%
5	客户五	7.62	0.60%
合计		<b>394.46</b>	<b>30.96%</b>

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

**表 8：前三大客户扩店速度较快，高成长发展趋势有望顺利传导至公司**

序号	客户名称	客户背景	合作要点和产品
1	百胜中国	在中国市场拥有肯德基、必胜客和塔可贝尔三个品牌的独家运营和授权经营权，并完全拥有东方既白、小肥羊和 COFFii&JOY 连锁餐厅品牌。且子公司门店扩张速度较快，肯德基门店从 2014 年的 4828 家增长到 2020 年的 7166 家。	✓ 早餐油条（独家供应） ✓ 蛋挞皮（蛋挞液由肯德基现场加工） *大客户盈利能力强，其中 KFC 冷冻油条（60g）毛利率远高于产品平均利润
2	华莱士	门店增长速度很快，从 2013 年的 4600 家增长到 2021 年的 15000 家，CAGR 约为 18.39%。	✓ 油条 ✓ 派 ✓ 芝麻球 *跟随西式快餐趋势，更看重产品性价比，出成率高
3	海底捞	目前在中国有 800 多家门店，20 年下半年和 21 年上半年分别新开店 363、300 家。	✓ 扯面 ✓ 茴香油条 *新品油条和虾滑的结合在测试阶段

数据来源：招股说明书、百胜（中国）年报、海底捞官网、海底捞半年报、国泰君安证券研究

**经销模式锁定中小客户，大经销商收入贡献多、忠诚度高。**由于 1）对于三、四线城市目标市场的开发和渗透，经销商显然更有优势，借助经销商在当地的销售渠道，公司的销量可以得到快速的提升；2）国内中小餐饮企业数量较多且分散，管理难度大，且物流配送、财务结算体系无法支撑直接合作，经销模式可以将中小客户纳入经销商的管理范围，降低公司管理成本和运输成本；3）中小餐饮门店对食材配送的及时性和稳定性要求很高，经销商的仓库可以作为公司到各个区域市场的中转仓，可以提升配送效率和终端客户的满意；4）公司对于经销商采用先款后货的模式，有利于优化公司的成品仓储成本和现金流，因此公司对于中小型餐饮客户（团餐、乡厨等）采用经销模式。由于大经销商进货稳定性和销售连续性较强，公司计划采取“聚焦大客户深度服务”、“拓展渠道商”的管理模式，效果显著。截止 2021 年底，公司拥有 968 家经销商、净增 61 个，2021 年经销收入 7.79 亿元、同比 +25.35%，前 20 名经销商销售额合计为 2.06 亿，同比增幅为 50.14%。

**表 9：100 万元以上的经销商忠诚度较高，创收较多**

项目	2020	2019	2018	2017
总体经销商数量（家）	907	748	606	521
其中：				
1）根据销售规模（X）划分				
500 万元≤X	18	17	15	12
100 万元≤X<500 万元	112	101	77	84
10 万元≤X<50 万元	468	327	276	210
X<10 万元	309	303	238	215
1）不同规模（X）占经销收入比例				
500 万元≤X	28.56%	34.75%	31.48%	28.59%
100 万元≤X<500 万元	41.11%	40.53%	40.88%	27.75%
10 万元≤X<50 万元	27.94%	22.24%	25.01%	20.99%
X<10 万元	2.39%	2.48%	2.63%	2.67%
年销售 100 万以上经销商数量	130	118	92	96
新增客户数量（家）	41	47	18	37
减少客户数量	29	21	22	3
占主营业务收入比重	44.77%	44.40%	42.92	45.35%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

**未来渠道战略：维持大客户，拓展新客户。**公司将继续实行“两头抓”的战略，强化渠道优势：

- 1) **继续保持和现有大客户的紧密合作关系。**现有大客户不仅保障了稳定的收入来源，对客户需求较为准确的把握有助于提升公司产品的竞争力，而且显著的背书作用可以帮助公司吸引更多的潜在客户。因此，公司内部树立“大客户优先”的理念，形成对接大客户的内部小组，持续拓展供应的品类，争取获得除了速冻面米制品以外的烘焙类产品、预调理食品、蔬菜类产品等其他品类产品供应权，例如 2021 年公司重点发力为瑞幸供应软曲奇。
- 2) **在拓展新客户上，**公司密切关注餐饮市场崛起的连锁“新秀”，特别是一些具有典型的区域饮食风格特征的区域性餐饮连锁企业，如老乡鸡、乡村基等，争取在 3-5 年之内有一批合作密切、业务量大的餐饮连锁新秀客户。
- 3) **强化中小客户的发展，**加大了针对供应中小型餐饮企业的销售商的

合作力度，目前有 1% 的返利政策、买赠政策等，强化对中小客户的扶持。

### 3.3. 产能端：需求旺盛支撑产能爬坡

**需求旺盛支撑产能爬坡，募投计划持续推进。**在销售增长的背后，为缓解产能不足，公司新设全资子公司新乡千味，由新乡千味建设食品加工建设项目一期、二期（其中一期产能 68000 吨、二期产能 48000 吨），公司产能从 2017 年的 64000 吨提升到 2019 年的 99200 吨，产能增长 55%，2020 年随着项目二期投产，公司产能进一步上升至 128000 吨。公司产能利用率维持较高的水平，其中 2020 年产能利用率下降主要系疫情阶段性影响，2018-2021 年产能利用率分别为 100.4%、81.29%、60.41%、115.24%。速冻食品的销售具有一定的季节性，销售旺期产销矛盾突出，现有产能已经无法充分满足消费需求。为了进一步解决产销矛盾，公司正在推进项目三期，设计产能 80000 吨，预计建成投产后公司产能将从 12.8 万吨增加至 19.6 万吨。考虑到大型速冻面米制品市场飞速扩容、集中度逐步提高，预计新增产能将基本消化，项目三期预计于 2023 年 6 月末建成投产，2023、2024 年分别达到设计产能 30%、70%，假设未来每年销量保持 20% 增长，则 2023-2024 年产能利用率将达到 94.70% 和 92.50%。

表 10：产能扩张满足后续发展，产能利用率维持高位

项目	2017	2018	2019	2020	2021
总产能（吨）	54,000.00	64,000.00	99,200.00	128,000.00	142,000.00
总产量（吨）	55,918.00	64,254.04	80,644.50	77,330.01	99,468.83
其中：油炸类	36,372.09	41,661.11	51,394.10	48,383.22	57,049.86
烘焙类	8,151.26	9,584.69	11,471.18	9,850.33	9,995.54
蒸煮类	10,414.88	11,785.39	16,869.58	16,757.33	20,117.27
菜肴类及其他	1,189.40	855.92	909.64	2,339.13	12306.17
产能利用率	87.37%	100.40%	81.29%	60.41%	70.05%
销量（吨）	54,875.48	63,550.10	76,598.86	87,546.53	114,632.70
产销率	98.14%	98.90%	94.98%	99.22%	115.24%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

**柔性化生产，注重产品质量和安全。**作为定制化生产的餐饮渠道领军者，公司经过数年的研发积累，构建了多元化的产品结构，在实现规模化经营的基础上，建立了柔性化生产线，针对不同的消费场景和产品品类的需求，切换生产状态，灵活生产相应产品。公司注重食品安全与产品质量，按照国际标准建立了全面质量管理体系，设置质量管理部，在采购、生产、仓储物流各环节进行管理。在采购端，对供应商资质进行严格的筛选和周期性评估，且拥有高于国家标准的原材料采购达标系统。在生产端，安装食品操作监控系统，全程追溯进行成品质量控制管理；提高加工过程中的机械化、自动化水平，确保产品的质量和品质的统一。目前公司生产设备的机械化、自动化水平处于行业前列。在仓储配送端，采用恒温的可追溯冷链系统，保证产品质量全生命周期的可监控、可追溯。

### 3.4. 募投项目强化产能与研发，保障长期增长

公司募集资金主要用于产能扩张、研发升级等：

1) 新乡千味央厨食品有限公司食品加工建设项目（三期）。有效扩充产能满足客户需求，项目预计于 2021 年 7 月开始建设，于 2023 年 6 月末建成投产，投产后预计公司产能将从 12.8 万吨增加至 19.6 万吨。

2) 总部基地及研发中心建设项目研发检验中心和信息化建设项目。为了进一步巩固大客户发展战略，公司将对现有研发中心进行升级，构建一个集技术研发、生产管理、销售管理、客户服务支持、其他总部职能为一体的总部基地，该项目分为两部分，一是改建研发中心建筑面积 900 平方米，新增研发中心专业技术人员 8 名，有利于加大技术储备，加快新品开发过程，吸引人才，保持公司技术研发优势；二是改建总部办公室、会议室建筑面积 2400 平方米，新增总部管理支持、市场营销人员一百余名，全面提升、优化公司经营条件。

表 11：公司募集资金主要用于产能扩张、研发升级、财务结构优化等

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金投 资额(万元)	建设期	实施主体
1	新乡千味央厨食品有限公司食品加 工建设项目（三期）	37,682.39	24,975.60	24 个月	新乡千味
2	总部基地及研发中心建设项目	5,979.98	3,236.61	24 个月	发行人
	合计	43,662.37	28,212.21	-	

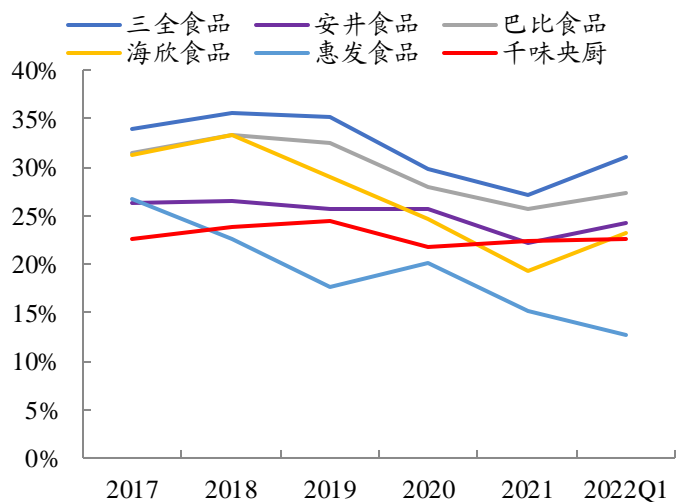
数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

## 4. 财务对比：盈利提升、回款及时、周转高效

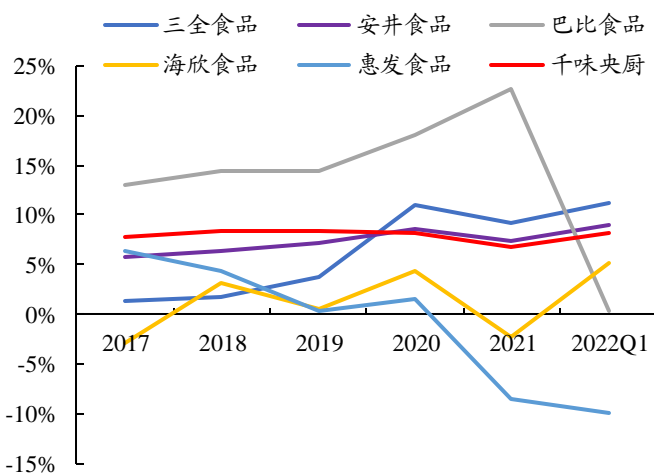
公司毛利率保持稳定，2022Q1 毛利率进一步回升。2017-2022Q1 年公司毛利率分别为 22.69%、23.83%、24.50%、21.54%、22.36%、22.56%，2020 年毛利率下降主要系直营客户的运费计入当期成本，与同类可比公司相比存在一定差距。销售费用方面，2017-2021Q1 年销售费用率分别为 5.3%、4.9%、5.0%、3.3%、3.3%、3.2%，公司客户以餐饮客户为主，广告宣传费用、商超销售费用较少，没有门店经营固定支出，销售费用率低于其他同行，其中公司与惠发食品销售模式相似，故二者销售费用率较为接近；管理费用率受薪酬增加小幅增长，但仍处于行业中间水平。公司净利率高于行业平均水平，其中 2020 年受新冠疫情的影响，公司净利率低于行业平均。

图 37：毛利率保持稳定

图 38：净利率水平保持稳定



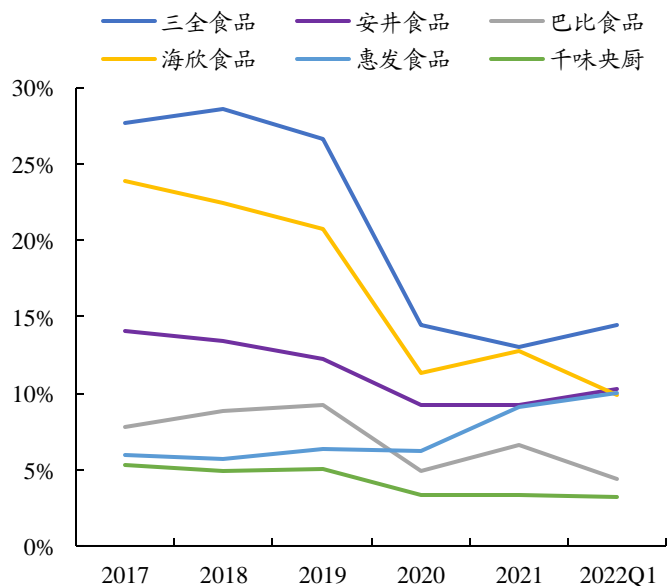
数据来源: Wind、招股说明书、国泰君安证券研究



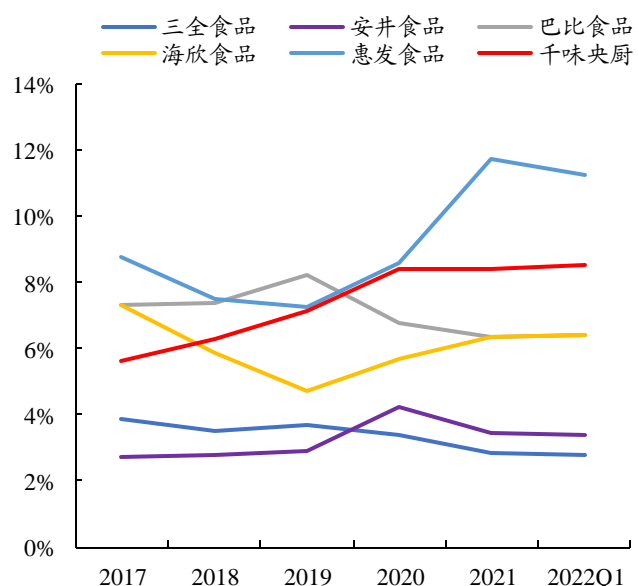
数据来源: Wind、招股说明书、国泰君安证券研究

图 39: 以餐饮客户为主，销售费用率低于同类可比公司

图 40: 管理费用率处于行业中间水平



数据来源: Wind、招股说明书、国泰君安证券研究



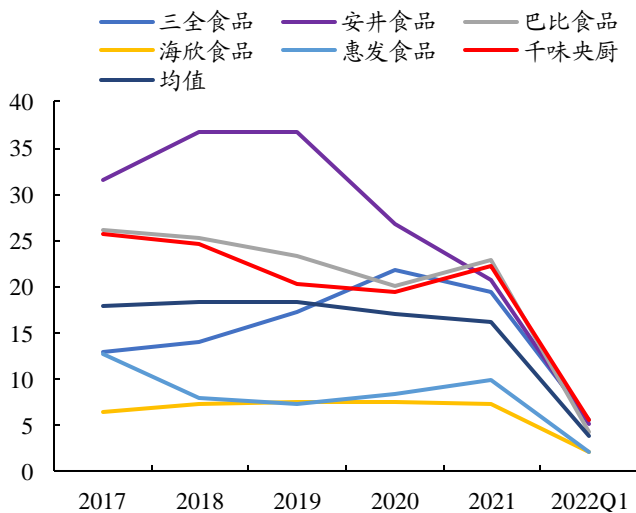
数据来源: Wind、招股说明书、国泰君安证券研究

**应收账款周转率和存货周转率处于行业高位。**2017-2022Q1 年公司应收账款周转率分别为 25.79、24.68、20.25、19.51、22.25、5.64 公司具有良好的回款能力和应收账款控制水平，应收账款周转率略高于平均水平。2017-2022Q1 年公司存货周转率分别为 11.56、10.93、8.68、6.89、7.11、1.85，存货周转率在同行业可比公司中处于较高水平，从备货角度来看，安井、海欣、惠发库存以速冻肉制品、速冻鱼糜制品为主，该类原材料质量参差不齐，安全问题时有发生，相比千味的原材料大宗农产品，市场供给更易受疫情、自然灾害、休渔期等影响，因此需要根据市场价格情况提前储备原材料，导致存货中原材料周转率较低。从销售角度来看，以商超为重要销售渠道的公司通常在月末对账，结算周期较长。巴比以门店加工制成品后直接向 C 端消费者销售，故原材料周转要求高，存货周转率远高于同行。

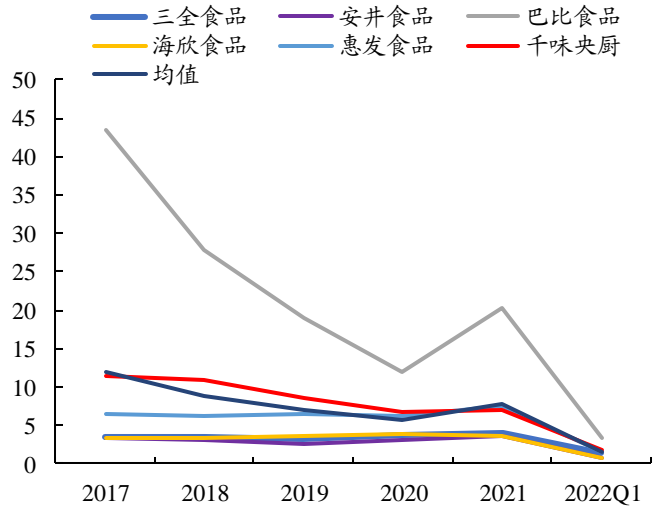
图 41: 应收账款周转率处于行业较高水平

图 42: 存货周转率处于行业较高水平





数据来源: Wind、招股说明书、国泰君安证券研究



数据来源: Wind、招股说明书、国泰君安证券研究

## 5. 盈利预测与估值

**1、收入端:** 公司作为国内餐饮速冻米面龙头供应商,下游客户主要为B端客户,包括酒店、团餐、乡厨等等,销售模式采用直营和经销两种模式,其中直营主要面向大客户,销售以定制品为主,经销面向中小客户,销售以通用品为主。**考虑到公司销售由客户驱动,故分销售模式及客户进行盈利预测:**

**1) 直营:** 原有大客户保持稳定增长,客户扩展、导入新品打开增长空间,目前重点客户有百胜中国、华莱士、海底捞等,未来新增客户、新增产品有望贡献较大增量。百胜中国为公司第一大客户,占直营比重超过60%,预计2022-2024年保持10-15%左右增长中枢,华莱士2022-2024年预计保持高双位数增长,海底捞2020年下半年起建立合作关系,低基数下有望继续保持放量增长,未来等新客户开发助力收入持续增长。总结来看,预计2022-2024年直营模式收入增速分别为37%、29%、25%。

**2) 经销:** 加大中小客户拓展力度,目前公司通过建立全国性经销网络来服务中小客户,中小B端客户近年来保持快速扩张,预计公司未来将进一步加大中小客户服务能力,经销体系与经销商质量有望持续提升,预计2022-2024年经销模式收入增速分别为15%、22%、22%。

### 2、利润端:

**1) 毛利率:** 公司毛利率水平与上游原材料相关性较高,2021年原材料成本上涨后公司顺势提价,且成本转嫁能力强,成本优势有望维持。

**2) 期间费用率:** 预计2022-2024年公司销售费用率、研发费用率保持稳定水平,股权激励费用摊销导致管理费用率略有上升。

综上,预计2022-2024年收入分别为15.81、19.85、24.75亿元,同比增长24%、26%、25%;2022-2024年净利润分别为1.09、1.40、1.86亿元,同比增长23%、28%、33%,对应2022-2024年EPS分别为1.26、1.62、2.15元。



我们选取与公司产品和模式相近的安井食品、三全食品、立高食品三家公司作为可比公司：

**PE 估值：**可比公司 2022 年平均估值 35XPE，参考可比公司估值平均水平，公司为速冻米面行业餐饮供应链龙头企业，仍处于高速发展阶段，享有一定估值溢价，且不考虑股权激励费用影响，2022 年剔除股权激励费用后净利润 1.26 亿元，给予 45XPE，对应合理估值 56.6 亿元，对应每股合理估值 65.3 元。

**PS 估值：**可比公司 2022 年平均估值 3XPS，公司净利率水平低于立高、三全，与安井接近（2021 年净利率安井食品 7.4%、三全食品 9.2%、立高食品 10.1%、千味央厨 6.9%），考虑到公司收入增速快，并参考行业平均估值水平，给予 2022 年 3XPS，对应合理估值 47.4 亿元，对应每股合理估值 54.8 元。

表 12：可比公司估值表（更新日期 2022 年 5 月 27 日）

	总市值			EPS		CAGR		PE		PEG		PS	
	(亿元)	21A	22E	23E	2021-23	21A	22E	23E		21A	22E	23E	
安井食品	372	2.33	3.29	4.17	34%	55	39	30	0.9	4.0	3.2	2.6	
三全食品	175	0.73	0.90	1.04	19%	27	22	19	1.0	2.5	2.2	2.0	
立高食品	126	1.67	1.69	2.44	21%	45	44	31	1.5	4.5	3.7	2.9	
平均值						42	35	27	1.1	3.7	3.0	2.5	

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

综上，综合 PE、PS 两种估值方法结果取均值，我们给予公司目标价 60 元，对应 2022 年 48XPE。

**投资建议：**餐饮供应链高景气赛道龙头，大客户壁垒与研发创新优势明显，扩品类、拓渠道同步驱动快速成长。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.26、1.62、2.15 元，考虑可比公司估值及股权激励费用影响，给予 2022 年 48XPE，给予目标价 60 元，首次覆盖，给予增持评级。

## 6. 风险提示

### 1、疫情反复拖累销售

公司主要面向餐饮行业客户，新冠疫情对餐饮行业冲击明显，若疫情点状复发可能会对公司销售产生阶段性影响。

### 2、原材料价格波动过大

公司生产经营过程中主要原材料涉及面粉、糯米粉、食用油、白砂糖等，均为大宗农产品，若短期原材料价格上涨过快且公司无法有效传导成本上升压力，可能会与公司盈利能力产生阶段性影响。

### 3、行业竞争加剧

餐饮供应链需求快速崛起，餐饮供应链企业将面临消费趋势变化、客

户合作稳定性、产品创新等各方面压力，若行业竞争持续加剧，可能会对公司经营发展产生不利影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

