

2021-8-25



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

细分行业新龙头，引领餐饮工业化

证券研究报告：干味央厨新股分析报告

2021-8-25



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

发行人基本概况

- 公司于2012年在郑州成立，主要从事速冻面米制品的研发、生产和销售，公司速冻面米制品按照加工方式可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类，具体产品包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸以及卡通包等。公司一直专注于服务餐饮B端客户，主要采用直营与经销两种销售模式，目前公司有700余家经销商，是速冻米面行业的领军企业。
- 收入利润近五年快速增长：**2017-2020年，公司收入由5.93亿提高至9.44亿，CAGR16.76%。归母净利润从0.47亿提高至0.77亿，CAGR17.89%。若不考虑疫情，2017-2019年，公司收入由5.93亿提高至8.89亿，CAGR22.44%。归母净利润从0.47亿提高至0.74亿，CAGR25.48%
- 毛利率净利率较稳定：**公司毛利率23%左右，净利率7-8%左右。

图1：2017-2020收入利润及增速(亿)

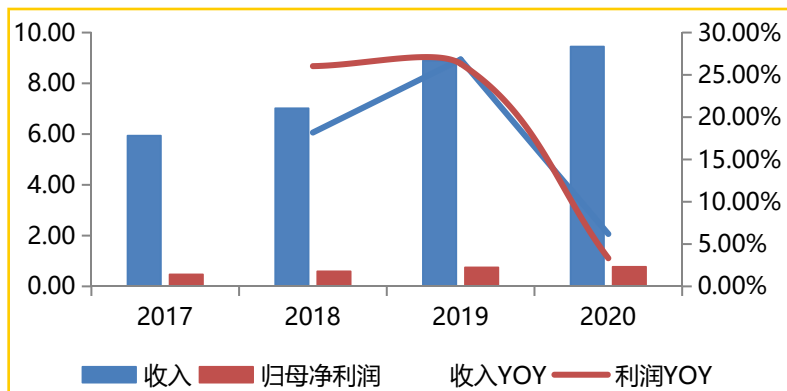
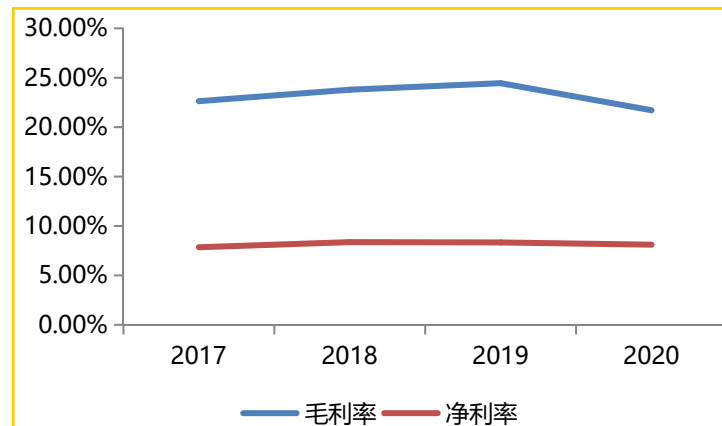


图2：2017-2020公司毛利率与净利率



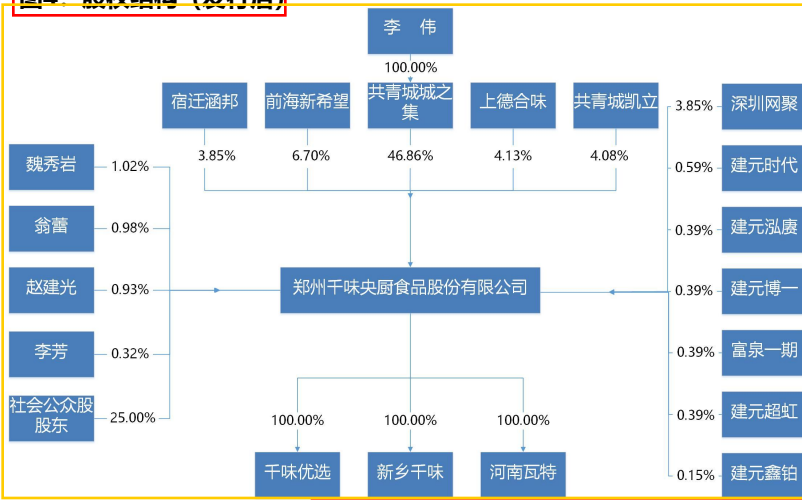
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **股权沿革**：2012年4月，郑州思念出资成立干味有限；2016年3月，郑州思念将全部出资转让给郑州集之城，新股东共青城凯立以货币资金增资121.74万元，增资价格为7.64元/股。2016年6月，干味有限整体变更为股份公司。
- **民营企业，持股集中，控制权稳定**。干味央厨的控股股东为共青城城之集企业管理咨询有限公司（以下简称“共青城城之集”），李伟直接持有共青城城之集100%股权，间接控制干味央厨62.49%的股份，系干味央厨的实际控制人。发行后共青城城之集持股比例将稀释至46.86%，控制权稳定。
- **公司管理层皆来源于郑州思念**。公司重要员工均源于速冻食品米面龙头，经验丰富。

图3：股权结构（发行前）



图4：股权结构（发行后）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

姓名	职务	介绍
孙剑	董事长	1972年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于河南师范大学，本科学历。1995年9月至2000年10月任河南省天隆实业有限公司业务员；2000年10月至2010年9月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；2010年10月至2013年9月，任河南一生缘食品有限公司销售总经理；2013年10月至2018年6月，任郑州中部大观地产有限公司副总经理；2018年7月至今在本公司工作，现任公司董事长，新乡千味执行董事。
白瑞	董事、总经理	1975年4月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中南财经政法大学，硕士学历，中级会计师。1997年7月至2000年9月任河南冠联装饰工程有限公司财务部会计；2000年10月至2004年4月任海信科龙电器股份有限公司河南分公司会计主管；2004年5月至2011年8月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；2012年4月至今在本公司工作，现任公司董事、总经理，新乡千味经理。
王植宾	董事、副总经理、财务总监	1979年4月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于西南大学，本科学历，中级会计师。2002年5月至2003年8月任宏大（集团）有限责任公司财务部会计；2003年9月至2005年3月任郑州章光101生发科技有限公司财务部会计；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。
陈伏铭	董事	1978年7月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于郑州大学，专科学历，注册会计师。1999年7月至2001年11月历任郑州油脂化学集团有限责任公司财务部会计、主管会计；2001年11月至2008年3月任北京中路华会计师事务所有限公司河南分公司注册会计师、审计部负责人；2008年4月至今任黄河大观财务总监，现任公司董事。
王珊珊	董事	1983年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国人民大学，硕士学历，长江商学院 MBA。2007年4月至2010年4月任中国惠普有限公司项目经理&DOA 专家；2010年4月至2011年4月任亚信联创股份有限公司咨询顾问；2011年5月至2011年8月任百度时代网络技术（北京）有限公司产品经理；2014年12月至2016年12月任联想控股股份有限公司战略投资部投资经理；2016年12月至2018年7月任北京三快在线科技有限公司战略投资部资深投资经理；2018年7月至今任北京京东世纪贸易有限公司战略投资部投资总监，现任公司董事。
董彬	独立董事	1968年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于郑州大学，硕士学历。1989年7月至2001年12月在河南省工艺品进出口公司从事国际贸易、国际投资和涉外法律工作；2002年1月至今任河南成务律师事务所合伙人、并担任河南省法学会国际法学研究会理事、郑州市律师协会监事等社会职务，现任公司独立董事。
秦玉鸣	独立董事	1980年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于天津商业大学，本科学历，中级工程师。先后负责《冷链物流分类与基本要求》、《水产品冷链物流服务规范》、《餐饮冷链物流服务规范》、《易腐食品机动车冷藏运输要求》等多项冷链国家和行业标准的组织、制定工作。现任中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会秘书长、中国物流技术协会副秘书长、全国物流标准化技术委员会冷链物流分技术委员会秘书长、公司独立董事。
陈广垒	独立董事	1970年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中央财经大学，博士学历，全国会计领军人才、注册会计师、注册税务师，中国注册会计师协会专业指导委员会委员、工业和信息化部中国绿色制造联盟副秘书长、中央财经大学、中国财政科学研究院、中国矿业大学（北京）等高校研究生导师。1992年8月至2002年8月，先后在中国建设银行平顶山市分行和省分行驻平顶山特派员办事处工作；2005年1月至2005年8月任金融街控股股份有限公司财务部任职及金融街惠州置业有限公司财务总监；2008年4月至2011年5月任中金黄金股份有限公司财务负责人；2011年5月至2017年11月，历任北京金融街投资（集团）有限公司副总会计师、总经济师；2017年11月至2018年4月，任天瑞集团股份有限公司副总经理兼天瑞集团财务有限公司董事长；2018年4月至2019年7月任红京企业咨询（北京）有限公司总裁；2018年8月至今任西藏宁算科技集团有限公司副总裁兼财务总监，现任公司独立董事。
王向阳	监事会主席	1971年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于郑州粮食学院，本科学历。1996年7月至1998年7月任郑州市第五粮油食品公司生产管理车间主任；1998年8月至1999年2月任河南兴泰科技有限公司产品研发部实验室主任；1999年3月至2012年3月任郑州思念质量技术总监；2012年4月至今历任公司生产质量技术总监、生产总监，现任公司监事。
徐振江	副总经理兼董事会秘书	1984年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中央财经大学，硕士学历，中央财经大学在读博士。2005年7月至2006年6月任广州南方人物周刊实习记者；2006年9月至2010年10月历任河南商报社记者、经济新闻部主任；2010年10月至2011年8月任河南宋河酒业股份有限公司总裁助理；2011年9月至2013年9月任洛阳沁社康销售有限公司总经理助理；2013年10月至公司投资总监；2015年9月至今在本公司工作，现任公司副总经理兼董事会秘书。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

主要产品

公司主要从事速冻面米制品的研发、生产和销售，速冻面米制品按照加工方式可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类，具体产品包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸以及卡通包等。2020年，油炸类产品销售收入占营业收入比例最高，达55.22%。

油炸类



放心大油条



黄金春卷



香芋地瓜丸

烘焙类



黑椒牛肉饼



手抓饼



牛油葡式蛋挞

蒸煮类



旺财小狗包

菜肴类及其他



豆制品腐竹



精品云吞



黄米汤圆

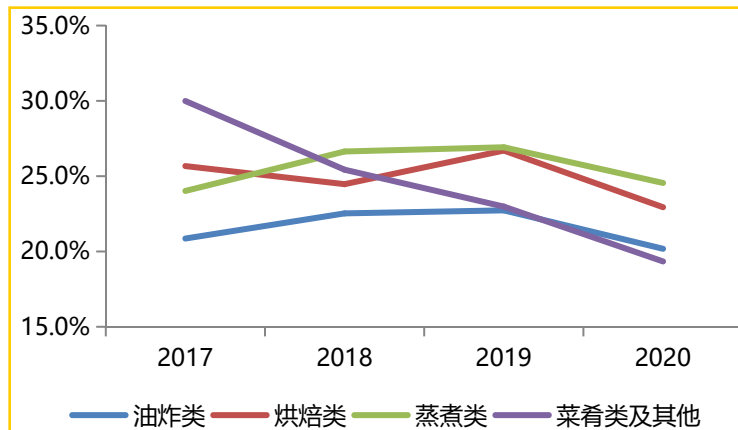
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司产品主要分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他。油炸类为销售主力，收入占比50%左右，2020年销售额达5.21亿。其中，芝麻球、香脆油条、安心大油条等7个单品位列2020公司前十大产品。
- 近年，产品结构逐渐多元化。烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他等产品收入及占比都逐年增长，油炸类收入占比从2017年的59%下降到2020年的55.22%。
- 各产品毛利率相差不大，蒸煮类毛利率相对较高，在25%左右波动。烘焙类紧随其次，2020年毛利率为22.94%。菜肴类及其他、油炸类的毛利率在20%左右，分别为19.34%，20.18%。

图6：分产品营收及占比（万元）

项目	2017		2018		2019		2020	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
油炸类	35,237	59%	40,232	57%	49,180	55%	52,146.2	55%
烘焙类	11,953	20%	15,297	22%	19,771	22%	18,355.08	19%
蒸煮类	10,522	18%	13,558	19%	17,671	20%	18,753.72	20%
菜肴类及其他	1,578	3%	998	1%	2,241	3%	4,968.34	5%
主营业务	59,290	100%	70,085	100%	88,863	100%	94,223.34	100%

图7：分产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

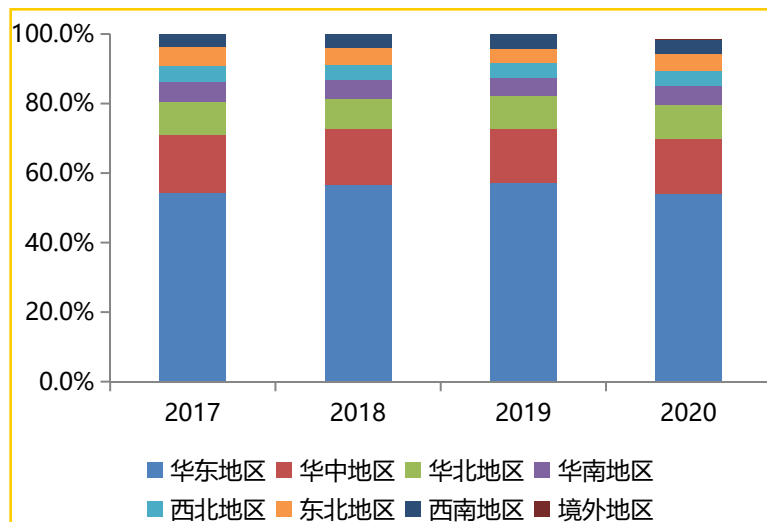
► **以华东地区为主，收入占比达到了57%左右**，主要系公司前两大直营客户必胜（上海）食品有限公司、福建省华莱士食品股份有限公司归属华东地区，这两家客户收入占公司主营业务收入比例超过30%，且报告期内前述客户收入呈上升趋势，因此华东地区收入增长较快，其收入占比略有上升。华东、华北、华南等地区收入次于华东，境外地区收入占比较小。

► **公司报告期内在各地区收入占比稳定**，主要得益于公司成熟的销售渠道及稳定的产品品质。

图8：分地区收入（万元）

地区	年份	2017	2018	2019	2020
华东	金额	32,282.20	39,820.92	50,684.23	50,684.23
	占比	54.45%	56.82%	57.04%	57.04%
华中	金额	9,814.52	11,134.73	14,002.52	14,002.52
	占比	16.55%	15.89%	15.76%	15.76%
华北	金额	5,771.14	6,050.73	8,379.33	8,379.33
	占比	9.73%	8.63%	9.43%	9.43%
华南	金额	3,244.76	3,945.31	4,630.84	4,630.84
	占比	5.47%	5.63%	5.21%	5.21%
西北	金额	2,762.24	3,028.67	3,795.08	3,795.08
	占比	4.66%	4.32%	4.27%	4.27%
东北	金额	3,247.8	3,280.94	3,714.37	3,714.37
	占比	5.48%	4.68%	4.18%	4.18%
西南	金额	2,152.85	2,814.53	3,578.54	3,578.54
	占比	3.63%	4.02%	4.03%	4.03%
境外	金额	14.52	9.04	78.25	78.25
	占比	0.02%	0.01%	0.09%	0.09%
	金额	59,290.04	70,084.88	88,863.15	88,863.15
				100.00%	100.00%

图9：分地区收入占比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **核心员工持股激励充分：**共青城凯立系李伟实控公司部分高管持股平台，出资合伙人包括公司总经理、副总、董秘、销售总监等管理层，上市前其持有公司5.43%的股份，其中的0.6%已分配给干味央厨核心团队，剩余部分将为员工提供股权激励。截至招股说明书签署日，共15人持股，共计出资2650万元。

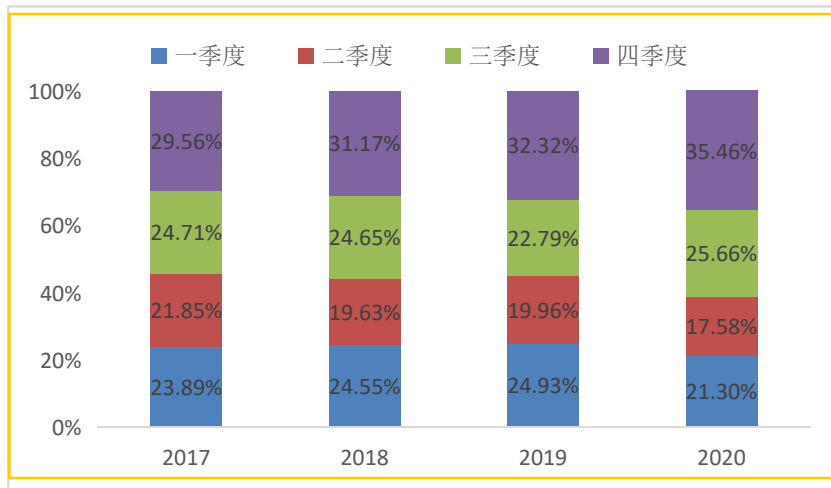
图5：截至2020-9-28共青城凯立出资结构情况

序号	姓名	认缴出资额（万元）	出资比例	合伙人性质	任职情况
1	贾国彪	2,235.00	84.34%	普通合伙人	黄河大观董事长助理
2	王向阳	42.00	1.58%	有限合伙人	干味央厨生产总监
3	轩慎朴	38.00	1.43%	有限合伙人	干味央厨销售总监
4	白瑞	37.00	1.40%	有限合伙人	干味央厨总经理
5	王植宾	36.00	1.36%	有限合伙人	干味央厨财务总监
6	牛法治	35.00	1.32%	有限合伙人	干味央厨销售总监
7	柳向阳	34.00	1.28%	有限合伙人	杜康控股总经理
8	徐振江	30.00	1.13%	有限合伙人	干味央厨董事会秘书
9	钟辉	30.00	1.13%	有限合伙人	干味央厨副总经理
10	陶白静	28.00	1.06%	有限合伙人	曾任干味央厨副总经理，已离职
11	胡超	23.00	0.87%	有限合伙人	曾任郑州思念总经理助理，已离职
12	张献敏	22.00	0.83%	有限合伙人	杜康控股技术研发总监
13	张延钧	20.00	0.75%	有限合伙人	曾任郑州思念采购总监，已离职
14	崔俊伟	20.00	0.75%	有限合伙人	杜康控股市场部总监
15	魏宝林	20.00	0.75%	有限合伙人	杜康控股生产总监
		2,650.00	100.00%		

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

► **四季度是旺季，二季度收入较少。**速冻面米制品行业规模具有季节性，因此公司收入表现出较强季节性。其中全年收入最高的是四季度，2017-2020年四季度收入占比分别为29.56%、31.17%、32.32%和35.46%，而二季度为速冻面米制品行业的淡季，期间公司速冻面米制品的销售较平时也有所下降，2017-2020年二季度收入占比分别为21.85%、19.63%、19.96%和17.58%，表现为全年最低。

图10：2017-2020年季节收入占比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司作为餐饮渠道速冻面米制品供应商，经营模式包括**通用品生产**和**定制生产**两种，两种模式的收入占比约为**65%和35%**，保持稳定发展态势。发行人两种经营模式有效地分散了公司的经营风险，有利于公司持续、健康的快速发展。
- **采购模式**：公司原辅材料采购主要分面粉类、米粉类、油脂类、肉类等大宗商品，以及杂粮、蔬菜、添加剂、调味品等小额物料两大类。
- **生产模式**：公司生产模式分为**通用品生产**和**定制品**生产。通用品主要为公司根据市场需求自主开发的产品，面向全体客户销售，主要由公司自产，少量对外委托加工；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。
- **销售模式**：公司主要采取**直营**和**经销**两种模式进行销售。公司对**经销客户主要销售通用品**，对**直营客户主要销售定制品**。
- **物流运输模式**：在经销商模式下，公司产品销售的配送方式主要为**客户自提**和**客户委托公司代办产品运输**两种。

图11：采购模式

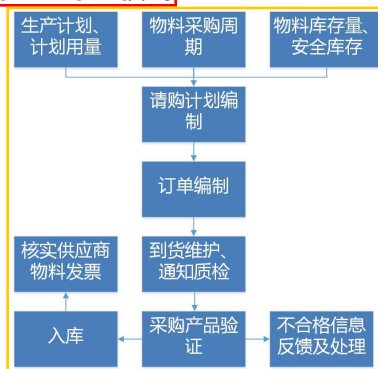


图12：物流模式

客户类型	配送方式	运输方式	运费承担方式
经销	客户自提	陆运	客户自行提货或者自行委托第三方物流公司提货并承担运费
	公司代办运输	陆运	客户委托公司代办产品运输并自行承担运费（主要发生在销售旺季）
直营	公司组织运输	陆运	由公司负责发货并承担运费

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司主要采取直营和经销两种模式进行销售，2020年直营占比36%，经销64%。公司对经销客户主要销售通用品，对直营客户主要销售定制品。最近一期，受“新冠疫情”影响，公司经销收入占比小幅上升，主要系直营的大型连锁餐饮企业销售渠道单一、受疫情防控措施影响大所致。
- 直营：以定制品为主，主要服务大B连锁餐饮客户，有销售结算和销售返利政策优惠，近年创新性地开发连锁商超等B端新渠道。
- 经销：以通用品为主，主要服务小B餐饮客户，均为买断式销售。
- 公司营销中心负责市场营销业务，下设重客部、经销商客户部等部门对接各类业务与客户：公司重客部主要负责为百胜中国、华莱士、九毛九、真功夫、海底捞等直营客户提供服务；经销商客户部主要服务于区域型餐饮客户，依托经销商进行销售。

图15：销售部门架构

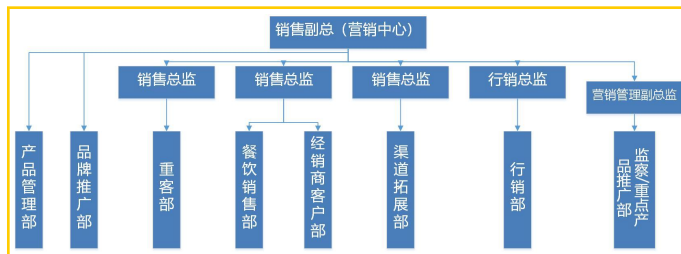


图16：分渠道收入（万元）

销售模式	生产模式	2018年		2019年		2020年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
直营	定制品	24,151	34.46%	31,383	35%	28,270	30%
	通用品	4,366	6%	5,068	6%	5,408	6%
	小计	28,516	41%	36,451	41%	33,678	36%
经销	定制品	210	0.30%	539	1%	971	1%
	通用品	41,358	59%	51,874	58%	59,575	63%
	小计	41,569	59%	52,412	59%	60,545	64%
合计		70,085	100%	88,863	100%	94,223	100%

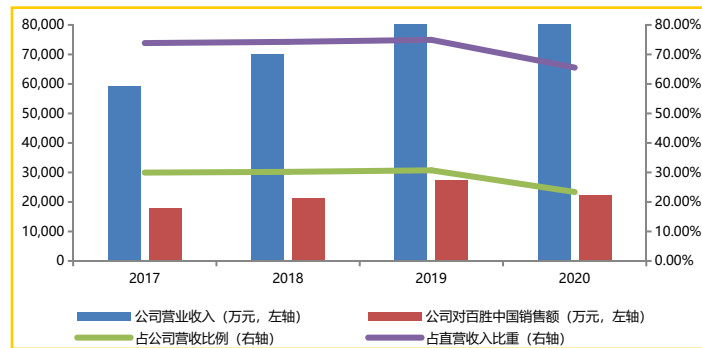
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司直营客户以大型连锁餐饮客户（大B）为主，如百胜中国、华莱士、真功夫、九毛九、海底捞等。公司为其提供菜单设计、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，以建立长期合作的同盟关系。
- 公司近年创新性地开发连锁商超等B端新渠道。相较传统C端商超，公司与连锁商超客户合作的差异性体现在：第一、公司向商超的销售均为买断式销售，商超按其销售定价自行对外销售；第二、商超需拆除产品包装，并经过二次加工后在其熟食区销售；第三、商超以其自身名义对外销售，消费者并不了解其上游供应商。
- 公司是百胜中国的T1级供应商。作为公司第一大客户，2017-2020年，百胜中国及其关联方占公司营业收入比例分别为29.95%、30.20%、30.72%和23.37%。自2012年成立以来，公司始终为百胜中国提供优质畅销的产品和全方位的技术服务，与百胜中国合作关系稳定。但公司未来仍存在百胜中国减少订单甚至终止合作导致公司经营业绩下滑的风险。

图17：公司主要连锁餐饮客户



图18：公司对百盛中国销售额及占公司营收、直营收入比例



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

2017年、2018年、2019年和 2020年，公司向前五名直营客户的销售额合计分别为21,802.84万元、25,512.81万元、32,088.23万元和29,401.75万元，占当期营业收入总额的比重分别为36.75%、36.38%、36.08%和31.13%，最近三年收入占比基本稳定，最近一期受疫情影响，收入占比有所下降。

图19：2017-2020年公司前五名直营客户

序号	客户名称	销售额（万元）	占直营收入比重	占营业收入比重	序号	客户名称	销售额	占直营收入比重	占营业收入比重
2020					2018				
1	百胜中国控股有限公司及其关联方	22,067.31	65.52%	23.37%	1	必胜（上海）食品有限公司及其关联方	21,175.14	74.26%	30.20%
2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	4,000.19	11.88%	4.24%	2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	2,368.83	8.31%	3.38%
3	四川海之雁贸易有限公司及其关联方	2,086.53	6.20%	2.21%	3	佛山市麦点食品有限公司及其关联方	895.88	3.14%	1.28%
4	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	664.96	1.97%	0.70%	4	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	569.51	2.00%	0.81%
5	佛山市麦点食品有限公司及其关联方	582.77	1.73%	0.62%	5	富泰华工业（深圳）有限公司及其关联方	503.46	1.77%	0.72%
合计		29,401.75	87.30%	31.13%	合计		25,512.81	89.47%	36.38%
2019					2017				
1	必胜（上海）食品有限公司及其关联方	27,317.14	74.94%	30.72%	1	必胜（上海）食品有限公司及其关联方	17,770.43	73.85%	29.95%
2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	2,567.12	7.04%	2.89%	2	福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	1,344.19	5.59%	2.27%
3	佛山市麦点食品有限公司及其关联方	978.95	2.69%	1.10%	3	北京永和大王餐饮有限公司及其关联方	1,196.64	4.97%	2.02%
4	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	641.90	1.76%	0.72%	4	佛山市麦点食品有限公司	775.16	3.22%	1.31%
5	北京永和大王餐饮有限公司及其关联方	583.13	1.60%	0.66%	5	东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	716.42	2.98%	1.21%
		088.23	88.03%	36.08%	合计		21,802.84	90.60%	36.75%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司经销客户以小B餐饮客户为主，其采用经销模式的主要原因包括：第一、经销商在三、四线城市的销售渠道有助于公司开发和渗透目标市场；第二、经销模式将中小客户归入经销商的管理范围，有利于降低管理成本；第三、中小餐饮门店对食材配送的及时性和稳定性要求较高，经销模式可以提升配送效率和终端餐饮客户满意度；第四、经销商的先款后货模式及其可以充作公司到各个区域市场的中转仓的仓库，有利于优化公司的成品仓储成本和现金流。
- 公司经销商数量持续增长，加强经销商管控的同时推出返利政策。2017-2020年，公司经销商分别为521家、606家、748家和907家，CAGR达20.30%。公司在2017年加强经销商管理、规范第三方回款，清退488家个人经销商、无资质经销商；同时，公司从2018年起对达到事先约定的销售额和增长率的经销商实施销售返利，激励优质经销商做大做强，提高产品市占率。
- 公司经销商主要为100万元以下的中小经销客户，其稳定性较低，包括海鲜、速冻调制食品经销商及区县级规模较小的经销商，但占收入比重仅30%左右。100万元以上大商忠诚度较高，数量和收入占比整体较为稳定，2020收入占比近70%。

图20：公司经销商变动情况

年度	期初经销商	新增经销商	减少经销商	期末经销商
2017	835	174	488	521
2018	521	234	149	606
2019	606	351	209	748
			85	907

图21：公司经销商情况（按收入规模划分）

交易规模	项目	2017	2018	2019	2020
500万元以上 (最近一期交易规模 减半计算，下同)	客户数量(家)	12	15	17	18
	销售金额(万元)	10,069.45	13,085.92	18,211.41	17,292.72
	占经销收入比例	28.59%	31.48%	34.75%	28.56%
100-500万元 (不含500万元)	客户数量(家)	84	77	101	112
	销售金额(万元)	16,819.75	16,993.59	21,241.37	24,888.15
	占经销收入比例	47.75%	40.88%	40.53%	41.11%
10-100万元 (不含100万元)	客户数量(家)	210	276	327	468
	销售金额(万元)	7,395.01	10,394.89	11,659.02	16,918.28
	占经销收入比例	20.99%	25.01%	22.24%	27.94%
10万元以下 (不含10万元)	客户数量(家)	215	238	303	309
	销售金额(万元)	941.85	1,094.11	1,300.59	1,446.87
	占经销收入比例	2.67%	2.63%	2.48%	2.39%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **新开百万元以上经销商客户收入占比逐步提升。**近年来公司不断开发新的大型客户，新开百万元以上经销商客户收入占比从2018年0.36%提高到2020年3.28%。彰显公司在激烈的市场竞争下，仍能够不断开拓营销渠道的良好经营能力。
- **直营，经销模式均维持较快增速。**2017-2020年，公司经销模式收入CAGR达14.49%。直营模式CAGR8.75%。若排除疫情影响，2017-2019年，公司经销模式收入CAGR达23.08%。直营模式CAGR21.98%。

图22：公司100万元以上经销商变动情况

以下均为100万元以上经销商	2020	2019	2018	2017
>=100万元经销商数量	130	118	92	96
销售额（万元）	42,180.87	39,452.78	30,079.51	26,889.20
占经销比重	69.67%	75.27%	72.36%	76.33%
占主营业务比重	44.77%	44.40%	42.93%	45.35%
其中：开发新客户	10	9	1	0
开发新客户对应同期销售额（万元）	1,382.00	1,375.93	108.00	0.00
开发新客户收入占比	3.28%	3.49%	0.36%	0.00%

图23：公司直营与经销变动情况

	2017	2018	2019	2020
直营	24,063	28,516	36,451	33,678
直营增速	27.95%	18.50%	27.82%	-7.61%
直营毛利率		28.41%	29.33%	23.19%
经销	35,226	41,569	52,412	60,545
经销增速		18.00%	26.08%	15.52%
经销毛利率	19%	20.62%	21.06%	20.62%

➤ 2017年、2018年、2019年和2020年，公司向前五名经销客户的销售额合计分别为5,651.86万元、7,740.17万元、10,083.13万元和9,274.83万元，占当期营业收入总额的比重分别为9.53%、11.04%、11.34%和9.79%，2017-2019年收入占比逐年上升，而2020年由于受“新冠疫情”影响，收入占比有所下降。

图24：2017-2020年公司前五名经销客户

序号	客户名称	销售额	占直营收入比重	占营业收入比重
2020				
1	武汉市江汉区昌盛海鲜食品批发部及其关联方	2,052.92	3.39%	2.17%
2	郑州市惠济区信基冻品水产大世界盼盼商行及其关联方	1,946.48	3.21%	2.06%
3	郑州市惠济区中原物流港仁泰丰源食品商行及其关联方	1,807.95	2.99%	1.91%
4	青白江区锦粹食品商行及其关联方	1,772.63	2.93%	1.88%
5	北京丽春达贸易有限公司及其关联方	1,667.84	2.75%	1.77%
合计		9,247.83	15.27%	9.79%
2019				
1	北京丽春达贸易有限公司及其关联方	2,198.71	4.20%	2.47%
2	郑州市惠济区中原物流港仁泰丰源食品商行及其关联方	2,089.24	3.99%	2.35%
3	郑州市惠济区信基冻品水产大世界盼盼商行及其关联方	2,068.12	3.95%	2.33%
4	临沂商城郑锡恩速冻食品商行	1,925.43	3.67%	2.17%
5	青白江区锦粹食品商行及其关联方	1,801.63	3.44%	2.03%
			19.24%	11.34%
2018				
1	武汉市江汉区昌盛海鲜食品批发部及其关联方	1,641.54	3.95%	2.34%
2	北京丽春达贸易有限公司及其关联方	1,586.71	3.82%	2.26%
3	青白江区锦粹食品商行及其关联方	1,583.15	3.81%	2.26%
4	临沂商城郑锡恩速冻食品商行	1,507.12	3.63%	2.15%
5	郑州市惠济区中原物流港仁泰丰源食品商行及其关联方	1,421.65	3.42%	2.03%
合计		7,740.17	18.62%	11.04%
2017				
1	北京丽春达贸易有限公司及其关联方	1,476.31	4.19%	2.49%
2	武汉市江汉区昌盛海鲜食品批发部	1,168.57	3.32%	1.97%
3	郑州市惠济区中原物流港仁泰丰源食品商行	1,167.63	3.31%	1.97%
4	临沂商城郑锡恩速冻食品商行	948.36	2.69%	1.60%
5	青白江区锦粹食品商行及其关联方	890.99	2.53%	1.50%
合计		5,651.86	16.04%	9.53%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

产能逐步扩张，利用率维持高位

- **油炸类产能为主：**公司产品主要分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他等四大类。
- **产能扩张情况：**为缓解产能不足，公司于2017年新设全资子公司新乡干味，2018年投产，公司产能从2017年的64000吨提升至2019年的99200吨。新乡二期于2020年2月投产，项目完全达产后公司年产能将达到 132,000 吨。
- **产能利用率维持较高水平：**2017-2020，产能利用率分别为87.37%、100.40%和81.29%、60.41%。2020年，一方面受疫情影响，节后复工延迟、开工率不足，导致实际产能未达预期，一方面二期工程于 2020 年 2 月投产，产能释放需要一定过程。2020 年下半年产能利用率达到76.51%
- **产销率稳定：**2017-2020年，各期整体产销率均高于94%，产销情况良好。

图25：产能情况（吨）

项目	2017	2018	2019	2020
设计产能	64,000	64,000	99,200	128,000
实际产能	55,918	64,254	80,645	77,330
产能利用率	87.37%	100.40%	81.29%	60.41%
销量	54,875	63,550	76,599	76,728
产销率	98.14%	98.90%	94.98%	99.22%

图26：公司产能利用率，产销率

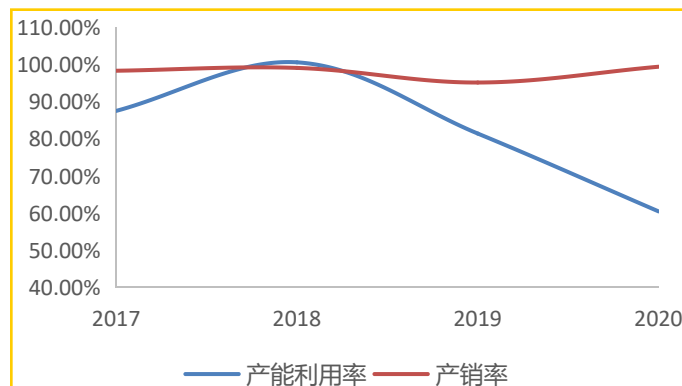
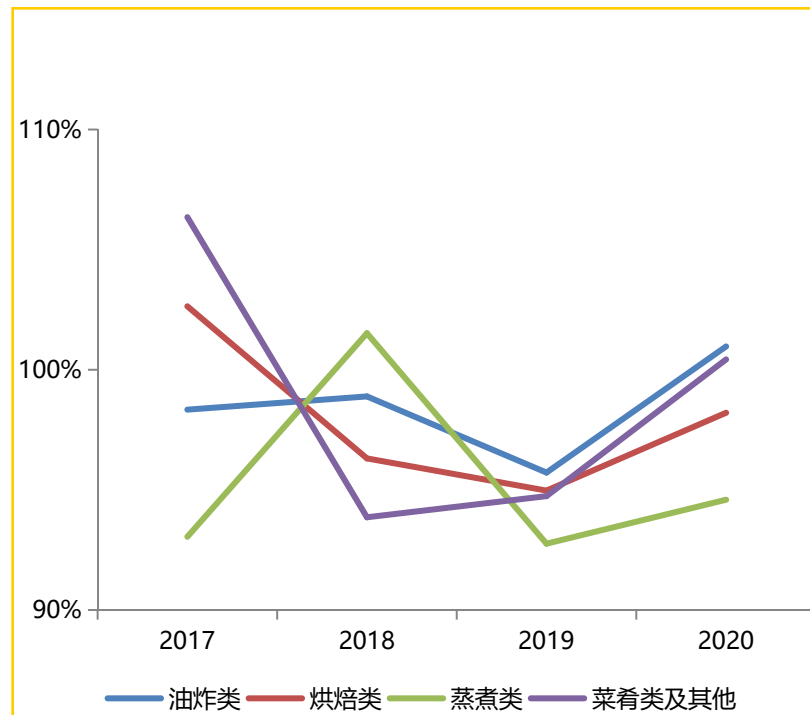


图27: 分产品产能、产销情况 (吨)

项目	年份	2017	2018	2019	2020
油炸类	产量	36,372	41,661	51,394	48,383
	销量	35,768	41,197	49,195	48,855
	产销率	98.34%	98.89%	95.72%	100.97%
烘焙类	产量	7,942	9,952	11,471	9,850
	销量	8,151	9,585	10,894	9,674
	产销率	102.64%	96.31%	94.97%	98.21%
蒸煮类	产量	10,415	11,785	16,870	16,757
	销量	9,691	11,965	15,648	15,850
	产销率	93.05%	101.52%	92.76%	94.59%
菜肴类及其他	产量	1,189	856	910	2,339
	销量	1,265	803	862	2,349
				94.74%	100.43%

图28: 分产品产销率



资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券研究院整理

1. 市场战略及增长点

- **餐饮市场向三四线城市延伸：**相比一二线城市激烈的餐饮市场竞争和不断攀升的房租、人力等各种成本，三四线城市及县域地区在人口规模、消费者结构、消费意愿等方面特色明显。着眼于中小城市的大量现实需求或潜在需求，通过扩大有效投资、促进消费升级、发挥新型城镇化带动作用，将是餐饮业发展的新动力。
- **为适应餐饮市场发展，公司将加强与供应中小餐饮企业的经销商之间的合作：**餐饮端市场地域性高、集中度较低，因此中小餐饮企业占据了大部分市场，未来公司将加快开发供应这类餐饮企业的经销商，把公司现有的成熟产品通过经销商销售到更多的中小餐饮门店和乡厨。

2. 渠道战略及增长点

- **保持与大客户的紧密合作关系：**由于公司定位为面向餐饮端市场的B2B企业，餐饮企业客户对于企业而言至关重要。因此，未来公司将在两个方面保证和现有客户的合作：一是优先满足现有客户的需求，直营大客户的需求具有多样化；二是拓展现有客户的产品品类，这与公司的产品发展计划相对应。
- **发展餐饮连锁“新秀”客户：**中国地大物博，各地饮食习惯不同，风格不同，诞生了很多在区域市场特色鲜明的餐饮品牌，如老乡鸡、乡村基等。公司将紧密关注这样的餐饮连锁“新秀”，并加大力度开发区域性连锁餐饮企业客户，争取在三至五年内，拥有一批合作紧密、业务量大的餐饮连锁新秀客户，为公司未来的业务发展带来源源不断的动力。因此小B端客户的增长会使

3. 产品战略及增长点

- **自有产能扩张:**公司目前有计划扩张自由产能，这不仅能降低委托加工风险，更为了公司的渠道建设和市场拓宽打好了基础。在工厂的布局上，公司将充分考虑区域销售的特点，对于销售量大、客户集中的区域，可以考虑在当地通过自建、收购、租赁、代工等多种模式设立专业化产品工厂，为该区域市场服务，从而降低运输成本、提高公司效率。
- **积极推进技术研发:**未来公司将有序提升自身的研发能力，一方面公司将招募熟悉餐饮需求，具有餐饮研发经验的优秀研发人才，充实公司的研发力量；另一方面引进国内外先进的研发设备，弥补公司研发设备的不足。
- **大单品持续发力，推进新品开发:**公司大单品收入占比较高，2019年前五大单品占全部收入的37%这说明公司的大单品已经占据一定市场份额，而未来公司主要是发挥大单品的品牌效益，大单品持续增长。同时新品开发也是企业间竞争的重要动力，升级现有产品同时推进新品开发对于公司拓展市场、提升公司市占率具有重要推动力。
- **拓展产品品类，重点开发火锅类、团餐类。**除了继续保持在传统面米制品上的优势外，公司将加大肉类、鱼糜类产品等新兴品类的研发力度，同时加大和高校、行业技术组织的合作，丰富公司的产品线，争取在餐饮调制食品领域打造一系列畅销产品。而火锅类原料具有标准化程度高、品种丰富、市场需求大等特点，因此公司将发挥在餐饮领域的渠道和研发优势，针对火锅餐饮市场定制开发适销对路的产品。另外由于在学校、企事业单位团膳采购的领域，专业化的团餐供应企业已经初具规模，公司将加快对特色点心的研发，满足团餐客户的需求。

- **发行情况：**本次发行前公司股份总额为63,824,136股。本次发行股数不超过**2,128万股**，占发行后总股本的比例不低于**25%**，
公司现有股东不公开发售股份。

图29：募资用途（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入 金额	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	37,682.39	新乡千味
2	总部基地及研发中心建设项目	5,979.98	3,236.61	发行人
合计		43,662.37	40,919.00	-

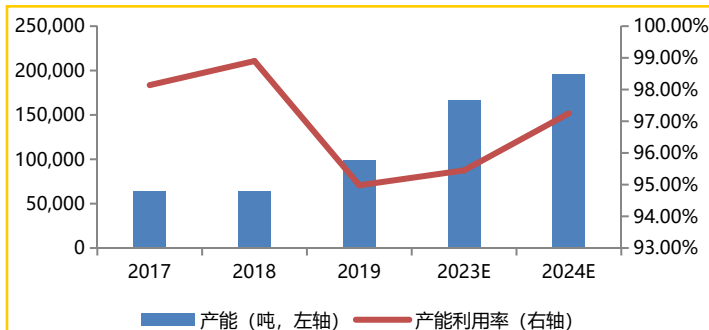
1. 新乡干味央厨食品有限公司食品加工建设项目（三期）

- 项目计划总投资金额37,682.39万元，由公司全资子公司新乡干味实施，募集资金到位后，公司将使用募集资金向新乡干味增资，并由其具体实施该项目。本项目总用地面积35,288平方米，总建筑面积53,760平方米，其中食品加工车间（双层）30,000平方米、立体冷库23,760平方米。本项目建成达产后，将形成年产**8万吨**速冻面米制品的生产规模。
- ▶ **项目实施背景及必要性：**随着速冻食品的市场需求持续增长，市场的订单需求呈明显上升态势。同时速冻食品在销售旺季公司产销矛盾较为突出，现有的产能无法充分满足来自市场的消费需求。项目达产后，预计公司总产能达到19.6万吨，有效缓解产能不足。三期满产期预期年平均销售收入达**81,073.24万元**、预期税后净利润达**6,699.29万元**，预期项目内部收益率（税后）达**22.92%**。
- ▶ 项目建设期**2年**，预计于2022年末建成投产，2023年产能可达到设计产能的**63%**、2024年产能可达到设计产能的**100%**；预计未来公司每年的销量增长**20%**（最近三年公司产品销量年复合增长

图30：项目明细（万元）

序号	投资内容	投资估算	占总投资比例
一	建设投资	33,928.00	90.04%
1	建筑工程费	21,712.00	57.62%
1.1	工程建设费	17,892.00	47.48%
1.2	办公室装修费	270.00	0.72%
1.3	车间配套设施建设费	3,450.00	9.16%
1.4	工程建设其他费用	100.00	0.27%
2	设备投入	12,216.00	32.42%
二	基本预备费	1,696.40	4.50%
三	铺底流动资金	2,057.99	5.46%
项目投资总额		37,682.39	1.00

图31：公司产能、产能利用率规划



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

2. 总部基地及研发中心建设项目

- 项目计划总投资金额5,979.98 万元（其中募集资金投资额为 3,236.61 万元），通过本项目的建设，公司将改建研发中心建筑面积 **900 平方米**，改建总部办公区、会议室建筑面积 **2,400 平方米**，新增研发中心专业技术人员 **8 名**，新增总部管理支持、市场营销人员**一百余名**。
- 项目规划建设总周期为**24个月**，包含可行性研究、初步规划、设计等六个阶段。项目实施有助于提升公司研发和试验检测的硬件设备，提升产品品质、降低成本，吸引人才，提升公司竞争力。

图32：项目明细（万元）

序号	投资内容	投资估算（万元）	占募集资金比例
一	建设投资	3,008.20	92.94%
1	场地改造及装修费用	1,595.00	49.28%
1.1	研发中心	285.00	8.81%
1.2	总部	1,310.00	40.47%
2	设备投入	1,413.20	43.66%
1.1	研发中心	735.56	22.73%
1.2	总部办公	677.64	20.94%
二	研发人员投入	78.00	2.41%
三	基本预备费	150.41	4.65%
投资总额		3,236.61	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

1. 技术研发优势

- **产品类型更新**：研发团队持续创新开发适合西式快餐、中式快餐以及乡厨等不同市场需求的速冻面米制品，如“注芯油条”、“墨鱼汁油条”、“文化流量包”、“花瓣米糕”等。截至目前，公司拥有专利 49 项，产品类型快速持续更新。
- **产品自动化量产**：公司通过自主研发弥补速冻面米制品生产的自动化设备不足，如蛋挞切块机、自动油条生产线、芝麻球全自动生产线等，从而保证创新产品快速量产、成本可控进而抢占市场。2018 年，公司为肯德基研发上新 7 支单品。

2. 市场优势

- **市场先发与优质客户**：公司坚持“只为餐饮，厨师之选”战略定位，坚守餐饮专供速冻面米制品领域，成为众多知名餐饮连锁企业速冻面米制品供应商（与肯德基的长期合作：从蛋挞皮到安心油条、华夫饼等），在行业内具有较高的知名度和企业信誉。
- **规模优势**：公司深耕速冻面米制品B端多年，已形成年产量近10万吨的规模

3. 食品安全优势

- **原材料采购**：设置了高于国家标准的企业标准，并要求供应商按照公司制定的标准提供检测报告，公司定期评估、审定。
- **生产**：安装食品操作监控系统，全程追溯进行成品质量控制管理。
- **运输**：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控、可追溯。

4. 产品优势

- **餐饮渠道适销产品**：公司以此提升餐饮渠道品类叠加效应，目前拥有包括油条、芝麻球在内的300多个单品
- **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。

5. 区位优势

- **地理区域优势**：公司地处郑州，其为全国重要的**物流中心**，依托铁路与公路干线交通优势，便于调配资源和货物运输；同时，郑州地区的**冷链物流**近年来发展迅速，速冻面米制品生产所需的冷库、冷藏车辆等基础设施配套较为齐全。
- **资源优势**：河南作为农业大省，全国重要的优质小麦生产加工基地和肉制品、无公害蔬菜等速冻食品主要原料的生产加工基地的双重优势为公司提供了优质、充足的**原材料供应**；同时河南作为人口大省，丰富的**劳动力资源**也为公司发展提供了基础和保障。

2021-8-25

行业发展情况

➤ **行业发展历史：**速冻面米制品主要包括速冻水饺、汤圆、包子、油条、芝麻球等，是速冻食品中市场规模最大的品种。我国速冻食品兴起于上世纪80-90年代，随着时代进步与生活水平的提高，行业快速发展。

• 20世纪80-90年代，我国速冻食品行业起步，此时的产品以经简单加工或加工过的肉制品为主。

• 20世纪90年代-2004年，随着设备引进及国产设备研制成功，行业工业取得巨大进步，产品品类开始丰富。1992年，三全集团第一颗速冻汤圆诞生。

• 2005-至今，速冻食品的消费需求日趋旺盛，冷链逐渐完善，以此保障食品健康。速冻市场快速扩张并进一步细分。

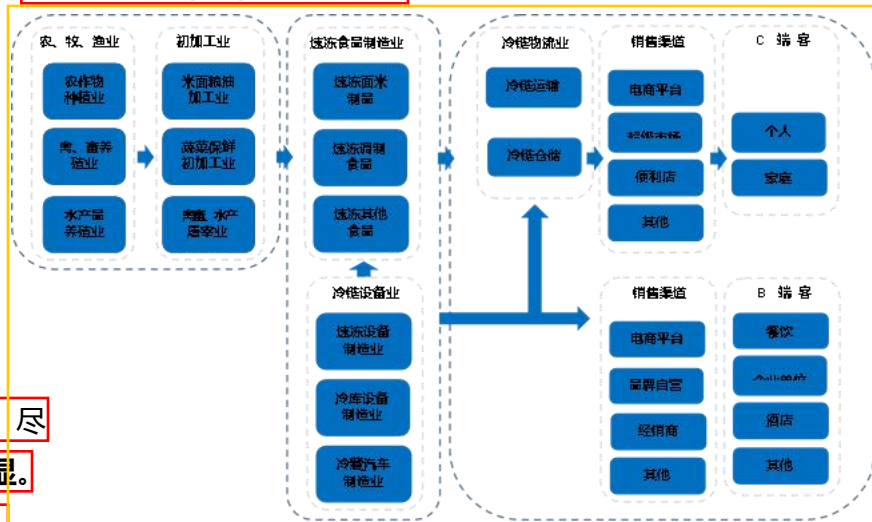
➤ **产业链：**速冻面米制品产业链的上游为原材料供应商、初加工企业，中游为速冻食品制造企业、冷链设备供应商，下游为冷链物流产业、销售渠道。其中，上游原材料涉及农、牧、渔业等；下游的销售渠道主要包括线上（C端：淘宝、京东等；B端：美菜、快驴、有菜等）、线下（C端：卖场、便利店、农贸市场等消费场景；B端：餐饮、企业团餐、酒店等B端机构客户）。

➤ **行业特点：**区域性、季节性、无明显周期性。

• **区域性：**生产上，集中在河南、福建、四川等省份；需求上，尽管各地饮食习惯不同，但速冻面米制品的区域性特殊需求不明显。

速冻面米制品行业的旺季。

图33：速冻面米制品行业上下游关系



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

需求端

- **餐饮行业发展带动餐饮食材采购规模稳步提升。**随着生活水平提高、生活节奏加快，人们外出就餐频次大幅提升，近十年餐饮业CAGR为10.23%，也推动了餐饮企业的规模化与标准化发展。餐饮半成品可以提升餐企上菜效率与翻台率，进而提高门店盈利能力，随着越来越多的餐饮企业进行规模化扩张，速冻面米制品行业将步入新的成长轨道，专注餐饮供应链领域的速冻面米制品企业将占有先发优势。
- **餐饮行业人工、租金成本上涨需要半成品食材来节约成本。**由于中小餐饮企业缺乏规模效应和终端的议价能力，来自成本端的压力会更加明显。因此越来越多的餐饮企业开始选择速冻预制半成品来替代部分人工和租金，达到控制成本的目的。
- **餐饮企业连锁经营模式对速冻面米制品的巨大需求。**连锁餐饮企业对标准化程度较高的餐饮半成品需求较大，速冻面米企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用消费者口味的产品。同时，其产品更新快、及时，能紧跟大众口味的转变。
- **外卖的爆发，使得快速响应的食材供应需求不断提升。**“订单的快速增长+缩短配送时间”的诉求，决定了外卖餐饮店急需快速响应的食材供应商，也赋予了速冻面米制品的发展机会。
- **团餐与乡厨市场需求为行业注入新活力。**团餐市场具有需求可预测性、标准化高、综合成本低、可复制性强特点，这与速冻食品行业的特点具有一致性，高度的标准化与稳定的产品质量可进一步提升企业效益。乡厨市场广阔，为行业餐饮渠道下沉奠定基础，统一采购、制作速冻米面制品可以减轻烹饪负担、同时避免食安问题。

供给端：

- **冷链物流行业的快速发展。**冷链物流对储存及运输的要求相对较高，国外先进制冷技术及新型保温材料的引进和应用，促进了中国冷库建造及冷藏车制造行业的发展。2013-2018年，中国低温仓储冷容量CAGR达11.99%，中国公路冷链运输车CAGR达26.67%，冷库容量和冷链物流基础设施的愈发完善，而冷链物流的建设和完善势必将为速冻食品行业的发展注入动力。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

➤ **竞争格局：**C端集中度，“三足鼎立”；B端尚处开拓期，竞争不激烈

半成品菜行业竞争格局		
C端 零售市场	“三足鼎立”	三全食品、思念食品和湾仔码头“三足鼎立”。
	行业集中度高	以商超和经销为主，主要面向零售市场。
	利润空间受挤压	随着零售业竞争加剧，商超把更多费用转嫁给供应商，同时面米等原材料、人工成本等不断提高，使速冻面米制品生产企业利润空间受到双重挤压。
B端 餐饮市场	多点开花 竞相绽放	部分速冻面米制品供应商开始将业务重心转移到餐饮市场上来，从单一商超渠道向多渠道发展，从家庭餐桌的供应扩张到餐饮渠道。通过设立专业子公司、调整经营战略等方式大力发展餐饮渠道。（例：安井的副品牌“冻品先生”）
	竞争尚不激烈	B端市场尚处于市场开拓、产品研发阶段，还未进入价格、渠道等激烈竞争阶段，千味央厨具备先发优势。

半成品菜行业进入壁垒	
产品质量控制及食品安全壁垒	<p>监管层面：速冻食品行业监管体系不断健全，行业标准日趋完善（食品生产许可证制度的实施，也使得一些规模小、实力弱、生产手段落后、产品质量差的小企业逐步被淘汰）。</p> <p>消费者层面：消费者食安意识提升。</p>
营销网络与运营能力壁垒	需要制定有效的 销售策略 ，投入巨大的资金、人力和物力，并需要 较长的时间 去建立完善的销售渠道和经验丰富的销售团队，这是新进企业短期难以实现的。
	的研发成本和推出失败的风险构成了一定的进入壁垒。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理



安井食品

2020营业收入：69.65亿元

2020净利润：6.04亿元

主要产品



米面制品
(奶黄包)



火锅料制品
(锁鲜装：撒尿牛肉丸)



菜肴制品
(小酥肉)



屏荣食品

主要产品



阿诺系列
(蒸煮类：菠菜包)



古越斋系列
(麻薯类：奶香雪兔)



阿诺小厨系列
(菜类：翡翠芙蓉虾)



三全食品

2020营业收入：69.26亿元

2020净利润：7.68亿元

主要产品



面点点心
小刺猬蒸煮豆沙包)



巴比食品

2020营业收入：9.8亿

2020净利润：1.8亿

主要产品



锁鲜短保系列
(韭菜猪肉水饺)



大客户产品 (蒸煎饺)



饮料&粥品类 (南瓜粥)

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **对标海外，行业前景广阔：**中国速冻行业于70年代末起步，近年随着生活水平的提高、生活节奏的加快，人们对速冻食品需求逐步扩大。但从人均消费量看，与美国、欧洲、日本等发达国家与地区相比，我国人均速冻食品年消费量仍存在较大差距，仅**9千克**，远低于日本的20千克、欧洲的30-40千克、美国的60千克。随着我国经济实力进一步增强、城镇化进一步发展、冷链物流不断进步，我国速冻食品行业将有广阔发展空间。
- **市场容量大：**
 - ① **市场规模：**根据Frost & Sullivan《中国速冻食品行业概览》，2013-2017年，我国速冻面米食品市场规模从549亿元上升至629亿元，CAGR为**3.46%**。2018年占比达**53%/+1.5pct**，2019年速冻面米行业规模为677亿元，2015-2019年CAGR为**5.7%**，实现稳定增长。
 - ② **产量：**据中国产业信息网，我国速冻面米食品产量从2015年的524.2万吨下降至2018年的310.2吨后，逐步回升，在2020年增长至334.3万吨。
 - ③ **食品冷链物流需求量：**根据中国产业信息网，2015-2020年，我国食品冷链物流需求量逐年上升，从1.05亿吨增长至2.80吨，同比增长**20.2%**。
 - ④ **规模以上速冻食品企业数量：**根据国家统计局，该数值从2011年的252家增加至2018年的461家。

图34：2013-2017年我国速冻面米食品行业市场规模及增速

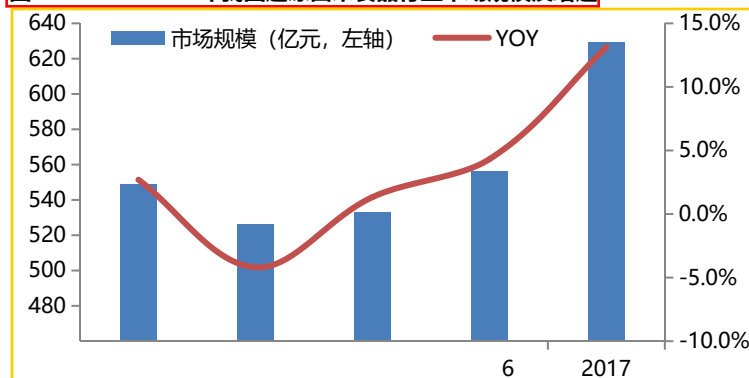
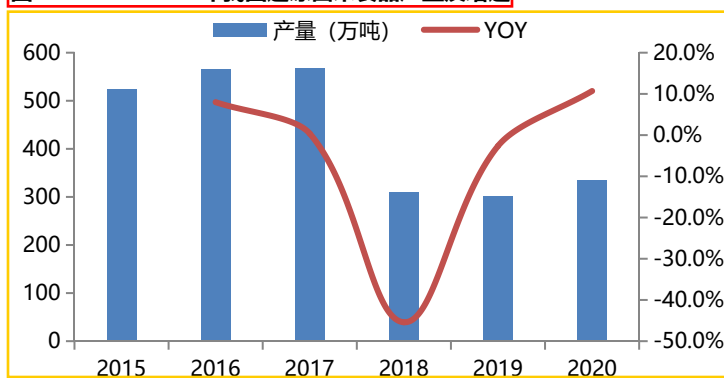


图35：2015-2020年我国速冻面米食品产量及增速



资料来源：公司招股说明书，Frost & Sullivan，中国产业信息网，国家统计局，太平洋证券研究院整理

- **餐饮渠道市场潜力大：**近年餐饮业的市场规模快速发展，餐饮企业为适应自身连锁化和降低经营成本的需要，加强与上游速冻面米制品企业的合作，通过采购工业化生产的速冻半成品来实现餐饮的标准化与品质化。速冻面米制品行业在餐饮行业渗透率快速提高，速冻面米制品人均单次用量增加，使得行业收入规模不断增长。
- **适应餐饮行业需求的新兴品类成为行业增长极：**传统速冻面米制品（如：水饺）市场规模已趋于稳定，后续速冻面米制品行业的成长将由不断开发导入的新品类（如：油条、芝麻球）来驱动，越来越多的品牌开始依靠特色的新品和爆品来获取市场份额，速冻面米制品行业分化会更加明显。
- **餐饮渠道速冻面米制品消费市场向三四线城市延伸：**三四线城市在人口规模、消费者结构、消费意愿等方面特色明显，目前许多大型连锁餐饮品牌正通过属地化覆盖当地市场（如：中信2017年入主麦当劳后，宣布将在三四线城市集中新开门店），并将积极带动速冻面米制品消费市场向三四线城市延伸。
- **冷链运输的快速发展，带动速冻行业的辐射半径提高：**冷链物流在我国发展空间仍大，不少巨头公司开始布局冷链物流，特别是对物流市场反应迅速的电商及快递公司，如顺丰、京东等。随着冷链运输的快速发展，能够扩大速冻食品的销售半径，辐射范围进一步提升。

2021-8-25

财务状况分析

流动资产充足，变现能力强

- **流动/速动比率：**2017年，公司流动、速动比率高于行业可比公司，2018-2020年，流动/速动比率有所下降且基本低于行业平均水平。主要原因包括：（1）自2018年以来，发行人将大量资金投入新乡食品加工建设项目，公司经营性现金资产有所减少；（2）因公司规模扩大及新乡建设项目，应付账款、应付工程款等短期负债增长较快。总体而言，公司流动性状况总体良好，短期偿债风险较小。

图36：流动比率对比

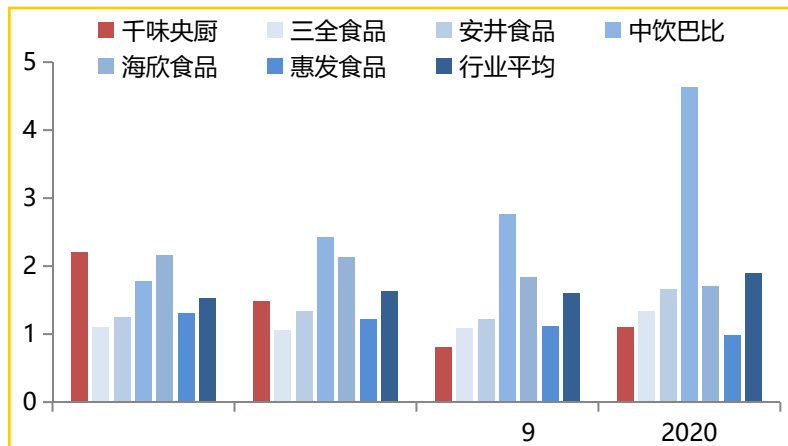
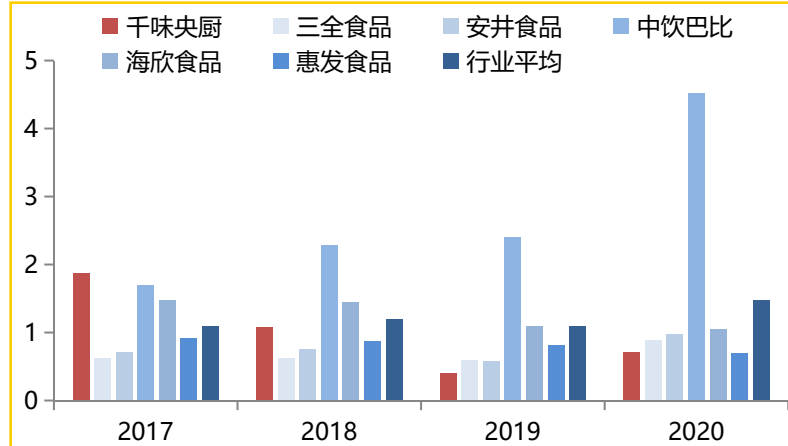


图37：速动比率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

资产负债率处较低水平，长期偿债能力强

- **资产负债率：**2017-2020年，公司经营规模不断扩大，盈利能力持续增长，总资产和净资产呈现逐年上升态势，公司资产负债率稳定在35%左右，处于较低水平，表明公司长期偿债能力较强。与同行业相比，2017-2020年各期末，公司的资产负债率处于行业中上游水平。

图38：总资产、净资产数额（万元）

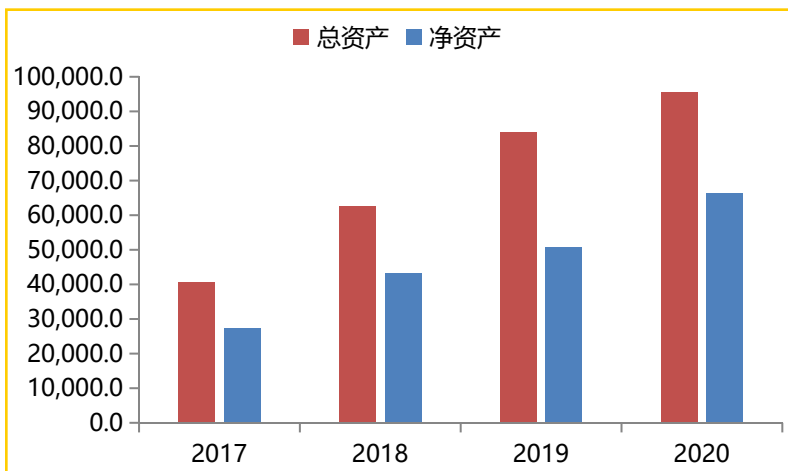
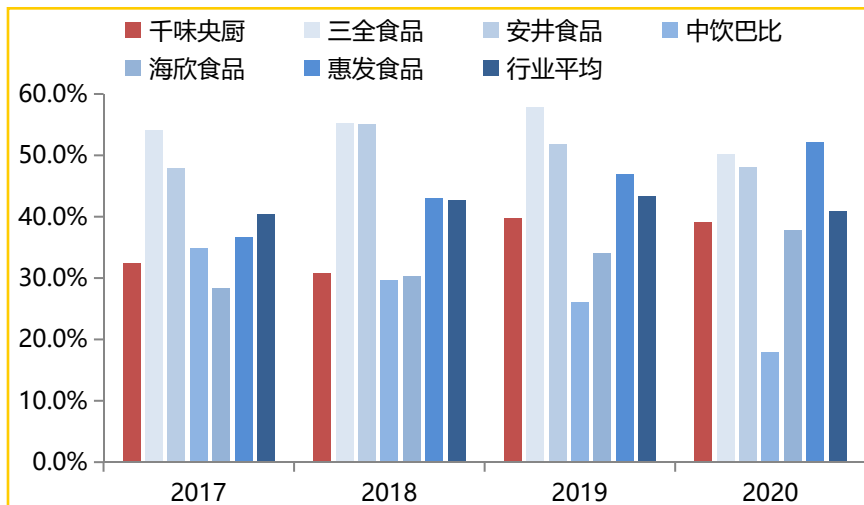


图39：资产负债率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **应收账款周转率：**公司应收账款周转率在同行业可比公司中处于中上游水平，仅次于安井食品、三全食品与中饮巴比。但在报告期内，公司应收账款周转率有所下降，主要是由于报告期内连锁餐饮客户等大型直营客户销售金额持续增加，且公司对此类客户给予一般不超过3个月的信用期。
- **存货周转率：**公司存货周转率在同行业可比公司中处于较高水平，仅次于中饮巴比（中饮巴比以门店加工制成品后直接面向消费者销售为主，产品即食性和原材料周转要求较高，故其存货周转率远高于同行业公司），与同行业其他可比公司差异主要为存货备货政策、销售模式、销售规模。报告期内公司存货周转率较高但呈下降趋势，主要系报告期内因销售规模增长，公司增加成品及原材料备货导致存货周转率略有下降。

图40：应收账款周转率对比

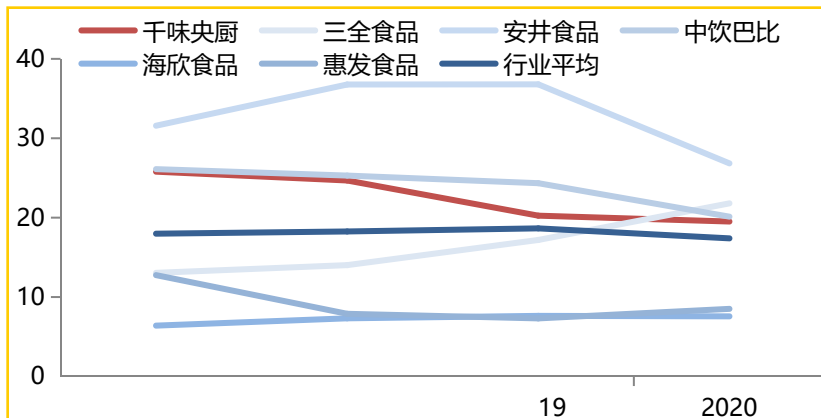
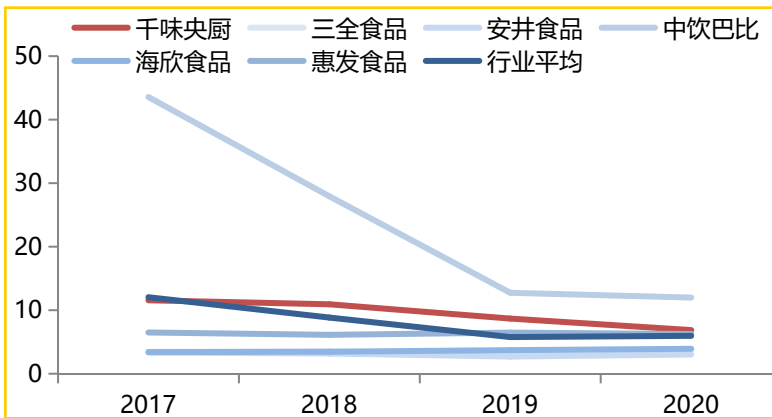


图41：存货周转率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **原材料占成本的80%左右**：2017-2020年，公司主营业务成本构成稳定。
- **2020年，原材料成本占比略有下降**，人工成本和制造费用占比上升，主要系：（1）新乡厂区 1# 冷库及 2# 车间于2019年末开始陆续完工投产使用，折旧费用有所上升，同时由于生产磨合、设备调试以及员工培养等方面的要求较高，产能释放时间较长，发行人产量暂未显著增长，故2020年制造费用占比增长；（2）由于发行人所处行业具有季节性，加之新冠疫情的影响，导致2020年产量下降，单位产品摊薄的固定费用较低，人工成本和制造费用的占比上升。
- 公司主要原材料包括面粉及米粉类、油脂及糖类、杂粮类、辅料类、包装，2020年其在原材料采购金额中占比分别为42%，15%，5%，19%，19%。

图42：原材料占比80%左右

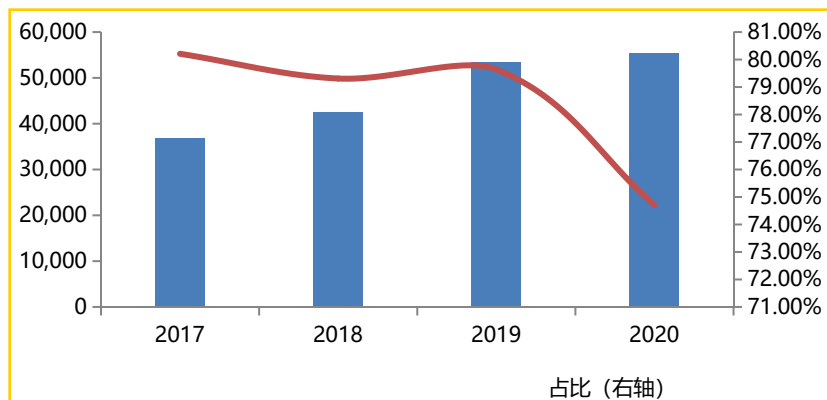
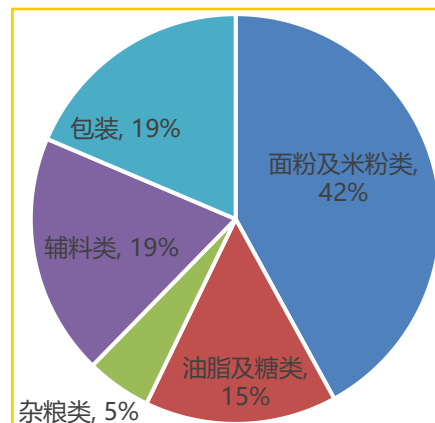


图43：2020年原材料采购金额构成



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **销售费用率稳中有降，管理费用率逐年上升：**2017-2019年各期销售费用率稳定在5%左右，由于自2020年执行新收入会计准则，2020年销售费用率有所下降（3.28%）。2017-2020年管理费用率分别为5.6%，6.3%，7.2%，8.39%。
- **研发投入逐年增加：**2017-2020年，公司研发费用分别为346.64，416.38，535.16，720.34万元，2019，2020同比增长8.6%，34.6%。

图44：销售/研发费用（万元）及其增速

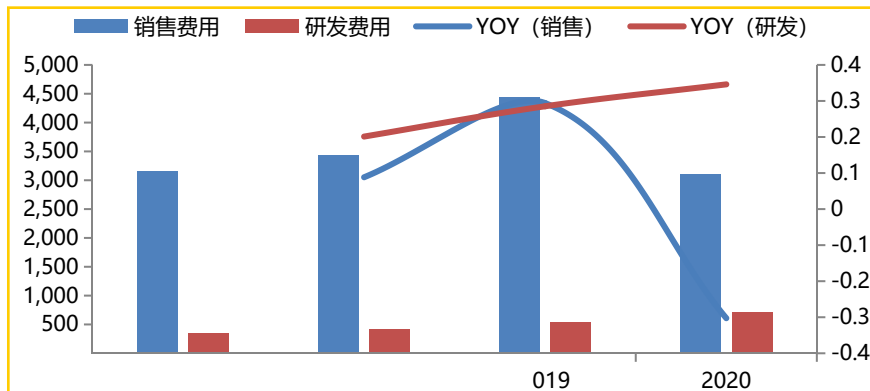


图45：费用率情况

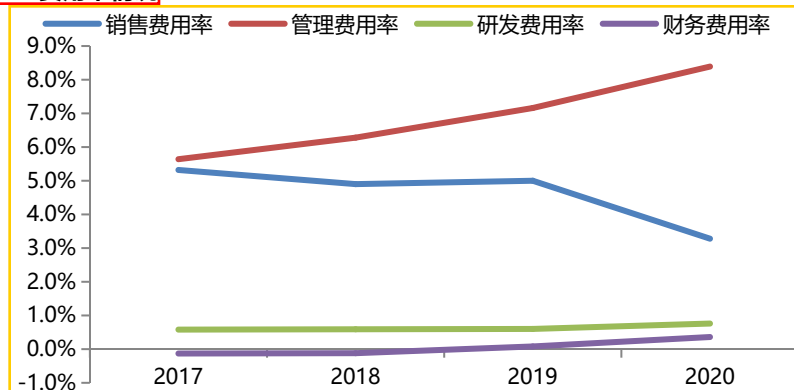
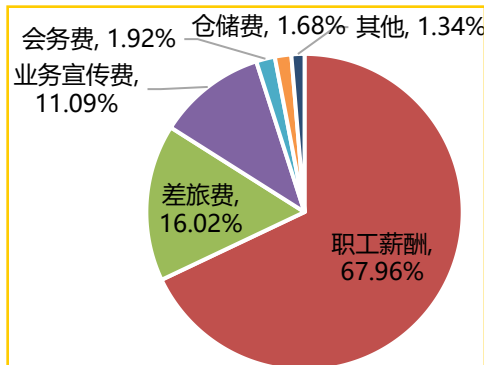


图46：2020年销售费用明细



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 我们预测随着餐饮持续恢复，公司餐饮渠道以及商超渠道的持续开拓。预计2021-2023年收入增速40.07%，27.04%，24.50%。产能投放来看，预计今年新乡二期达产，产能达到132000吨，2023年新乡三期投产，产能预计释放30%，总产能达156000吨，产能利用率从60%提升至104%，提供未来三年公司收入增长。成本端，原材料采购成本中，面粉及米粉类、油脂及糖类，在原材料采购金额中占比分别为42%，15%。面粉类产品价格较稳定，预计今年油脂价格略上行。从历史来看，成本上涨时公司通过提价同步提高吨价，毛利率较稳定，基本在24%-25%左右（2020年还原后毛利率24.1%）。直营/经销，大B小B齐头并进，在优先满足现有大客户的需求下，深度挖掘这一类客户的其他品类产品的需求，直营渠道盈利水平也较经销渠道高，预计将助力公司2021-2023年毛利率稳中有升。费用端，预计2021-2023年管理费用率略提升，销售费用率略下降。预计2021-2023年利润增速17.18%，31.15%，26.20%，给予2022年55倍PE，目标价101.2元，给予买入评级。

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	944	1323	1680	2092
同比增长	6.20%	40.07%	27.04%	24.50%
净利润（百万元）	77	90	118	149
同比增长	3.33%	17.18%	31.15%	26.20%
	1.20	1.41	1.84	2.33

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **食品安全风险。**
- **“新冠疫情”引致的经营风险。**公司主要面向餐饮行业客户，“新冠疫情”对我国餐饮行业造成了严重的冲击。疫情防控常态化下餐饮行业的复苏发展仍将面临众多挑战，从而对公司的经营带来较大的不确定性。
- **原材料价格波动风险。**公司生产所需的主要原材料为大宗农产品，受大宗商品价格波动影响。报告期内，公司原材料成本占营业成本的比例在80%左右，原材料价格的波动直接影响公司的盈利。
- **英才街厂区搬迁对生产经营的影响。**由于食品制造业对产品质量要求较高，发行人英才街厂区搬迁完成后，生产磨合、设备调试以及员工培养等方面的要求较高，产能逐步释放所需时间也更长，规模效应体现相对较慢，而固定资产折旧及人员工资等固定成本压力较大。因此，如果新乡干味完全达产用时过长，固定成本压力将进一步显现，导致公司毛利率下降，进而影响公司的经营业绩。
- **行业竞争加剧的风险。**公司竞争对手主要为国内外上市公司及拟上市公司、外商投资企业，资金实力雄厚。若公司不能尽快提高核心竞争力，将面临行业竞争力下降的风险。此外，餐饮客户和消费者喜好及消费趋势变化、替代品等也会加剧行业竞争。
- **对单一客户销售占比较高的风险。**发行人作为百胜中国T1级供应商，自2012年成立以来始终为百胜中国提供优质畅销的产品和全方位的技术服务，与百胜中国合作关系稳定。但公司未来仍存在百胜中国减少订单甚至终止合作导致公司经营业绩下滑的风险。