

千味央厨 (001215. SZ)

——深耕餐饮供应链，为人间千味

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn

S1090518090005

胡思蓓

husibei@cmschina.com.cn

研究助理

日期：2023年1月12日

- **速冻米面赛道：**预制食材赛道处于成长阶段，其中速冻面米孕育大单品能力强，21年速冻米面B端规模目前仅157亿，预计B端速冻米面23-25年CAGR达15+%，远期B端空间可至800亿。玩家错位竞争，三全思念C端为主，千味央厨聚焦B端需求。
- **公司：**千味央厨是速冻米面细分品类（油条）龙头，在餐饮大客户的研发、产品迭代和服务方面具有强竞争力，单品放量&渠道开拓，大B端基本盘稳固，小B贡献更高增长。
 - **大B端成长契机：**最早公司研发突围成为百胜油条供应商，在严苛百胜供应链中公司单品份额领先，享受大B成长红利，同时锻炼研发与快速响应能力，23年下游客户自身复苏&品类拓新，百胜/海底捞/华莱士/瑞幸/盒马等大客户有望放量。
 - **小B端确定性：**1) 竞争力：精准场景式研发、具备性价比，聚焦宴席、早餐等场景，借助大商渠道实现全国化；创始人是国内速冻食品行业的领军人物，能力优秀。2) 成长第二阶段：依托大商资源进行渠道加密、下沉，获得小B端的发展红利。流通端公司加大经销商管理，从中B向小B战略转变，抓住小B红利。3) 渠道能力看，20-22年侧重大经销商培养，帮助大商开拓终端，逐步积累小B经销体系管理与优质服务能力，渠道服务、产品性价比等竞争优势凸显。
- **23年看点：小B渠道弹性明显，大B保持稳健增长。**
 - **收入增长中枢30%：**1) 大B增速25%，大B客户增长来自客户自身恢复&品类拓宽，预计23年增速在25%。2) 经销渠道增速35%。2023年随着宴席、早餐等场景恢复与大众餐饮复苏，叠加渠道下沉，复苏预期强烈，小B渠道增速30%以上。
 - **空间测算：**速冻米面单品规模大，微创新不难，现有品类预计能支撑50亿空间；未来三年产能CAGR25+%，成长性可期。
 - **盈利：**小B端竞争趋严，但价格战可能性低，油脂类成本压力下降，预计回升至7-8%水平。
- **盈利预测**
 - 预计22-24年收入15.0亿/19.7亿/25.7亿，预计公司22-24年归母净利润1.0亿/1.47亿/1.96亿，对应23/24年PE44/33倍。加回股权激励费用后22-24年净利润1.1亿、1.6亿、2.0亿，对应23/24年PE40/33倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全风险、原材料价格上涨、竞争加剧、产能进展不及预期、股价可能大幅波动风险等。

1. 行业：速冻米面C端巨头厮杀，B端潜力巨大

2. 公司概况：深耕餐饮供应链，为人间千味

3. 竞争优势：大B小B打法不同，聚焦场景精准研发

4. 未来展望：品类持续拓展，小B端加速渗透

5. 盈利预测

速冻食品进入中国三十余年，正处行业成长期

- 20世纪80~90年代，国内初现速冻食品，以经过简单加工的肉制品为主。
- 20世纪90年代~2004年，行业加工工艺取得重大突破，速冻食品品类逐渐丰富。
- 2005~2017年，大众需求日趋旺盛，演变为日常消费，同时，冷链运输的逐步完善使速冻食品安全受保障，市场快速扩张。
- 2018年至今，各产业链取得突破性进展，行业进入高速发展期。

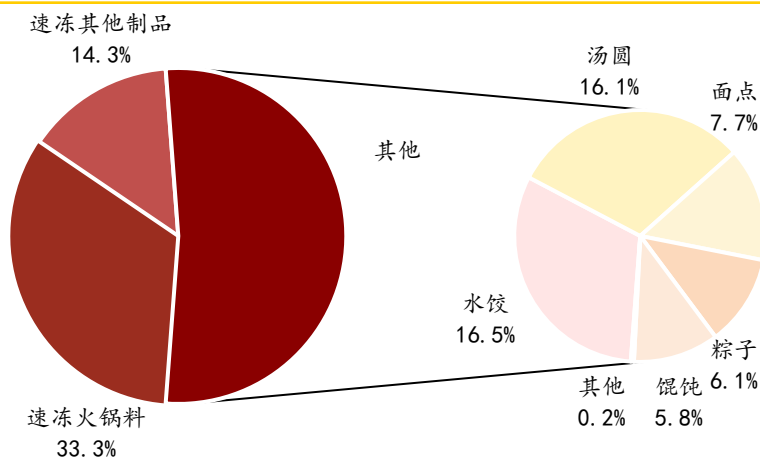
速冻面米行业占比最大，未来品类分化将更加明显

- 中国速冻食品具有本地饮食文化特征，可分为速冻调制食品、速冻面米制品、速冻其他食品三类，其中速冻面米制品以水饺、汤圆、油条为主。
- 传统速冻米面行业步入成熟期，新式米面（休闲面点）行业高速成长，靠品类创新驱动，比如千味央厨推出适应早餐、火锅、麻辣烫等各种场景的“油条家族”。

图：速冻食品分类



图：中国速冻食品市场结构

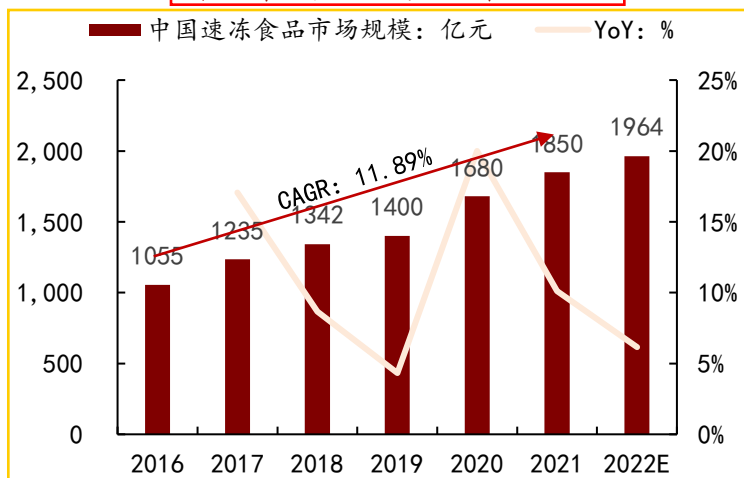


来源：《食品安全国家标准速冻米面与调制食品》、招商证券

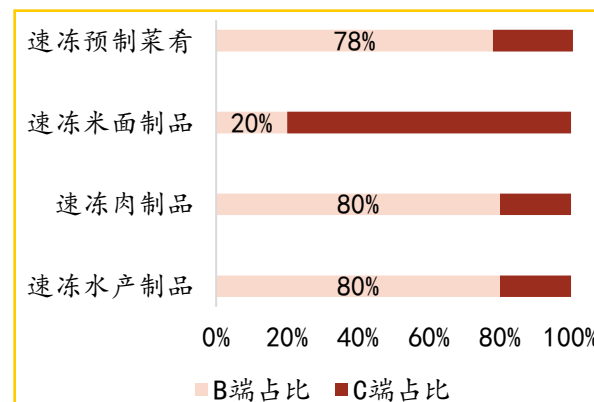
速冻米面C端占比高，B端成长性更强

速冻米面行业C端占比80%，B端成长性更强。C端渠道如KA商超、天猫、京东等电商平台，B端渠道以大客户定制、批发流通为主，对接餐饮客户。行业分工明确，上、中、下游互相推进。

图：中国速冻食品市场规模

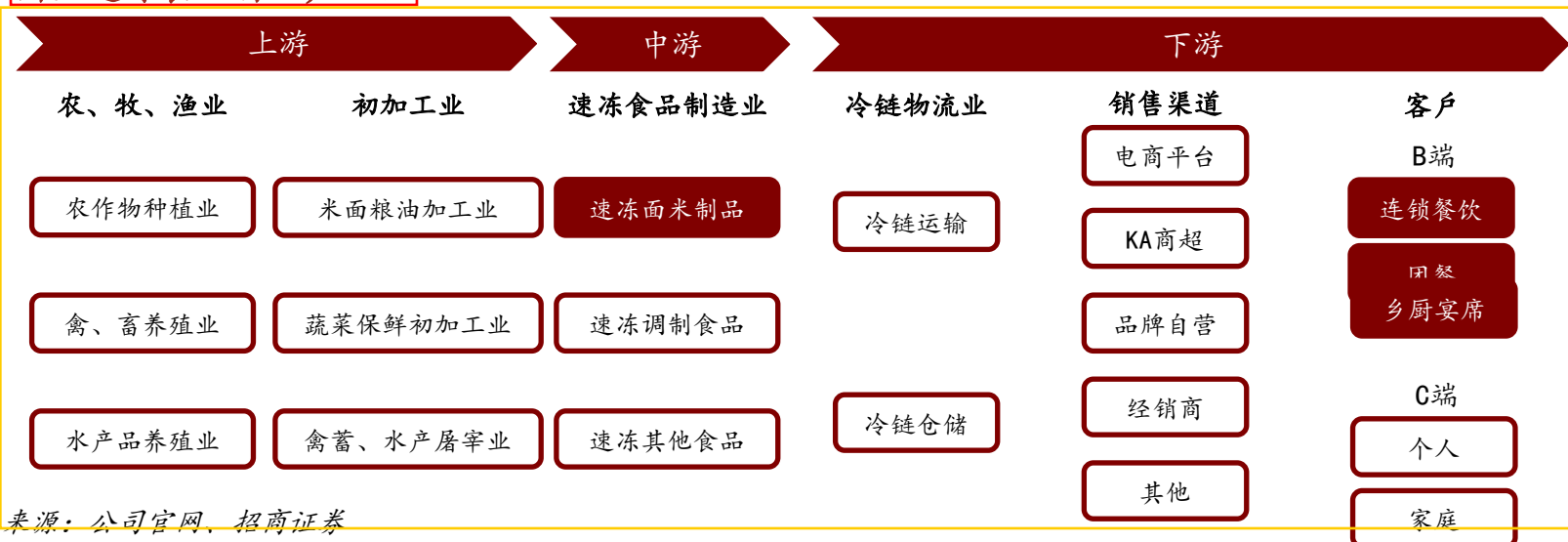


图：不同速冻子品类渠道结构



来源：IBIS、招商证券

图：速冻食品行业产业链



来源：公司官网、招商证券

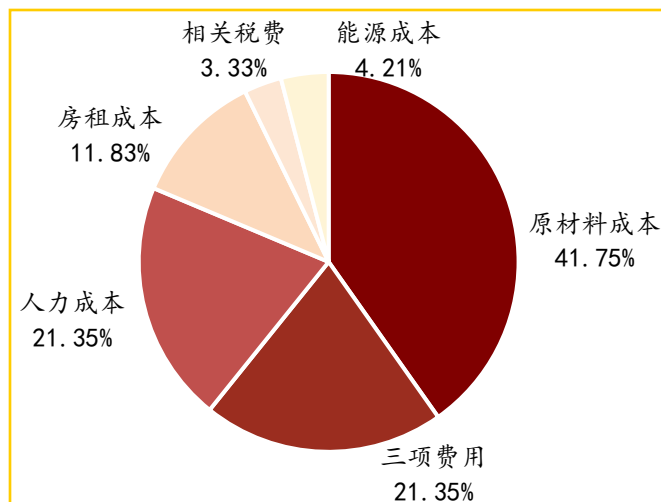
□ 餐饮成本问题显现, 疫情再度加剧

- 据中国饭店协会的数据, 我国餐饮店的平均寿命只有约500天, 行业集中度低于5%, 抗风险能力较差。
- 餐饮企业面临日益上升的原材料成本、人力成本、房租成本, 根据中国餐饮业协会, 三者加总占餐饮企业成本的74.93%, 同时疫情也加速了餐饮企业连锁化率上升。

□ 预制食材有助降本提效, 改善企业经营环境

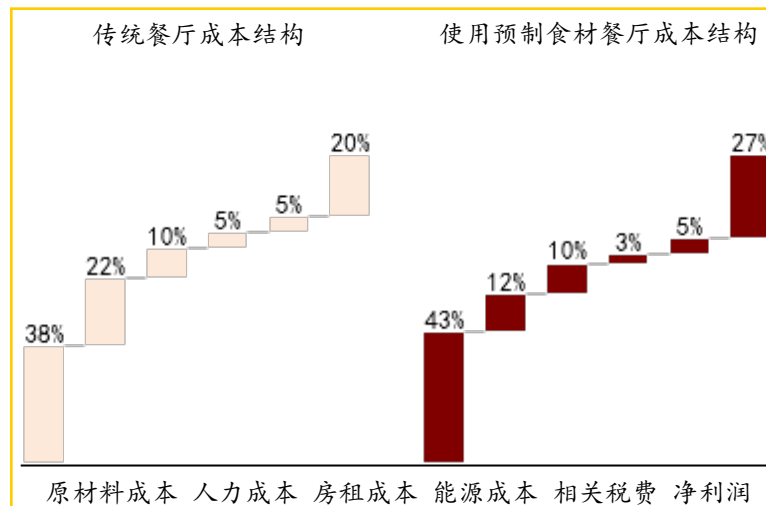
- 预制食材有助于降低餐饮门店的人力成本, 以及减少后厨面积。通过仅利用加热或简单加工的设备, 减少后厨设备的投入, 提升门店的坪效。
- 千味央厨的油条能够使餐饮企业省去揉面、发酵等程序, 速冻蛋挞皮能够使省去和面、塑型的步骤。

图：2021年餐饮业成本构成



来源：中国餐饮业协会、招商证券

图：预制食材对餐饮业成本影响



来源：中国饭店协会、招商证券

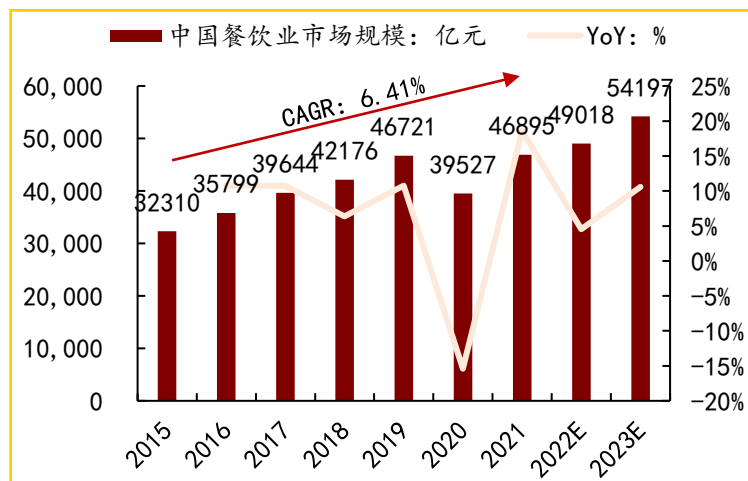
□ 大众外出就餐频次上升，B端对标品化、工业化米面需求上升

- 据艾瑞咨询数据，2020年疫情前大众约2.8次/周到面包店消费，约4.2次/周到快餐店消费。
- 受疫情冲击，外出就餐率急剧下降至35%，疫情反馈后到店餐饮行业迎来持续反弹，未来预计外出就餐率将回升甚至超过2019年的水平。

□ 餐饮业快速发展，推动餐饮企业规模化和标准化发展

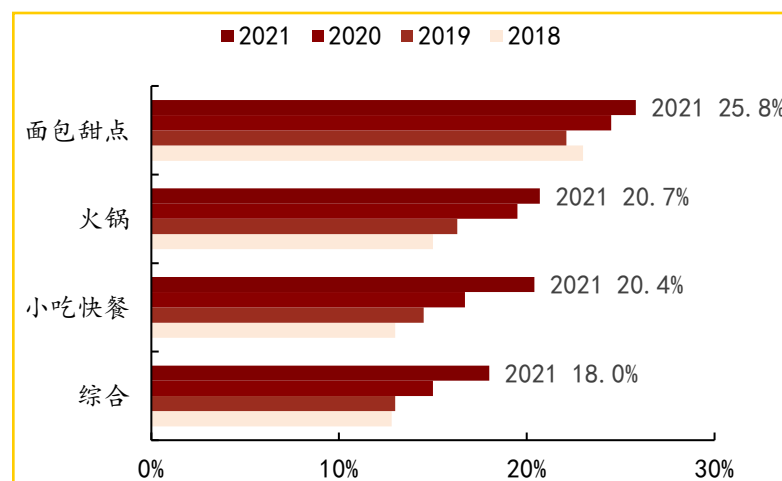
- 服务快速、独特口味为消费者外出就餐两大考虑因素，故“快”、“稳”均为企业向规模化和标准化发展的必遇难点。
- 使用速冻食品有效提升餐饮企业上菜效率和翻台率，减少消费者等待时间，提升企业盈利能力，同时，速冻米面自身具有产品标准化、安全标准化和操作标准化特征，贴合餐企需求，有利于连锁餐饮企业的快速扩张模式。

图：中国餐饮业市场规模



来源：国家统计局、中国餐饮业协会、招商证券

图：中国餐饮业连锁化率



来源：美团、招商证券

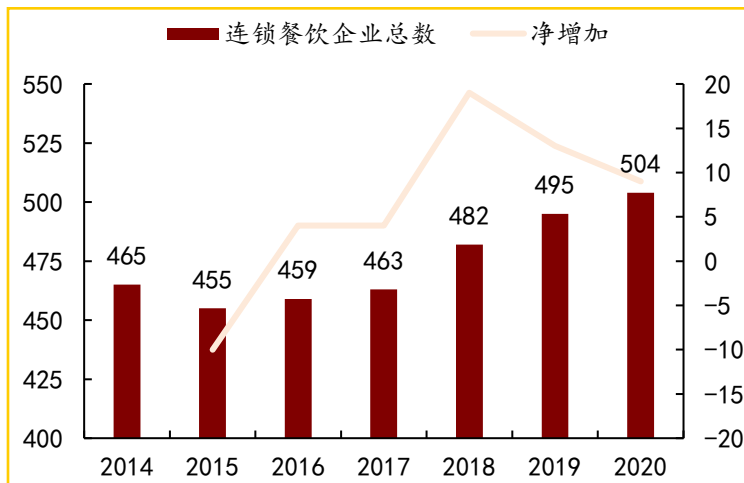
□ 我国餐饮行业呈现“散而小”，连锁餐饮服务正蓄势待发

- 近年我国每年约增加10家连锁餐饮企业，而连锁餐饮门店数每年约增加3000家。
- 连锁化程度远不及海外，各连锁餐饮企业期望通过品牌知名度和规模优势获取市场红利，有望持续增长。

□ 特色化为行业趋势，产品研发为核心要点

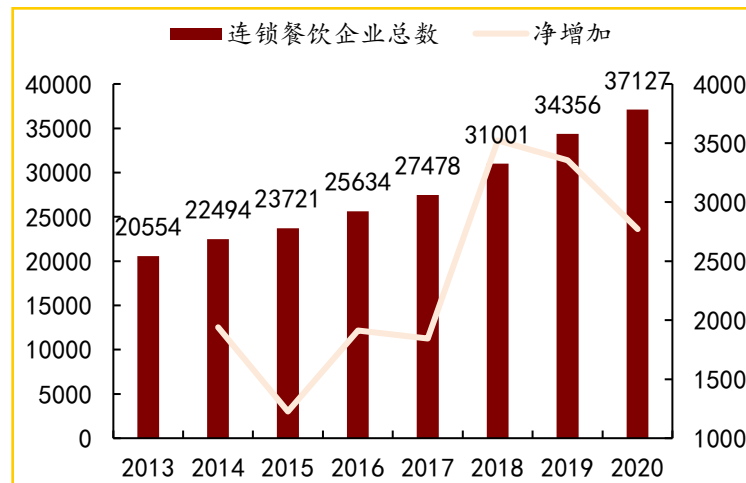
- 为紧跟行业主流方向，企业必须具较强的产品研发和分析市场的能力，给予了速冻米面企业巨大的机会。
- 速冻米面企业可以和连锁餐饮企业开展定制化合作，通过代研发、供应产品，帮助餐饮企业达到特色化，此外，定制化合作有助企业形成可复制的模式，扩大门店数量及规模，强化消费者品牌认知。

图：中国连锁餐饮企业总数



来源：国家统计局、招商证券

图：中国连锁餐饮企业门店数



来源：国家统计局、招商证券

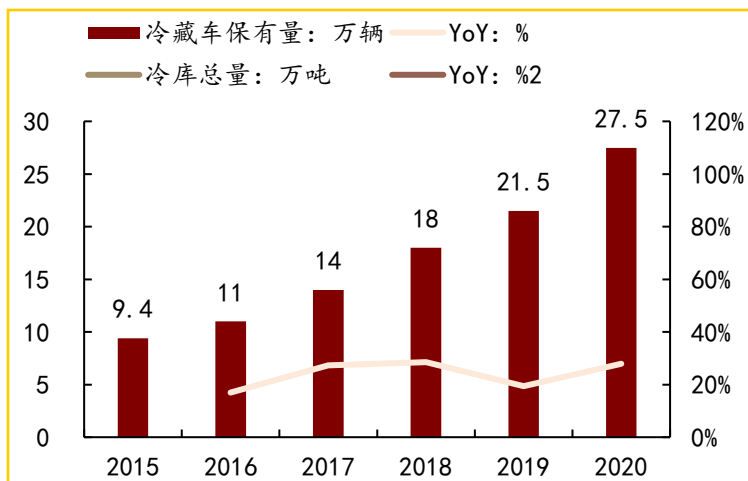
□ 国家重视、资本青睐，冷链物流逐步完善

- 2020年我国冷库总量达7080万吨，冷藏车保有量达27.5万辆。
- 两者2015~2020CAGR分别为13.80%、23.95%。

□ 完整的冷链物流有助保障速冻食品品质

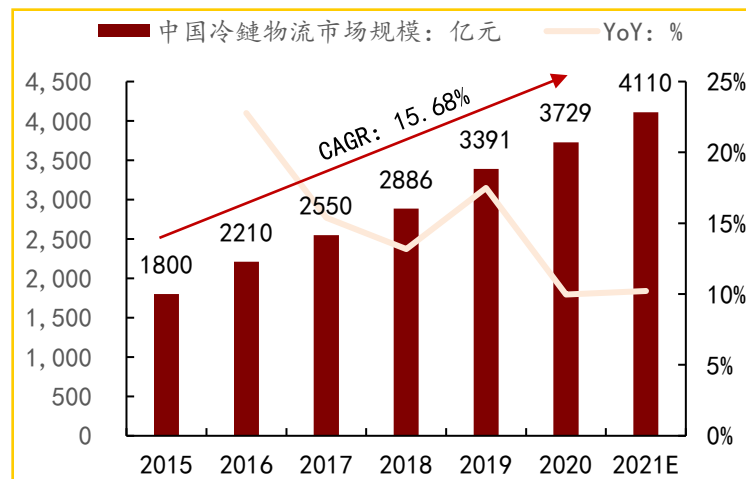
- 速冻面米制品的品质极受温度影响，使其在经营途中须全程处于低温环境，故冷链物流的完善有效扩大速冻食品的销售范围。
- 完整的物流体系有利于企业降低运输成本及过程损耗。

图：中国冷藏车保有量

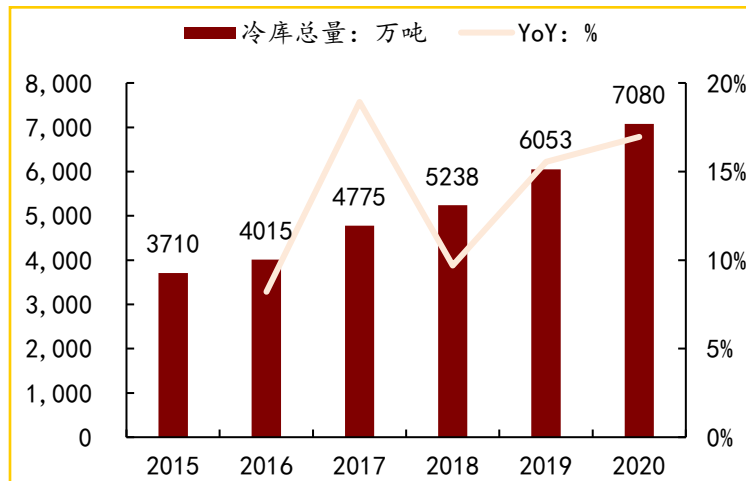


来源：中物联冷链委、招商证券

图：中国冷链物流市场规模



图：中国冷库总量



来源：中物联冷链委、招商证券

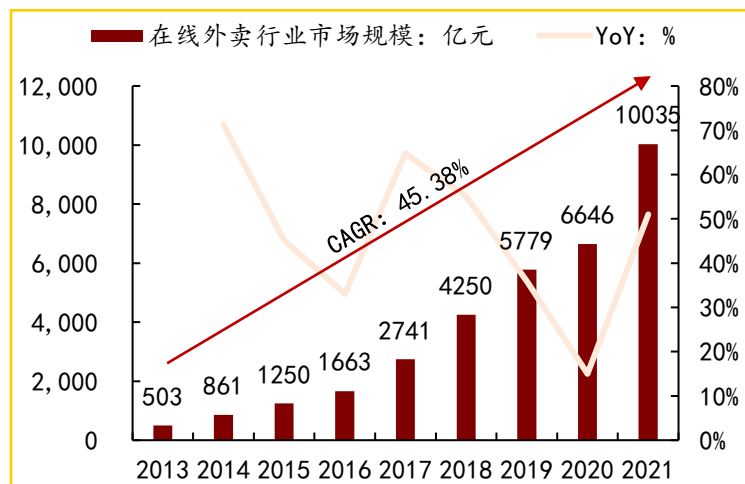
□ “小型化家庭”、配送服务成熟等推动外卖市场爆发式增长，赋予速冻面米制品机会

- 据美团及艾媒咨询统计，外卖消费者考量因素主要是口味(55.8%)、食品安全(49.8%)、配送时间(14.8%)，对外卖商家的食品品质稳定度及出餐速度提出了挑战。
- 速冻面米制品有助商家维持口味统一、控制食品卫生以及缩短备餐时间，标准化特点吻合外卖商家需求。
- 外卖服务输送大量客流和订单至餐饮商家，推动线上、下协力成长，拓宽了消费场景。

□ 团餐市场发展迅速，提升速冻面米制品需求

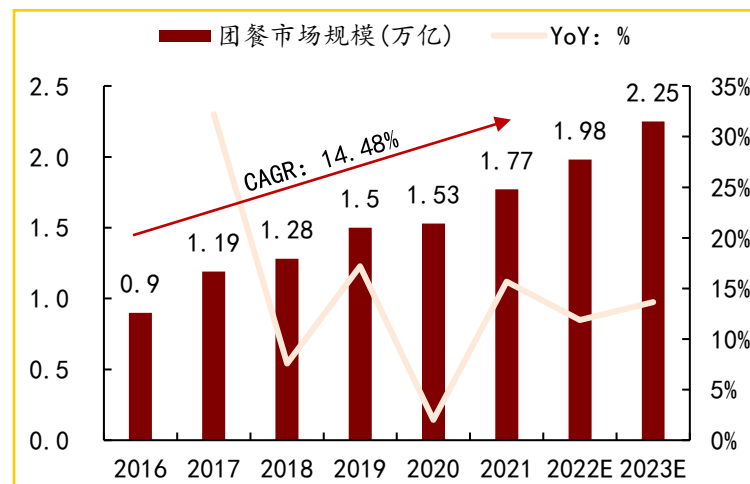
- 团餐市场具需求可预测性、标准化高、综合成本低、可复制性强特点，与速冻面米行业的制造标准化、品质稳定性切合。
- 据头豹研究院数据，食堂运营成本中人力成本占比达25%，使用速冻面米制品有助企业降本提效，大大提高团餐市场对速冻面米的采购需求。

图：中国在线外卖行业市场规模



来源：国家统计局、招商证券

图：中国团餐市场规模



来源：艾媒咨询、招商证券

2021年速冻米面市场规模866亿，B端未来可期

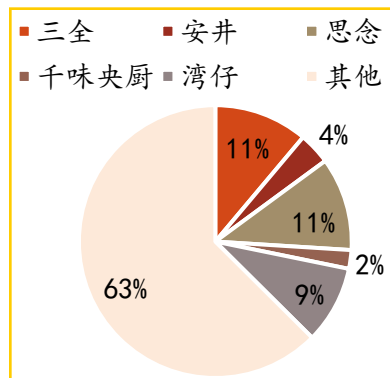
(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
餐饮业收入	32310	35799	39644	42176	46721	39527	46895	43677	47608	50945	55020
YoY		10.80%	10.74%	6.39%	10.78%	-15.40%	18.64%	-6.86%	9.00%	8.00%	8.00%
CAGR			9.7%							8%	
餐饮食材市场规模				17423	19562	16503	19579	18344	19995	21397	23108
原材料成本占比				41.31%	41.87%	41.75%	41.80%	41.80%	41.80%	41.80%	41.80%
速冻米面B端终端市场规模				118	137	135	157	156	182	208	238
速冻米面占食材比				0.68%	0.70%	0.82%	0.80%	0.85%	0.91%	0.97%	1.03%
YoY					16%	-1%	16%	-1%	17%	14%	15%
速冻米面C端终端市场规模				618	645	693	709	777	838	865	899
CAGR									5.34%		
速冻米面市场规模	533	556	629	736	782	828	866	933	1020	1073	1137
CAGR			9.77%						6.82%		

来源：国家统计局、Frost & Sullivan，中国饭店协会、艾媒咨询、智研咨询、招商证券测算
 备注：餐饮业收入中2022~2025年数据为测算值，原材料成本占比中2021~2025年数据为假设值

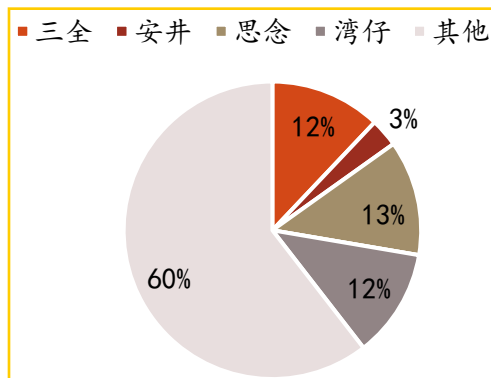
格局：C端市场巨头厮杀，B端市场潜力巨大

□ C端集中度高，B端相对分散。2021年速冻米面B端规模157亿，速冻米面B端CR3仅24%，2016年随着餐饮连锁化后提升，加速B端米面发展。C端三全、思念、湾仔三足鼎立，集中度高于B端。

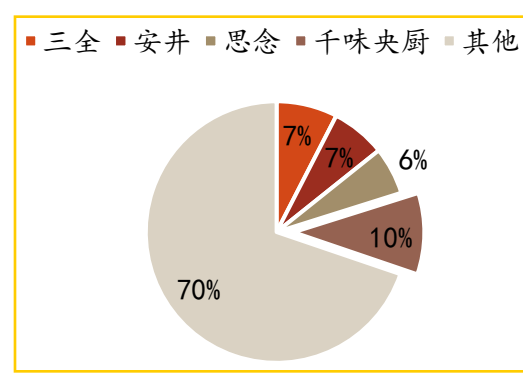
图：速冻面米市场格局



图：速冻面米C端市场格局



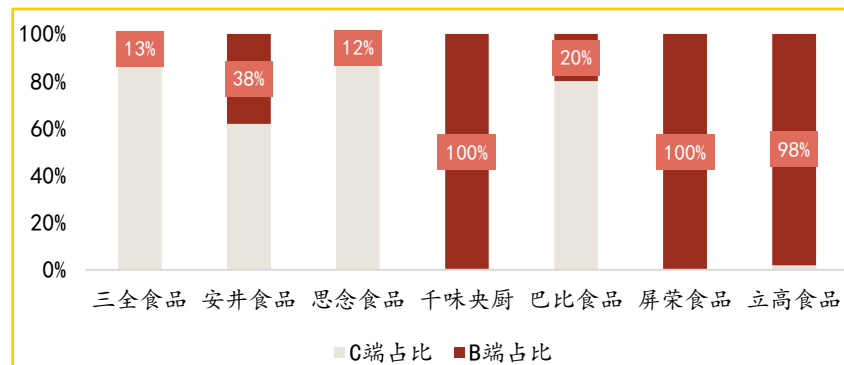
图：速冻面米B端市场格局



图：头部速冻面米企业下游结构

	C端占比	B端占比	B端品牌
三全食品	87%	13%	三全（绿标）
安井食品	62%	38%	安井
思念食品	88%	12%	思念BP
千味央厨	-	100%	千味央厨
巴比食品	80%	20%	巴比
屏荣食品	-	100%	阿诺
立高食品	2%	98%	立高、奥昆

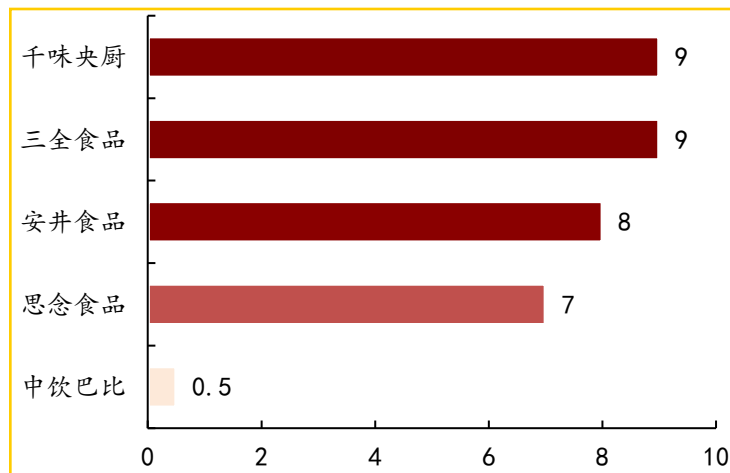
图：速冻面米企业B端、C端占比



B端：千味央厨围绕餐饮先发，其他巨头陆续入局 CMS 招商证券

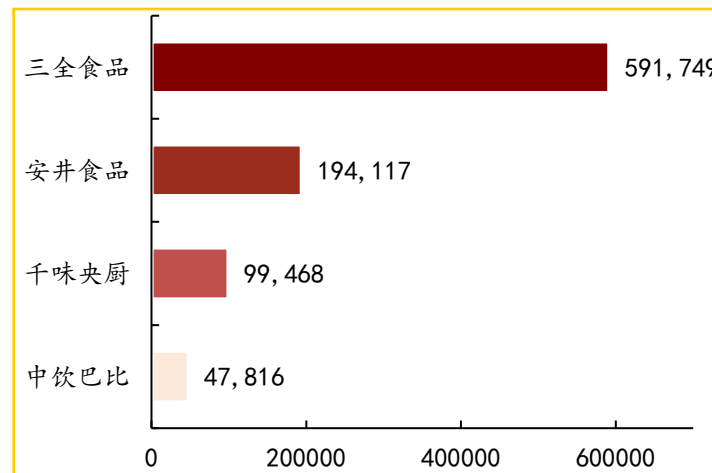
公司	品牌	体量	SKU数	渠道结构	渠道网点
安井食品	安井	69.65亿	400+	经销84%、直营12%	1500+经销商
三全食品	三全、龙凤	69.26亿	400+	零售86%、餐饮14%	5600+家经销商
思念食品	思念、思念BP	约69亿	500+	以C端为主，辅以思念BP针对B端	
立高食品	奥昆	18.10亿	200+	经销78%、直营22%	1900+经销商、400+家直销客户
中饮巴比	巴比馒头	9.75亿	250+	加盟&直营86%、直销14%	3000+家加盟店、17家直营门店
千味央厨	千味央厨、焙伦	9.44亿	350+	直营36%、经销64%	900家经销商

图：2020年B端速冻米面餐饮端收入(亿)



来源：华经产业研究院、招商证券
备注：图中数值为预测值

图：2021年可比公司面米制品产量(吨)



来源：Wind、招商证券

1. 行业：速冻米面C端巨头厮杀，B端潜力巨大

2. 公司概况：深耕餐饮供应链，为人间千味

3. 竞争优势：大B小B打法不同，聚焦场景精准研发

4. 未来展望：品类持续拓展，小B端加速渗透

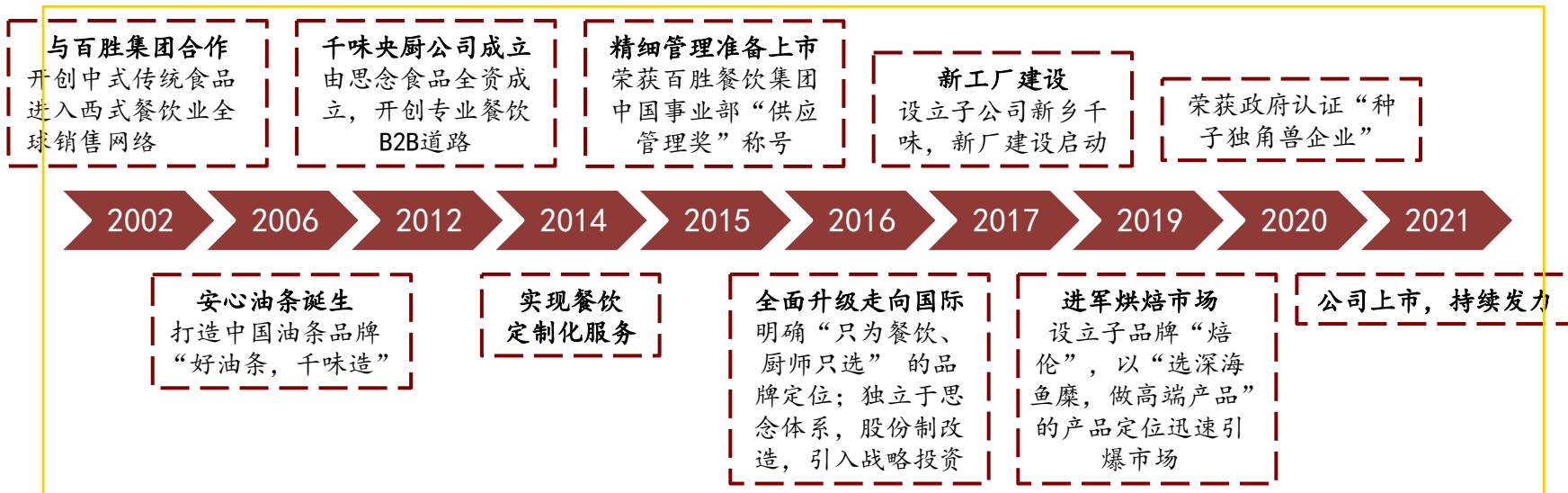
5. 盈利预测

- 秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，打造完整的供应链体系。公司致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品解决方案，下游客户以B端为主，包括连锁餐饮、团餐等客户，对上、下游有一定的控制力，形成完整的供应链体系。
- 公司凭借对餐饮消费行业的深入理解，近年围绕“场景化”推新，深耕速冻食品To B 领域，从三全、思念、湾仔这些老牌速冻企业中成长起来。

图：千味央厨产品构成及占比



图：千味央厨发展历程



来源：公司官网、招商证券

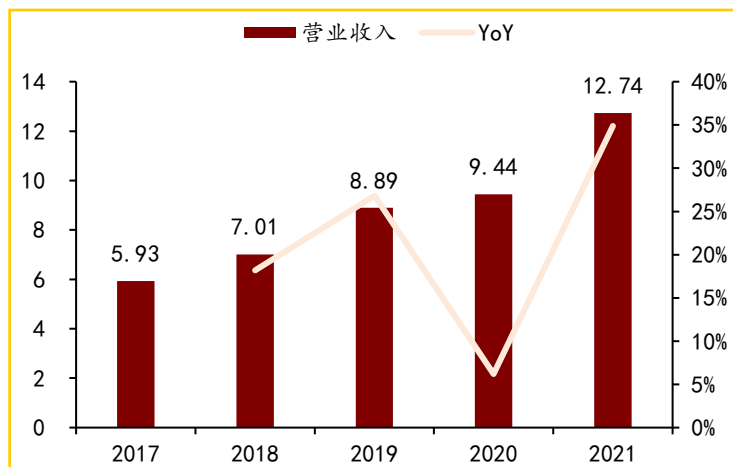
□ 公司营收持续增长，2021年增速突破新高

- 公司2017年至2020年营业收入分别为7.01、8.89、9.44亿元，2017-2020年CAGR达12.32%，2020年全年营收同比增长6.20%。2021年下游市场需求持续增长，公司反应迅速，营业收入达12.74亿元，同比增长34.89%。
- 22Q1-Q3公司单季度营收3.48、3.01、3.82亿元，同比增长20.2%、8.0%、19.2%。

□ 业务规模扩大，22年疫情影响收入利润承压

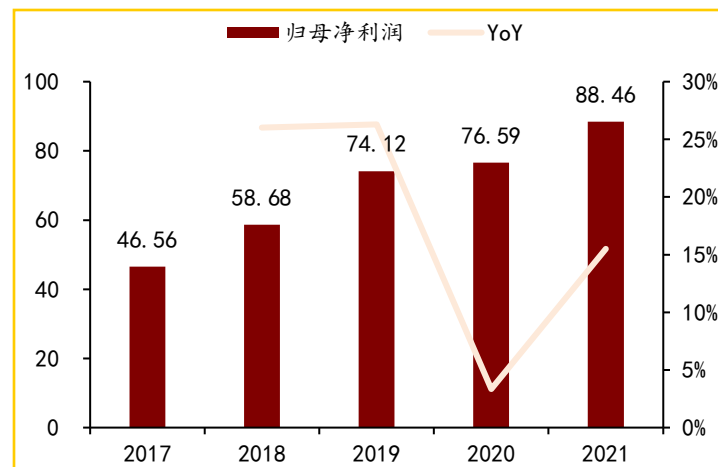
- 公司2017年至2020年归母净利润分别为0.47、0.59、0.74、0.77亿元，2017~2020年CAGR达13.25%。2020年同比增长仅达3.33%，系2019年底公司为新乡千味厂区自建冷库项目聘请第三方对冷库进行专业管理，以及加大销售人员的配置。
- 2021年公司盈利能力不断增强，公司归母净利润达88.46亿元，同比增长15.05%。
- 2022Q1-Q3受股份支付、规模效应减弱影响，净利率在6.8%。

图：营业收入（亿元）及增速



来源：Wind、招商证券

图：归母净利润（百万元）及增速



来源：Wind、招商证券

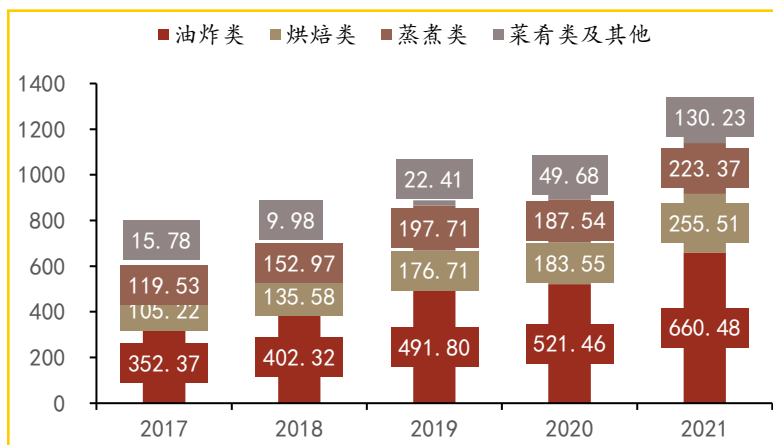
□ 品类多元化，与下游应用场景深度绑定

- 公司速冻面米制品可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类，以及油条、油炸点心、基础面点、卡通象形、米糕、蒸煎饺、烘焙、汤品、火锅、饼类及其他十大系列。
- 截至2020年末公司产品SKU达368个，2021年公司更推出酥皮春卷、爆汁流沙包、胡辣汤等家喻户晓的产品，丰富的产品品类为餐饮客户提供多样选择，形成较强的品牌力。

□ 油炸类（油条、芝麻球）为公司核心，菜肴类势头良好（蒸煎饺）

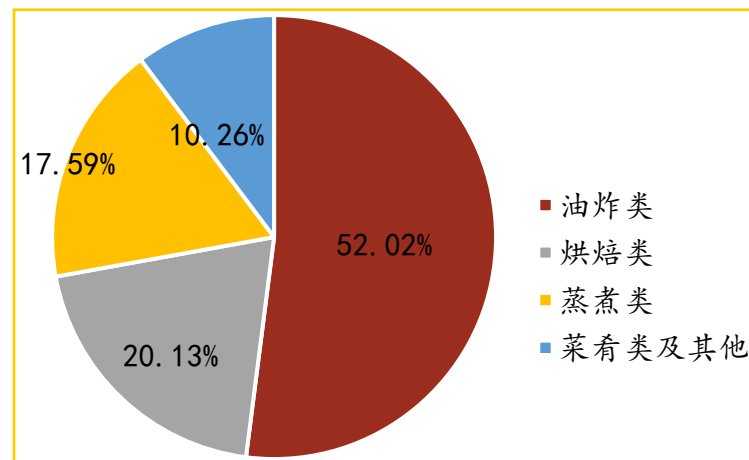
- 2021年公司油炸类产品营收达6.6亿元，占比达51.85%，为公司核心产品，其中油条、芝麻球是公司优势系列，具体油条系列包括安心油条、咸蛋黄注芯火锅油条、麻辣烫小油条、涮煮小油条等等；烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他分别占比17.53%、20.06%、10.22%。
- 近年油炸类、烘焙类、蒸煮类规模稳步有升，菜肴类及其他则保持高速增长。

图：四大品类营收规模(百万元)



来源：招股说明书、公司年报、招商证券

图：2021年四大品类营收占比



来源：招股说明书、公司年报、招商证券

□ 对核心产品进行创新研发，延续消费场景

- 近年，公司不断对现有产品进行升级，目标为生产适应多种消费场景的产品系列，同时形成品牌认知。
- 2004年公司首次推出油条，2012年起公司对油条不断进行创新研发，诞生“油条家族”，满足油条产品丰富场景细分，2021年更推出适用于火锅的咸蛋黄注芯油条。

□ 聚焦高成长性赛道，打造新系列

- 公司围绕餐饮客户特点进行个性化产品研发，未来新品重心放在团餐、早餐、宴席三大场景，为其打造多款专属产品。
- 针对团餐，公司推出蒸煎饺、米糕、花卷、春卷等，其中蒸煎饺、米糕市场反响极佳，是公司的利润增长点。
- 针对早餐，公司推出大包子、夹心糕、葱油饼、馅饼等，涵盖蒸煮煎炸全品类，大包子、卡通包放量明显。
- 针对宴席，公司推出树莓挞、南瓜糍、糯米糍、春卷等，主打宴席品规、美观、性价比，抢占乡厨宴席渠道红利。

图：油条家族产品



图：公司核心产品营收情况

(百万元)	2018	2019	2020
1*18*16 蛋挞皮	79.53	91.07	86.64
千味 260g 芝麻球	89.55	90.34	98.31
KFC 冷冻油条 (60g)	44.98	68.15	65.03
千味 400g 香芋地瓜丸	44.04	50.15	52.72
千味 450g 香脆油条	39.31	43.45	44.60
百胜原味冷冻华夫面团	11.96	28.05	17.30
千味 360g 卡通猪猪包	18.50	26.72	27.48
千味 1200g 放心大油条	9.27	19.63	26.11
千味 300 克脆皮香蕉	18.66	17.57	15.15
合计	355.80	435.13	433.34
占营业收入比例	50.74%	48.93%	45.89%

来源：招股说明书、公司官网、招商证券

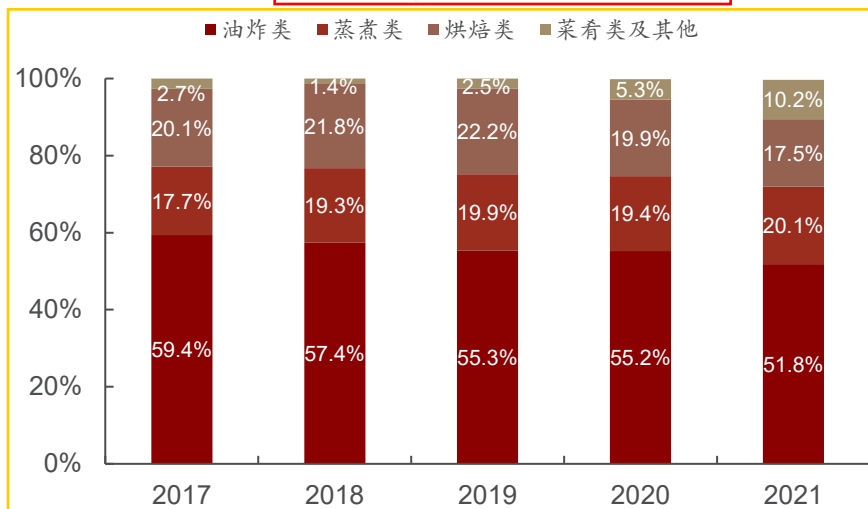
□ “模拟餐厅后厨”模式使产品研发环境贴近客户需求

- 公司建立了“模拟餐厅后厨”的研发实验室，模拟餐厅后厨工艺、环境研发。
- 技术能力强大、反应快速的研发系统，与供应商密切协作、及时灵活的采购系统，多功能、灵活的生产系统，适应客户严格标准、具有包容性的质量管理体系。

□ 产品多元化开发，助力公司全方面发展

- 研发团队持续创新开发适合多场景的速冻面米制品，标准化生产客户的概念化需求。
- 2021年中至今，公司推出火锅料、油条、基础面点、米糕、烘焙等多个系列。
- 预制菜与C端产品公司也计划在23年落地试销。

图：公司四大品类营收占比



来源：IFIND、招商证券

图：公司研发推新能力优秀



来源：公司官网、招商证券

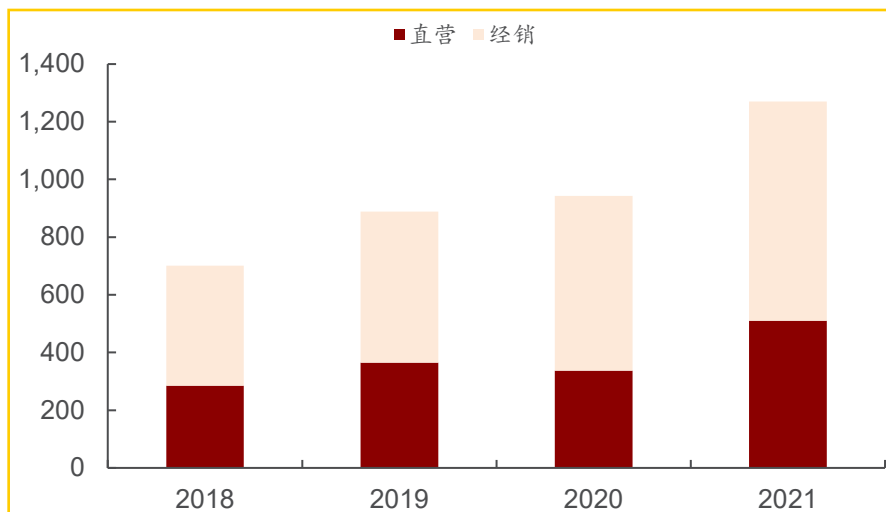
□ 直营经销双管并下，深入下游餐饮行业

- 公司针对各类下游客户，实行直营和经销两种模式同时销售，对经销客户主要销售通用品，对直营客户主要销售定制品。
- 公司经销渠道占比逐步抬升，22Q1-Q3经销渠道占比65%，直营渠道占比35%左右，经销渠道受益于渠道下沉与团餐类新客户开发，受疫情影响小，占比较21年提升。

□ 产能布局多地区，助力长远发展

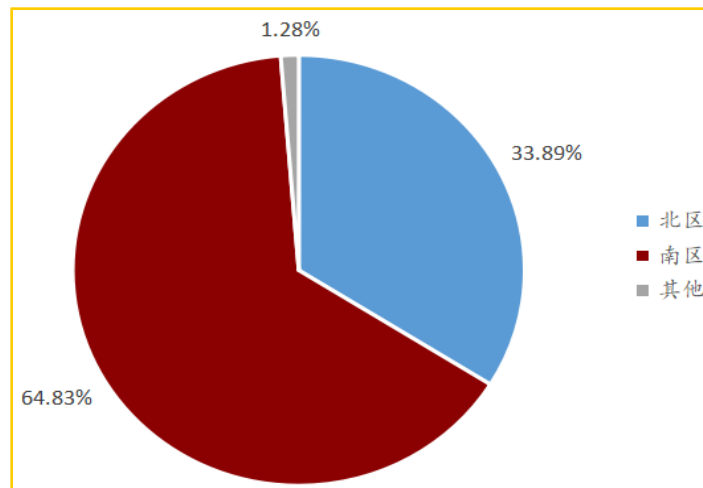
- 华东、华中地区为主。2021年南方地区营业收入占比达64.83%，系公司直营大客户中百胜（上海）、华莱士（福建）、海底捞（四川）等均归属于南方地区。
- 产能布局上，除了河南新乡，计划在辽宁、安徽芜湖多地建厂，优化物流成本与全国辐射能力。

图：2021年分渠道营业收入(百万元)



来源：招股说明书、公司年报、招商证券

图：2021年分区域营业收入占比



□ 大B端是公司立身之本，拓客重心转向小B

- 直营大客户为立身之本，公司以“大客户优先”，针对直营大客户特设重客部，各部门协力进行市场开拓、销售业务、品牌推广及产品管理等工作。
- 重客部主要服务百胜中国、华莱士等直营大客户，经销渠道以区域型餐饮转向小B，借助经销商渠道快速拓客，为长期小B渠道提供基础。

□ 秉承“只为餐饮、厨师之选”理念，推出优惠政策强化公司声誉

- 对于大客户，公司主要采用销售返利政策；对于经销商，公司同时采用销售返利政策及买赠政策，激励客户积极度，同时建立良好的合作关系。
- 公司向沃尔玛、华莱士和老乡鸡提供销售返利政策，返利标准分别为销售回款额的8%、5%和1.5%，2018~2020年返利金额分别共为154.94、179.92和263.78万元。
- 定期与经销商约定目标销售额和增长率，达成后即可享受返利政策，此外，公司不定期推出买赠政策，多与单次订货量挂钩。
- 推广营销：通过户外广告、品牌活动等多种方式，提升公司在餐饮供应链中的声誉。

图：千味央厨销售部门架构



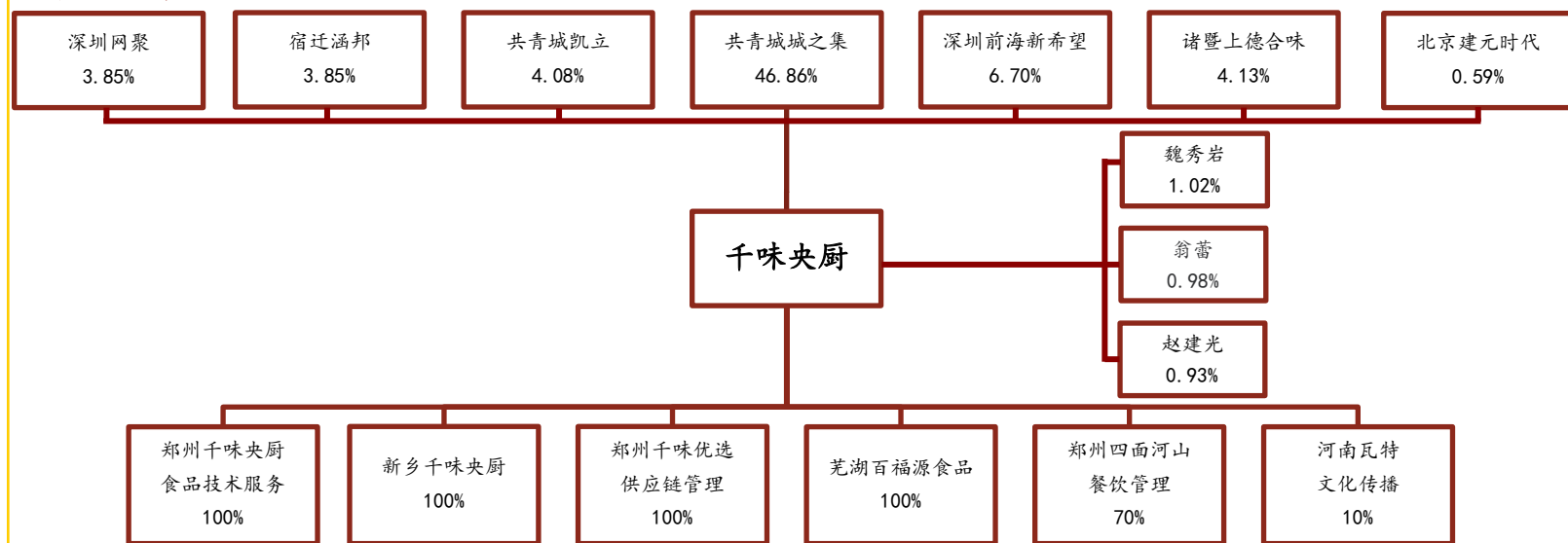
来源：招股说明书、招商证券

创始人是速冻行业领军人物，前瞻性强

创始人李伟创立思念，速冻行业领军人物，对市场洞察敏感度高，善于把握机会、产品创新

时间	创始人经历
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。

图：公司股权结构



来源：招股说明书、招商证券

姓名	职务	个人简历
李伟	实际控制人 不担任职务	毕业于郑州大学新闻系，本科学历。1997年成立河南省思念食品，2006年思念食品在新加坡上市。2017年末，李伟退出思念食品。第十二届、第十三届全国人大代表、河南省工商联副主席。
孙剑	董事长 董事	毕业于河南师范大学，本科学历。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月至今在郑州千味央厨食品股份有限公司工作，现任郑州千味央厨食品股份有限公司董事长，新乡千味执行董事。
白瑞	董事 总经理	毕业于中南财经政法大学，硕士学历，中级会计师。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月至今在郑州千味央厨食品股份有限公司工作，现任郑州千味央厨食品股份有限公司董事、总经理，新乡千味经理。
徐振江	副总经理 董事会秘书	毕业于中央财经大学，硕士学历，中央财经大学在读博士。2013年10月至2015年9月，任河南骏域基金管理有限公司投资总监；2015年9月至今在郑州千味央厨食品股份有限公司工作，现任郑州千味央厨食品股份有限公司副总经理兼董事会秘书。
王植宾	副总经理 财务总监	毕业于西南大学，本科学历，中级会计师。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月至今在郑州千味央厨食品股份有限公司工作，现任郑州千味央厨食品股份有限公司董事、副总经理、财务总监。

来源：招股说明书、招商证券

□ 结合股东及核心人员利益，推出限制性股票激励

- 2021年12月15日，公司以31.01元/股的授予价格向符合授予条件的80名激励对象授予1,526,200股限制性股票。
- 考核指标分公司、个人两个层面的业绩考核：
 - 公司层面业绩考核指标为年度营业收入，公司提出以2020年营收为基数，2022~2023年营收分别增长67%、101%的指标，期望调动员工积极性及起到约束作用，提升公司竞争能力，聚焦未来发展战略方向。
 - 个人层面业绩考核指标则为绩效考核体系，对激励对象的工作绩效做出准确、全面的综合评价。

□ 放眼未来，管理层纷纷增持

- 2022年2月10日，公司管理层基于对未来发展前景的信心和对公司股票长期投资价值的认可，通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价方式增持了公司部分股份。

图：公司限制性股票激励计划

姓名	授予限制性股数	占限制股总数比例	占计划公告日公司股本总额的比例
孙剑	142,900	9.11%	0.17%
白瑞	97,400	6.21%	0.11%
王植宾	87,700	5.59%	0.10%
徐振江	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%

来源：公司公告、招商证券

图：管理层2022年2月增持情况

姓名	本次增持数量(股)	增持均价(元/股)	增持后持股数量(股)
孙剑	20,000	49.015	619,215
白瑞	10,000	49.687	155,952
王植宾	10,000	49.127	144,864
徐振江	10,000	48.991	166,088

来源：公司公告、招商证券

□ 技术创新机制灵活，在百胜中份额提升侧面验证

- 公司秉承“以技术提高核心竞争力”的原则，多年来持续增加研发投入，并形成有效的技术体系。技术创新机制灵活，前端业务员/产品经理市场观察、反馈结合研发。
- 2022年公司在百胜的挞皮类供应份额通过产品迭代推新，供应份额上升，百胜供应链推新要求严苛，侧面验证公司研发实力。

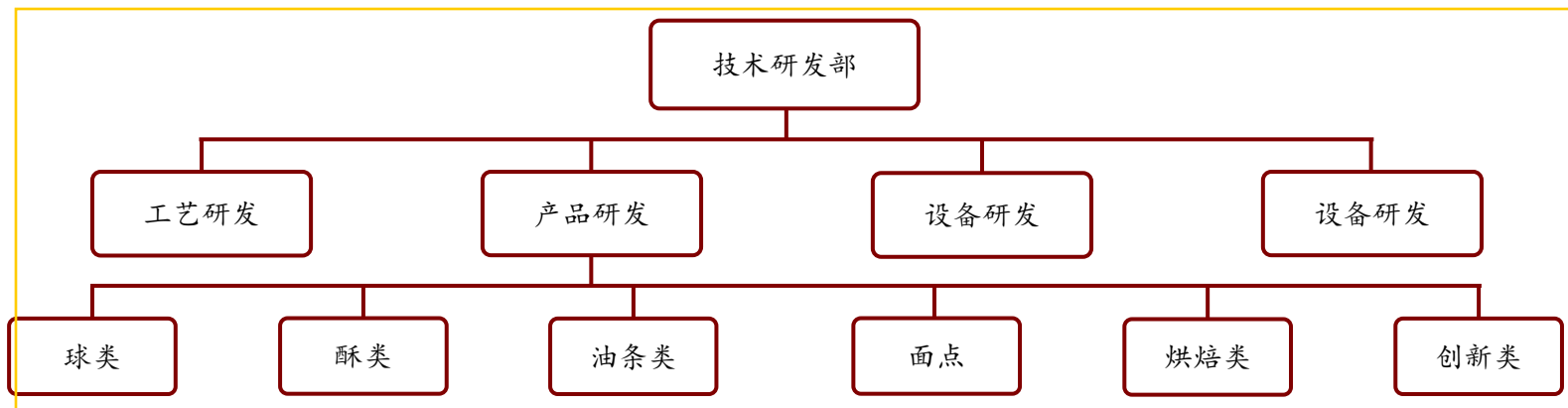
□ 核心单品自动化程度高，领先行业

- 目前公司油条、芝麻球、地瓜球工业化程度较高，并尝试逐渐提高全品类工业化程度。
- 行业巨头核心产品不同，安井的火锅料制品自动化程度较高，思念的水饺系列自动化程度较高，而在速冻米面领域，公司属于行业前端。

□ 积累多项核心技术，保证生产高质、高效

- 截至2020年末，公司已拥有46项专利以及多项具有自主知识产权的科研成果和核心技术，主要应用于油炸类大单品，为产品发展方面提供基础，有助企业扩大规模、转型。
- 相对行业，公司的多项核心技术带来低研发成本及低研发风险，形成技术优势。

图：千味央厨研发体系



来源：招股说明书、招商证券

传统油条vs速冻油条：单品规模大，南北通用、口味全国统一、自制程序繁琐

1) 传统油条手工制作，外观形态难以标准化；2) 吸油率高、不健康；3) 放置时间久了容易变硬，口感变差；4) 效率提升更明显，油条自制流程复杂，速冻油条操作方便，出餐仅需60-90s，口味、卖相、口感标准化。

速冻油条快速发展源于休闲属性&场景延展，从早餐主食到正餐配菜、外卖、小吃、火锅麻辣烫等泛火锅类快速发展。速冻油条行业潜在空间预计85-90亿。

图：传统油条vs速冻油条

	传统油条	速冻油条
生产流程	依次放入温水、玉米油、全蛋液、盐、无铝泡打粉，面团放入保鲜袋冷藏一夜。切条，两份重叠，按压、拉长，收口。8成热油温油炸，筷子不停翻动炸均匀。	制作：膨松剂、水、面-和面-醒发-切条-油炸，切条和油炸比较难以解决，切条需要保证面胚大小均一，2个贴条油炸不分离；油炸笔直无铝膨松剂，需要控制油温、加新油频次。
原料	面粉、油、膨松剂	面粉、油、膨松剂
成本	0.4-0.5元/根	0.7元/根
使用条件	油锅油炸	可油锅、空气炸锅油炸、微波加热

图：速冻油条潜在空间85亿

	场景	潜在空间
需求：应用场景多元化 工业化替代	早餐	137
	火锅	17
	麻辣烫	17
	合计	171亿
	假设工业化占比	50% 85亿

图：速冻油条发展历程

2006年，思念开始着手速冻油条的研发

2007年，引入预炸概念，从速冻生坯到半成品坯（生坯经过炸制后再速冻），不添加任何膨化剂，思念油条开启“油条无铝”时代

2009年，思念实现了油条面坯的机器自动切条

2010年，油炸难题得以解决，实现工业连续生产。

2010年，三全将老街油条推进西式快餐，也用“不加明矾”卖点

2012年，油条场景细分，千味央厨推出茴香小油条、火锅油条等。针对不同渠道的更加年轻化、时尚化、休闲化的油条新品

2013年，竞品跟随，中小企业进入油条项目，推动消费者教育、推广

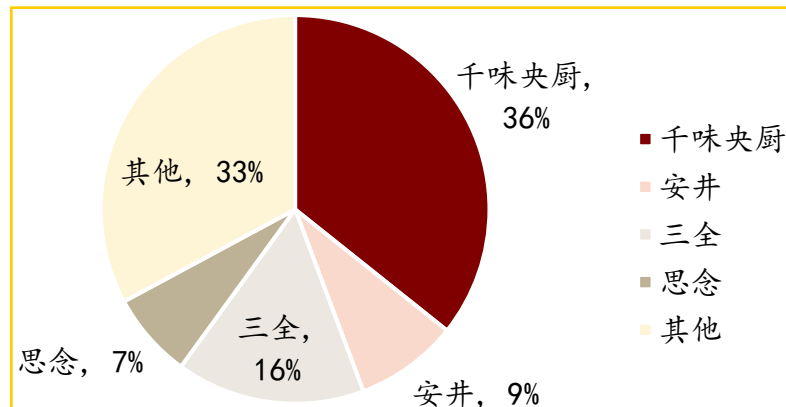
2014年，千味央厨实现生产线改造，生产效率提高，定制化能力增强

2018年，千味央厨首创“涮锅小油条”，“煮着吃的油条”进入2.0时代

2020年，针对早餐、团餐场景开发90g传统大油条

- **速冻油条：CR3份额约50%，千味央厨市占率约36%，增量来自下游场景多元、替代率提升。**
- **单品成长期：速冻油条行业每年20-30%增速。大B容易渗透，小B依然以手工油条为主，潜在空间85-90亿，目前市场规模仅20亿左右。**
- **生产端规模优势，产品持续迭代。千味央厨油条生产工艺叠加规模效应，成本相比于市场低10%-20%。油条产品微创新容易，在小B端针对早餐新出了大克数油条，23年有望在早餐渠道放量。**

图：速冻油条市场格局



图：不同品牌油条单价对比，千味性价比高

	价格 (元)	净含量(kg)	根数	单价 (元/kg)
千味放心油条	51	2.4	40	21.25
思念放心油条	64.9	2.25	50	28.84
安井香脆油条	43.8	1.35	30	32.44
三全香脆油条	71.8	2	50	35.90

图：千味央厨油条类推新历程

时间	产品名称	产品特点	应用场景
2006	安心油条 (KFC油条)	高性价比、出餐快、大小、口感、色泽统一，标准程度高	肯德基等餐饮连锁
2012	茴香小油条	耐煮，不吸辣不吸油	火锅餐饮、小吃连锁
2012	火锅油条	耐煮、劲道	火锅休闲场景
2018	安心大油条	体积更大，单根单人份	早餐、团餐食堂
2018	涮煮小油条	体积小、耐煮、劲道	麻辣烫、火锅餐饮
2018	酥脆油条	更加酥脆、口感好	早餐、快餐
2019	外卖油条	放置120分钟依然酥脆不干、耐折腾	外卖、团餐、快餐

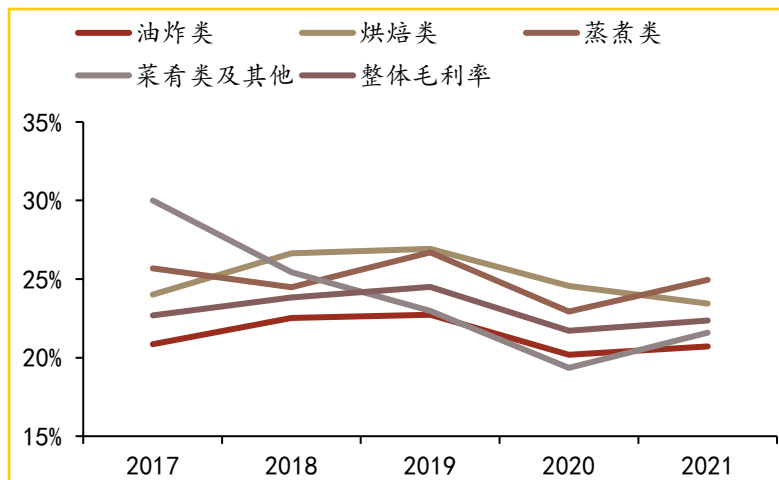
□ 直营渠道费用率低，毛利率高于经销模式

- 经销模式为按出厂价确定销售价格，直营模式则为通过议价招标模式确定价格。此外，公司深耕行业多年，较高的产品品质和较大的规模使其对下游直销客户具一定议价权。

□ 大B端盈利稳定，小B端略有波动

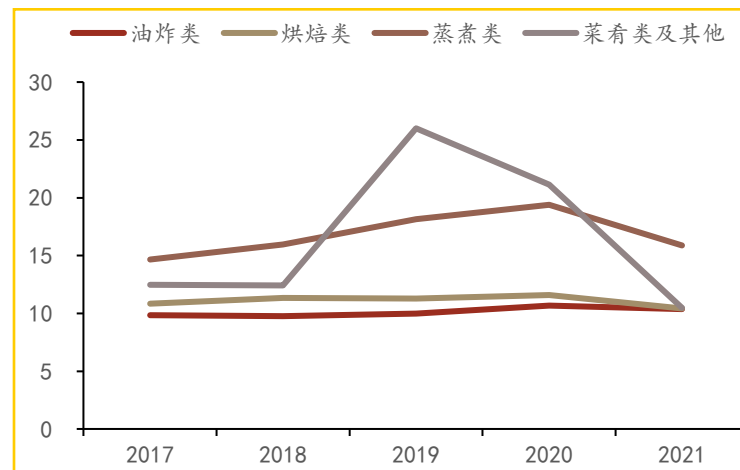
- 大B（直营）成本加成模式，成本压力可传导，整体毛利率25%，盈利能力相较经销渠道更加稳定。
- 2017~2019年公司毛利率稳定，略有升幅。2020年公司毛利率下降了2.79%，主要是执行新收入会计准则，运输费用计入主营业务成本，以及新乡工程投产、转固，折旧费用上升。2021年因公司产品结构及渠道结构的变化，毛利率稍为上升。
- 面对原材料成本的上涨，公司于2021年底对部分产品进行提价，调价幅度为2%-10%不等，其后提价传导顺利。

图：各品类毛利率



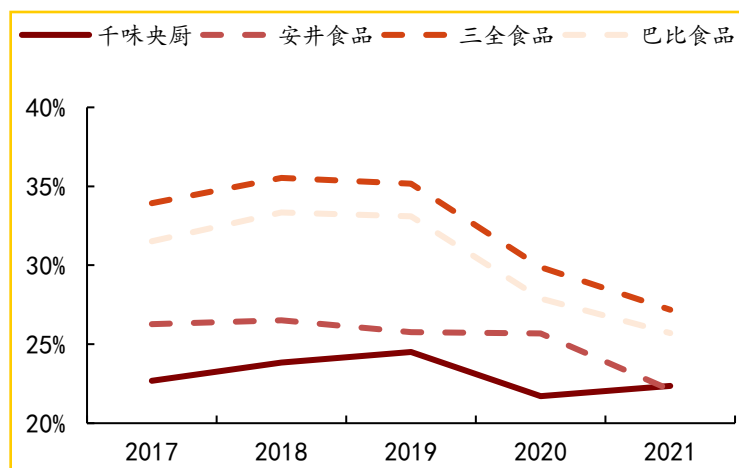
来源：Wind、招商证券

图：各品类平均单价(元)

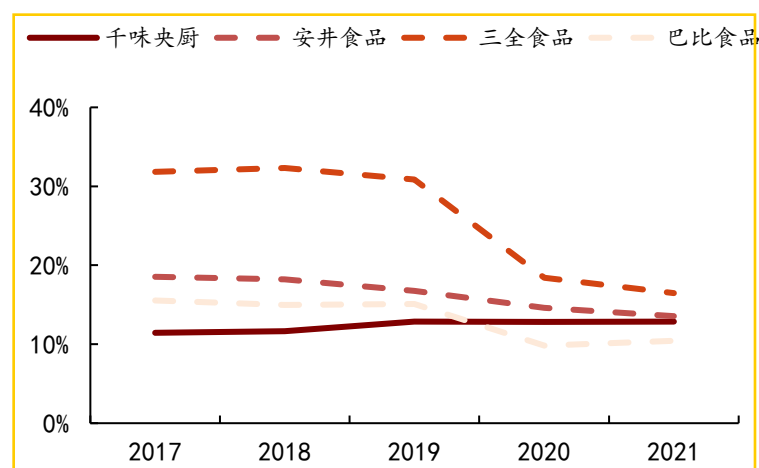


来源：招脱说明书、招商证券

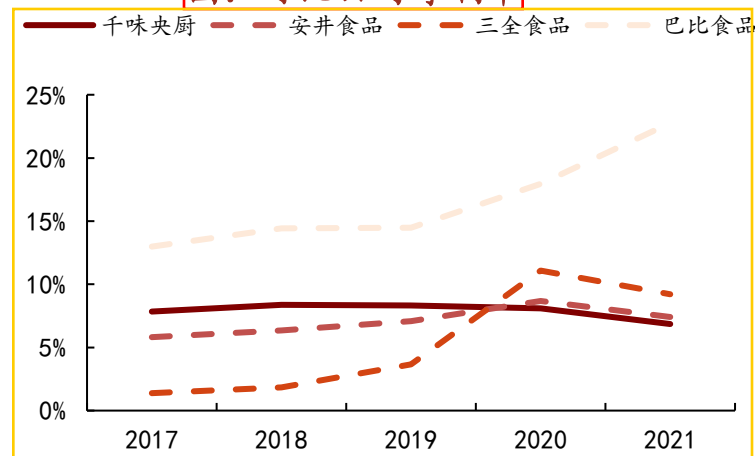
图：可比公司毛利率



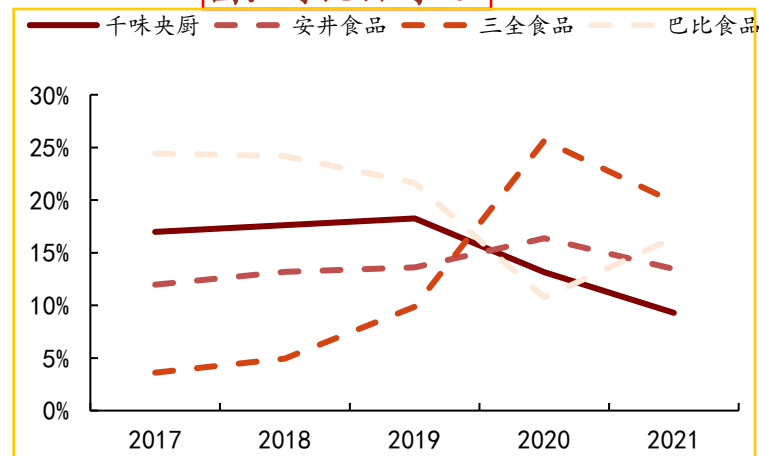
图：可比公司期间费用率



图：可比公司净利率



图：可比公司ROE



来源：Wind、招商证券

来源：Wind、招商证券

1. 行业：速冻米面C端巨头厮杀，B端潜力巨大

2. 公司概况：深耕餐饮供应链，为人间千味

3. 竞争优势：大B小B打法不同，聚焦场景精准研发

4. 未来展望：品类持续拓展，小B端加速渗透

5. 盈利预测

□ 成长第一阶段0→1：跟随百胜大B成长，盈利能力常年稳定，毛利率25%。

成长契机：肯德基寻找供应商，千味作为思念餐饮部去为肯德基开发工业油条单品。油条品类在百胜体系内快速成长，借此机会打磨公司研发与服务响应能力，同时拓其他大B。

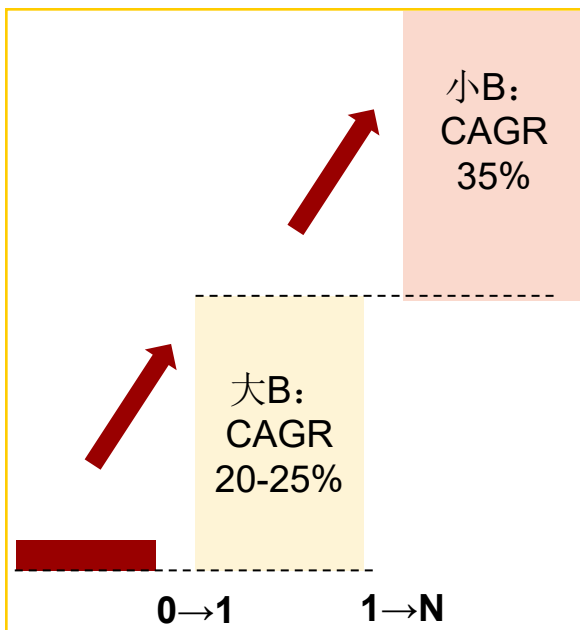
——模式接近日辰（定制餐调），背靠优质大B作为品牌背书。

□ 成长第二阶段1→N：借助头部经销商，渠道加密、下沉，获得小B渠道的发展红利。

——小B渠道主要竞品有三全绿标、安井、阿诺、标点等，产品端部分重叠度，经销商上与三全、安井部分重叠，考验流通渠道管理、经销商服务能力。

——小B端确定性主要在于团队渠道搭建，公司多种尝试下20年战略重心从区域连锁逐步转向早餐、团餐、乡宴、工作餐场景为主的小B客户，这些渠道没有特别强势品牌，可挖掘潜力大。公司重心依然在头部经销商资源积累，强化厂商渠道资源粘性。

图：成长阶段从大B客户过渡到小B



来源：招脱说明书、草根调研、招商证券

图：大B客户的定制需求合作流程

品牌推广	设立营销服务小组 市场营销活动渗透，多层次人员参与
前期接触	利用品牌效应、产品博览会与各类定制厂商接触
洽谈跟进	市场前景、调研； 小试生产，优化产品等 产品中试、确定价格 双方签订采购合同
组织生产	客户提前一个月提需求 公司组织生产，以销定产
后续反馈	后续跟进销售情况 及时对产品销售、从调整

竞争打法：大B重视品质&服务，小B追求性价比

	B2大B	B2中小B	B2C
消费场景	面向头部餐饮企业，企业加工后终端销售	面向区域连锁餐饮，企业加工后终端销售	直接面向终端销售
下游客户	百胜中国、华莱士、老乡鸡、瑞幸、沃尔玛	区域连锁客户、团餐乡厨客户	C端家庭消费者
销售模式	公司主动提出新产品设计、方案、技术支持给客户，立项-小试-客户反馈-调整-再提交-再反馈-再调整-生产	通过经销商往餐饮渠道、流通市场渠道销售	通过经销商往流通市场、KA渠道销售
渠道费用	渠道费用低	渠道费用中等	需要持续的消费者教育，商超渠道费用高
客户特点	客户重视品质、供应稳定性、价格敏感度低	客户重视品质、产品性价比	客户重视品质、品牌，推广营销等终端活动对动销影响大
研发模式	定制化研发，需要结合大B的使用环境、使用条件研发	标品为主，主要是产品微创新	标品为主，洞察C端需求-产品创新
客户粘性	大B粘性高，不轻易更换供应商	中小B粘性较低	C端粘性来自品牌
销售结算方式	不超过3个月账期，双方共同协商账期	先款后货，买断式，无账期	先款后货，无账期
销售返利	华莱士、沃尔玛、老乡鸡有返利	向完成年度目标的经销商返利3%	-
定价模式	成本加成，盈利能力稳定，成本压力小	公司确定出厂价	公司确定出厂价
类似企业	日辰股份	安井食品	三全食品
渗透难度	壁垒较高，切入大B供应链的资质要求高，时间周期2-3年以上	竞争激烈，需要经销商支持与推广	商超渠道进场费高、消费者教育成本
核心竞争力	定制化服务、产品研发迭代能力、响应能力	渠道推力、销售人员终端开发、终端维护能力	品牌力、渠道推力、终端陈列
渠道加价			

来源：招脱说明书、草根调研、招商证券

大B：硬实力吸引头部优质客户，先发占市场先机

CMS



招商证券

□ 大B看重生产规模与资质、研发（产品迭代）、响应能力

- 公司多年深耕速冻米面B端领域，已为餐饮企业定制各类产品，开拓了大量国内外品牌知名度较高的餐饮连锁企业客户，形成市场先发优势。
- 合作客户包括百胜中国、华莱士、海底捞、呷哺呷哺、永和大王、瑞幸咖啡等，其中在百胜中国供应商体系为最高级 T1 级，在行业内拥有良好的知名度及声誉。

□ 合作客户涉及多个餐饮领域，奋力探索不同消费场景，寻找新增长点

- 西式快餐：肯德基、华莱士、必胜客、汉堡王
- 中式快餐：真功夫、老乡鸡、永和大王
- 火锅：海底捞、小肥羊、呷哺呷哺
- 茶饮&咖啡：瑞幸、太平洋咖啡
- 其他：沃尔玛、大润发、富士康

图：千味央厨合作品牌(部分)

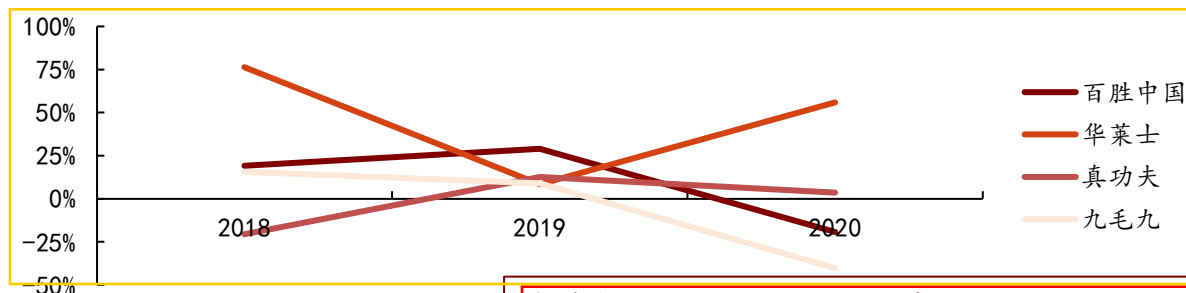


来源：公司官网、招商证券

大B：保持紧密合作，重维系形成强粘性

客户	客户合作与成长	供应
百胜中国	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2021年，百胜中国提出策略性拓展业务版图，奋力迈向20000家门店，开店速度有望提升，预计肯德基、必胜客2022年开店数量能突破1500家。 ➢ 随着公司其他客户的高速发展，百胜中国的占比将持续下降，预计未来公司对百胜中国的销售额增速为6~8%。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ KFC安心油条 ➢ KFC定制挞皮
华莱士	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2021年上半年华莱士摆脱颓势，实现营收同比增长104.53%，未来或依靠合作联营模式保持高增长，公司将与华莱士共同成长。 ➢ 目前公司在对华莱士的供应上存在低仓储覆盖率的问题，无法满足大部分门店的需求。公司计划主要依靠扩仓，提高覆盖率，实现销售快速增长，预计公司对华莱士的销售额在2年内突破1亿。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 华莱士挞皮 ➢ 华莱士派类
海底捞	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 公司对海底捞的供应亦面临产品覆盖率低的问题，公司从2020年便实行扩仓，以提升产品覆盖率，同年显现成效，远超目标销售额，未来公司将持续扩仓，同时增加合作品类，双核推动销售额增长。此外，海底捞会转卖公司产品，有助增加产品需求。 ➢ 受外部环境影响，海底捞部分门店经营不理想，海底捞启动“啄木鸟”计划，调整扩张策略，减少未来资金投入，对公司未来供货增速有一定影响，但公司对海底捞的销售额仍期望在2022年实现翻倍，并持续高增长2年以上。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 咸蛋黄油条 ➢ 注芯油条 ➢ 虾滑油条 ➢ 捞面结

图：千味央厨对各客户的销售额增速



来源：招股说明书、招商证券

直营客户的粘性较强：对于餐饮连锁企业，除了出现重大食品安全问题外，较少更换供货商。
定制生产反推动公司与直营客户形成紧密的合作共赢体。

□ 与头部连锁餐饮企业合作，为公司持续增长提供动力

- 以服务大客户起家，已搭建成熟的开发、维护体系，凭借“产品+服务+品质”的三大核心优势，能够快速响应新客户需求，使客户在选择供应商时优先考虑千味央厨。
- 与新客户合作时，公司能够利用对百胜的技术储备外溢到同种品类，最高效率完成定制研发，有助双方成长。

□ 老乡鸡

- 2019年营收已超30亿元，拥有超1000家门店，与千味央厨合作多年，主要采购面点类产品，未来有望维持增长，22年计划实现2000万。

□ 乡村基

- 2021Q1-3营收达34亿元，同时共有1,145家直营餐厅，集中在川渝、两湖地区。
- 旗下拥有两个子品牌：“乡村基”致力打造具“极致性价比”的川菜快餐、“大米先生”致力打造“小憩驿站”，涉及油条、地瓜球等产品，原材料或有采购千味央厨的油炸类、蒸煮类产品的需求。

□ 瑞幸咖啡

- 2021年营收达79.65亿元，门店数量超6000家。
- 瑞幸咖啡主要采购公司的烘焙类产品，为公司打入茶饮与咖啡领域的烘焙市场的第一大客户，期望依靠抢占领域头部品牌再带动公司成长，预计公司对瑞幸咖啡的销售额在2年内突破千万级。

图：餐饮业各消费场景前三名

中式简餐	合作	面类	合作	粥类	合作	茶饮	合作
老乡鸡	√	李先生	√	曼玲粥店	√	瑞幸	√
乡村基	√	苏轼牛肉面		嘉和一品		蜜雪冰城	
真功夫	√	好嫂子		粥员外		奈雪的茶	√

来源：中国烹饪协会、万榜、招商证券

大B：前五大客户占比下降，对百胜依赖渐减

□ 前五大客户占比下降

➤ 百胜中国

➤ 油条、蛋挞、牛角包、冷冻华夫面团

➤ 华莱士

➤ 红豆派、蛋挞皮、香芋地瓜球

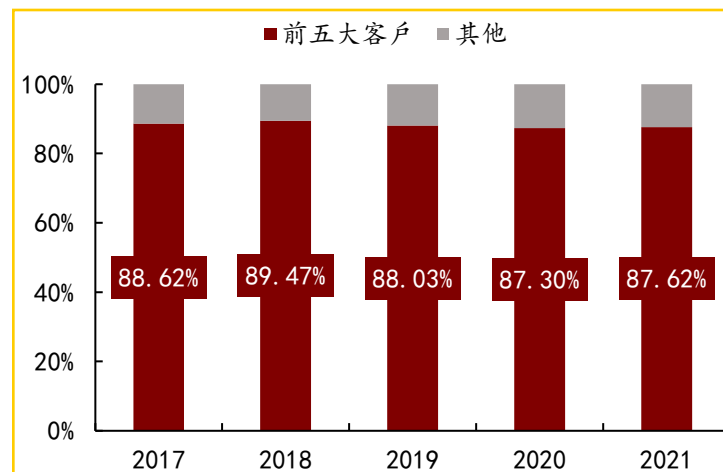
➤ 海底捞

➤ 油条、芝麻球、汤圆、面节

➤ 真功夫

➤ 猪猪包、馄饨、手抓饼、鸡肉馅饼

图：千味央厨前五大直营客户占比



图：千味央厨前五大直营客户（单位：万元）

2018			2019			2020			2021		
品牌	销售额	营收占比	品牌	销售额	营收占比	品牌	销售额	营收占比	品牌	销售额	营收占比
百胜中国	21175.14	30.20%	百胜中国	27317.14	30.72%	百胜中国	22067.31	23.37%	百胜中国	24526.78	19.25%
华莱士	2368.83	3.38%	华莱士	2567.12	2.89%	华莱士	4000.19	4.24%	华莱士	7060.56	5.54%
九毛九	895.88	1.28%	九毛九	978.95	1.10%	海底捞	2086.53	2.21%	海底捞	6268.76	4.92%
真功夫	569.51	0.81%	真功夫	641.9	0.72%	真功夫	664.96	0.70%	老乡鸡	827	0.65%
富士康	503.46	0.72%	永和大王	583.13	0.66%	九毛九	582.77	0.62%	瑞幸	762.94	0.60%

来源：招股说明书、招商证券

大B：壁垒较高，易守难攻，预计23年增速25%

大B：客户规模持续扩大，壁垒较高，打磨公司组织/研发/品控力

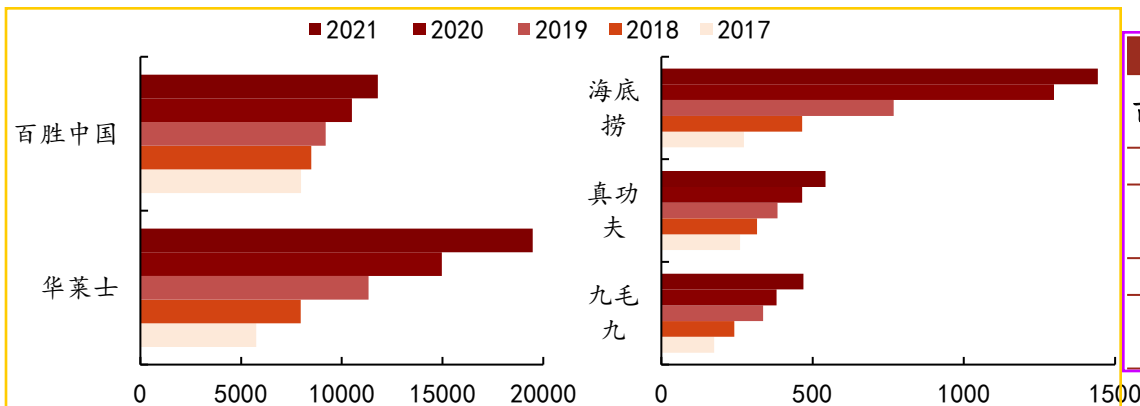
- 大B端考验自上而下的组织能力，壁垒较高。千味对接大客户的内部小组以公司董事长和总经理为小组负责人，快速响应需求，在餐饮头部连锁中口碑好。安井在企业、餐饮直营业务一直没发力，积累不多；三全在头部餐饮海底捞中份额呈下降趋势，竞争力一般。
- 空间测算：大B增长主要来自老客户门店扩张+新客户拓展。23年百胜预计增速18-20%，其他大B预计增速20-30%，2025年直营渠道预计收入在11-12亿。

图：千味央厨直营渠道空间

	2017	2018	2019	2020	2021年	2022E	yoy	2025E	CAGR
直营（百万元）	241	285	365	337	511	537		1152	
YOY		19%	28%	-8%	52%	5%		20-25%	
百胜	212	212	273	220	245	270	8%		15-18%
华莱士	24	24	26	42	74	80	10%		20-30%
海底捞				22	63	70	13%		15-20%
老乡鸡				2	8	20	142%		20-30%
瑞幸				0	8	10	31%		20-30%
盒马						3			30%
其他直营	5	50	66	74	114	153			30%
YOY		856%	32%	13%	53%	35%			

图：大B客户门店总数

图：千味央厨前五大客户门店净增加数



品牌	2017	2018	2019	2020	2021
百胜中国 肯德基	-	422	624	566	1000
百胜中国 必胜客	-	45	41	19	200
华莱士	1209	2203	3362	3644	4513
海底捞 中国	87	176	286	489	124
海底捞 海外	10	17	16	41	21
真功夫	33	56	68	82	77
九毛九 九毛九	11	8	(4)	(45)	(15)
九毛九 太二	15	37	61	107	117

小B：品牌背书、品质保障、性价比优势

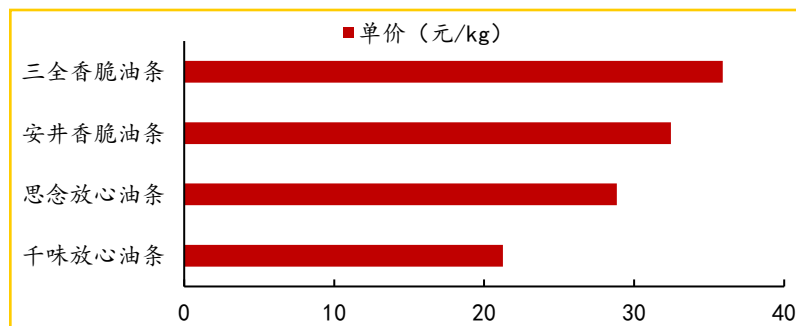
小B：主打性价比优势、品质保障、围绕产品特质营销

- **定价：**经销渠道加价10-15个点，优势产品性价比凸出。如挹皮产品生产成本与立高食品基
本一致，但每千克出厂价低2元左右，便宜约15%，且千味产品多为手工挹皮、品质一般更优。
其他各类通用品中，据草根调研反馈，千味较同类型产品定价普遍更低，综合看相同单品价
格多较三全、安井低于10%左右。
- **品牌优势：**大B灯塔效应，百胜T1供应商的品牌背书，围绕厨师群体精细营销。
- **产品力：**品质稳定、形态美观，适合餐饮渠道，特别是宴席类场景。大单品蒸煎饺渠道反馈
适合团餐、宴席场景，堆蒸不破；芝麻球产品油炸过程中不会变形。
- **渠道反馈：**服务能力逐步上升，铺货率与推广带动动销。公司业务和市场人员带领经销商业
务团队，开发二批和终端网络，通过开发早餐、团餐等渠道，提高产品铺货率，带动销量提
升，并提高经销商团队的业务能力。帮助经销商组织核心二批和终端客户产品品鉴会。

图：千味央厨经销模式特点

快速扩张	渠道成本低	配送效率高	仓储成本低
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	国内中小餐饮企业数量较多且较为分散，管理难度较大，而经销模式可以将中小客户归入经销商的管理范围，公司的管理成本降低	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	公司对经销商主要采用先款后货模式，同时经销商的仓库可以作为公司到各个区域市场的中转仓，有利于优化公司的成品仓储成本和现金流

图：千味央厨大单品性价比优势明显



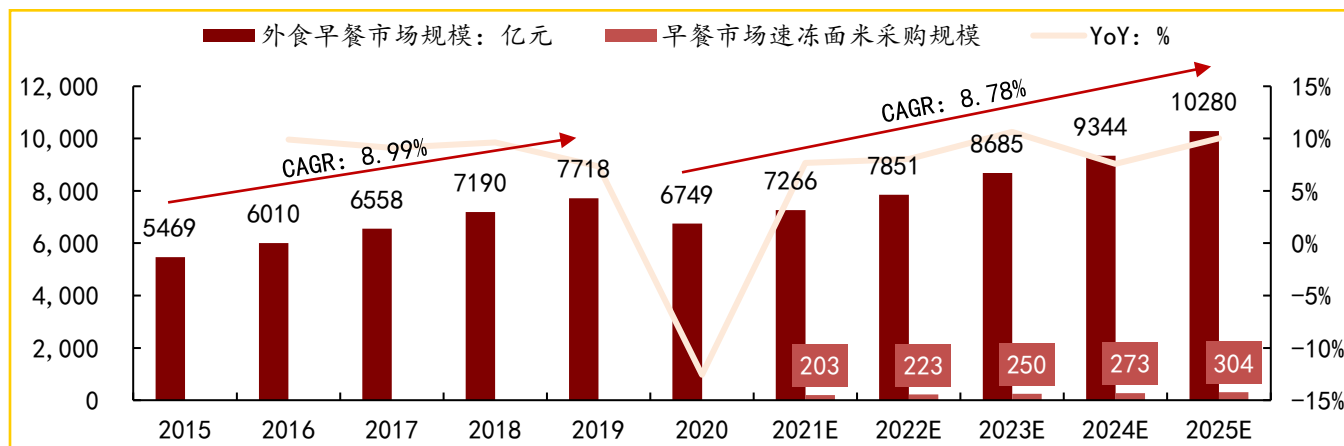
□ 早餐、乡宴等消费场景空间广阔，呈工业化替代趋势

- 早餐属复购率高的刚需市场，快节奏生活使越来越多消费者选择外食早餐，2020年外食早餐市场已达6749亿，而且油条、馄饨等中式食品接受度高且受众广泛。
- 目前我国早餐店以小型个体店为主，2025年早餐市场速冻面米空间预计达300亿。
- 我国广大的农村和乡镇的红白喜事宴席，对产品需求量大且上菜效率要求高，其中对面米制品的要求多是芝麻球、地瓜球等油炸类食品以及发糕、米糕等蒸煮类食品，为公司提供了广阔的市场空间。
- 乡宴市场属于流动的广告平台，自带宣传性效果，有利于公司提升品牌力。

□ 公司赋能经销商，实现共同成长

- 2019年起公司已逐步对经销商进行赋能，比如配备业务人员，共同开发终端。厂商-经销商持续协同发展，进行属地化覆盖，实现渠道下沉，抢占早餐、乡宴市场。

图：外食早餐市场规模



来源：英敏特、招商证券

小B：重点扶持大商，百万级别经销商粘性强

□ 重点扶持大商，百万以上级别经销商粘性强

- 小B端扶持500w以上核心大商，构建厂商联合项目制共同体，派驻业务人员服务经销商，开拓终端、业务推广。
- 百万以上级别经销商数量达100+家，2017年至2020年末，终止客户合计仅达8名，开发新客户达20名。

□ 百万以下级别经销商经营受限，转为分销商

- 部分经销商主营其他产品，面米制品为季节性需求，进货稳定性和销售连续性较差。
- 部分经销商因规模较小，采购灵活，粘性较低。

图：百万以上规模经销商变动情况

	2017	2018	2019	2020
新增数量	37	18	47	41
其中：开发新客户	0	1	9	10
新客户对应同期收入(万)	0	108	1376	1382
减少数量	3	22	21	29
其中：终止客户	1	0	3	4
终止客户对应上期收入(万)	166	0	662	615

图：各收入规模经销商情况

规模	项目	2017	2018	2019	2020
500万元以上	经销商数量	12	15	17	18
	销售金额	10069.45	13085.92	18211.41	17292.72
	占经销收入比例	28.59%	28.56%	34.75%	31.48%
100-500万元	经销商数量	84	77	101	112
	销售金额	16819.75	16993.59	21241.37	24888.15
	占经销收入比例	47.75%	40.88%	40.53%	41.11%
10-100万元	经销商数量	210	276	327	468
	销售金额	7395.01	10394.89	11659.02	16918.28
	占经销收入比例	20.99%	25.01%	22.24%	27.94%
10万元以下	经销商数量	215	238	303	309
	销售金额	941.85	1094.11	1300.59	1446.87
	占经销收入比例	2.67%	2.63%	2.48%	2.39%

来源：招股说明书、招商证券

□ 渠道利润中上水平，借大商资源拓小B客户

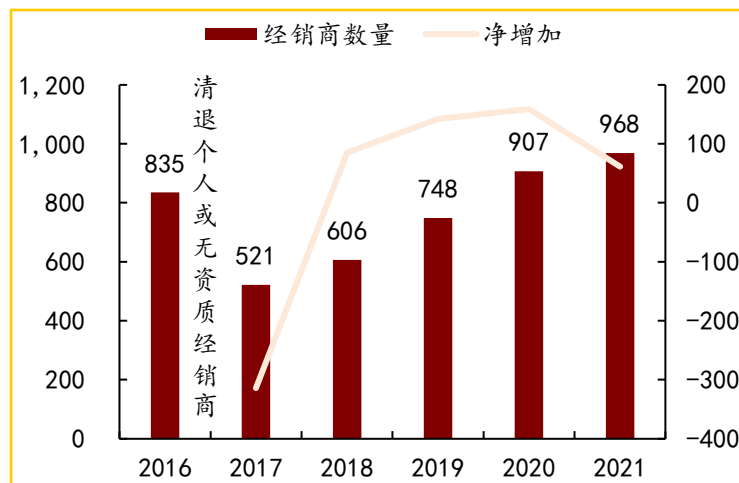
- 公司建立了全国性的经销网络，目前以二三线城市为主，未来随着品类的丰富度上升，渠道下沉。

□ 销售团队灵活，推广频次高于同行

- 大区经理8人：每人负责3-4个省份
- 业务主管120人：每人负责1-2个地级市
- 业务代表70-80人：常驻辅导大经销商

□ 渠道策略整体灵活机动，业务员跟踪、反馈及时。大区经理权利大，费用投放上倾斜大商，春节等旺季节日会通过加大促销等形式占经销商仓库。

图：千味央厨经销商数量



图：经销模式的优势

渠道范围

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

渠道成本

国内中小餐饮企业数量较多且较为分散，管理难度较大，而经销模式可以将中小客户归入经销商的管理范围，公司的管理成本降低









配送时间

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

仓储成本

公司对经销商主要采用先款后货模式，同时经销商的仓库可以作为公司到各个区域市场的中转仓，有利于优化公司的成品仓储成本和现金流。

竞争格局：玩家错位竞争，格局未明显恶化

		千味央厨		安井食品		三全食品		日辰食品	
营业收入 (亿)		12.74		92.72		69.43		3.39	
净利润 (亿)		0.87		6.87		6.4		0.81	
收入构成	油炸类	51.81%		面米制品	22.15%	速冻面米制品	86.87%	酱汁类调味料	73.97%
	蒸煮类	20.10%		肉制品	23.10%	速冻调制食品	10.74%	粉体类调味料	24.36%
	烘焙类	17.51%		鱼糜制品	37.51%	冷藏及短保类	1.77%	食品添加剂	1.62%
	菜肴及其他	10.20%		菜肴制品	15.41%	其他	0.61%	其他	0.05%
	其他业务	0.31%		其他	1.83%				
收入构成图		<ul style="list-style-type: none"> 油炸类 蒸煮类 烘焙类 菜肴及其他 其他业务 		<ul style="list-style-type: none"> 面米制品 肉制品 鱼糜制品 菜肴制品 其他 		<ul style="list-style-type: none"> 速冻面米制品 速冻调制食品 冷藏及短保类 其他 		<ul style="list-style-type: none"> 酱汁类调味料 粉体类调味料 食品添加剂 其他 	
渠道结构	直营	40.08%		直营	4.80%	直营	23.44%	直销	97.99%
	经销	59.58%		经销	83.29%	经销	74.26%	经销	2.01%
	其他业务收入	0.34%		商超	9.95%	电商	2.31%		
	商超			电商	1.97%				
BC结构		B端90%+		B端65%，C端35%		B端13%，C端87%		B端95%+	
渠道结构图		<ul style="list-style-type: none"> 直营 经销 		<ul style="list-style-type: none"> 直营 经销 商超 电商 		<ul style="list-style-type: none"> 直营 经销 直营电商 		<ul style="list-style-type: none"> 直销 经销 	
定制品/大单品		定制超40%，大单品是油条、芝麻球		大单品有牛肉丸、鱼丸、手抓饼、红糖馒头		定制占比小，大单品是汤圆水饺		定制品为主	
企业历史		早期在思念体系下，2016年从思念独立，06年至今一直是百胜供应商。		安井于 2001 年成立，2004-05 年开始生产销售速冻鱼糜制品，以火锅、麻辣烫等中小 B 餐饮客户为主，是BC 兼顾的速冻火锅料龙头。		三全于 1993 年成立，多年稳居 C 端速冻面米第一，2018 年开始大力发展餐饮业务。		早期为大客户味千和呷哺呷哺供应定制复合调味料，后来扩展其他连锁客户。	
发展路径		专注B端，先跟随大B，后切入小B		先聚焦中小B，后发力C端；先火锅料，再面米、预制菜		重心先在C端，18年开始向B端发力，商超渠道对终端直控力强		跟随大B呷哺呷哺成长，再开发其他大B及流通。	
管理模式		职业经理人模式		职业经理人模式		家族管理模式		家族管理模式	
研发模式		围绕客户、使用场景的研发。		安井走“产地研”在产地，提前准备下一代新品，在模式创新上也有很快响应市场需求的能力。		自上而下的研发模式，以往研发源于起于中高层，绿标侧重B端和定制化模式，由产品经理与研发人员共同研发。		根据客户需求做相应口味的产品，主动做一些口味去推广新客户	
产能分布		河南、安徽、辽宁		辽宁、泰州、无锡、厦门、四川、山东工厂		郑州、佛山、成都、天津等		青岛	
核心竞争力		大B端服务、定制化优势明显，餐饮服务基、产品迭代能力；小B通过差异化渠道占领、产品推广，积累了强大小 B 经销商资源，积累优质经销商资源		流通渠道管理能力突出，销售人员积极服务经销商，产品推广，积累了强大小 B 经销商资源，与经销商共同发展，有先发优势。		公司在商超渠道较强势，商超冰柜资源有限，在C端有非常强的品牌力和先发优势。		定制化研发能力、响应能力。1) 背靠大客户味千和呷哺，有强品质背书；2) 激励机制好，扩张速度快	
渠道毛利率		15%		火锅料10%，预制菜面点类新品15%+					
米面类聚焦点		休闲类（油条、蒸煎饺）		发面类（手抓饼和红糖馒头等）		传统米面为主，蒸煮类（主食）		-	
增长驱动力		增长逐步从大B转向小B		增长主要来自中小B以及C端。品类上的增长逐步开拓预制菜增长曲线。		增长主要来自C端，B端绿标的发展由于基数小，增速也较快，但受到主业牵制。		大B增长复苏20-30%与新客户贡献20%	

- **大B基本盘稳固，小B端重点发力。**大B粘性较强、客户稳固，竞品赶超需2-3年，基本盘增长稳定；小B端是公司发力重点，小B端聚焦早餐、团餐、乡厨宴席等，借助大商资源持续拓终端。经销渠道的销售体系逐步搭建完善（借助大商的渠道快速铺货），目前处于渠道扩容阶段。竞争格局有趋严态势，但赛道红利期，玩家错位竞争，价格战可能性低。

图：大、小B端客户需求与发展前景

	核心要素	千味的发展潜力	总结
大B	服务能力、产品迭代能力	大B端关注研发、客户相应、拓新客难，竞品赶超需较长时间。	基本盘
小B	终端看品质稳定、性价比，低端客户看价格；经销商看渠道利润、客情关系	渠道匹配度、性价比，目前在小B渠道整体份额不高，团餐、早餐、乡宴渠道增长潜力大。	重点发力

图：公司核心优势

行业关注点	公司情况
品牌知名度	千味央厨为速冻米面供应B2B龙头，百胜T1供应商作为品牌背书
品质稳定性	生产过程安装食品操作监控系统，全程追溯进行成品质量控制管理，通过了 FSSC22000 国际食品体系安全认证、HACCP、BRC、ISO9001质量体系认证。曾获“百胜中国质量奖”、“百胜卓越供应链奖”
成本控制能力	与主要原材料的主要供应商保持了长期稳定的合作关系，具一定锁价、议价能力
渠道服务能力	直营渠道中公司组织运输，承担物流费用；经销渠道中，公司委托专业第三方物流公司进行产品运输
研发能力	公司产品SKU年均增长约50+个，研发采用“模拟厨房”模式，加强产品对餐饮企业的适应性。此外，公司与百胜中国合作多年，在定制生产模式上拥有丰富经验
价格	由于公司经营模式特别，与三全、安井等的竞品相比，公司各类产品平均价格基本为较低水平

1. 行业：速冻米面C端巨头厮杀，B端潜力巨大

2. 公司概况：深耕餐饮供应链，为人间千味

3. 竞争优势：大B小B打法不同，聚焦场景精准研发

4. 未来展望：品类持续拓展，小B端加速渗透

5. 盈利预测

未来展望：早餐、团餐、宴席等场景空间看820亿 招商证券

1) 小B渠道空间测算

		市场规模	速冻米面B端空间	品类	注
连锁餐饮	早餐	1.75万亿	350亿	油条、蒸煎饺、米糕	
	酒店宴席	3000-3500亿	70亿	卡通包、蒸煎饺、米糕	酒店宴席规模*成本比例*速冻米面占比
	中式快餐	3000亿	120亿	卡通包、蒸煎饺、米糕	
	西式快餐	2000亿	80亿	油条、挞皮	
	咖啡茶饮	2000-3000亿	80亿	曲奇饼、华夫饼	
其他渠道	团餐	1.53万亿	61亿	卡通包、蒸煎饺、米糕	团餐规模*成本比例*速冻米面占比
	乡厨	3000-4000亿	60亿	卡通包、米糕、芝麻球、地瓜丸	乡厨数*人均宴席数*每桌速冻米面采购额
合计			821亿		

2) 大B渠道增速展望

	2017	2018	2019	2020	2021年	2022E	yoy	2025E	CAGR
直营（百万元）	241	285	365	337	511	537		1000	
YOY		19%	28%	-8%	52%	5%		20-25%	
百胜	212	212	273	220	245		8%		15-20%
华莱士				42	74		10%		20-30%
海底捞							13%		15-20%
老乡鸡							142%		20-30%
瑞幸							31%		20-30%
盒马									30%
其他直营	5	50	66	74	114	153			35%
YOY		856%	32%	13%	53%	35%			

来源：招股说明书、公司年报、渠道调研、招商证券

1) 百胜中国：单店收入恢复贡献10%增长；净开店1000-1200家/年，开店保持增速10-15%。
千味-百胜的收入增速：23年随着门店拓新、单店恢复、新品推新（已有上新）预计增速达20%。

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
百胜中国收入	17.54	19.02	23.48	22.59	25.57	24.51	25.54	22.91	26.68	21.28	26.85
百胜中国 yoy	-24%	-10%	1%	11%	46%	29%	9%	1%	4%	-13%	5%
千味央厨-百胜收入					1.2	1.2	1.3	1.6			
千味央厨-百胜- yoy									5-10%	下滑20%	10%左右

2) 百胜中国-门店数变化

餐厅数量	2017	2018	2019	2020	2021	22Q3
肯德基	5,488	5,910	6,534	7,166	8,168	
必胜客	2,195	2,240	2,281	2,355	2,590	
其他	300	334	385	985	1,030	
合计	7,983	8,484	9,200	10506	11,788	12409

开店增速YOY	2017	2018	2019	2020	2021	22Q3
肯德基		8%	11%	10%	14%	
必胜客		2%	2%	3%	10%	
其他		11%	15%	156%	5%	
合计		6%	8%	14%	12%	9%

□ 分渠道增速预测

1) 大B增速25%，大B客户增长来自客户自身恢复&品类拓宽，预计23年增速在25%。

2) 经销渠道增速35%。2023年随着宴席、早餐等场景恢复与大众餐饮复苏，叠加渠道下沉，复苏预期强烈，小B渠道增速30%以上。

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	5.9	7.0	8.9	9.4	12.7	14.9	19.7	25.7	33.4
收入yoy		18%	27%	6%	35%	17%	32%	30%	30%
大B渠道	2.4	2.8	3.6	3.4	5.1	5.37	7	8	9
大Byoy		18%	27%	-5%	52%	5%			
百胜				2.2	3.2				
其他直营									
小B渠道	3.6	4.2	5.3	6.1	7.6	9.63	13	17	23
小Byoy		18%	27%	14%	26%	26%			

来源：公司招股书、公司年报、招商证券

□ 产能：目前四处工厂主要在华北、华东，产能增速25%以上

产能（吨）	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
英才街（租赁）	60000	60000	60000						
红枫里（收购）	4000	4000	4000	4000	4000				
新乡千味（一期）			35200	68000	68000	68000	68000	68000	68000
新乡千味（二期）				56000	56000	64000	56000	56000	56000
新乡千味（三期）							24000	24000	24000
新乡千味（三期）								56000	56000
新乡千味（三期）									80000
安徽芜湖（租赁）							50000	50000	50000
外协产能（辽宁）					5000	5000	5000	5000	5000
外协产能（河南）							5000	5000	5000
合计	64000	64000	99200	128000	133000	137000	208000	264000	344000

来源：公司招股说明书、渠道调研、招商证券

1. 行业：速冻米面C端巨头厮杀，B端潜力巨大

2. 公司概况：深耕餐饮供应链，为人间千味

3. 竞争优势：大B小B打法不同，聚焦场景精准研发

4. 未来展望：品类持续拓展，小B端加速渗透

5. 盈利预测

1) 大B渠道:

- 23年大B端在低基数下连锁餐饮单店复苏&持续开店, 同时公司有望品类拓宽, 预计23年大B端增速25%。
- 盈利: 大B端成本加成, 费用率稳定, 整体盈利能力稳定。

2) 经销渠道:

- 23年小B端餐饮复苏、渠道拓新, 预计23年小B端增速35%。
- 盈利: 小B端受原材料成本等影响, 毛利率与净利率有所回升。

表: 千味央厨收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	9.4	12.7	14.9	19.7	25.7	33.4
收入yoy	6%	35%	17%	32%	30%	30%
大B渠道	3.4	5.1	5	7	8	10
小B渠道	6.1	7.6	10	13	17	23
毛利率	21.71%	22.36%	23.01%	23.46%	23.56%	23.53%

来源: 公司年报、招商证券

2. 业绩预测

预计公司22-24年归母净利润1.0亿/1.47亿/1.96亿，对应23/24年PE44/33倍。

加回股权激励费用后22-24年净利润1.14亿/1.59亿/1.96亿，对应23/24年PE40/33倍。

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	944	1274	1494	1970	2566
同比增长	6%	35%	17%	32%	30%
营业利润(百万元)	100	112	122	182	246
同比增长	0%	12%	10%	49%	35%
归母净利润(百万元)	77	88	100	147	196
同比增长	1%	16%	13%	46%	34%
每股收益(元)	0.88	1.02	1.16	1.69	2.27
P/E(倍)	83.4	72.2	63.7	43.5	32.5
P/B(倍)	11.0	6.7	6.3	5.6	5.0

来源：公司年报、招商证券

1. 食品安全风险

2. 原材料价格大幅上涨

3. 市场竞争加剧

4. 产能进度慢于预期

5. 股价可能大幅波动等

资产负债表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	333	593	428	544	728
现金	117	332	149	179	252
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	52	62	55	73	95
其它应收款	7	8	10	13	17
存货	116	162	180	235	306
其他	40	29	34	44	58
非流动资产	622	747	1286	1490	1387
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	543	606	1151	1361	1262
无形资产商誉	39	38	34	31	28
其他	41	103	100	98	96
资产总计	956	1341	1714	2034	2114
流动负债	305	326	639	845	776
短期借款	15	15	314	467	328
应付账款	142	144	167	219	285
预收账款	14	5	6	8	10
其他	134	163	152	152	152
长期负债	69	61	61	61	61
长期借款	55	35	35	35	35
其他	14	26	26	26	26
负债合计	373	388	701	907	837
股本	64	87	87	87	87
资本公积金	239	499	499	499	499
留存收益	280	368	429	546	698
少数股东权益	(0)	(0)	(2)	(4)	(7)
归属于母公司所有者	582	954	1015	1132	1284
负债及权益合计	956	1341	1714	2034	2114

资料来源：公司数据、招商证券

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	6%	35%	17%	32%	30%
营业利润	0%	12%	10%	49%	35%
归母净利润	1%	16%	13%	46%	34%
获利能力		-0.6%			
毛利率	21.7%	22.4%	22.9%	23.6%	23.5%
净利率	8.1%	6.9%	6.7%	7.5%	7.7%
ROE	15.5%	11.5%	10.2%	13.7%	16.3%
ROIC	14.5%	10.7%	8.1%	9.4%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	28.9%	40.9%	44.6%	39.6%
净负债比率	7.7%	4.5%	20.4%	24.7%	17.2%
流动比率	1.1	1.8	0.7	0.6	0.9
速动比率	0.7	1.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2
存货周转率	6.9	7.1	6.7	7.3	7.3
应收账款周转率	19.5	22.3	25.4	30.7	30.5
应付账款周转率	5.5	6.9	7.4	7.8	7.8
每股资料(元)					
EPS	0.88	1.02	1.16	1.69	2.27
每股经营净现	1.13	1.14	2.05	2.48	3.04
每股净资产	6.72	11.01	11.71	13.06	14.82
每股股利	0.33	0.45	0.35	0.51	0.68
估值比率					
PE	83.4	72.2	63.7	43.5	32.5
PB	11.0	6.7	6.3	5.6	5.0
EV/EBITDA	47.2	38.9	35.2	22.5	17.6

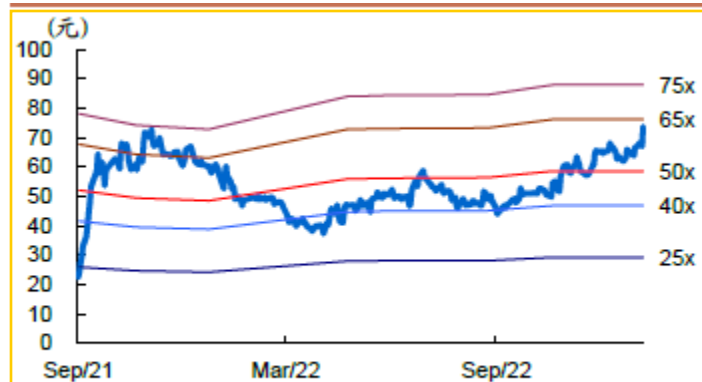
资料来源：公司数据、招商证券

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	98	98	177	215	263
净利润	77	87	99	145	194
折旧摊销	34	52	56	100	116
财务费用	4	7	2	0	0
投资收益	0	0	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(27)	(51)	9	(42)	(53)
其它	10	3	14	14	8
投资活动现金流	(95)	(183)	(608)	(308)	(8)
资本支出	(96)	(183)	(610)	(310)	(10)
其他投资	1	0	2	2	2
筹资活动现金流	35	299	248	123	(182)
借款变动	62	42	288	153	(138)
普通股增加	7	23	0	0	0
资本公积增加	93	260	0	0	0
股利分配	(23)	(29)	(39)	(30)	(44)
其他	(103)	3	(2)	0	0
现金净增加额	38	215	(183)	30	73

资料来源：公司数据、招商证券

图：千味央厨历史PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	944	1274	1494	1970	2566
营业成本	739	989	1152	1506	1962
营业税金及附加	9	12	14	18	23
营业费用	31	42	54	72	93
管理费用	79	107	138	174	216
研发费用	7	9	14	18	23
财务费用	3	5	2	0	0
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收	(1)	0	0	0	0
其他收益	26	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	112	122	182	246
营业外收入	2	3	7	7	7
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	100	113	128	188	252
所得税	24	26	30	43	58
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司净利	77	88	100	147	196

资料来源：公司数据、招商证券

图：千味央厨历史PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，5年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

实习生罗晓峰对本文亦有贡献

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实。曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

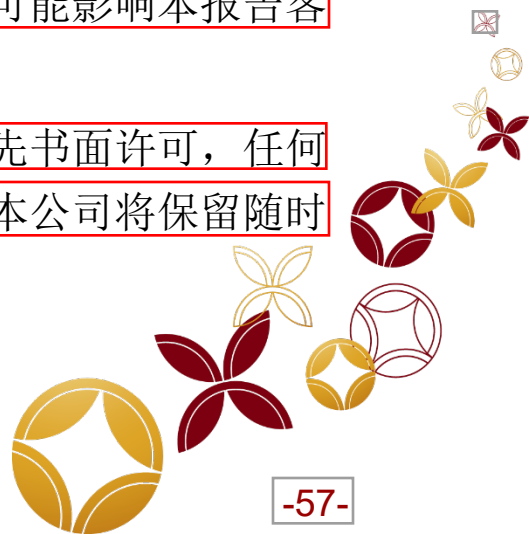
推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢您宝贵的时间

Thank You