



千味央厨 (001215)

食品饮料

发布时间: 2022-04-06

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

千滋百味，央供众厨

上次评级: 买入

## 报告摘要:

**餐饮供应链市场供需共振迎契机，速冻米面为第三方最佳赛道。** 餐饮供应链市场空间大，针对不同需求和产品品类可造就诸多大企业。从行业看，当前我国人均 GDP 破万和城镇化率过 50% 展现出经济活力，人口和家庭结构变化推动外卖需求增长，餐饮连锁化率突破 20% 加大食材标准化需求，多重因素叠加推动供应链行业成长。从品类看，速冻品契合供应链配送要求，B 端速冻食品依靠降本提效可实现快速渗透，占比约 80% 的小 B 餐饮将成主战场。而在速冻品类中米面类占比 63% 发展成熟，低投资效益使其更适合第三方替代，是第三方供应链发展中的最佳赛道。

**精耕速冻米面，四大品类思路清晰。** 千味秉持“只为餐饮、厨师之选”的定位，持续深耕速冻米面品类，截至 2020 年底 SKU 达 368 种。公司围绕米面构筑四大品类，其中：油炸类营收占比 55%、多款细分产品稳居龙头；蒸煮类契合大众餐饮需求加速发力，4 年 CAGR 逾 20%；烘焙类以直营大客户品牌背书，在 2019 年时独立“焙伦”品牌抢占市场；菜肴类探索利用速冻渠道产品高重合度，低基数下实现翻倍增长。以高效研发为基石，定制/通品双线并行。千味在 2014 年推出定制研发模式，通过“餐饮定制+自主推送”双线并行，形成高效、可复制的产品研发策略。千味也会将优质产品推向流通市场面向小 B 餐饮，通过规模化生产实现单品高性价比，2020 年时前十大单品收入占比 46%。自 2012 年起公司围绕 6 大场景布局，挖掘成熟单品的新需求。

**大 B 端占尽先发优势，面向大众餐饮打造第二增长极。** 自 2002 年成为百胜供应商以来，千味专注服务餐饮，通过重客部和经销客户部分别服务大 B 连锁和小 B 经销。在大 B 端，千味依托百胜供应商的先发优势，经过多年深耕与近 40 家龙头连锁餐饮企业深度绑定，尽享连锁餐饮业态成长红利；在小 B 端，千味借助经销商面向餐饮业中占比逾 8 成的非连锁大众餐饮，通过聚焦大商、在人员配比上完善精耕细作布局。2020 年时直营/经销分别占比 35.74%/64.26%，近 4 年间 CAGR 分别为 11.86%/19.78%，面向大众餐饮的经销模式增长势头强劲。

**投资建议与盈利预测：** 千味央厨作为首家专供 B 端速冻米面的供应链企业，依托先发优势打造“强研发+名品牌+精产品”的稳固基石，在餐饮供应链行业迎来爆发的契机下有望尽享红利，预计 2021-2023 年 EPS 为 0.99/1.09/1.45 元，对应 PE 为 41/37/28 倍，维持“买入”评级。

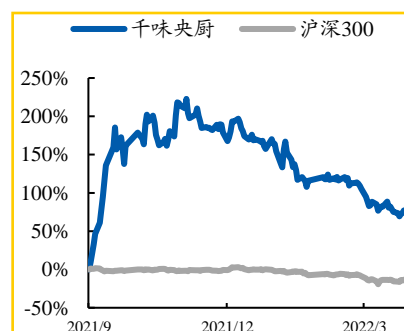
**风险提示：** 疫情影响下游餐饮需求、成本上涨压力、食品安全问题

## 股票数据

2022/04/01

|               |             |
|---------------|-------------|
| 6 个月目标价 (元)   |             |
| 收盘价 (元)       | 40.05       |
| 12 个月股价区间 (元) | 22.62~73.00 |
| 总市值 (百万元)     | 3,469.54    |
| 总股本 (百万股)     | 87          |
| A 股 (百万股)     | 87          |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 日均成交量 (百万股)   | 1           |

## 历史收益率曲线



|         |      |      |     |
|---------|------|------|-----|
| 涨跌幅 (%) | 1M   | 3M   | 12M |
| 绝对收益    | -17% | -31% |     |
| 相对收益    | -10% | -18% |     |

## 相关报告

《食品饮料 2022 年度策略报告：白酒景气回暖，关注大众品提价周期利润弹性》

--20211213

《千味央厨 (001215)：股权激励提升团队战斗力，利益绑定激发动力》

--20211102

《千味央厨 (001215)：重客经销双轮驱动，控本降费成效明显》

--20211029

| 财务摘要 (百万元) | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 889    | 944    | 1,278  | 1,659  | 2,095  |
| (+/-)%     | 26.82% | 6.20%  | 35.35% | 29.76% | 26.28% |
| 归属母公司净利润   | 74     | 77     | 85     | 95     | 126    |
| (+/-)%     | 26.32% | 3.33%  | 11.54% | 10.89% | 32.86% |
| 每股收益 (元)   | 0.86   | 0.88   | 0.99   | 1.09   | 1.45   |
| 市盈率        | 0.00   | 0.00   | 40.61  | 36.63  | 27.57  |
| 市净率        | 0.00   | 0.00   | 5.02   | 4.41   | 3.81   |
| 净资产收益率 (%) | 18.27% | 13.15% | 12.36% | 12.05% | 13.80% |
| 股息收益率 (%)  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 总股本 (百万股)  | 57     | 64     | 87     | 87     | 87     |

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

021-61002252

liqiang@nesc.cn



## 目录

|        |                                 |    |
|--------|---------------------------------|----|
| 1.     | 专注餐饮速冻米面，脱胎思念再起航.....           | 5  |
| 1.1.   | 精耕速冻米面二十载，构筑四大产品品类 .....        | 5  |
| 1.2.   | 经营业绩稳健，直营经销双线并行 .....           | 6  |
| 1.3.   | 管理层长期积淀，股权架构稳定多元 .....          | 7  |
| 2.     | 餐饮供应链成长在即，速冻替代米面最优.....         | 9  |
| 2.1.   | 餐饮外包市场宽广，我国餐饮供应链供需两旺 .....      | 9  |
| 2.2.   | B 端速冻重提效空间大，米面类第三方替代最优.....     | 14 |
| 3.     | 强研发构筑优产品，深耕餐饮把握渠道先发优势.....      | 16 |
| 3.1.   | 定制研发高效可复制，场景化布局巩固优势寻找增量 .....   | 17 |
| 3.2.   | 渠道端秉持餐饮定位，直营经销双线并行 .....        | 21 |
| 3.2.1. | 直销深度绑定客户，多年深耕积淀丰富资源.....        | 21 |
| 3.2.2. | 经销助力全国开拓，大商策略强化渠道管控.....        | 23 |
| 3.3.   | 产能产销近饱和，新乡扩建优化产能布局 .....        | 25 |
| 4.     | 聚焦餐饮造就低费用高 ROE，短期扰动不改长期向好 ..... | 26 |
| 4.1.   | 原料成本总体可控，营收结构优化拉动毛利 .....       | 26 |
| 4.2.   | B 端直营造就低费用优势，扩产增员致短期费用上行.....   | 28 |
| 4.3.   | 备货扩建应对旺盛需求，短期财务扰动不改长期向好趋势 ..... | 30 |
| 5.     | 盈利预测与投资建议 .....                 | 33 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 千味央厨发展历程 .....                | 5  |
| 图 2: 千味四大产品品类 .....                | 6  |
| 图 3: 公司营业收入及增速 .....               | 6  |
| 图 4: 公司利润增速高利润率稳定 .....            | 6  |
| 图 5: 分地区华东华中占主 (2020 年) .....      | 7  |
| 图 6: 分销售模式看直营经销双线发展 .....          | 7  |
| 图 7: 分产品看通用品量大增速稳 .....            | 7  |
| 图 8: 直营主定制、经销主通品 (2020 年) .....    | 7  |
| 图 9: 千味央厨股权架构 (上市前) .....          | 8  |
| 图 10: 公司创始人李伟深耕速冻食品行业经验丰富 .....    | 8  |
| 图 11: 中美餐饮供应链差异源于上游农产品流通 .....     | 10 |
| 图 12: 需求侧推动餐饮供应链发展的因素 .....        | 11 |
| 图 13: 2020 年一线城市餐饮连锁化率突破 20% ..... | 12 |
| 图 14: 我国餐饮供应链行业发展历程 .....          | 12 |
| 图 15: 中央厨房企业数量受疫情大幅下滑 .....        | 13 |
| 图 16: 中央厨房企业平均营收逆势加速上升 .....       | 13 |



|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 17: 餐饮供应链企业图谱 .....                 | 13 |
| 图 18: 金龙鱼丰厨多点布局餐饮供应链 .....            | 14 |
| 图 19: 冷库容量持续扩容 .....                  | 14 |
| 图 20: 冷链车保有量持续增长 .....                | 14 |
| 图 21: 速冻食品行业规模稳健增长 .....              | 15 |
| 图 22: 日本速冻食品家庭和餐饮增速不同 .....           | 15 |
| 图 23: 2019 年我国餐饮行业中小 B 占比超 80% .....  | 16 |
| 图 24: 2019 年中日速冻食品消费渠道对比 .....        | 16 |
| 图 25: 速冻米面类产品成本变动对餐饮毛利率影响偏小 .....     | 16 |
| 图 26: 千味构建高定制研发和自主研发体系 .....          | 17 |
| 图 27: 千味 SKU 数量加速增长 .....             | 17 |
| 图 28: 千味央厨蛋挞皮较立高食品性价比更高 .....         | 18 |
| 图 29: 千味围绕场景化布局产品 .....               | 18 |
| 图 30: 工业油条市场格局 .....                  | 19 |
| 图 31: 千味围绕油条进行场景化布局 .....             | 19 |
| 图 32: 千味油条推出历程 .....                  | 19 |
| 图 33: 千味蒸煮类产品销量增速领跑 .....             | 20 |
| 图 34: 千味蒸煮类毛利率稳健单价略降 .....            | 20 |
| 图 35: 菜肴类产品定位火锅场景布局 .....             | 21 |
| 图 36: 千味销售部门设置及职责 .....               | 21 |
| 图 37: 部分千味合作大型餐饮客户 .....              | 22 |
| 图 38: 百胜门店数与营收同步稳增 .....              | 23 |
| 图 39: 千味给予部分核心客户销售返利 (万元) .....       | 23 |
| 图 40: 经销渠道协助千味全国多地高速增长 (亿元) .....     | 24 |
| 图 41: 千味与三全、安井产品重合度较高 .....           | 24 |
| 图 42: 千味大商 (>100 万营收贡献) 流失率低 .....    | 25 |
| 图 43: 经销商营收贡献二八效应明显 (亿元) .....        | 25 |
| 图 44: 千味产能利用率接近饱和 .....               | 26 |
| 图 45: 四大品类产销平衡 .....                  | 26 |
| 图 46: 成本端以原材料成本为主 (亿元) .....          | 27 |
| 图 47: 原材料中面粉影响大 (2020 年) .....        | 27 |
| 图 48: 主要原材料价格稳定可控 (元/千克) .....        | 27 |
| 图 49: 千味油炸类毛利率较低 .....                | 28 |
| 图 50 千味油炸类占比降低 .....                  | 28 |
| 图 51: 千味直营模式毛利率高于经销模式 .....           | 28 |
| 图 52: 千味综合毛利率在速冻企业中偏低 .....           | 28 |
| 图 53: 千味经销毛利率与其他速冻企业相近 .....          | 28 |
| 图 54: 千味期间费用率小幅上升主要系管理费用增长 .....      | 29 |
| 图 55: 千味期间费用率在速冻企业中偏低 .....           | 29 |
| 图 56: 千味销售费用占比在速冻企业中偏低 (2020 年) ..... | 29 |
| 图 57: 千味销售费用率低于可比公司 .....             | 30 |
| 图 58: 千味销售费用中职工薪酬和差旅费占主 .....         | 30 |
| 图 59: 千味管理费用率较可比公司偏高 .....            | 30 |
| 图 60: 千味管理费用中仓储费和折旧摊销占比高 .....        | 30 |
| 图 61: 千味资产负债率持续优化 .....               | 31 |



|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 62: 千味流动比率受扩建资金扰动下降 .....        | 31 |
| 图 63: 千味速动比率受扩建资金扰动下降 .....        | 31 |
| 图 64: 千味现金比率受扩建资金扰动下降 .....        | 31 |
| 图 65: 千味存货周转率同业较高 .....            | 32 |
| 图 66: 千味应收账款周转率持续下降 .....          | 32 |
| 图 67: 千味净资产收益率(摊薄)同业中等 .....       | 32 |
|                                    |    |
| 表 1: 公司管理层在食品行业从业多年 .....          | 8  |
| 表 2: 美国和日本餐饮供应链市场诞生众多大型企业 .....    | 10 |
| 表 3: 我国经济社会结构与美日餐饮供应链发展初期相仿 .....  | 11 |
| 表 4: 速冻米面投资效益相对较低 .....            | 16 |
| 表 5: 千味主要研发人员履历 .....              | 17 |
| 表 6: 千味央厨前十大单品销售情况 .....           | 18 |
| 表 7: 千味与立高差异核心在于客户开拓 .....         | 20 |
| 表 8: 2019 我国前十大餐饮企业中千味合作 4 家 ..... | 22 |
| 表 9: 千味前五大直营客户中百胜和华莱士占比大 .....     | 23 |
| 表 10: 渠道管控方面千味优于三全但逊于安井 .....      | 25 |
| 表 11: 千味央厨募投资金用途 .....             | 26 |
| 表 12: 千味自建厂区产能布局 .....             | 26 |
| 表 13: 千味 ROE 杜邦拆分 .....            | 32 |
| 表 14: 千味央厨盈利预测(百万元) .....          | 33 |
| 表 15: 油炸类盈利预测(百万元) .....           | 33 |
| 表 16: 蒸煮类盈利预测(百万元) .....           | 34 |
| 表 17: 烘焙类盈利预测(百万元) .....           | 34 |
| 表 18: 菜肴类及其他盈利预测(百万元) .....        | 34 |
| 表 19: 千味销售费用和管理费用拆分(百万元) .....     | 35 |





## 1. 专注餐饮速冻米面，脱胎思念再起航

### 1.1. 精耕速冻米面二十载，构筑四大产品品类

千味央厨深耕速冻面米餐饮端市场近二十载，秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于为餐饮、酒店、团体食堂提供全面供应解决方案。2021 年成为首家上市的餐饮供应链企业。

**起步思念 研发产品 积蓄客户（2002-2012 年）：**千味央厨最初为思念食品对接百胜集团的餐饮供应链部门。2002 年起思念为百胜供应蛋挞皮；2006 年时首创的工业油条“安心油条”诞生，并于 2008 年时进入肯德基；思念也根据客户需求生产芝麻球等产品，在 2012 年时芝麻球销量过亿元。依托百胜供应链旗下连锁餐饮的背书，千味完成客户资源和公司品牌从零到一的积淀。

**注资独立 专注 B 端客户维系与拓展（2012-2016 年）：**2012 年思念将 B 端业务部分分拆，注资成立千味有限。2013 年千味设立上海研发中心，新车间和办公大楼投用，对 B 端服务和供应能力提升。2014 年千味推出定制餐饮服务，提供菜品研究策划、烹饪流程优化、后厨布局设计等全方位服务，更好的理解客户需求并建立稳固合作关系。

**锐变发展 品牌升级 “多渠道+多品类”供应链构建（2016-至今）：**2016 年千味入围百胜 T1 级别供应商。为了更好的专注 B 端餐饮，千味从思念体系中独立并成立股份公司。2018 年新乡一期投产，公司产能得到进一步扩充。2019 年以来千味多点发力，烘焙类推出独立品牌“焙伦”，菜肴类与海底捞、杨国福等合作扩充品类，在 2021 年时又推出“早饭师”品牌布局早餐市场。

图 1：千味央厨发展历程



数据来源：公司官网，招股说明书，东北证券

**产品构筑四大品类，油炸类占比过半。**千味拥有油炸类、蒸煮类、烘焙类、菜肴类及其他四大产品品类。其中油炸类包含油条系列和油炸点心系列两个细分类别，合计营收占比稳居 50% 以上，2017-2020 年 CAGR 为 13.96%；烘焙类和蒸煮类占比分别约 20%，同期 CAGR 分别为 16.2%/20.38%，小 B 端业务加速开拓带动蒸煮类高增长，营收占比持续提升；菜肴类及其他占比约 5%，2019 年时千味与海底捞、杨国福等合作开发千页豆腐、宽粉等新品，并依托现有速冻经销网络开拓小 B 端，2017-2020 年 CAGR 为 46.56%。

图 2：千味四大产品品类

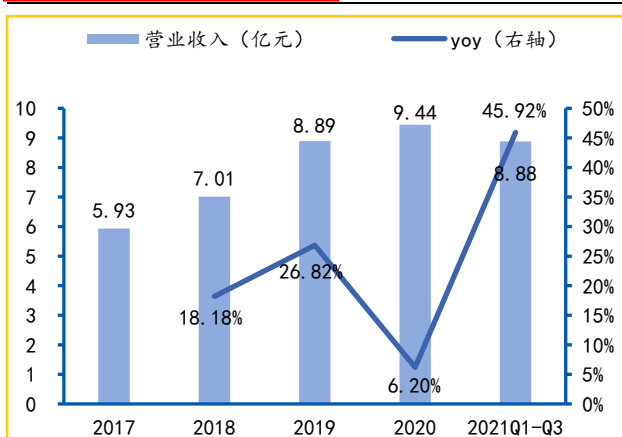


数据来源：招股说明书，东北证券

## 1.2. 经营业绩稳健，直营经销双线并行

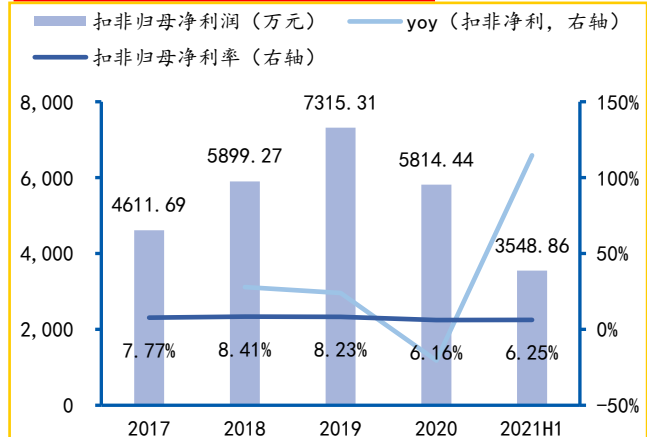
营收利润持续增长，扣非归母净利率稳健。2017-2020 年间公司营业收入 CAGR 为 16.76%，2021 前三季度营收同比增长 45.92% 至 8.88 亿元，低基数和行业高贝塔叠加推动持续高增长。扣非归母净利润 CAGR 为 8.03%，2019 年之前扣非归母净利率稳定约 8%，2020 年受疫情影响竞争加剧，扣非净利率下降 2.07pct 至 6.16%。

图 3：公司营业收入及增速



数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

图 4：公司利润增速高利润率稳定



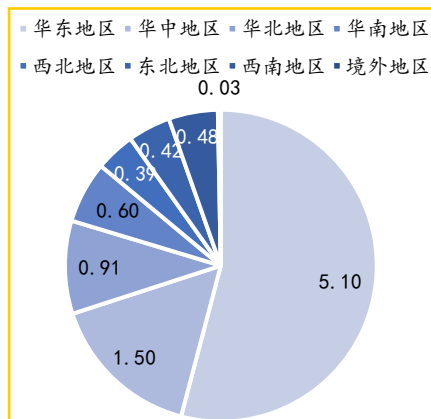
数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

分地区华东营收占比高，分模式直营经销双线发展。分地区看，2020 年华东/华中地区营收分别占比为 54.1%/15.9%，其他地区占比小于 10%，其中华东占比高主要系前两大直营客户必胜（上海）食品有限公司和福建省华莱士食品股份有限公司归属华东。千味销售模式和产品类型重合度高，其中直营模式主销定制品、经销



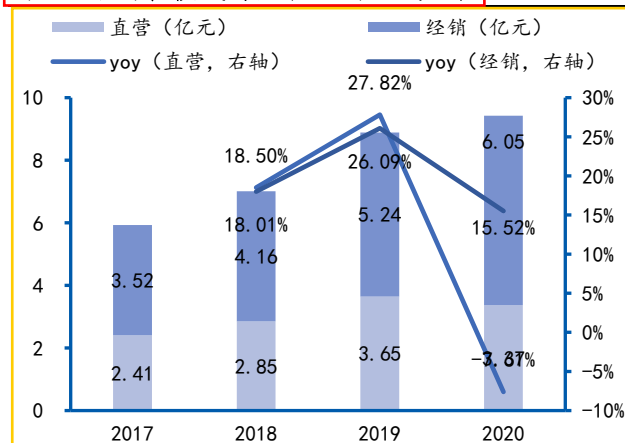
模式主销通用品，2020 年直营/经销模式营收分别占比为 35.74%/64.26%，定制品/通用品占比 31.03%/68.97%。近年来通用品为公司主要增长动力，2020 年时通用品保持 14.12% 的增速，占比 68.97%。

图 5：分地区华东华中占主（2020 年）



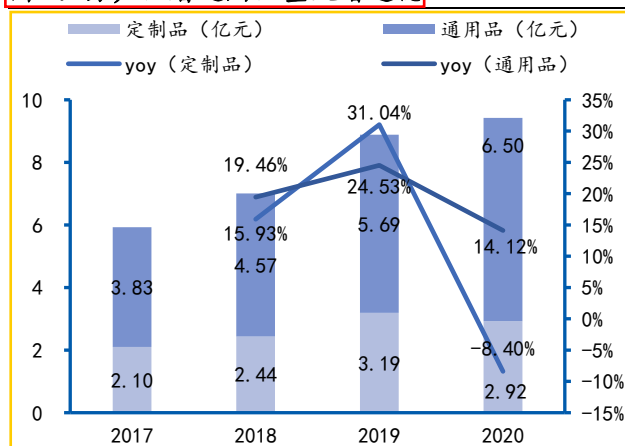
数据来源：招股说明书，东北证券

图 6：分销售模式看直营经销双线发展



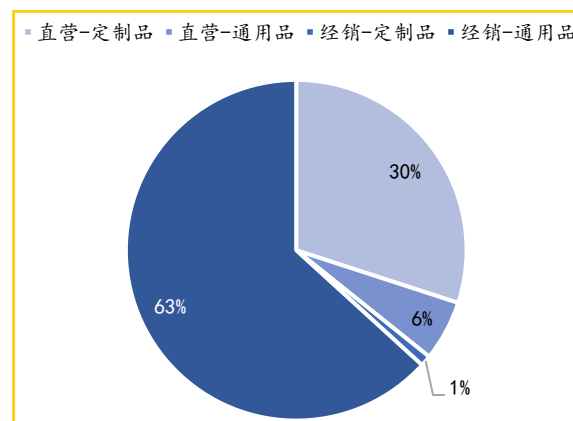
数据来源：招股说明书，东北证券

图 7：分产品看通用品量大增速稳



数据来源：招股说明书，东北证券

图 8：直营主定制、经销主通品（2020 年）



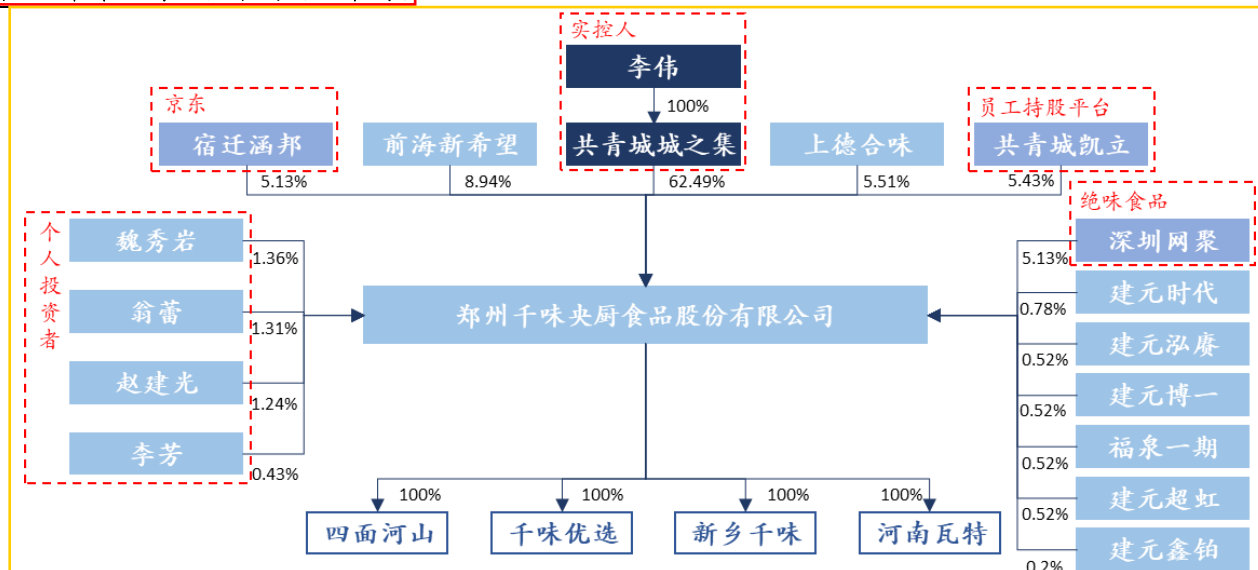
数据来源：招股说明书，东北证券

### 1.3. 管理层长期积淀，股权架构稳定多元

股权结构多元，核心控股稳定。公司实控人李伟通过共青城城之集持股千味央厨 62.49%，控股稳定；公司其他股东多元，其中员工持股平台共青城凯立 5.43%、京东旗下的宿迁涵邦 5.13%、绝味旗下的深圳网聚 5.13%、前海新希望 8.94%、上德合味 5.51%。



图 9：千味央厨股权架构（上市前）



数据来源：招股说明书，东北证券

实控人由 C 转 B 专注央厨赛道，管理层从业食品经验丰富。实控人李伟在 1997 年创建思念食品公司，并带领公司在 2006 年上市，随着千味央厨的建立以及对央厨赛道的看好，在 2017 年时其转让思念全部股权并专精千味央厨，目前主要协助公司进行外部开拓而不干预具体业务。管理层中董事长、总经理等领导人员都曾任职思念并伴随千味成长，从业时间均超 15 年，在 B 端速冻米面领域有深入的理解和丰富的从业经验。

图 10：公司创始人李伟深耕速冻食品行业经验丰富

|      |   |  |
|------|---|--|
| 2016 | ● | 思念将千味100%股权转让给郑州集之城（李伟个人旗下公司），交易对价约2624万元        |
| 2012 | ● | 黄河大观私有化退市，思念食品私有化退市，千味央厨成立                       |
| 2011 | ● | 杜康控股在台湾以TDR形式上市                                  |
| 2008 | ● | 黄河大观在新加坡交易所上市                                    |
| 2006 | ● | 郑州思念食品股份在新加坡证券交易所挂牌上市                            |
| 2004 | ● | 投资河南白酒六朵金花之一的杜康控股                                |
| 2003 | ● | 思念以子公司香港恒盛国际集团的名义收购郑州黄河大观公司，进军房地产行业              |
| 1999 | ● | 两年投资400万元请毛阿敏拍摄广告并在央视一台播放，思念品牌在全国打响名气            |
| 1998 | ● | 在报纸刊登“谁是最会做汤圆的人，我们给他50万元”的高薪广告，招聘到了专业管理人才，引发业内轰动 |
| 1997 | ● | 成立思念从事汤圆生意                                       |
| 1996 | ● | 成为和路雪湖南经销商，积累了速冻行业从业经验                           |
| 1990 | ● | 郑州大学新闻系毕业  |

数据来源：公开资料整理，东北证券

表 1：公司管理层在食品行业从业多年

| 高管名称 | 职务           | 持股比例  | 相关履历  |
|------|--------------|-------|---|
| 孙剑   | 董事长、<br>执行董事 | 0.36% | 1972 年 1 月出生，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；2018 年 7 月至今任千味央厨董事长、新乡千味执行董事 |
| 白瑞   | 董事、总<br>经理   | 0.09% | 1975 年 4 月出生，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 月至今任职  |





| 千味央厨董事、总经理、新乡千味经理。 |              |       |   |
|--------------------|--------------|-------|---|
| 王植宾                | 董事、副总经理、财务总监 | 0.08% | 1979年4月出生，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月至今任职千味央厨公司董事、副总经理、财务总监。  |
| 徐振江                | 副总经理、董事会秘书   | 0.06% | 1984年6月出生，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月任洛阳汝祖杜康销售有限公司总经理助理；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月至今任职千味央厨副总经理兼董事会秘书。   |
| 钟辉                 | 副总经理         | 0.06% | 1978年11月出生，2002年10月至2004年8月任郑州思念销售湘南区销售主管；2004年8月至2005年10月在郑州太古可口可乐饮料有限公司任市场资讯分析师；2005年11月至2010年3月任三全食品高端产品部经理兼集团市场推广部经理；2010年3月至2011年8月任漯河联泰食品有限公司市场总监；2012年5月至2014年12月任好想你健康食品股份有限公司市场中心总经理、饮品事业部总经理；2016年1月至今任职千味央厨副总经理。 |
| 秦玉鸣                | 独立董事         | -     | 1980年9月出生，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。   |

数据来源：招股说明书，东北证券

## 2. 餐饮供应链成长在即，速冻替代米面最优

### 2.1. 餐饮外包市场宽广，我国餐饮供应链供需两旺

**餐饮外包需求多样，造就宽广供应链市场。**餐饮供应链的实质是需求外包，即餐饮企业将低附加值的食材集采、初加工等服务外包给第三方企业，实现自身降本提效。以美日为代表的成熟供应链市场中，由供应链企业完成食材集采和初加工并延伸提供研发、配送、品控等服务，诞生诸多大型企业。美国地域广阔，餐饮供应链市场在加工和分销领域诞生多家千亿级公司，其中分销巨头 SYSCO 市值超 3000 亿元、加工龙头味好美市值超 1500 亿元；日本地域较小而品类众多，在不同的产品细分品类中诞生出许多百亿级公司。餐饮供应链复杂的市场结构造就了宽广的市场容量，不同细分领域中机遇众多。



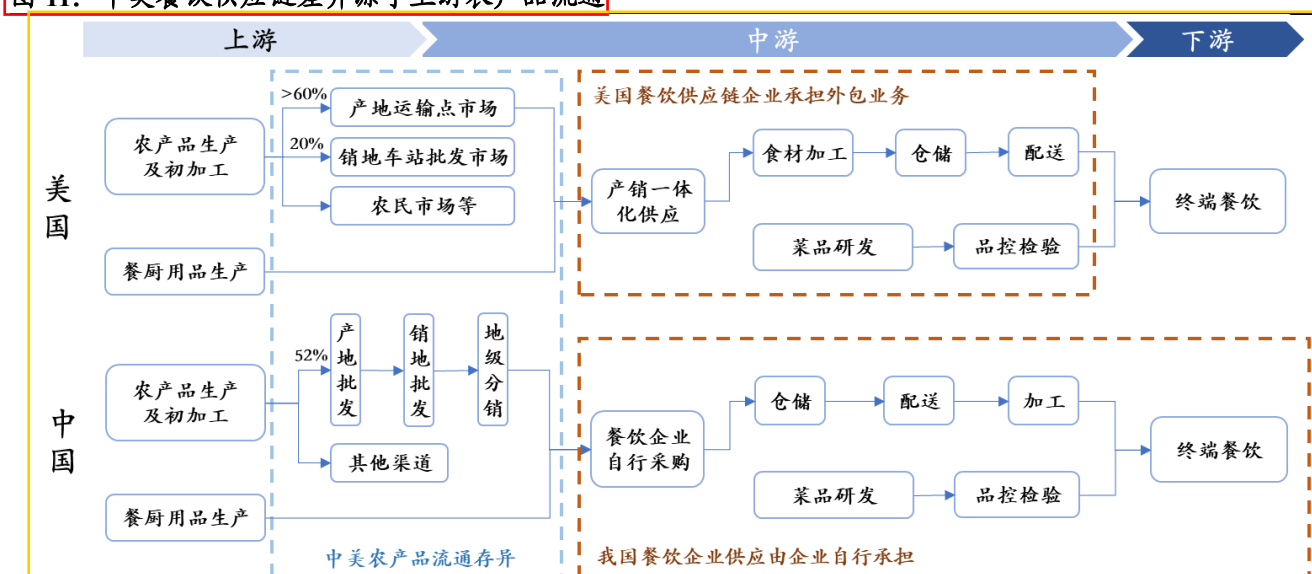
表 2: 美国和日本餐饮供应链市场诞生众多大型企业

| 国家 | 公司名称        | 市值 (亿元) | 主营业务  |
|----|-------------|---------|---|
| 美国 | 西斯科         | 3005    | 食品分销  |
|    | US FOODS    | 630     | 食品分销  |
|    | 味好美         | 1514    | 食品加工, 产品主要为调味品, 包括香辛料、草本香料、萃取物、调味料等                   |
|    | LAMB WESTON | 917     | 食品加工, 是北美最大的冷冻薯条生产商                                   |
|    | 康宝浓汤        | 999     | 食品加工和餐饮服务, 产品覆盖汤类酱料、饼干糖果等                             |
|    | 康尼格拉品牌      | 1075    | 食品加工, 产品覆盖正餐、主菜、调味品、配菜、零食、特色土豆、磨碎谷类原料、脱水蔬菜和调味料、混合料及香料 |
| 日本 | 味之素         | 811.74  | 速冻食品、鲜味调味品、蛋黄酱  |
|    | 加藤吉         | 84.32   | 速冻食品、水产品  |
|    | 丸羽日朗        | 73.92   | 速冻食品  |
|    | 日本水产        | 84.16   | 速冻食品  |
|    | 日冷食品        | 256.66  | 速冻食品  |
|    | 丘比          | 215.32  | 调味品、沙拉、蛋黄酱  |
|    | 龟甲万         | 879.07  | 酱油、料酒、番茄酱   |
|    | 好侍食品        | 249.75  | 咖喱和调味料  |
|    | 可果美         | 217.21  | 番茄酱   |

数据来源: 公司公告, 东北证券

我国农产品采购分散, 餐饮供应链以企业自购为主。餐饮供应链作为一种集中式的食材加工分配体系, 对上游原材料农产品的渠道有较高的要求。从上世纪 80 年代起美国农产品批发渠道由销地车站批发市场向产地运输点市场转移, 集中式的农业生产为采购向上游延伸打下基础, 进而实现了餐饮供应链的产销一体化供应。相比之下, 我国农产品生产较为分散, 从生产端到需求端需经由多级批发市场的配送整合, 导致供应链企业集采困难, 因而采购、配送、加工等环节大多由餐饮企业自行完成。2012-2019 年间我国农产品采购中农贸市场占比从 75% 下降至 51.8%, 农产品原材料的流通日趋集中化, 中游的餐饮供应链有望受益。

图 11: 中美餐饮供应链差异源于上游农产品流通



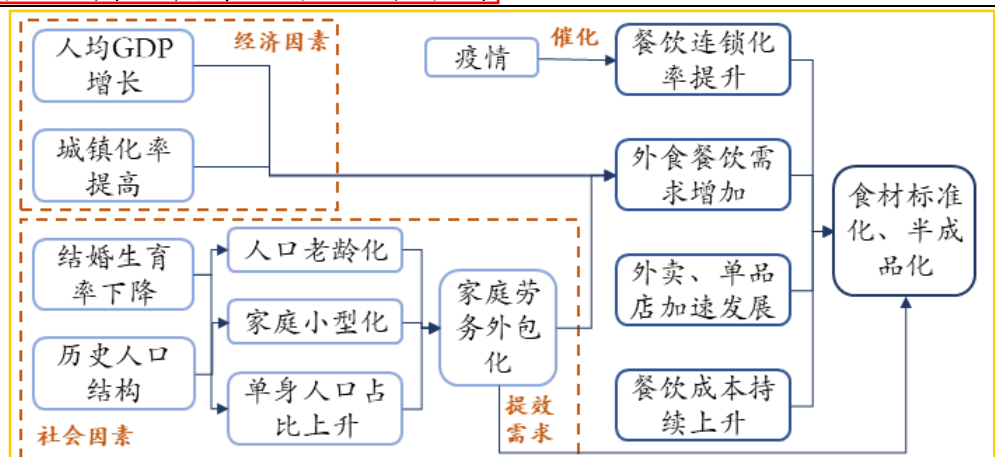
数据来源: 农批网, 艾媒咨询, 东北证券

需求侧看, 我国经济结构转型升级, 带动餐饮步入集中供应链时代。餐饮供应链



的优势在于规模化的生产和标准统一的品控，需要足量的需求并达到阈值后才能发挥最大效能。当前我国诸多经济社会数据与美日餐饮供应链成长初期相近：经济方面，2019 年我国人均 GDP 突破 1 万美元、城镇化率超过 50%，经济发展带来消费能力提升，推动外食需求增长；社会方面，我国老龄人口和单身人口占比逐年上升、家庭结构趋向小型化，家庭烹饪的效率降低，带动更多的外部就餐需求。此外在餐饮行业内，2020 年房租和人工成本分别上涨 9.7% 和 4.8%，成本压力推动连锁化进程，一线城市餐饮连锁化率突破 20%。因此，消费者外食需求的提速和连锁化餐饮对食材标准化的需求叠加，共同推动餐饮步入供应链时代。

图 12：需求侧推动餐饮供应链发展的因素



数据来源：公开资料整理，东北证券

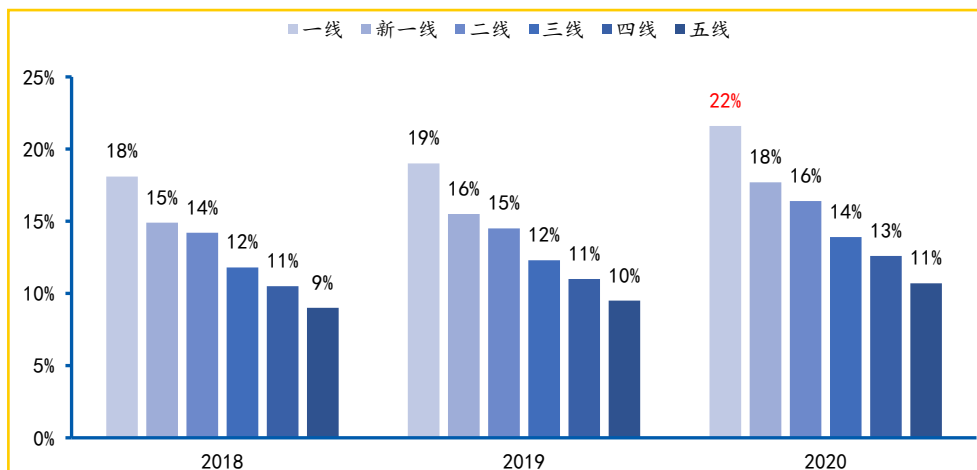
表 3：我国经济社会结构与美日餐饮供应链发展初期相仿

| 影响因素        | 美国               | 日本                        | 中国                          |
|-------------|------------------|---------------------------|-----------------------------|
| 经济人口变迁      | 人均 GDP 达 1 万美元年份 | 1978 年                    | 1981 年                      |
|             | 城镇化率             | 68/74%                    | 50/64%                      |
|             | 老龄化结构            | 13/14%                    | 8/12%                       |
| 餐饮外部化&餐饮连锁化 | 饮食外部化率           | 25/38%                    | 25/35%                      |
|             | 餐饮连锁化率           | 6.2%/41%<br>(1960/1982 年) | 8.1%/17.4%<br>(2010/2020 年) |
|             | 餐饮增速             | 0.057                     | 0.082                       |
| 成本压力        | 人工成本增速           | 0.041                     | 0.074                       |
|             | 房租成本增速           | 3.1%                      | 5.5% (1974-1990 年)          |

数据来源：国家统计局，东北证券



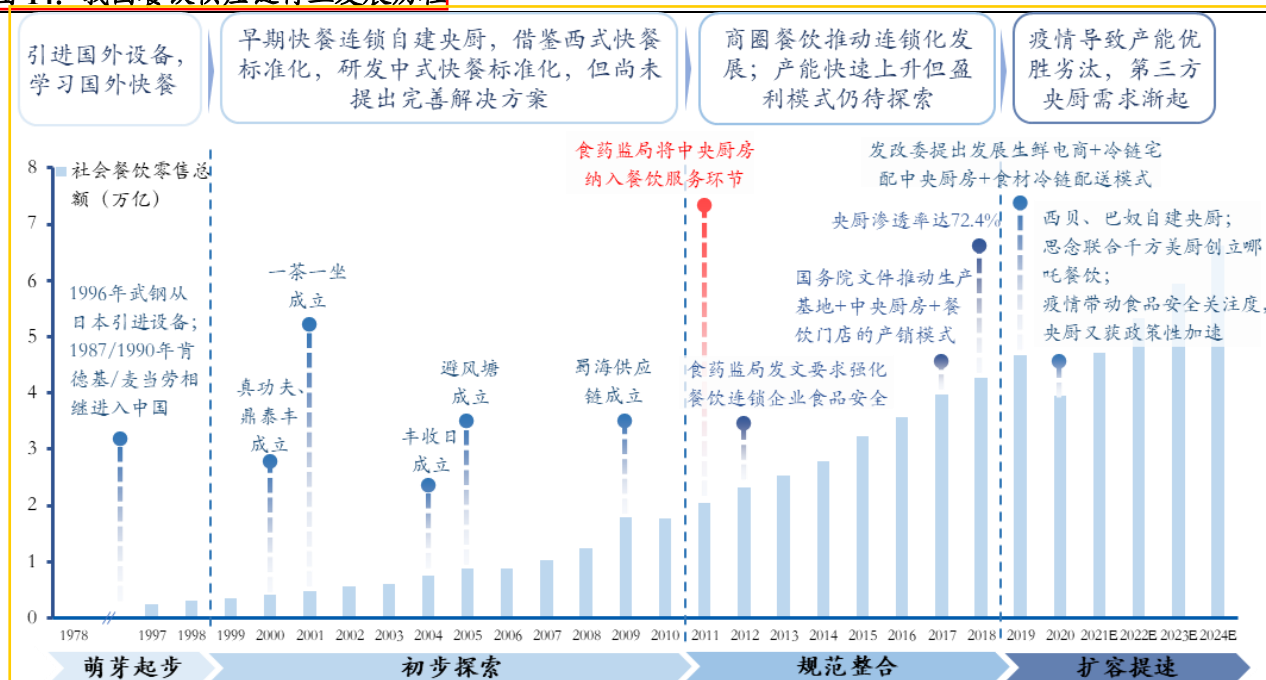
图 13: 2020 年一线城市餐饮连锁化率突破 20%



数据来源:《中国餐饮大数据 2021》, 东北证券

供给侧看, 政策激励层层加码, 低效产能清退利好龙头。我国餐饮行业对供应链的探索起步早但发展缓, 2000 年后多家中式连锁餐饮成立并尝试自建供应链, 而后因经营问题未能实现突围; 2011 年食药监局对以中央厨房为代表的餐饮供应链进行规范, 并在随后数年出台多项激励政策, 至 2018 年时中央厨房覆盖率超过 70%, 餐饮供应链体系完成从 0 到 1 的转变; 2020 年疫情大幅冲击线下餐饮需求, 间接推动了低效供应链产能的出清, 其中央厨企业数量同比减少 34% 而平均营收同比增长 52%, 供应链向龙头集中趋势明显。随着疫情后餐饮行业逐步恢复, 龙头供应链企业有望持续受益。

图 14: 我国餐饮供应链行业发展历程

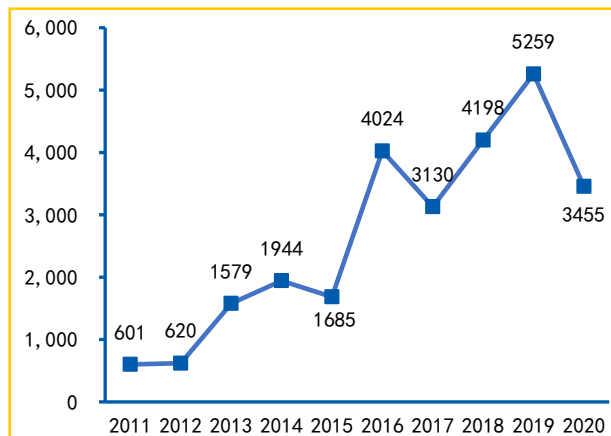


数据来源: 团餐谋, 公司官网, 东北证券





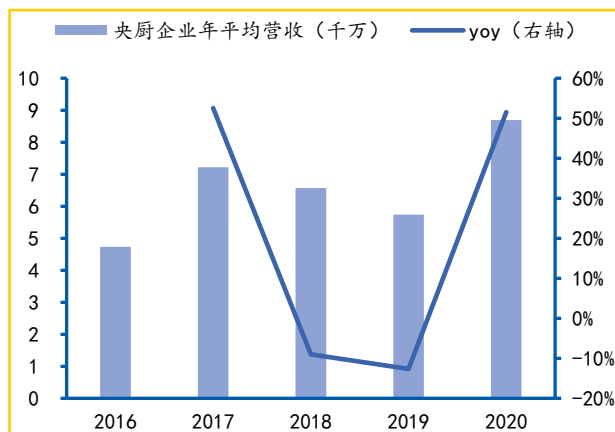
图 15: 中央厨房企业数量受疫情大幅下滑



数据来源: 企查查, 团餐谋, 东北证券

注: 筛选条件为公司名称、品牌产品、经营范围含有中央厨房关键词数据

图 16: 中央厨房企业平均营收逆势加速上升



数据来源: 企查查, 团餐谋, 东北证券

当前餐饮供应链企业多样, 中央厨房占比 16% 逾 480 亿。按照企业原有业务进行划分, 我国餐饮供应链企业包括以下几类: 食品制造类企业打造垂直供应链、餐饮企业自建供应链向上游供给侧延伸、商超流通企业利用渠道优势横向接入餐饮、以及独立从事 B 端供应链的第三方中央厨房, 其中 2020 年时第三方央厨占 16%, 对应规模约 480 亿元。按照产品品类划分, 专营米面供应链的企业既包括千味央厨、三全食品、思念食品等食品加工企业, 也有金龙鱼等原料供应企业跨界布局, 后者通过建立综合性生产园区打造垂直中央工厂, 依托产业链整合的优势形成独特竞争力。

图 17: 餐饮供应链企业图谱



数据来源: 团餐谋, 东北证券



图 18: 金龙鱼丰厨多点布局餐饮供应链

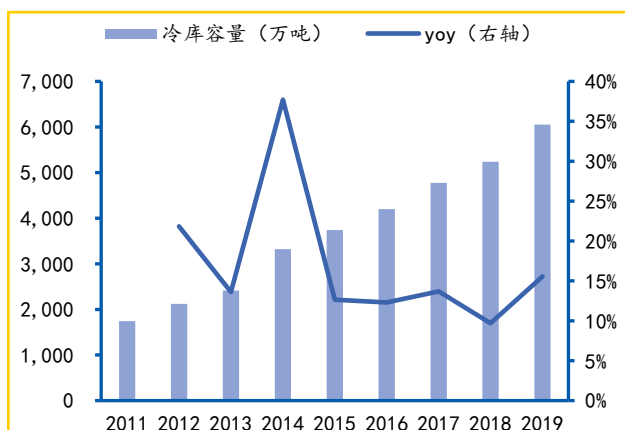


数据来源：公开资料整理，东北证券

## 2.2. B端速冻重提效空间大，米面类第三方替代最优

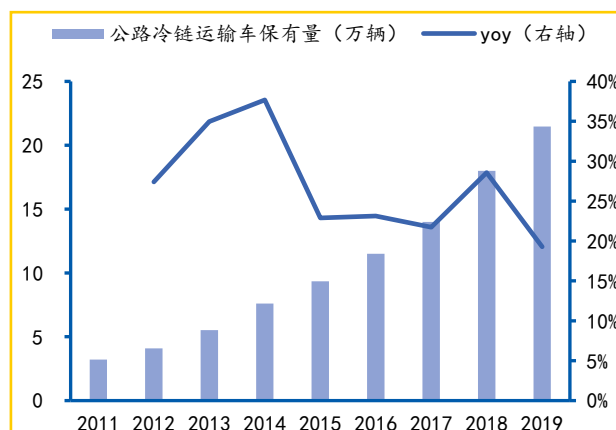
**供应链冷链配送优势大，冷链基建助力速冻食品稳健增长。**餐饮供应链的配送包括常温的生鲜配送和低温的半成品配送，其中通过冷链速冻配送的锁鲜效果优、配送弹性大，适合远距离配送各种不同完成度的半成品。2013-2019 年间我国冷库容量和冷链运输车保有量 CAGR 分别为 16.59% 和 25.4%，同期内我国速冻食品行业 CAGR 为 10%，冷链配送设施的持续完善将助推速冻食品行业持续增长，预计至 2026 年速冻食品行业规模将达到 2688 亿元。

图 19: 冷库容量持续扩容



数据来源：中国仓储及配送协会，东北证券

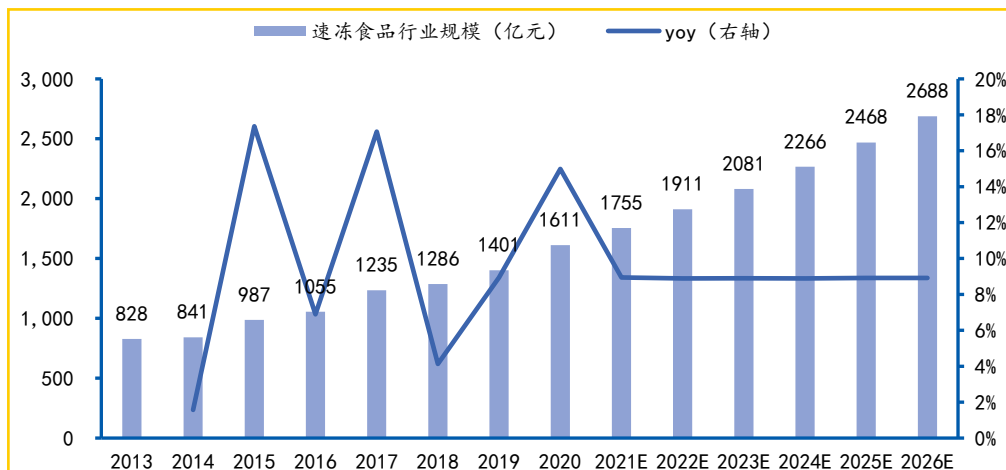
图 20: 冷链车保有量持续增长



数据来源：中国仓储及配送协会，东北证券



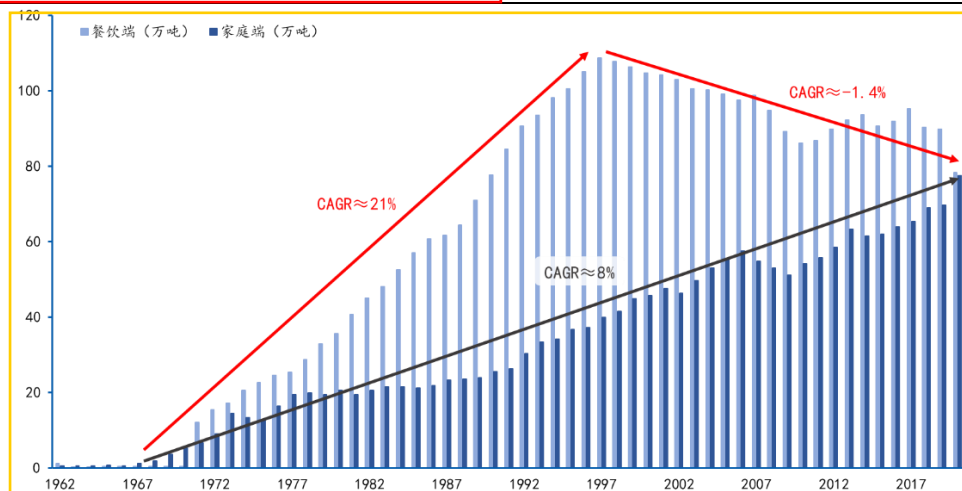
图 21: 速冻食品行业规模稳健增长



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

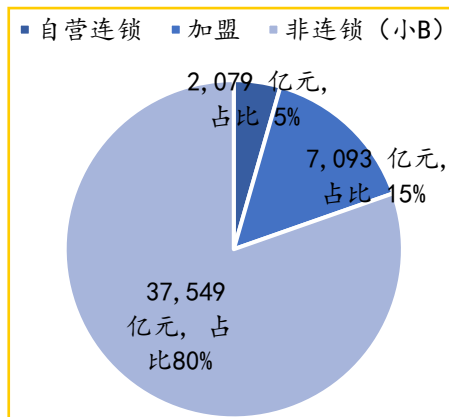
**B 端速冻渗透速度快，我国小 B 端需求空间广阔。**速冻食品在 C 端和 B 端的增长驱动力不尽相同。在 C 端，速冻食品公司依靠长期的消费者教育，稳健的提升消费量；在 B 端，速冻食品依靠简化餐厨流程实现降本提效，在短期内快速渗透，更快达到需求顶点。以日本为例，1967-2020 年家庭端消费量 CAGR 为 8.12%，增速稳定；餐饮端消费量在 1967-1997 年间 CAGR 高达 21.32%，但在 1997 年需求见顶后便不再增长。当前我国速冻食品消费量中 B 端占比约 38%，对标日本 56% 的占比仍偏低，未来有较大提升空间。按餐饮类型细分来看，占比约 20% 的自营连锁及加盟可依靠自建供应链降本提效，而其余 80% 的非连锁小 B 餐饮将更多依赖第三方供应链企业提供的速冻半成品，为行业高增速提供充足的需求空间。

图 22: 日本速冻食品家庭和餐饮增速不同



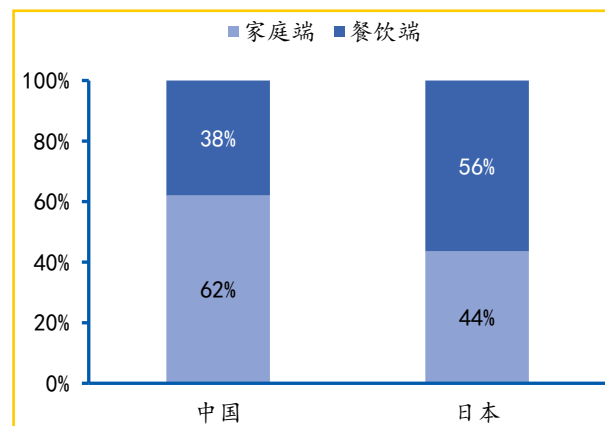
数据来源: 日本冷冻食品协会, 东北证券

图 23: 2019 年我国餐饮行业中小 B 占比超 80%



数据来源: 国家统计局, Frost&Sullivan, 东北证券

图 24: 2019 年中日速冻食品消费渠道对比



数据来源: IBIS, 日本冷冻食品协会, 东北证券

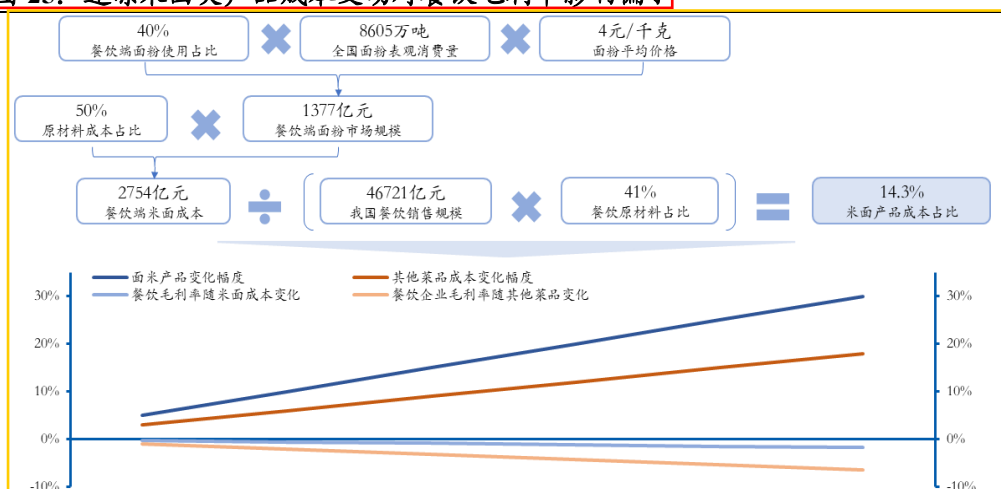
速冻食品中米面类占 63%，餐饮端米面第三方替代最优。前瞻产业研究院数据显示，我国速冻食品中米面类占比为 52.4%，对应规模约 844 亿元，米面在速冻食品中发展相对成熟，适合进行横向延伸供应 B 端。从替代效率来看：（1）以餐饮端面粉使用量进行推算，我国餐饮端面制品成本占餐饮总成本比重约 15%，速冻米面类产品成本变动对餐饮毛利率影响偏小；（2）从投资收益角度看，速冻米面的投资效益（单吨投资额/单吨收益）相较于速冻预制菜和速冻火锅料更小，因而不会作为餐饮企业自建供应链时的首选项，适合由第三方企业进行供应。

表 4: 速冻米面投资效益相对较低

|       | 单吨投资额 (万元/吨) | 单吨效益 (售价*毛利率) | 效益/投资   | 建设年限 | 备注      |
|-------|--------------|---------------|---------|------|---------|
| 速冻预制菜 | 0.57         | 1.1           | 191.39% | 2    | 以味知香为例  |
| 速冻米面  | 0.47         | 0.31          | 65.18%  | 2    | 以千味央厨为例 |
| 速冻火锅料 | 0.33         | 0.3           | 88.88%  | 2    | 以安井为例   |

数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

图 25: 速冻米面类产品成本变动对餐饮毛利率影响偏小



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

注: 测算数据截至 2019 年底

### 3. 强研发构筑优产品，深耕餐饮把握渠道先发优势

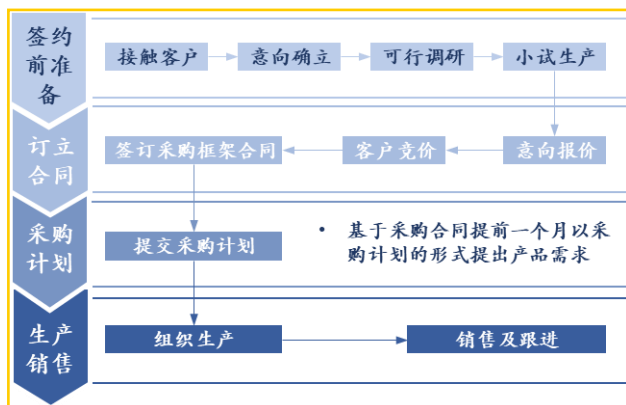




### 3.1. 定制研发高效可复制，场景化布局巩固优势寻找增量

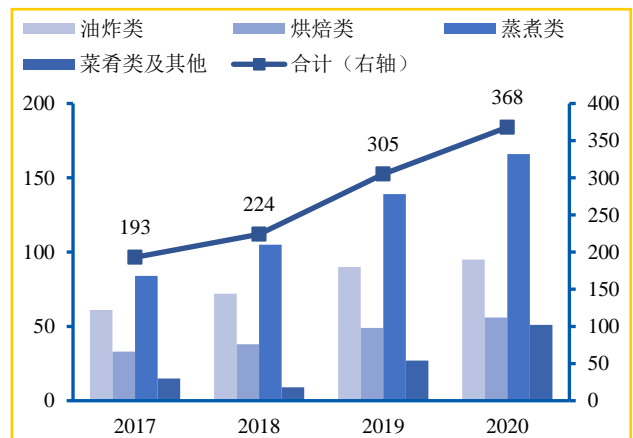
研发团队经验丰富，打造高效可复制双线研发体系。千味以餐饮定制为核心，通过实景模拟餐厅后厨的方式，找到餐饮企业烹饪过程中的痛点，并提供解决方案。公司拥有高效的双线研发体系和可复制的研发策略，在定制研发中从工艺优化到交货仅需 3-6 个月、在自主研发中定期主动向客户推动新品，双线并行的研发策略下公司 SKU 数量在 2020 年底时达 368 种。同时，公司的研发团队大多源自思念，核心成员从业时长平均约 8 年，丰富的研发经验造就对客户需求的精准把控，形成在定制研发中的独特优势。

图 26：千味构建高效定制研发和自主研发体系



数据来源：招股说明书，东北证券

图 27：千味 SKU 数量加速增长



数据来源：招股说明书，东北证券

表 5：千味主要研发人员履历

| 姓名  | 职位       | 从业年限 | 工作经历   |
|-----|----------|------|--|
| 贾学明 | 技术研发部总监  | 9    | 高级面点师。1997 年 7 月至 2004 年 2 月从事餐饮面点师工作；2004 年 3 月至 2012 年 5 月，历任郑州思念面点师、研发组长、技术经理和高级研发工程师；2017 年获得中原厨艺精英烹饪大赛特金奖和首届“全国发酵面食优秀科技工作者”称号。                                  |
| 程燕  | 技术研发部工程师 | 9    | 2008 年 7 月至 2012 年 5 月，任郑州思念技术研发资料管理员；2012 年 6 月至今在本公司工作，现任技术研发部研发工程师，主要负责研发体系运行监督和核查以及专利申报与维护工作。  |
| 朱国新 | 技术研发部工程师 | 9    | 1975 年至 2008 年 6 月历任新乡食品机械有限公司技术员、工程师、技术部副总经理、技术部总经理；2008 年 7 月至 2011 年 6 月任成都雷博机械设备有限公司工程师、技术部副总经理；2011 年 7 月至 2012 年 5 月任郑州思念技术部工程师；2012 年 6 月至今在本公司工作，现任技术研发部工程师。 |
| 李欢  | 技术研发部工程师 | 8    | 2004 年 12 月至 2013 年 8 月，任郑州思念研发中心配方专员；2013 年 9 月至今在本公司工作，现任技术研发部工程师；2019 年获得百胜中国金厨师奖。  |
| 姬真真 | 技术研发部工程师 | 9    | 2006 年 6 月至 2012 年 5 月，任郑州思念技术资料统计员、研发员；2012 年 6 月至今在本公司工作，现任技术研发部研发工程师。   |

数据来源：招股说明书，东北证券

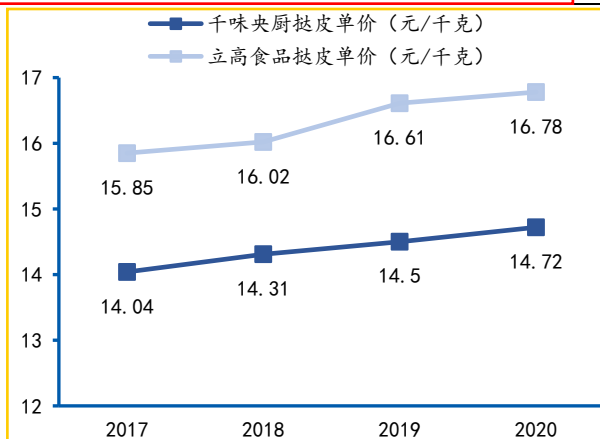
通品规模化生产提高性价比，场景化布局性价比高。定制品的增长受限于单个客户的需求天花板，因此在保护期过后，千味会进行市场调研，并决定是否扩产和打造为面向小 B 餐饮的通用品。通过规模化生产通用品可实现高性价比，产品单价优于同业企业，例如千味挞皮单价较立高便宜约 12%。自 2012 年起千味围绕火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景进行产品布局，针对不同场景的需求进行产品细分品类研发，实现单一品类的深度挖掘，在 2020 年时公司前十大单品销售额占总营收比例超 50%。

表 6: 千味央厨前十大单品销售情况

| 产品名称           | 销售额 (万元) |          |          |          | 销售渠道  | 应用场景           |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-------|----------------|
|                | 2017     | 2018     | 2019     | 2020     |       |                |
| 1*18*16 蛋挞皮    | 7,097.04 | 7,952.65 | 9,107.33 | 8,664.30 | 直营&经销 | 快餐、烘焙          |
| 千味 260g 芝麻球    | 8,538.82 | 8,954.79 | 9,033.79 | 9,830.79 | 直营&经销 | 乡厨、快餐、早餐       |
| KFC 冷冻油条 (60g) | -        | 4,497.85 | 6,815.12 | 6,503.15 | 直营    | 早餐、快餐          |
| 千味 400g 香芋地瓜丸  | -        | 4,637.81 | 5,015.23 | 5,272.30 | 经销    | 乡厨             |
| 千味 450g 香脆油条   | 3,634.10 | 3,931.38 | 4,344.96 | 4,460.20 | 经销    | 早餐、火锅          |
| 百胜原味冷冻华夫面团     | -        | 1,196.04 | 2,804.94 | 1,729.94 | 直营    | 快餐             |
| 千味 360g 卡通猪猪包  | 615.43   | 1,850.14 | 2,671.56 | 2,747.64 | 经销    | 乡厨、团餐、自助餐      |
| 千味 1200g 安心大油条 | -        | 927.31   | 1,963.33 | 2,611.47 | 经销    | 快餐、外卖、早餐、火锅、团餐 |
| 千味 300 克脆皮香蕉   | 2,136.65 | 1,865.70 | 1,756.60 | 1,515.17 | 经销    | 乡厨、团餐、自助餐、早餐   |
| 百胜 360g 蛋芯油条   | -        | -        | 1,628.90 | -        | 直营    | 快餐             |

数据来源: 招股说明书, 公司官网, 东北证券

图 28: 千味央厨蛋挞皮较立高食品性价比更高



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

图 29: 千味围绕场景化布局产品



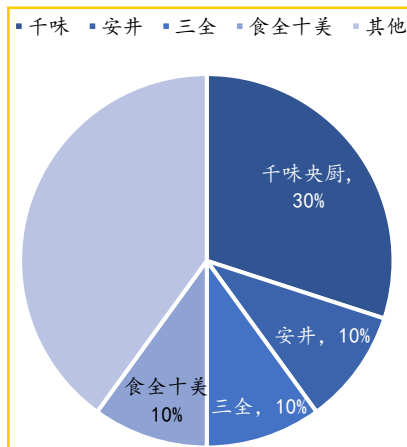
数据来源: 公司官网, 东北证券

从品类来看, 千味以米面食品为主构建四大品类, 品类特点各不相同:

- 油炸类: 10 亿油条市场格局优, 场景化布局寻增量。**千味以油炸类产品起家, 在芝麻球、油条等细分品类中市占率超 50%, 同时围绕团餐、乡宴等场景打造地瓜丸、脆皮香蕉等油炸新增长点。根据冷冻在线数据, 我国工业油条市场规模近 10 亿元, CR4 为 60%, 市场格局优。千味作为工业油条开创者市占率约 30%, 近年来也通过场景化布局打造出不同款式工业油条, 推陈出新稳固市场龙头地位。

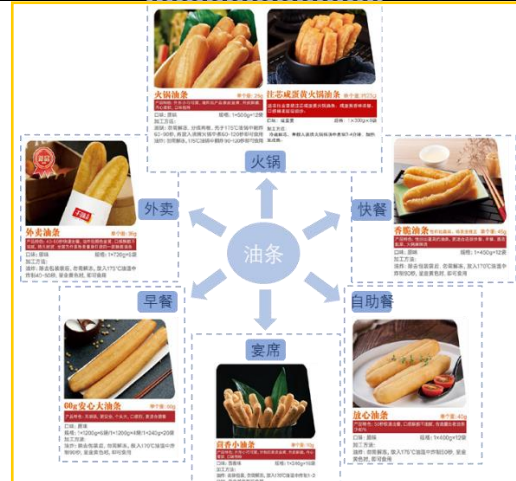


图 30：工业油条市场格局



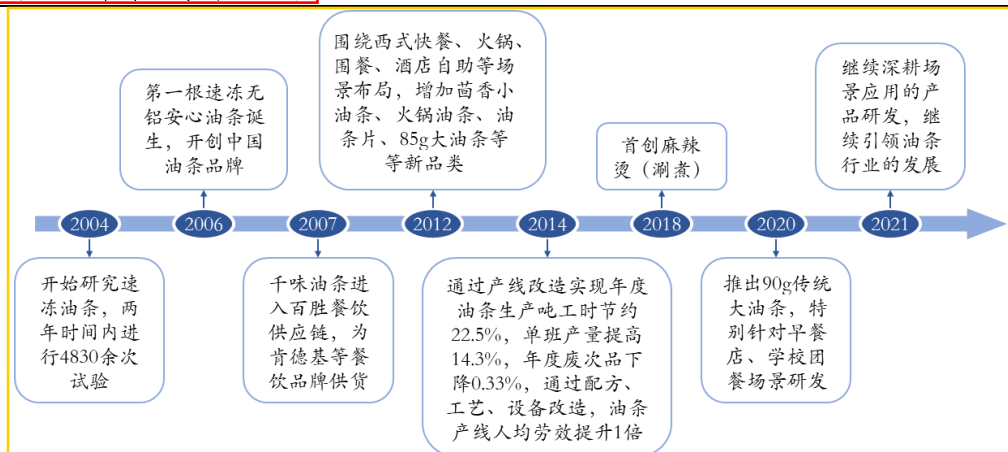
数据来源：冷冻在线，东北证券

图 31：千味围绕油条进行场景化布局



数据来源：招股说明书，官方公众号，东北证券

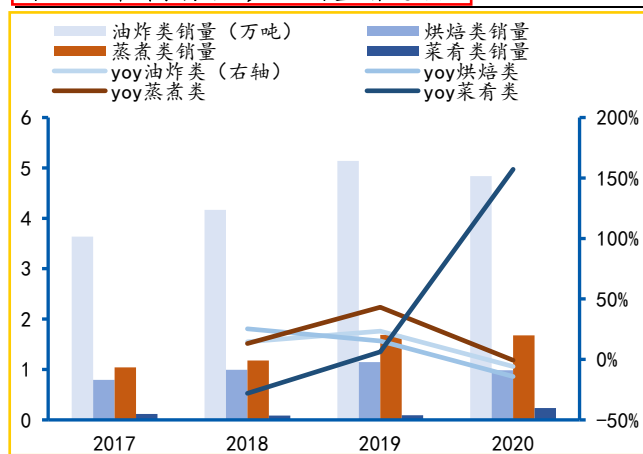
图 32：千味油条推出历程



数据来源：官方公众号，东北证券

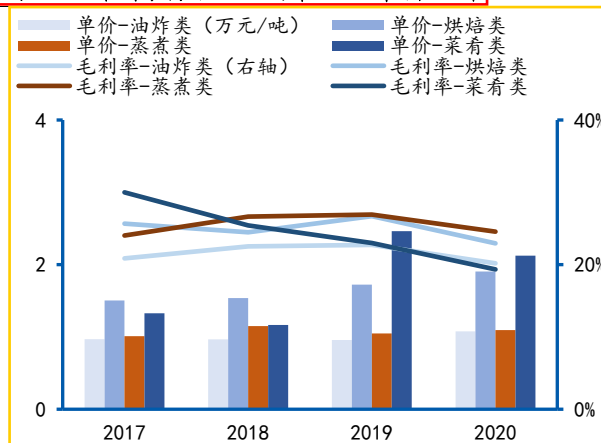
(2) **蒸煮类：面向小 B，加速发力。** 蒸煮类产品更适合清淡地区口味以及乡宴、团餐等场景，随着公司全国化布局和场景化开拓，蒸煮类放量明显，2017-2020 年间销量 CAGR 为 17.2%，在主要品类中增速居首。在保障毛利的前提下蒸煮类产品吨价从 2018 年的 1.15 万元/吨降至 2020 年的 1.09 万元/吨，以价换量实现快速增长。去年以来千味再推多款蒸煮类新品，着重布局团餐和乡宴场景，未来也有望在早餐市场围绕油条进行切入开拓。

图 33: 千味蒸煮类产品销量增速领跑



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 34: 千味蒸煮类毛利率稳健单价略降



数据来源: 招股说明书, 东北证券

**(3) 烘焙类: 率先抢位布局, 成长仍待验证。**自创立伊始千味便为百胜旗下连锁餐饮品牌供应冷冻挞皮, 近年来又开拓了冷冻华夫面团、无边预烤厚饼等烘焙产品, 在细分领域中积累一定优势, 因此于 2019 年启用了独立品牌“焙伦”抢位布局冷冻烘焙市场。与立高食品相比, 渠道端千味仍以连锁餐饮为主, 若面向小 B 仍需开发新经销商, 产品端则受限于客户类别因而 SKU 较少。我们认为千味烘焙类仍需关注经销渠道的开拓, 在明确场景定位后依托强研发实力推陈出新, 进而实现放量增长。

表 7: 千味与立高差异核心在于客户开拓

|                 | 立高食品   | 千味央厨                                      |
|-----------------|--|---|
| 烘焙业务营收 (2020 年) | 19.83  | 1.88                                      |
| 毛利率             | 37.9%  | 22.9%                                     |
| 销量 (吨)          | 46288.8  | 9673.6                                    |
| 主要产品            | SKU>650, 其中: 1.奶油 (营收占比 20.5%)、水果制品 (9.3%)、酱料 (7.6%)、巧克力等烘焙食品原料; 2.冷冻烘焙半成品及成品 (52.84%); 3.部分休闲食品。                                | SKU>56, 其中包括: 手工挞皮、比利时列日华夫、可颂冷冻面团         |
| 销售模式            | 经销模式为主, 2020 年经销模式收入分别占主营业务收入 77.80%。截至 2020 年底经销商数量逾 1800 家, 覆盖除港澳台外的全国所有省市自治区。   | 直营模式为主, 2020 年经销/经销收入占比分别为 19.09%/80.91%。 |
| 下游客户及应用场景       | 终端客户超过 5 万家, 覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等, 以单店规模较小、分布较散、单次采购量小、配送时效性要求高的烘焙门店为主。  | 连锁快餐, 以肯德基、必胜客为主                          |
| 增长驱动力           | 1.品类扩张: 公司核心竞争力在于产品力与研发能力, 辅以多样化销售渠道和持续深入客户服务带来的渠道粘性;<br>2.渠道管理: 提升经销商毛利、增强经销商考核, 重视对客户深度技术服务, 帮助其将公司产品转化为终端成品, 并协助终端客户设计产品推广方案。 | 客户拓展、品类扩张、经销商开拓等, 2019 年启用独立品牌“焙伦”。       |

数据来源: 渠道调研, 招股说明书, 公司公告, 东北证券

**(4) 菜肴类及其他: 冻品市场多元化探索, 经销地推发力。**千味直销渠道的连锁餐饮客户中包括九毛九、海底捞等知名火锅企业, 经销渠道中有 70% 的经销商同时经营着火锅料产品, 速冻米面和速冻火锅料的渠道重合度较高。2018 年时千味尝试布局火锅场景; 2019 年时与海底捞开展合作, 进军高端火锅料领域; 2020 年因餐饮端受疫情影响, 公司加速经销渠道布局, 重点打造 50 名核心经销商。2017-2020 年间公司菜肴类 CAGR 为 46.6%, 2020





年时营收占比仅5.3%，未来仍待持续探索。

图 35：菜肴类产品定位火锅场景布局

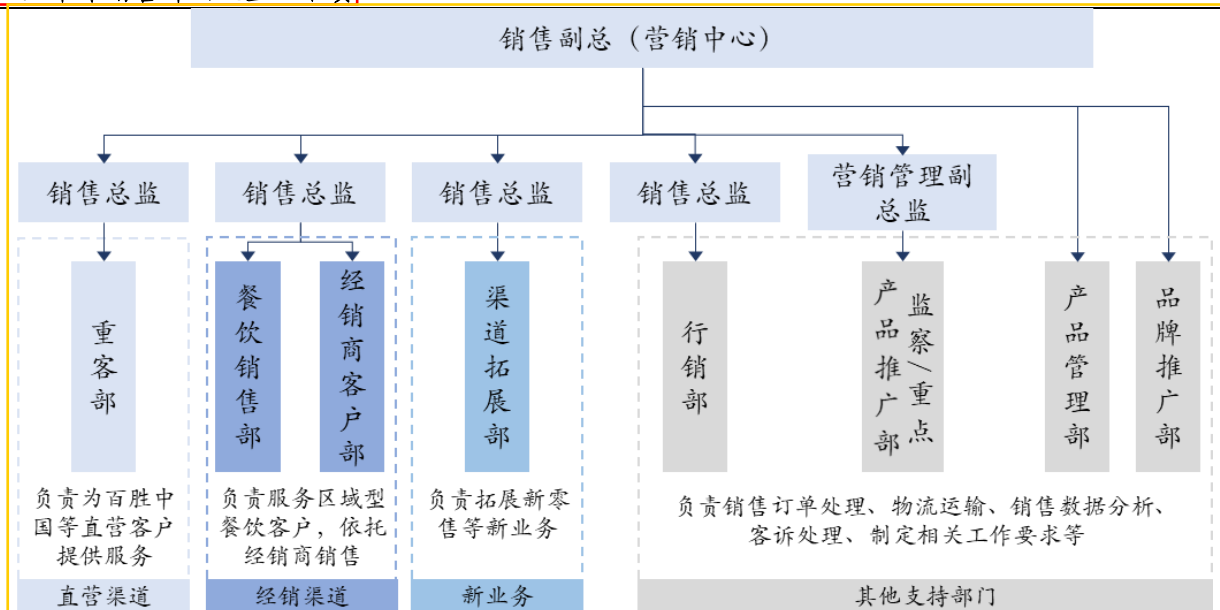


数据来源：官方公众号，东北证券

### 3.2. 渠道端秉持餐饮定位，直营经销双线并行

千味秉持“只为餐饮，厨师之选”的战略定位，为更好服务餐饮客户，公司针对连锁大客户和非连锁小B餐饮分设不同部门进行管理。由公司副总经理统管营销中心，并下设8个部门，其中：（1）**重客部**负责为百胜、华莱士等直营可提供服务；（2）**经销商客户部**负责服务区域性餐饮客户，依托经销商进行销售；（3）**渠道拓展部**负责新零售等新业务；（4）**行销部**、**产品管理部**等其他部门负责各项营销支持工作。

图 36：千味销售部门设置及职责



数据来源：招股说明书，东北证券

#### 3.2.1. 直销深度绑定客户，多年深耕积淀丰富资源

深耕连锁餐饮，积淀丰富客户资源。千味在餐饮行业深耕近 20 年，积累了丰富的连锁餐饮客户资源。截至 2021H1 千味合作客户数量近 40 家，我国前十大餐饮企业中有 4 家与千味有深度合作关系。新兴餐饮连锁企业在建立供应商体系时，为保障高效和安全，往往选用知名餐饮企业的供应商；而一旦与供应商达成合作，除非遇到重大食品安全问题，否则不会轻易更换供应商。千味利用先发优势与头部连锁餐饮深度绑定，随着我国餐饮连锁化率的不断提高，千味有望持续获益。

图 37：部分千味合作大型餐饮客户



数据来源：招股说明书，东北证券

表 8：2019 我国前十大餐饮企业中千味合作 4 家

| 排名 | 企业名称                | 分类      | 公司客户 |
|----|---------------------|---------|------|
| 1  | 百胜中国控股有限公司（必胜客、肯德基） | 西式快餐/正餐 | ✓    |
| 2  | 金拱门（中国）有限公司（麦当劳）    | 西式快餐    |      |
| 3  | 海底捞火锅               | 火锅正餐    | ✓    |
| 4  | 河北千喜鹤饮食股份有限公司       | 团餐      |      |
| 5  | 天津顶巧餐饮服务咨询有限公司（德克士） | 西式快餐    | ✓    |
| 6  | 上海杨国福企业管理（集团）有限公司   | 冒菜快餐    | ✓    |
| 7  | 江苏品尚餐饮连锁管理有限公司      | 火锅正餐    |      |
| 8  | 内蒙古西贝餐饮集团有限公司       | 中式快餐    |      |
| 9  | 深圳中快餐饮集团有限公司        | 团餐      |      |
| 10 | 山东凯瑞商业集团有限责任公司      | 中式正餐    |      |

数据来源：中国烹饪协会，招股说明书，东北证券

现有客户深度挖掘，增长势能稳健。千味直营的大客户中百胜和华莱士销售额合计占比超 80%，并且千味与许多客户签订有长期合同，合作关系紧密。以百胜为例，千味与其的合作从为肯德基供应挞皮起步，随后在既有的供应链体系中拓展油条等品类，带发展成熟后横向接入百胜旗下东方既白、TACO BELL 等其他餐饮品牌的供应链，在 2016 年时千味晋升为百胜 T1 供应商。2021H1 时百胜门店数量达 11023 家，呈加速增长，2021Q3 营收同比增长 25.95%，在疫情后稳健恢复。此外，千味也给予部分核心客户一定比例的返点，包括华莱士（返利 5%）、沃尔玛（返利 8%）和老乡鸡（返利 1.5%）。

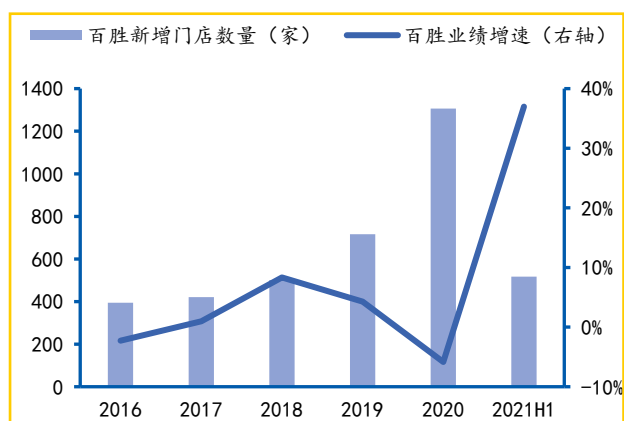


表 9：千味前五大直营客户中百胜和华莱士占比大

| 客户名称                 | 2017        |        | 2018        |        | 2019        |        | 2020        |        |
|----------------------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|
|                      | 销售额<br>(万元) | 占比     | 销售额<br>(万元) | 占比     | 销售额<br>(万元) | 占比     | 销售额<br>(万元) | 占比     |
| 百胜中国控股有限公司及其关联方      | 17,770.43   | 29.95% | 21,175.14   | 30.20% | 27,317.14   | 30.72% | 22,067.31   | 23.37% |
| 福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方  | 1,344.19    | 2.27%  | 2,368.83    | 3.38%  | 2,567.12    | 2.89%  | 4,000.19    | 4.24%  |
| 佛山市麦点食品有限公司及其关联方     | 775.16      | 1.31%  | 895.88      | 1.28%  | 978.95      | 1.10%  | 582.77      | 0.62%  |
| 东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方 | 716.42      | 1.21%  | 569.51      | 0.81%  | 641.9       | 0.72%  | 664.96      | 0.70%  |
| 北京永和大王餐饮有限公司及其关联方    | 1,196.64    | 2.02%  | -           | -      | 583.13      | 0.66%  | -           | -      |
| 四川海之雁贸易有限公司及其关联方     | -           | -      | -           | -      | -           | -      | 2,086.53    | 2.21%  |
| 富泰华工业（深圳）有限公司及其关联方   | -           | -      | 503.46      | 0.72%  | -           | -      | -           | -      |

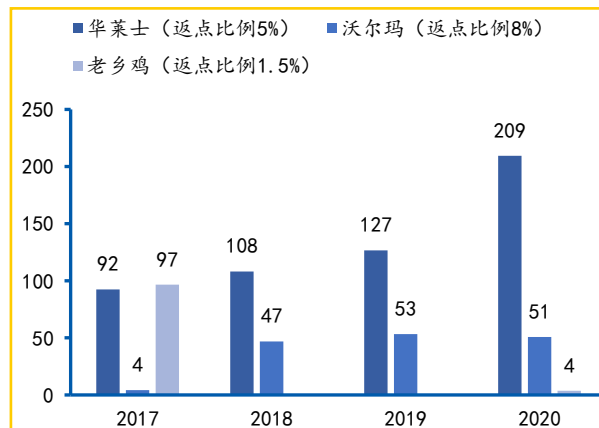
数据来源：招股说明书，东北证券

图 38：百胜门店数与营收同步稳增长



数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

图 39：千味给予部分核心客户销售返利（万元）

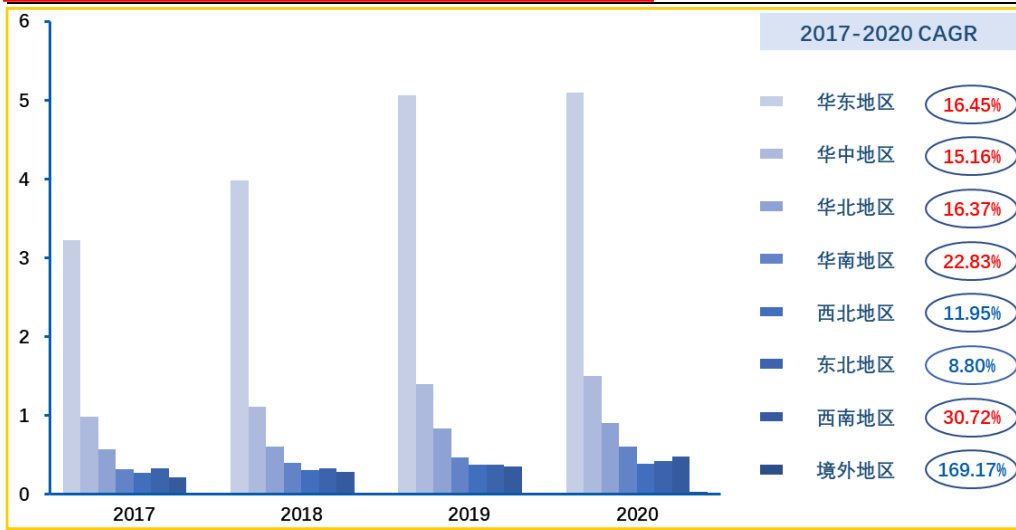


数据来源：招股说明书，东北证券

### 3.2.2. 经销助力全国开拓，大商策略强化渠道管控

**经销面向小B餐饮，助力全国快速扩张。**千味通过经销渠道面向中小B餐饮客户，其数量多、分布广、时效性和稳定性要求高。在经销模式下千味构建多级分销体系，一方面可将经销商仓库作为中转仓，实现稳定高效的食材配送，另一方面依赖经销商在当地的销售渠道，实现全国化扩张，2016-2020年间华中/华北/华南/西南等地区均实现15%以上的年化增长。

图 40: 经销渠道协助千味全国多地高速增长 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

流通端竞争激烈, 公司聚焦大商强化渠道管控。千味的经销渠道主要以流通市场为主, 主要竞争对手包括三全和安井, 其中安井在鱼糜类、肉制品类、米面类全品类布局, 而三全以油炸类和蒸煮类米面产品为主, 与千味重合度更高。从渠道管控来看, 安井招募大量业务人员、精耕细作开拓渠道, 每位经销商可由多名业务人员一起服务 (“经销商/销售人员” 比值为 0.29); 而三全、惠发、海欣的比值均大于 1, 单名业务人员需要服务经销商数量远超安井, 因而在硬性条件上难以达到与安井相同的精耕力度。千味自 2017 年起推动大商建设, 若仅用大商规模计算该比值为 1.07, 优于三全而逊于安井。当前 B 端速冻米面仍处于跑马圈地的扩容期, 过于细致的渠道管控尚未显现出明显优势, 千味依托相对较优的管控能力和直营端提供的品牌背书, 竞争优势明显。

图 41: 千味与三全、安井产品重合度较高



数据来源: 招股说明书, 公司官网, 东北证券





表 10: 渠道管控方面千味优于三全但逊于安井

|                | 安井食品                                       | 三全食品  | 惠发食品                  | 海欣食品 | 千味央厨                           |
|----------------|--|---|-----------------------|------|--------------------------------|
| 经销渠道规模 (亿元)    | 45.29                                      | 39.70                                       | 9.63                  | 9.20 | (总额\大商) 6.05\4.22              |
| 渠道销售额占比        | 86%  | 66%   | 80%                   | 66%  | 64%\45%                        |
| 销售人员数量         | 3619                                       | 2957  | 421                   | 634  | 175                            |
| 经销商数量          | 1033                                       | 5622  | 1074                  | 1807 | 907                            |
| 经销商平均销售金额 (万元) | 45.29                                      | 39.70                                       | 9.63                  | 9.20 | 66.75\324.47                   |
| 经销商/销售人员       | 0.29                                       | 1.90  | 2.55                  | 2.85 | 5.18\1.07                      |
| 经销宣传模式         | “销地产”战略，渠道端 BC 兼顾。客户分为 A、B、C 三类，A 类客户需每周拜访 | 帮助经销商开展活动。今年起注重培养业务人员做市场、“成为”省区经理，以此挖掘市场和终端 | 将现代渠道人员调整至流通渠道，推进渠道下沉 |      | 破冰计划，安排销售人员协助经销商来进行产品推广和下游资源拓展 |
| 范围             | 全国   | 全国  | 全国                    | 全国   | 全国                             |

数据来源：渠道调研，公司公告，招股说明书，东北证券

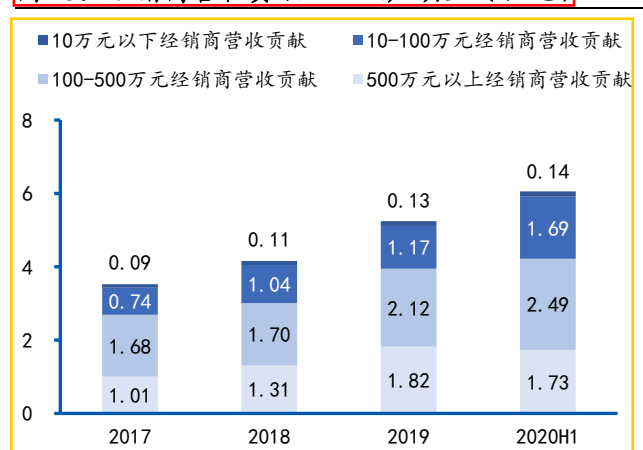
注：数据截至 2020 年底；千味调整后比值=百万以上经销商数量/(百万以上经销商销售额占比\*销售人员总数)

图 42: 千味大商 (>100 万营收贡献) 流失率低

| 经销商规模     | 2017  | 2018  | 2019  | 2020H1 |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 新增        | 37    | 18    | 47    | 22     |
| (其中：新开)   | (0)   | (1)   | (9)   | (1)    |
| 100 万元及以上 |       |       |       |        |
| 减少        | 3     | 22    | 21    | 40     |
| (其中：流失)   | (1)   | (0)   | (3)   | (4)    |
| 期末数量      | 96    | 92    | 118   | 100    |
| 新增        | 176   | 255   | 360   | 215    |
| (其中：新开)   | (174) | (233) | (342) | (179)  |
| 100 万元以下  |       |       |       |        |
| 减少        | 524   | 166   | 244   | 224    |
| (其中：流失)   | (487) | (149) | (206) | (203)  |
| 期末数量      | 425   | 514   | 630   | 621    |
| 经销商总数     | 521   | 606   | 748   | 721    |

数据来源：招股说明书，东北证券

图 43: 经销商营收贡献二八效应明显 (亿元)

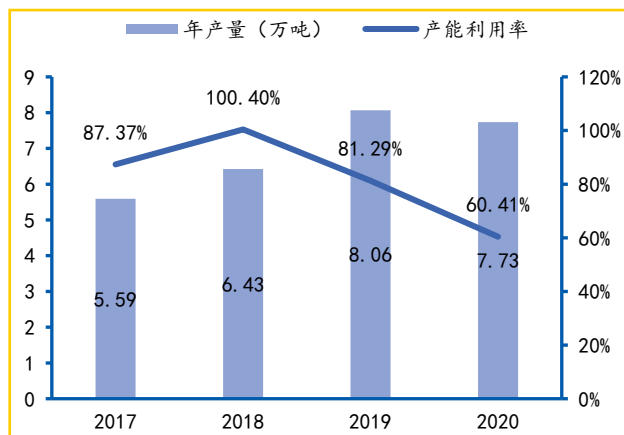


数据来源：招股说明书，东北证券

### 3.3. 产能产销近饱和，新乡扩建优化产能布局

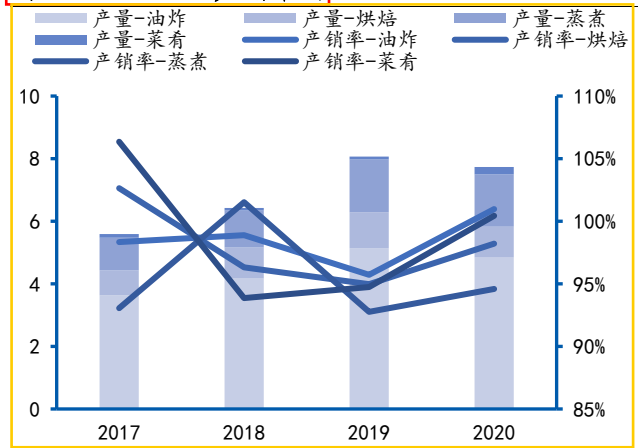
总体产能接近饱和，各产销率基本稳定。2017-2019 年间千味产能利用率维持 80% 以上的高位，2020 年因疫情停工导致产能利用率下滑，预计今年将恢复至正常水平。分品类看，2020 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类的产量分别为 5.14/1.15/1.69/0.09 万吨，产销基本平衡。

图 44: 千味产能利用率接近饱和



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 45: 四大品类产销平衡



数据来源: 招股说明书, 东北证券

募投助力产能扩充, 租建并行推动全国化扩张。千味厂房最早为向思念租赁, 2019 年新乡一期投产后英才里厂区停用, 2020 年新乡二期投产, 预计在 2021 年底达产并替换红枫里厂区。本次上市募投资金中 3.77 亿元将用于建设新乡工厂三期项目, 预计到 2024 年时三期项目产能爬坡至 70%, 届时公司总产能将达 17.2 万吨。同时为了满足较远地区的时效性要求, 公司通过以租代建的模式在全国多地投资厂房辅助生产, 包括河南鹤壁和辽宁阜新的外协厂房, 此外安徽芜湖的厂房预计也将于明年年初投产。

表 11: 千味央厨募投资金用途

| 项目名称                      | 募投资金使用额 (万元) | 建设期 |
|---------------------------|--------------|-----|
| 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    | 2 年 |
| 总部基地及研发中心建设项目             | 3,236.61     | 2 年 |

数据来源: 招股说明书, 东北证券

表 12: 千味自建厂区产能布局

|      | 2017  | 2018  | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新乡一期 | -     | -     | 35200 | 68000  | 68000  | 68000  | 68000  | 68000  |
| 新乡二期 | -     | -     | -     | 未披露    | 未披露    | 48000  | 48000  | 48000  |
| 新乡三期 | -     | -     | -     | -      | -      | -      | 24000  | 56000  |
| 红枫里  | -     | -     | -     | 未披露    | 未披露    | -      | -      | -      |
| 英才里  | 64000 | 64000 | 64000 | -      | -      | -      | -      | -      |
| 总产能  | 64000 | 64000 | 99200 | 128000 | 132000 | 132000 | 140000 | 172000 |

数据来源: 招股说明书, 东北证券

## 4. 聚焦餐饮造就低费用高 ROE, 短期扰动不改长期向好

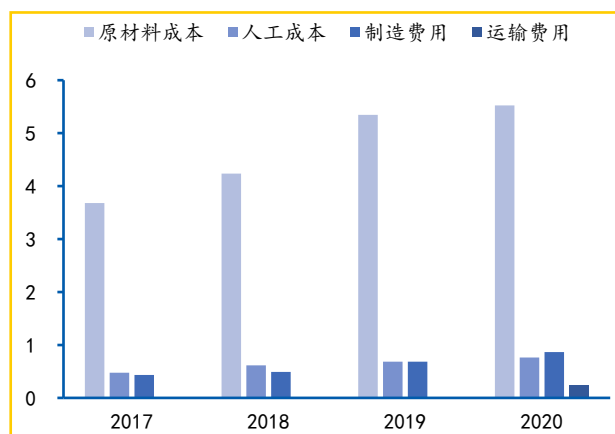
### 4.1. 原料成本总体可控, 营收结构优化拉动毛利

成本端原材料面粉占比高, 采购价格稳定成本可控。千味成本中原材料占比超 70%, 其中米面粉占比约 42%。公司向中粮、益海等大型企业采购米面粉和油脂糖类, 原材料品质较高且采购价格平稳。此外, 2019-2020 年期间新乡厂区冷库、车



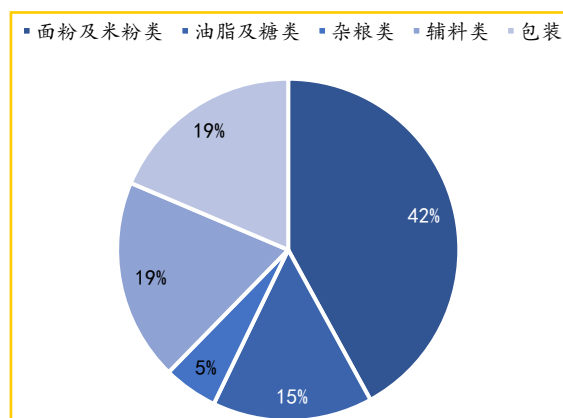
间和仓库等设施陆续完工转固，由于生产磨合、设备调试以及员工培养等方面的要求较高，制造费用和人工成本有所增加。

图 46: 成本端以原材料成本为主 (亿元)



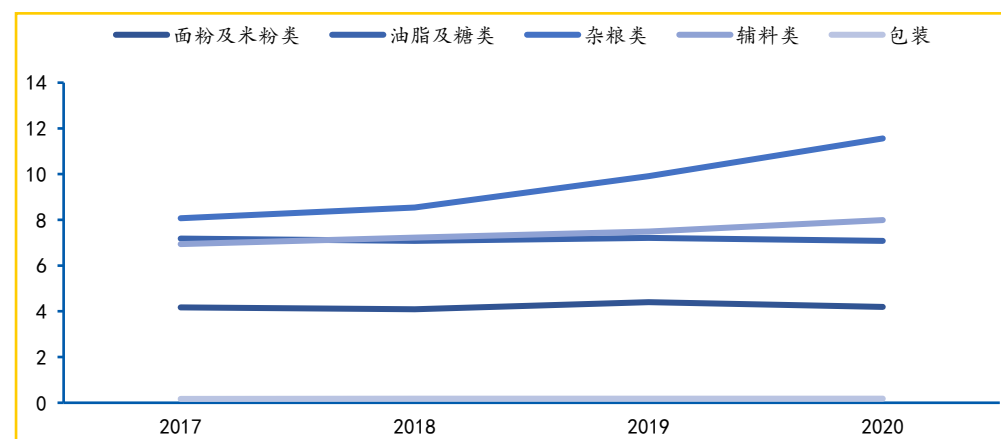
数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 47: 原材料中面粉影响大 (2020 年)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 48: 主要原材料价格稳定可控 (元/千克)

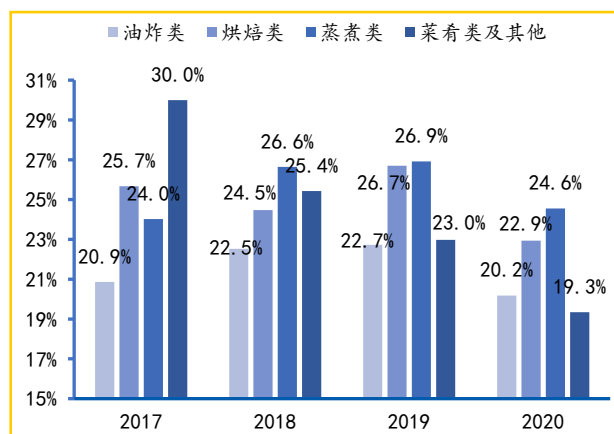


数据来源: 招股说明书, 东北证券

综合毛利率稳健，B 端米面属性导致毛利较同业偏低。千味综合毛利率较为稳定，2020 年小幅下降 2.91pct 至 21.54%，剔除运费影响后 2020 年毛利率为 24.09%。分品类看，油炸类毛利率较其他品类低约 3-4pct，2017-2019 年期间油炸类占比降低促进综合毛利率提升。分销售模式看，直营模式销售定制产品为主因而毛利率较高，在 2020 年时因运输费计入成本下滑 6.14pct 至 23.19%；经销模式下千味产品更注重性价比，毛利率相对较低但提升稳健。同业对比来看，千味因存在直营销销售模式和销售米面类食品，综合毛利率相对较低；而仅从经销渠道来看，千味毛利率与同业相近。

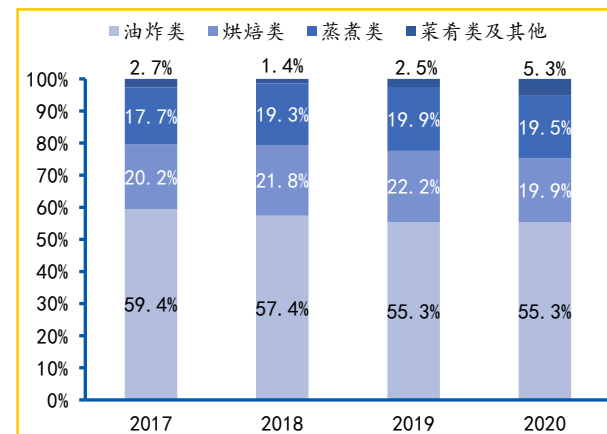


图 49：千味油炸类毛利率较低



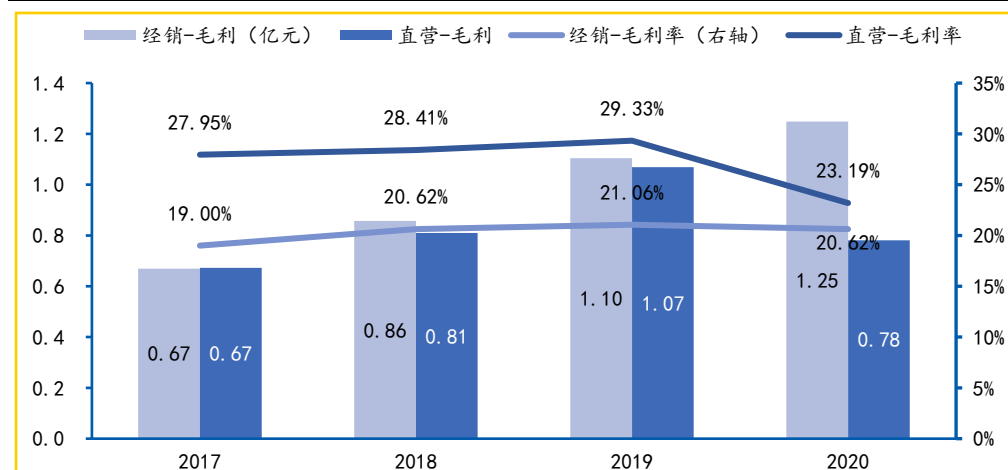
数据来源：招股说明书，东北证券

图 50 千味油炸类占比降低



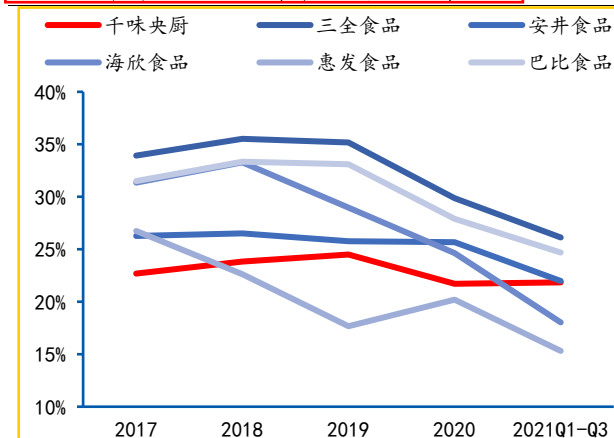
数据来源：招股说明书，东北证券

图 51：千味直营模式毛利率高于经销模式



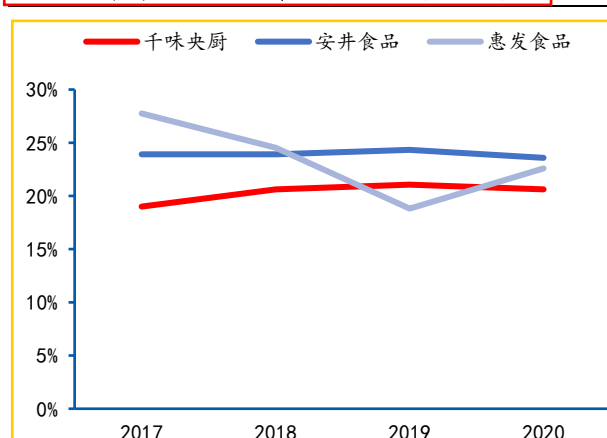
数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

图 52：千味综合毛利率在速冻企业中偏低



数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

图 53：千味经销毛利率与其他速冻企业相近



数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

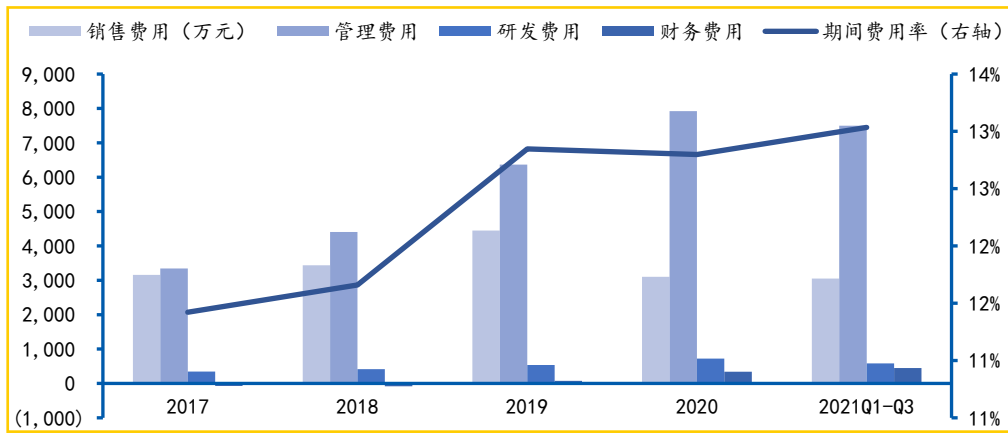
#### 4.2. B 端直营造就低费用优势，扩产增员致短期费用上行

期间费用率总体平稳，直营销销售模式使同业对比较低。2017-2021Q3 千味期间费用率持续上升，2020/2021Q1-Q3 千味的期间费用率分别为 12.8%/13.03%。同业对比



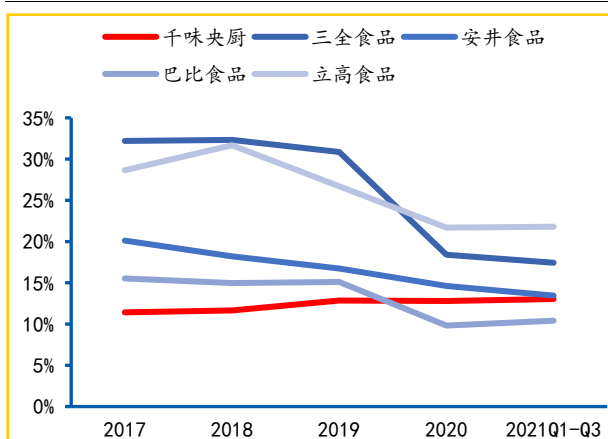
来看，千味因存在向大客户的直营销售，期间费用中销售费用占比低而管理费用占比高，与其他速冻食品企业相比期间费用率总体较低。

图 54：千味期间费用率小幅上升主要系管理费用增长



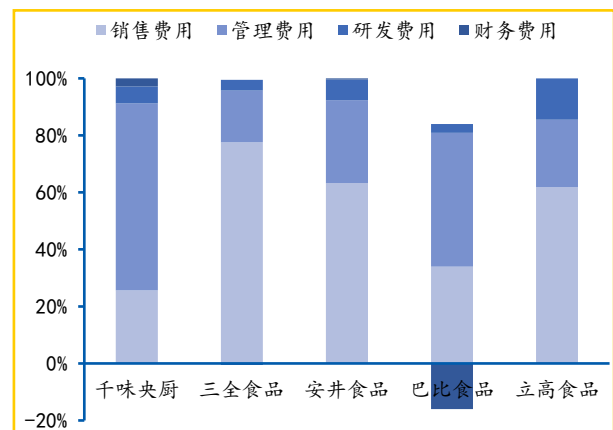
数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

图 55：千味期间费用率在速冻企业中偏低



数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

图 56：千味销售费用占比在速冻企业中偏低（2020年）



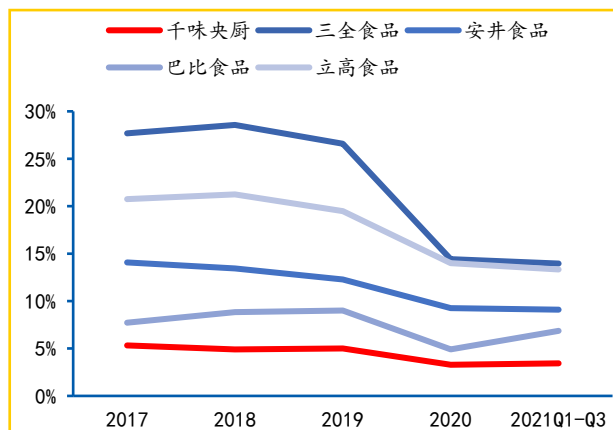
数据来源：招股说明书，公司公告，东北证券

销售费用稳健，对比可比公司较低。千味销售费用率在 2017-2019 年间稳定约 5%，2020 年同比降低 1.72pct 至 3.28%，剔除运费影响后为 5.83%。千味销售费用率显著低于可比公司，其中与主营 C 端的三全食品和安井食品相比，千味在市场推广和宣传费用上投放较少；与采用品牌门店销售的巴比食品相比，千味无需承担门店相关的装修和房租费用；与主营 B 端的立高食品相比，千味在经销模式中承担的仓储费用较少。



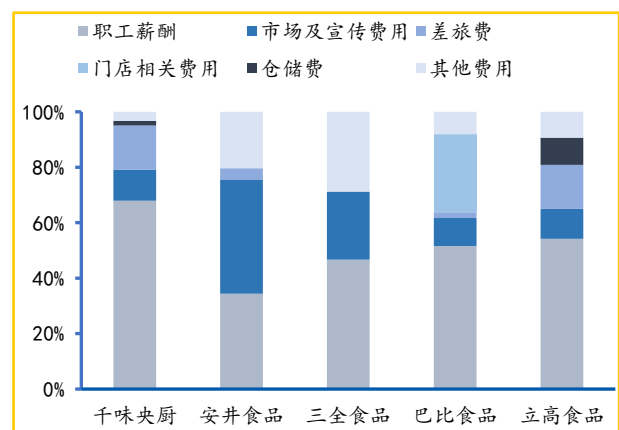


图 57: 千味销售费用率低于可比公司



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

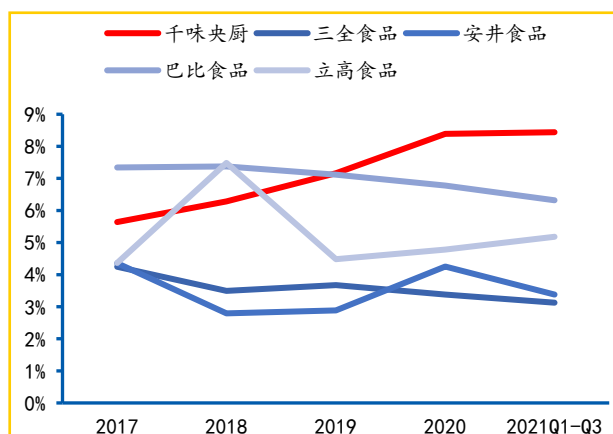
图 58: 千味销售费用中职工薪酬和差旅费占比



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

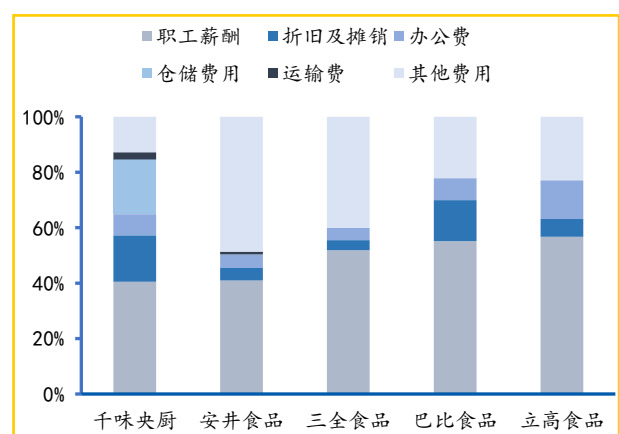
管理费用中仓储和运输支出大, 管理费用率因扩销扩建小幅上升。2017-2020 年千味管理费用率小幅上升, 2020 年同比提高 1.23pct 至 8.39%, 主要系公司为扩大销售规模租赁更多仓库后仓储费增加, 以及新乡食品加工项目建设项目导致折旧摊销增加。对比可比公司来看, 千味较高的直营模式占比导致存在较大的仓储费用, 同时千味积极扩产导致折旧及摊销高于可比公司。

图 59: 千味管理费用率较可比公司偏高



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

图 60: 千味管理费用中仓储费和折旧摊销占比高



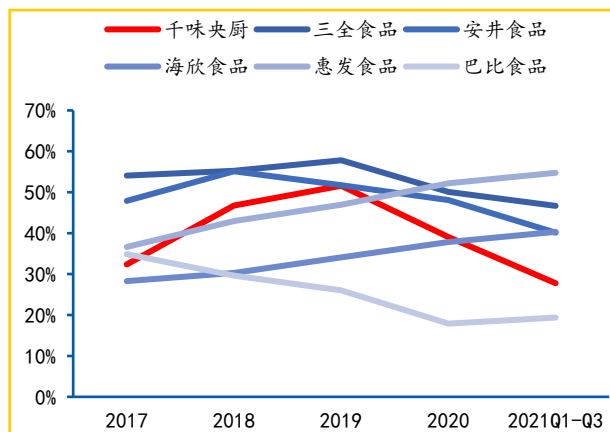
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

#### 4.3. 备货扩建应对旺盛需求, 短期财务扰动不改长期向好趋势

资产结构平稳优化, 现金比率低, 偿债能力健康。短期偿债方面, 千味在 2018 年因将大量资金投入新乡千味食品加工建设项目, 导致短期偿债比率下降, 2020 年时千味流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.55 倍、1.02 倍、0.65 倍, 流动性状况总体良好。长期偿债方面, 千味资产负债率从 2019 年的 51.59% 下降至 2020 年的 39.06%, 处于较低水平, 公司长期偿债能力较强。

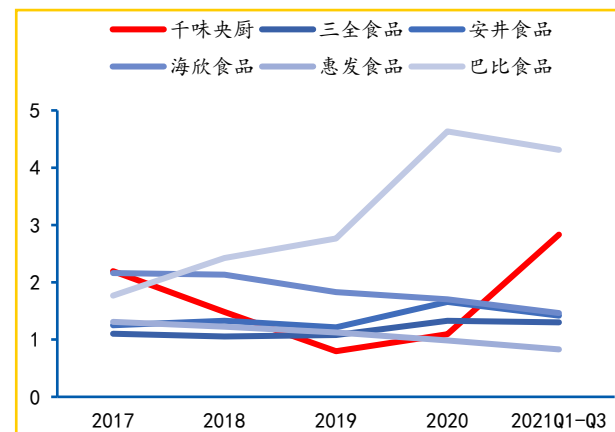


图 61: 千味资产负债率持续优化



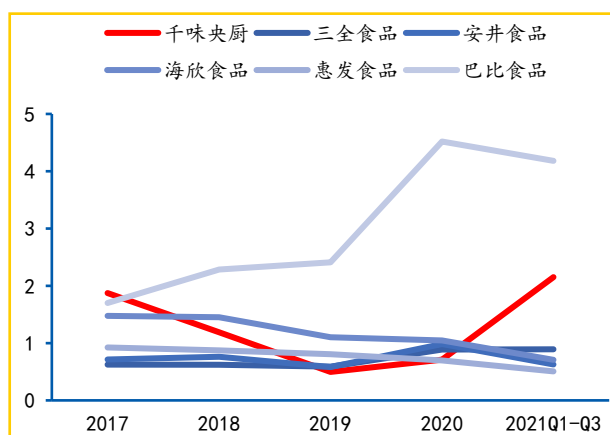
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

图 62: 千味流动比率受扩建资金扰动下降



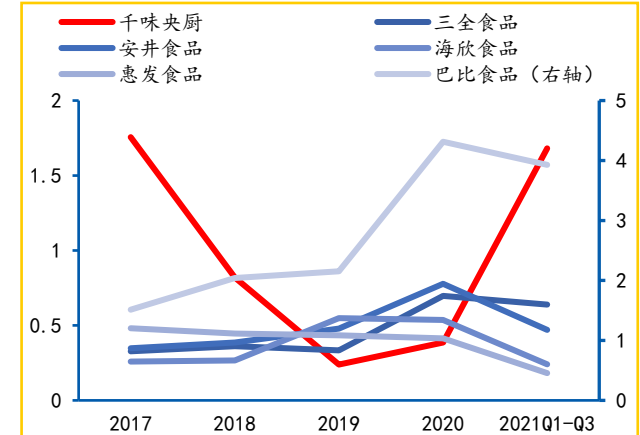
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

图 63: 千味速动比率受扩建资金扰动下降



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

图 64: 千味现金比率受扩建资金扰动下降

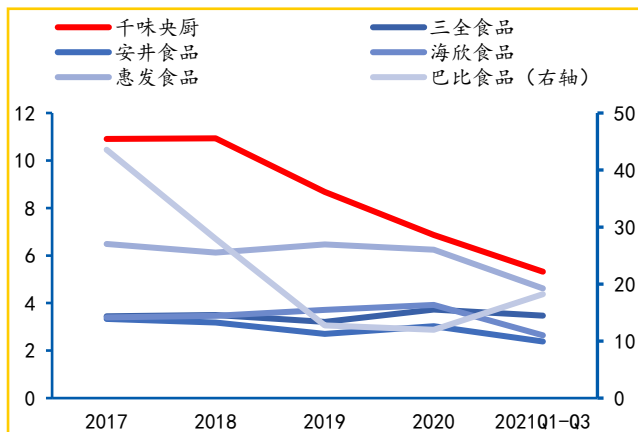


数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

**资产周转较快, 运营能力优秀。**存货周转方面, 千味存货周转率从 2017 年 146.29% 下降至 2020 年的 105.29%, 主要因销售规模增长后公司增加成品及原材料备货。同业对比, 巴比产品的即食性和原材料高周转要求导致存货周转率高, 三全和安井需全国备货因而存货周转率低, 而千味可直接销售给餐饮客户因而存货周转率中等偏上。**应收账款周转方面**, 由于千味直营模式下给予客户不超过 3 个月的信用期, 随着直营模式收入占比下降, 应收账款随之减少, 2018-2021Q3 期间应收账款周转率持续降低。同业对比来看, 应收账款周转受信用政策和结算政策影响, 千味直营模式占比近 4 成, 导致应收账款周转率相对较高; 三全的货款结算周期长因而应收账款周转率低, 巴比采取 10 天信用期因而应收账款周转率低, 安井授信严格因而周转率高。

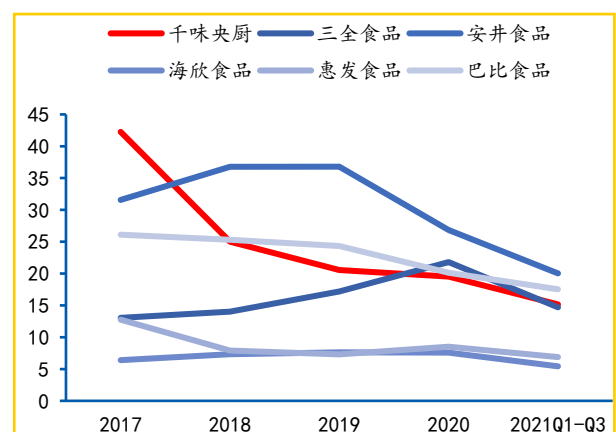


图 65: 千味存货周转率同业较高



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

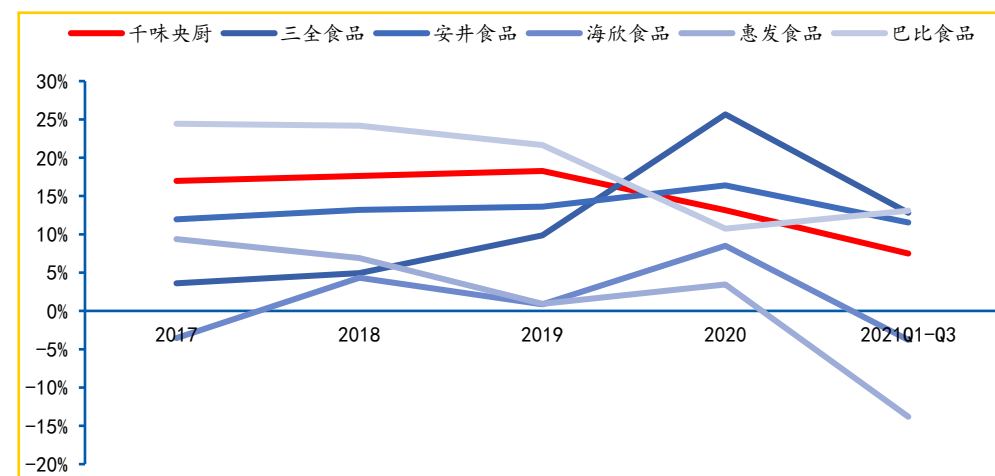
图 66: 千味应收账款周转率持续下降



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

ROE 同业居中, 短期备货扰动不改长期回升向好。千味净资产周转率 2020/2021Q1-Q3 分别为 13.15%/7.49%, 在速冻食品行业中处于中等水平。杜邦拆分来看, 公司经营状况良好, 销售净利率稳健; 近年来公司为应对旺盛需求和原材料上涨压力, 加强原材料备货, 导致周转率下降和短期负债增加。随着餐饮端的恢复和小 B 端开拓增长, 公司净资产收益率有望回升。

图 67: 千味净资产收益率 (摊薄) 同业中等



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

表 13: 千味 ROE 杜邦拆分

|            | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021Q1-Q3 |
|------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 净资产收益率 ROE | 16.98% | 16.59% | 15.79% | 15.5%  | 7.49%     |
| 销售净利率      | 7.85%  | 8.37%  | 8.34%  | 8.11%  | 6.37%     |
| 资产周转率      | 1.46 次 | 1.36 次 | 1.22 次 | 1.05 次 | 0.79 次    |
| 权益乘数       | 1.48   | 1.46   | 1.56   | 1.82   | 1.48      |

数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东北证券

## 5. 盈利预测与投资建议

千味专精餐饮供应链赛道二十载，依靠深度参与百胜供应链，打造优质的品牌形象并构筑高效可复制的研发体系。我国餐饮供应链处于发展初期，在外食需求增加、餐饮连锁化提升、餐饮成本加剧的多重影响下，餐厅食材标准化存在巨大需求。千味依托“强研发+名品牌+精产品”的优势，把握速冻米面 B 端替代的市场机遇，高速增长势头强劲。

表 14：千味央厨盈利预测（百万元）

|         | 2019   | 2020    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|---------|--------|---------|----------|----------|----------|
| 营业总收入   | 889.28 | 944.37  | 1,278.18 | 1,658.60 | 2,094.56 |
| 同比增长（%） | 26.82% | 6.20%   | 35.35%   | 29.76%   | 26.28%   |
| 营业成本    | 671.41 | 739.33  | 987.15   | 1,278.44 | 1,624.20 |
| 同比增长（%） | 25.70% | 10.12%  | 33.52%   | 29.51%   | 27.05%   |
| 毛利      | 217.87 | 205.05  | 291.03   | 380.16   | 470.36   |
| 毛利率     | 24.50% | 21.71%  | 22.77%   | 22.92%   | 22.46%   |
| 销售费用    | 44.48  | 31.02   | 44.86    | 59.05    | 75.61    |
| 同比增长（%） | 29.40% | -30.26% | 44.63%   | 31.61%   | 28.06%   |
| 管理费用    | 63.67  | 79.23   | 112.96   | 167.91   | 192.07   |
| 同比增长（%） | 44.52% | 24.45%  | 42.56%   | 48.65%   | 14.39%   |
| 净利润     | 74.12  | 76.57   | 85.42    | 94.72    | 125.84   |
| 同比增长（%） | 26.32% | 3.31%   | 11.55%   | 10.89%   | 32.89%   |
| 净利率     | 8.33%  | 8.11%   | 6.68%    | 5.71%    | 6.01%    |

数据来源：公司公告，东北证券

### 分产品量价拆分看：

油炸类：营收规模大增速稳，直营和经销模式销量增长稳健，其中经销渠道面向早餐场景发力，预计增速将高于仅依靠连锁餐饮的直营渠道。价格来看，公司目前在油条、芝麻球等油炸细分产品中处于龙头地位，但近年来三全、安井等企业

表 15：油炸类盈利预测（百万元）

|          | 2018      | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E      |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入     | 402.32    | 491.80    | 521.46    | 695.81    | 890.43    | 1,094.82   |
| 同比增长（%）  | 14.17%    | 22.24%    | 6.03%     | 33.43%    | 27.97%    | 22.96%     |
| 营业成本     | 311.68    | 379.99    | 416.21    | 538.73    | 686.37    | 843.36     |
| 同比增长（%）  | 20.59%    | 21.92%    | 9.53%     | 29.44%    | 27.40%    | 22.87%     |
| 毛利率      | 22.53%    | 22.73%    | 20.18%    | 22.57%    | 22.92%    | 22.97%     |
| 量价拆分     |           |           |           |           |           |            |
| 销售量（吨）   | 43,712.22 | 51,781.08 | 52,973.19 | 70,531.94 | 90,132.80 | 110,795.55 |
| 同比增长（%）  | 14.15%    | 18.46%    | 2.30%     | 33.15%    | 27.79%    | 22.92%     |
| 吨价（元/吨）  | 9,203.86  | 9,497.71  | 9,843.89  | 9,865.13  | 9,879.04  | 9,881.47   |
| 同比增长（%）  | 0.03%     | 3.19%     | 3.64%     | 0.22%     | 0.14%     | 0.02%      |
| 吨成本（元/吨） | 7,130.23  | 7,338.44  | 7,856.95  | 7,638.12  | 7,615.05  | 7,611.89   |
| 同比增长（%）  | 5.65%     | 2.92%     | 7.07%     | -2.79%    | -0.30%    | -0.04%     |

数据来源：东北证券

蒸煮类：在经销渠道加速发力，围绕乡宴、团餐等下沉市场和消费场景的产品布



局，有望打造继油炸后第二增长曲线。而米面类产品壁垒较低、规模大、餐饮端渗透快，预计达饱和后产品单价将有波动。

表 16: 蒸煮类盈利预测 (百万元)

|           | 2018      | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入      | 135.58    | 176.71    | 183.55    | 241.25    | 312.13    | 390.41    |
| 同比增长 (%)  | 28.85%    | 30.34%    | 3.87%     | 31.44%    | 29.38%    | 25.08%    |
| 营业成本      | 99.46     | 129.15    | 138.49    | 185.89    | 242.32    | 311.91    |
| 同比增长 (%)  | 24.42%    | 29.84%    | 7.23%     | 34.23%    | 30.35%    | 28.72%    |
| 毛利率       | 26.64%    | 26.92%    | 24.55%    | 22.95%    | 22.37%    | 20.11%    |
| 量价拆分      |           |           |           |           |           |           |
| 销售量 (吨)   | 12,644.65 | 16,582.33 | 17,371.12 | 22,852.17 | 29,601.42 | 37,724.31 |
| 同比增长 (%)  | 25.64%    | 31.14%    | 4.76%     | 31.55%    | 29.53%    | 27.44%    |
| 吨价 (元/吨)  | 10,722.23 | 10,656.59 | 10,566.43 | 10,557.14 | 10,544.47 | 10,348.95 |
| 同比增长 (%)  | 2.56%     | -0.61%    | -0.85%    | -0.09%    | -0.12%    | -1.85%    |
| 吨成本 (元/吨) | 7,866.02  | 7,788.19  | 7,972.39  | 8,134.57  | 8,186.07  | 8,268.24  |
| 同比增长 (%)  | -0.97%    | -0.99%    | 2.37%     | 2.03%     | 0.63%     | 1.00%     |

数据来源: 东北证券

**烘焙类:** 千味在 2019 年推出“焙伦”品牌，依托连锁餐饮供应链中深耕多年的经验积淀，直营经销同步开拓。其中千味在直营模式基础牢固增速稳健，新品推陈出新、持续优化产品结构；而经销模式基数低增速高，公司在流通渠道主推性价比产品，预计单价提升小于直营模式。

表 17: 烘焙类盈利预测 (百万元)

|           | 2018      | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入      | 152.97    | 197.71    | 187.54    | 254.11    | 331.05    | 431.40    |
| 同比增长 (%)  | 27.98%    | 29.25%    | -5.15%    | 35.50%    | 30.28%    | 30.31%    |
| 营业成本      | 115.53    | 144.93    | 144.52    | 194.32    | 251.59    | 329.18    |
| 同比增长 (%)  | 30.04%    | 25.45%    | -0.28%    | 34.46%    | 29.47%    | 30.84%    |
| 毛利率       | 24.47%    | 26.70%    | 22.94%    | 23.53%    | 24.00%    | 23.69%    |
| 量价拆分      |           |           |           |           |           |           |
| 销售量 (吨)   | 9,608.70  | 11,273.63 | 12,502.20 | 16,063.64 | 19,843.03 | 24,519.95 |
| 同比增长 (%)  | 17.88%    | 17.33%    | 10.90%    | 28.49%    | 23.53%    | 23.57%    |
| 吨价 (元/吨)  | 15,919.87 | 17,537.64 | 15,000.34 | 15,818.87 | 16,683.47 | 17,593.65 |
| 同比增长 (%)  | 8.57%     | 10.16%    | -14.47%   | 5.46%     | 5.47%     | 5.46%     |
| 吨成本 (元/吨) | 12,023.62 | 12,855.87 | 11,559.62 | 12,096.67 | 12,678.77 | 13,425.08 |
| 同比增长 (%)  | 10.31%    | 6.92%     | -10.08%   | 4.65%     | 4.81%     | 5.89%     |

数据来源: 东北证券

**菜肴类及其他:** 直营模式受制于客户需求、增速或存波动，而客户对新品菜肴的需求将优化品类营收结构，推动吨价上行；经销模式公司加大流通渠道地推力度，依靠米面和菜肴经销商的高重合度侧面切入，在低基数下增速较快。

表 18: 菜肴类及其他盈利预测 (百万元)

|          | 2018    | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E     | 2023E     |
|----------|---------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入     | 9.98    | 22.41    | 49.68    | 85.01    | 123.00    | 175.94    |
| 同比增长 (%) | -36.76% | 124.52%  | 121.74%  | 71.10%   | 44.69%    | 43.04%    |
| 营业成本     | 7.44    | 17.26    | 40.07    | 68.10    | 98.07     | 139.64    |
| 同比增长 (%) | -32.64% | 131.89%  | 132.23%  | 69.95%   | 44.00%    | 42.39%    |
| 毛利率      | 25.43%  | 22.98%   | 19.34%   | 19.88%   | 20.26%    | 20.63%    |
| 量价拆分     |         |          |          |          |           |           |
| 销售量 (吨)  | 803.36  | 1,911.63 | 4,700.03 | 8,289.36 | 12,300.90 | 17,692.51 |
| 同比增长 (%) | -36.49% | 137.95%  | 145.87%  | 76.37%   | 48.39%    | 43.83%    |





|           |           |           |           |           |          |          |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 吨价 (元/吨)  | 12,422.20 | 11,720.84 | 10,570.87 | 10,254.88 | 9,999.02 | 9,944.29 |
| 同比增长 (%)  | -0.43%    | -5.65%    | -9.81%    | -2.99%    | -2.50%   | -0.55%   |
| 吨成本 (元/吨) | 9,263.10  | 9,026.85  | 8,526.35  | 8,215.94  | 7,972.72 | 7,892.75 |
| 同比增长 (%)  | 6.06%     | -2.55%    | -5.54%    | -3.64%    | -2.96%   | -1.00%   |

数据来源：东北证券

销售费用方面，千味加大经销渠道布局力度，推动小B端渠道下沉，职工薪酬占比预计有所增长，而公司长期专精于餐饮的场景定位，市场费用投放需求较低，预计销售费用率总体维持低位。管理费用方面，新乡千味厂房扩建导致折旧摊销较高，营收规模扩大后管理人员和仓储备货同步增加，导致薪酬和仓储费用支出较高，预计管理费用率仍将维持高位。

表 19：千味销售费用和管理费用拆分（百万元）

|          | 2018   | 2019   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 销售费用     | 34.38  | 44.48  | 31.02   | 44.86  | 59.05  | 75.61  |
| 同比增长 (%) | 8.83%  | 29.40% | -30.26% | 44.63% | 31.61% | 28.06% |
| 销售费用率    | 4.90%  | 5.00%  | 3.28%   | 3.51%  | 3.56%  | 3.61%  |
| 销售费用拆分   |        |        |         |        |        |        |
| 职工薪酬     | 10.41  | 12.42  | 21.08   | 29.40  | 38.15  | 48.17  |
| 运输费      | 16.57  | 22.21  | -       | -      | -      | -      |
| 差旅费      | 4.51   | 4.94   | 4.97    | 7.67   | 9.12   | 10.47  |
| 业务宣传费    | 1.30   | 2.65   | 3.44    | 5.11   | 6.63   | 10.47  |
| 会务费      | 0.15   | 1.23   | 0.59    | 1.28   | 3.32   | 4.19   |
| 仓储费      | 0.79   | 0.71   | 0.52    | 0.77   | 1.00   | 1.26   |
| 其他       | 0.64   | 0.33   | 0.41    | 0.64   | 0.83   | 1.05   |
| 管理费用     | 44.06  | 63.67  | 79.23   | 112.96 | 167.91 | 192.07 |
| 同比增长 (%) | 31.67% | 44.52% | 24.45%  | 42.56% | 48.65% | 14.39% |
| 管理费用率    | 6.28%  | 7.16%  | 8.39%   | 8.84%  | 10.12% | 9.17%  |
| 管理费用拆分   |        |        |         |        |        |        |
| 职工薪酬     | 21.99  | 32.30  | 32.07   | 46.01  | 58.05  | 71.22  |
| 仓储费      | 8.08   | 8.00   | 15.65   | 21.73  | 26.54  | 31.42  |
| 折旧摊销     | 1.89   | 5.19   | 13.29   | 23.26  | 27.91  | 36.29  |
| 运输费      | 2.90   | 4.14   | 2.05    | 2.56   | 8.29   | 10.47  |
| 办公费      | 2.97   | 3.24   | 6.01    | 5.11   | 8.29   | 12.57  |
| 中介服务费    | 1.10   | 2.50   | 2.33    | 2.56   | 3.32   | 4.19   |
| 租赁费      | 1.29   | 2.32   | 1.52    | 1.28   | 0.83   | 0.00   |
| 检测费      | 0.85   | 0.99   | 1.16    | 1.28   | 1.66   | 2.09   |
| 差旅费      | 0.59   | 0.81   | 0.31    | 1.28   | 1.66   | 2.09   |
| 维修费      | 0.22   | 0.37   | 0.46    | 0.64   | 0.83   | 1.05   |
| 咨询费      | 0.27   | 1.24   | 1.41    | 1.28   | 0.83   | 1.05   |
| 其他       | 1.91   | 2.57   | 2.96    | 5.98   | 29.70  | 19.64  |

数据来源：东北证券



附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表（百万元）       | 2020A      | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 117        | 210          | 208          | 267          |
| 交易性金融资产          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项             | 52         | 104          | 136          | 171          |
| 存货               | 116        | 143          | 191          | 243          |
| 其他流动资产           | 47         | 49           | 56           | 64           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>333</b> | <b>507</b>   | <b>591</b>   | <b>745</b>   |
| 可供出售金融资产         |            |              |              |              |
| 长期投资净额           | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产             | 543        | 554          | 662          | 742          |
| 无形资产             | 39         | 59           | 82           | 106          |
| 商誉               | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>622</b> | <b>654</b>   | <b>784</b>   | <b>889</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>956</b> | <b>1,160</b> | <b>1,375</b> | <b>1,634</b> |
| 短期借款             | 15         | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 142        | 186          | 243          | 308          |
| 预收款项             | 0          | 17           | 18           | 21           |
| 一年内到期的非流动负债      | 4          | 4            | 4            | 4            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>305</b> | <b>400</b>   | <b>521</b>   | <b>654</b>   |
| 长期借款             | 55         | 55           | 55           | 55           |
| 其他长期负债           | 14         | 14           | 14           | 14           |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>69</b>  | <b>69</b>    | <b>69</b>    | <b>69</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>373</b> | <b>469</b>   | <b>589</b>   | <b>723</b>   |
| 归属于母公司股东权益合计     | 582        | 691          | 786          | 912          |
| 少数股东权益           | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>956</b> | <b>1,160</b> | <b>1,375</b> | <b>1,634</b> |

| 利润表（百万元）         | 2020A      | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>944</b> | <b>1,278</b> | <b>1,659</b> | <b>2,095</b> |
| 营业成本             | 739        | 987          | 1,278        | 1,624        |
| 营业税金及附加          | 9          | 12           | 15           | 19           |
| 资产减值损失           | 0          | 0            | -1           | -1           |
| 销售费用             | 31         | 45           | 59           | 76           |
| 管理费用             | 79         | 113          | 168          | 192          |
| 财务费用             | 3          | 3            | 3            | 3            |
| 公允价值变动净收益        | -1         | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益            | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>      | <b>100</b> | <b>112</b>   | <b>124</b>   | <b>165</b>   |
| 营业外收支净额          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>      | <b>100</b> | <b>112</b>   | <b>124</b>   | <b>165</b>   |
| 所得税              | 24         | 27           | 29           | 39           |
| 净利润              | 77         | 85           | 95           | 126          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>77</b>  | <b>85</b>    | <b>95</b>    | <b>126</b>   |
| 少数股东损益           | 0          | 0            | 0            | 0            |

资料来源：东北证券

| 现金流量表（百万元）       | 2020A      | 2021E      | 2022E       | 2023E       |
|------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>净利润</b>       | <b>77</b>  | <b>85</b>  | <b>95</b>   | <b>126</b>  |
| 资产减值准备           | 0          | 0          | 1           | 1           |
| 折旧及摊销            | 34         | 38         | 45          | 48          |
| 公允价值变动损失         | 1          | 0          | 0           | 0           |
| 财务费用             | 4          | 4          | 3           | 3           |
| 投资损失             | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 运营资本变动           | -28        | 30         | 34          | 39          |
| 其他               | 10         | 1          | 1           | 1           |
| <b>经营活动净现金流量</b> | <b>98</b>  | <b>159</b> | <b>178</b>  | <b>218</b>  |
| <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-95</b> | <b>-71</b> | <b>-177</b> | <b>-155</b> |
| <b>融资活动净现金流量</b> | <b>35</b>  | <b>5</b>   | <b>-3</b>   | <b>-3</b>   |
| <b>企业自由现金流</b>   | <b>46</b>  | <b>22</b>  | <b>-71</b>  | <b>-19</b>  |

| 财务与估值指标       | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>每股指标</b>   |       |       |       |       |
| 每股收益（元）       | 0.88  | 0.99  | 1.09  | 1.45  |
| 每股净资产（元）      | 6.72  | 7.98  | 9.07  | 10.52 |
| 每股经营性现金流量     | 1.13  | 1.83  | 2.06  | 2.52  |
| <b>成长性指标</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率       | 6.2%  | 35.3% | 29.8% | 26.3% |
| 净利润增长率        | 3.3%  | 11.5% | 10.9% | 32.9% |
| <b>盈利能力指标</b> |       |       |       |       |
| 毛利率           | 21.7% | 22.8% | 22.9% | 22.5% |
| 净利润率          | 8.1%  | 6.7%  | 5.7%  | 6.0%  |
| <b>运营效率指标</b> |       |       |       |       |
| 应收账款周转率（次）    | 20.19 | 19.84 | 19.70 | 19.83 |
| 存货周转率（次）      | 57.35 | 52.97 | 54.58 | 54.51 |
| <b>偿债能力指标</b> |       |       |       |       |
| 资产负债率         | 39.1% | 40.4% | 42.9% | 44.2% |
| 流动比率          | 1.09  | 1.26  | 1.13  | 1.14  |
| 速动比率          | 0.68  | 0.88  | 0.74  | 0.74  |
| <b>费用率指标</b>  |       |       |       |       |
| 销售费用率         | 3.3%  | 3.5%  | 3.6%  | 3.6%  |
| 管理费用率         | 8.4%  | 8.8%  | 10.1% | 9.2%  |
| 财务费用率         | 0.4%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.1%  |
| <b>分红指标</b>   |       |       |       |       |
| 分红比例          | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 股息收益率         | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| <b>估值指标</b>   |       |       |       |       |
| P/E（倍）        | 0.00  | 40.61 | 36.63 | 27.57 |
| P/B（倍）        | 0.00  | 5.02  | 4.41  | 3.81  |
| P/S（倍）        | 2.71  | 2.73  | 2.11  | 1.67  |
| 净资产收益率        | 13.2% | 12.4% | 12.1% | 13.8% |



#### 分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历, 荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名, 2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名, 2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名, 2018 年投研社最受机构欢迎分析师, 2018 年进门财经百佳分析师, 2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名, 2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名, 2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名, “2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选” 食品饮料行业第 1 名。

#### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司 (以下称“本公司”) 制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户 (以下称“该客户”) 向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

#### 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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

#### 投资评级说明

|                      |      |                                 |  |
|----------------------|------|---------------------------------|--|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。     | 投资评级中所涉及的市场基准:<br><br>A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。 |
|                      | 增持   | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。 |  |
|                      | 中性   | 未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。  |  |
|                      | 减持   | 未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。 |  |
|                      | 卖出   | 未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。     |  |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。        |  |
|                      | 同步大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。       |  |
|                      | 落后大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。       |  |



东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址                                    |               | 邮编          |                     |
|---------------------------------------|---------------|-------------|---------------------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号                   |               | 130119      |                     |
| 中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层               |               | 100033      |                     |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 799 号                   |               | 200127      |                     |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D           |               | 518038      |                     |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 |               | 510630      |                     |
| 机构销售联系方式                              |               |             |                     |
| 姓名                                    | 办公电话          | 手机          | 邮箱                  |
| 公募销售                                  |               |             |                     |
| 华东地区机构销售                              |               |             |                     |
| 阮敏（总监）                                | 021-61001986  | 13636606340 | ruanmin@nesc.cn     |
| 吴肖寅                                   | 021-61001803  | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn   |
| 齐健                                    | 021-61001965  | 18221628116 | qijian@nesc.cn      |
| 李流奇                                   | 021-61001807  | 13120758587 | Lilq@nesc.cn        |
| 李瑞暄                                   | 021-61001802  | 18801903156 | lirx@nesc.cn        |
| 周嘉茜                                   | 021-61001827  | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn      |
| 周之斌                                   | 021-61002073  | 18054655039 | zhouzb@nesc.cn      |
| 陈梓佳                                   | 021-61001887  | 19512360962 | chen_zj@nesc.cn     |
| 孙乔容若                                  | 021-61001986  | 19921892769 | sunqrr@nesc.cn      |
| 屠诚                                    | 021-61001986  | 13120615210 | tucheng@nesc.cn     |
| 华北地区机构销售                              |               |             |                     |
| 李航（总监）                                | 010-58034553  | 18515018255 | lihang@nesc.cn      |
| 殷璐璐                                   | 010-58034557  | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn     |
| 温中朝                                   | 010-58034555  | 13701194494 | wenzc@nesc.cn       |
| 曾彦戈                                   | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn      |
| 王动                                    | 010-58034555  | 18514201710 | wang_dong@nesc.cn   |
| 吕奕伟                                   | 010-58034553  | 15533699982 | lyyw@nesc.com       |
| 孙伟豪                                   | 010-58034553  | 18811582591 | sunwh@nesc.cn       |
| 闫琳                                    | 010-58034555  | 17863705380 | yanlin@nesc.cn      |
| 陈思                                    | 010-58034553  | 18388039903 | chen_si@nesc.cn     |
| 徐鹏程                                   | 010-58034553  | 18210496816 | xupc@nesc.cn        |
| 华南地区机构销售                              |               |             |                     |
| 刘璇（总监）                                | 0755-33975865 | 13760273833 | liu_xuan@nesc.cn    |
| 刘曼                                    | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn      |
| 王泉                                    | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn    |
| 王谷雨                                   | 0755-33975865 | 13641400353 | wanggy@nesc.cn      |
| 张瀚波                                   | 0755-33975865 | 15906062728 | zhang_hb@nesc.cn    |
| 邓璐璘                                   | 0755-33975865 | 15828528907 | dengl@nesc.cn       |
| 戴智睿                                   | 0755-33975865 | 15503411110 | daizr@nesc.cn       |
| 王星羽                                   | 0755-33975865 | 13612914135 | wangxy_7550@nesc.cn |
| 王熙然                                   | 0755-33975865 | 13266512936 | wangxr_7561@nesc.cn |
| 阳晶晶                                   | 0755-33975865 | 18565707197 | yang_jj@nesc.cn     |
| 张楠淇                                   | 0755-33975865 | 13823218716 | zhangnq@nesc.cn     |
| 非公募销售                                 |               |             |                     |
| 华东地区机构销售                              |               |             |                     |
| 李茵茵（总监）                               | 021-61002151  | 18616369028 | liyinyin@nesc.cn    |
| 杜嘉琛                                   | 021-61002136  | 15618139803 | dujiachen@nesc.cn   |
| 王天鸽                                   | 021-61002152  | 19512216027 | wangtg@nesc.cn      |
| 王家豪                                   | 021-61002135  | 18258963370 | wangjiahao@nesc.cn  |
| 白梅柯                                   | 021-20361229  | 18717982570 | baimk@nesc.cn       |
| 刘刚                                    | 021-61002151  | 18817570273 | liugang@nesc.cn     |
| 曹李阳                                   | 021-61002151  | 13506279099 | caoly@nesc.cn       |