

千味央厨 (001215)

公司研究/深度报告

速冻 B 端优势企业，借餐饮长风乘势而起

——千味央厨 (001215.SZ) 深度报告

深度研究报告/食品饮料

2021 年 09 月 07 日

报告摘要：

● 速冻B端优势企业，深耕行业沉淀积累

公司为速冻面米行业 B 端领先企业，致力于为酒店、团餐、乡厨等餐饮企业提供标准化速冻面米产品及定制化餐饮解决方案，目前已积累诸多餐饮大客户和 900 余家经销商，开拓了油炸、烘焙、蒸煮、菜肴类四大产品体系，打造诸多具有中华特色的大单品。2020 年实现收入/归母净利润 9.44/0.77 亿元，3 年 CAGR 分别为 16.76%/18.05%。

● 餐饮行业扩容，推动速冻B端市场快速发展

2019 年中国速冻食品行业 1400 亿规模，速冻面米制品占比 50% 以上，正由 B 端餐饮需求驱动保持较快增长趋势。中国餐饮行业 4 万亿市场，随着餐饮行业扩容，人工成本上升，对标准化食材降本增效的需求日益提升。公司在现有研发生产经验、供应链优势、大客户资源的积累储备下，有望把握速冻 B 端的东风快速成长。

● 直营客户深度合作，经销布局全国市场

公司通过直营+经销模式，通用+标准化产品为全国广泛餐饮客户提供服务。千味央厨原为思念 B 端业务提供商，在公司成立之前即开始对接大型客户，提供标准化产品和定制化服务，经过 20 年深耕合作，已积累肯德基、海底捞等诸多全国知名客户。同时也通过经销商对接中小餐饮企业，覆盖全国市场空间，2020 年末已拥有 907 家经销商，未来仍将持续扩张销售版图。

● 深厚产品研发功底，叠加产能扩张助力未来发展

经过多年行业深耕积累，以及与客户定制合作，公司对产品的打磨已有深厚的经验体会，2020 年已研发达成 368 个 SKU，覆盖油炸、烘焙、蒸煮、菜肴类四大产品体系，并打造出油条等全国化大单品。需求增长的同时，公司产能瓶颈日益凸显，拟通过募投项目加码自有产能，助力公司未来发展。

● 投资建议

预计 2021-2023 年公司收入 12.29/15.51/19.34 亿元，同比+30.1%/+26.2%/+24.7%；实现归母净利润 0.91/1.19/1.51 亿元，同比+19.1%/+30.7%/+27.0%；全面摊薄后折合 EPS 分别为 1.07/1.40/1.78 元；对应 PE 分别为 21X/16X/13X。我们看好公司在速冻面米行业餐饮市场已建立的优势品牌力以及在产品、渠道、产能等方面的拓张实力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险，原材料价格上涨风险，餐饮市场恢复不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	944	1,229	1,551	1,934
增长率（%）	6.2%	30.1%	26.2%	24.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	77	91	119	151
增长率（%）	3.3%	19.1%	30.7%	27.0%
每股收益（元）	0.90	1.07	1.40	1.78
PE（现价）	25.1	21.1	16.2	12.7
PB	2.5	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

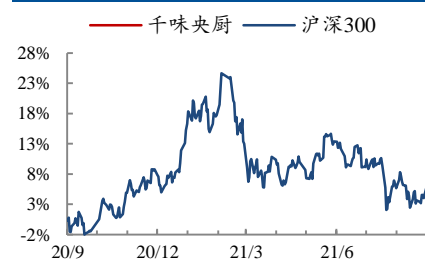
首次评级

当前价格： 22.62 元

交易数据 2021-9-6

近 12 个月最高/最低(元)	22.62/22.62
总股本（百万股）	85
流通股本（百万股）	21
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	19
流通市值（亿元）	5

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

目录

1	速冻面米 B 端专业供应商，多年深耕厚积薄发	3
1.1	速冻 B 端专业解决方案提供商，独立出思念体系开创新篇章	3
1.2	李伟携千味央厨独立发展，团队成员多年积累经验丰富	3
1.3	疫情后体现强大增长动能，定制研发积累大客户资源	5
2	千亿市场历久弥新，餐饮标准化带动速冻新发展	7
2.1	行业历经多年演变日趋成熟，研发创新引领新一轮需求扩张	7
2.2	餐饮推动，品类拓展，多层面催化速冻行业高速发展	8
2.2.1	B 端餐饮潜力巨大，推动速冻行业二次增长	9
2.2.2	传统产品规模稳定，新品类驱动行业成长	9
2.2.3	冷链物流快速发展，带动速冻辐射半径增加	10
2.2.4	疫情推动速冻面米家庭消费，囤货需求支撑后疫情时期稳健表现	10
2.3	速冻面米量价齐升，B 端业务正处快速成长阶段	11
3	深耕行业优势积累，餐饮后厨专业之选	13
3.1	产品端：研发基石稳固，餐饮企业优选	13
3.2	渠道端：业务模式跑通，直营经销共同发力	15
3.3	生产端：产能持续扩张，募投项目缓解远期生产压力	18
4	募投项目：产能建设辅以研发升级，助力未来成长	21
4.1	新乡千味央厨三期食品加工建设项目	21
4.2	总部基地及研发中心建设	22
5	盈利预测	23
5.1	基本假设与收入拆分	23
5.2	可比公司估值对比	24
5.3	投资建议	25
6	风险提示	25
	插图目录	27
	表格目录	28

1 速冻面米 B 端专业供应商，多年深耕厚积薄发

1.1 速冻 B 端专业解决方案提供商，独立出思念体系开创新篇章

千味央厨成立于 2012 年，专注于速冻食品 B 端业务，对接大型连锁餐饮集团、酒店、团餐食堂，为其提供通用速冻半成品及定制化餐饮解决方案。在汤圆、包子等传统速冻食品之外，开发油条、卡通包、蒸煎饺、米糕、饼类、火锅系列等具有中华饮食特色、更适合 B 端餐饮的速冻食品。同时也基于强大的研发能力和领先的生产工艺，为大型餐饮集团提供标准化、定制化速冻半成品。据测算 2019 年公司在国内餐饮市场市占率为 5.75%，为中国速冻行业 B 端业务中具有市场影响力的公司之一，在速冻 B 端这一高增赛道中，公司的先发优势能支撑未来强大增长潜力。

公司前身为思念 B 端业务，2002 年开始与肯德基等大型餐饮集团合作，并于 2014 年开始餐饮专业化定制服务，2016 年成为百胜 T1 级别供应商，为全球米面类制品唯一入围供应商。2012 年思念食品全资设立千味央厨，正式开创餐饮 B2B 业务。2016 年千味央厨从思念体系中独立并完成股份制改革。2018 年全新管理团队成立，叠加新乡产能投产、引进战投，打开发展新篇章。

图1：千味央厨发展历程



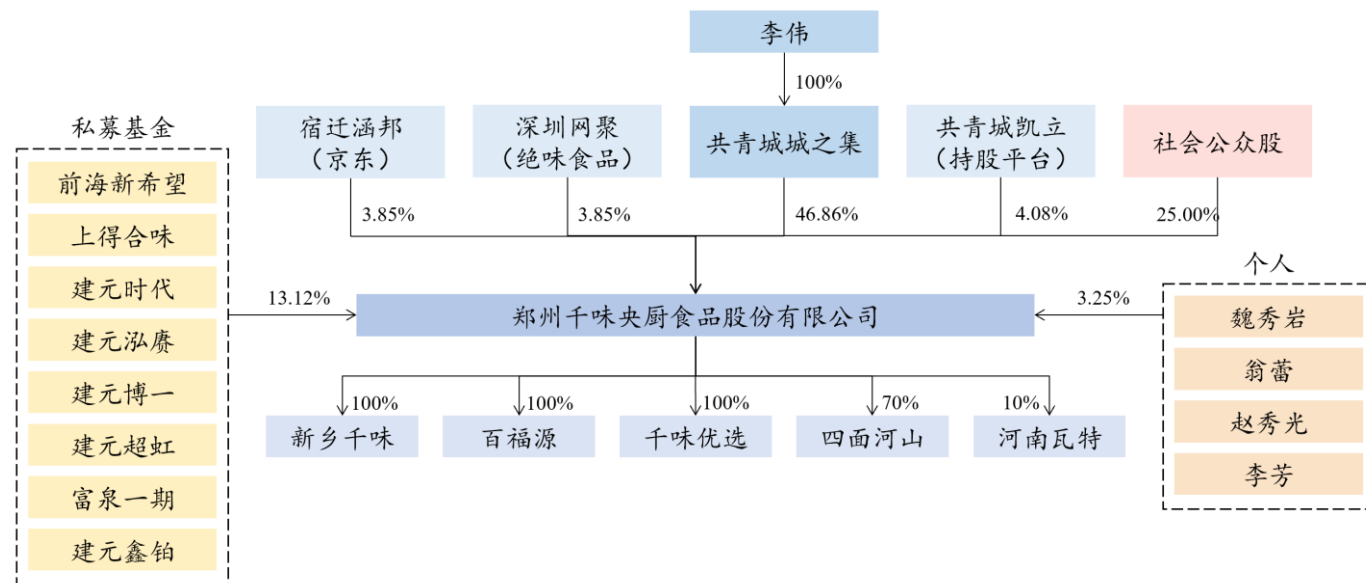
资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 李伟携千味央厨独立发展，团队成员多年积累经验丰富

千味央厨由思念食品创始人李伟创立，2016 年思念发展成熟，在 C 端市场优势稳固，市场份额逐年稳步增长，而千味央厨正处于快速成长阶段，速冻 B 端也属于高增赛道，李伟携千味央厨从思念体系独立出来，并于 2017 年末将间接持有的 70.43% 的思念股权以 3.83 亿元转移给思念创始团队，退出思念董事会，规避同业竞争问题。

本次 IPO 公司发行 2128 万股，占发行后总股本的 25%。IPO 后李伟通过共青城城之集持有千味央厨 46.86% 股权，为公司实控人。共青城凯立为公司设立的员工持股平台，合伙人包括多位公司核心高管和关联方高管。本次 IPO 后持有公司 4.08% 股权。2018 年公司引进京东和绝味战投，在本次 IPO 后将分别持股 3.85%。公司拥有新乡千味、百福源及千味优选三个全资子公司，分别负责速冻面米的生产、加工、销售，及供应链管理、餐饮管理、销售。另持有河南瓦特文化传播 10% 股份。并于 2020 年末成立四面河山，公司持股 70%，以进驻早餐市场。

图2: 千味央厨 IPO 后股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

高管、董事会及核心技术人员均具备丰富经验，深耕行业多年。公司部分高管和董事多为原思念管理层，2012 年千味央厨成立之初，管理层由思念转移到千味央厨，跟随公司多年发展。另有部分高管在行业内多个公司学习工作，在相应领域具备丰富经验。技术团队在研发生产领域深耕多年，核心技术人员均主持多项面点类食品研发，提供完备后厨餐饮解决方案，也在此领域获得诸多成就。

表1: 千味央厨董事会、高管及核心技术人员

	姓名	职务	履历
董事会	孙剑	董事长	本科学历。曾任河南省天隆实业有限公司业务员、思念业务代表、上海公司经理、香港公司经理、营销中心副总经理、河南一生缘销售总经理、中部大观地产副总经理。现任公司董事长、新乡千味执行董事。
	白瑞	董事、总经理	硕士学历，中级经济师。曾任河南冠联装饰会计、海信科龙河南分公司会计主管、思念结算部经理、资金管理部经理、营销中心副总经理助理。历任公司董事、总经理、新乡千味经理。
	王植宾	董事、副总经理、财务总监	本科学历，中级经济师。曾任宏大财务部会计、思念总成本会计、高级审计员、内审经理、审计部经理。历任公司董事、副总经理、财务总监。
	陈伏铭	董事	专科学历，注册会计师。曾任郑州油脂化学集团会计、主管会计、北京中路华河南分公司注册会计师、审计部负责人。现任黄河大观财务总监、公司董事。
	王珊珊	董事	毕业于中国人民大学，硕士学历，长江商学院 MBA。曾任惠普项目经理&DOA 专家、亚信联创咨询顾问、百度时代产品经理、联想战略投资部投资经理、北京三快在线战略投资部资深投资经理、京东战略投资部投资总监，现任公司董事。
	董彬	独立董事	硕士学历。曾从事国际贸易、国际投资和涉外法律工作。现任河南成务律师事务所合伙人、河南省法学会国际法学研究会理事、郑州市律师协会监事等，以及公司独立董事。
	秦玉鸣	独立董事	本科学历，中级工程师。曾负责多项冷链国家和行业标准的组织和制定。现任中国物流与采购联合会冷链物流分技术委员会秘书长、公司独立董事。
管理层	陈广全	独立董事	毕业于中央财经大学，博士学历，全国会计领军人才、注册会计师、注册税务师、中国注册会计师协会专业指导委员会委员、工业和信息化部中国绿色制造联盟副秘书长，中央财经大学、中国财政科学研究院、中国矿业大学等高校研究生导师。现任西藏宁算科技副总裁兼财务总监、公司独立董事。
	白瑞	总经理	
	王植宾	副总经理兼财务总监	

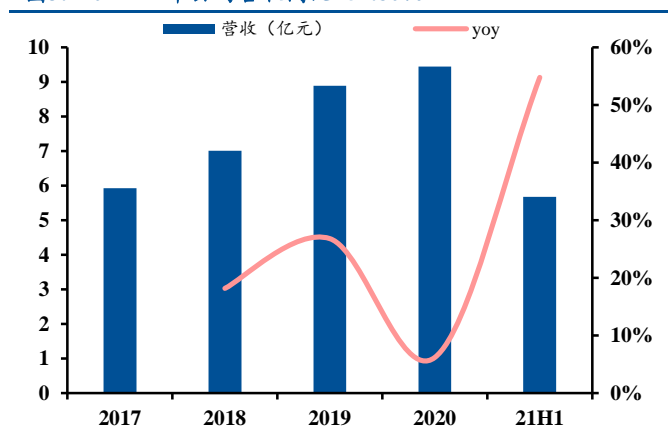
核心技术人员	徐振江	副总经理兼董事会秘书	硕士学历，中央财经大学在读博士。历任河南商报社记者、经济新闻部主任、宋河酒业总裁助理、次祖杜康总经理助理、河南骏域基金投资总监。现任公司副总兼董事会秘书。
	钟辉	副总经理	本科学历。曾任思念湘南区销售主管、太古可口可乐市场资讯分析师、三全高端产品部经理兼市场推广部经理、漯河联泰市场总监、好想你市场中心总经理、饮品事业部总经理。现任公司副总经理。
	贾学明	技术研发部总监	大专学历、高级面点师。曾任郑州思念面点师、研发组长、技术经理和高级研发工程师，现任公司技术研发部总监。曾研发公司第一代油条、蛋挞、象形面点和休闲食品。
	程燕	技术研发部工程师	本科学历，曾任思念技术研发资料管理员，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	大专学历，曾任新乡食品机械技术部总经理、程度雷博机械技术部副总经理、思念技术部工程师，主要对公司现有生产设备进行创新升级，研发了多种新型设备。
	李欢	技术研发部工程师	大专学历，曾任思念研发中心配方专员，现任技术研发部工程师，负责产品研发阶段设计开发，主持设计研发了鲜肉酥饼、红豆派、青团、荷叶包饭等产品。
	姬真真	技术研发部工程师	本科学历，曾任思念技术资料统计员、研发员，现任技术研发部研发工程师，主持研发了芝麻球、地瓜丸等产品及糯米糍、芝士薯球等直营定制产品。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 疫情后体现强大增长动能，定制研发积累大客户资源

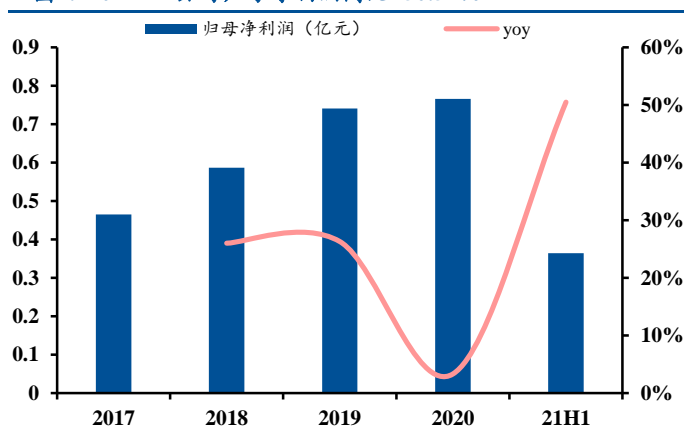
千味央厨立足速冻米面行业，在 B 端餐饮渠道持续快速发展，2020 年实现 9.44 亿元收入，0.76 亿元归母净利润，3 年 CAGR 分别为 16.76%/18.05%。2020 年疫情重创餐饮行业，公司整体业绩增速降为个位数。在疫情修复后期，餐饮业逐渐回暖，对速冻米面制品的需求逐渐恢复，2021H1 公司收入同比+54.80%，归母净利润同比+50.51%，业绩大幅回暖，验证公司强大增长动能。速冻半成品天然具备标准化生产、节省人力成本、提高送餐速度等优势，伴随餐饮行业标准化发展，预计未来业绩空间将持续增加。

图3: 2021H1 年公司营收同比+54.80%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4: 2021H1 公司归母净利润同比+50.51%



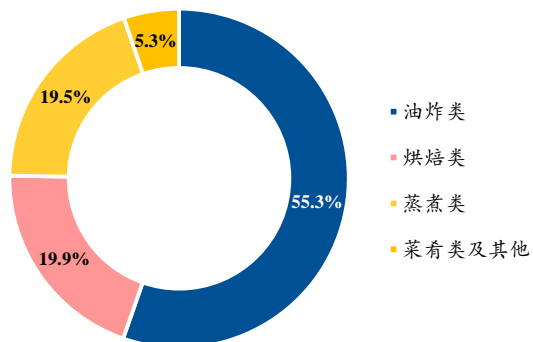
资料来源：公司公告，民生证券研究院

千味央厨的产品体系以油条、芝麻球、地瓜丸等油炸类食品为主，辅以蛋挞皮、可颂等烘焙产品及卡通包、猪肉包等蒸煮类产品，另有千叶豆腐、土豆宽粉等菜肴类产品。2020 年公司油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类及其他分别实现收入 5.21/1.88/1.84/0.50 亿元，分别占比 55.34%/19.90%/19.48%/5.27%。公司持续研发更适合餐饮行业后厨加工的产品，在传统米面食品之外推出了油条、芝麻球、蛋挞皮等过亿大单品。

公司供应产品主要分为通用品及为大客户研发设计的定制品，对于众多的中小型餐饮企业，

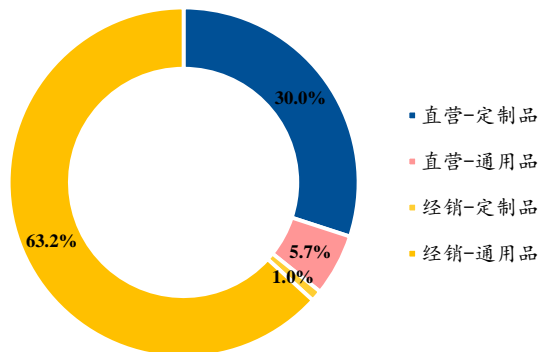
公司通过经销的模式销售标准化通用速冻产品，对于百胜中国等大型连锁餐饮集团，公司除销售通用产品外，更与客户建立密切协作，定制生产多种具有独特特征的产品。2019 年公司直营/经销分别实现收入 3.37/6.05 亿元，直营中定制品/通用品分别实现收入 2.83/0.54 亿元，分别贡献总收入的 30.00%/5.74%，经销中定制品/通用品分别实现收入 9.71/5.95 亿元，占总收入比重 1.03%/63.23%。

图5: 2020 年油炸类产品占公司收入一半以上



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6: 2020 年公司以经销通用品及直营定制品为主



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 千亿市场历久弥新，餐饮标准化带动速冻新发展

2.1 行业历经多年演变日趋成熟，研发创新引领新一轮需求扩张

速冻食品是在-30℃以下急速冻结，并保持-18℃以下运输保存的食品，与日常家用-18℃，需要数个小时才能冻结的“缓冻食品”存在着本质区别。速冻食品最大限度保留食物组织中水分、汁液，抑制微生物生长，保障食物安全性和口感。

中国速冻食品起步于 20 世纪 70 年代，经过品类快速扩张及生产储存设备的优化升级，行业快速发展扩容，2010 年水饺、汤圆已进驻全国家庭的餐桌，但此时的速冻食品同质化严重，品类固定口味单一，各品牌的产品区隔并不明显。2010 年后，各品牌纷纷推出新式口味及高端产品系列，连锁火锅品牌在全国范围内快速发展，对火锅食材的需求与日俱增，成为速冻新亮点，冷链物流的快速建设也助力行业规模快速增长。同时 2012 年传统速冻产品陷入价格战，利润空间压缩，小规模厂商退出市场，行业份额进一步向龙头集中，也倒逼企业研发推新。2018 年至今，速冻食品品类更加丰富，B 端餐饮对标准化半成品食材的需求也快速增长，火锅食材、预制菜成为新的行业风口，速冻行业进入新的增长阶段。

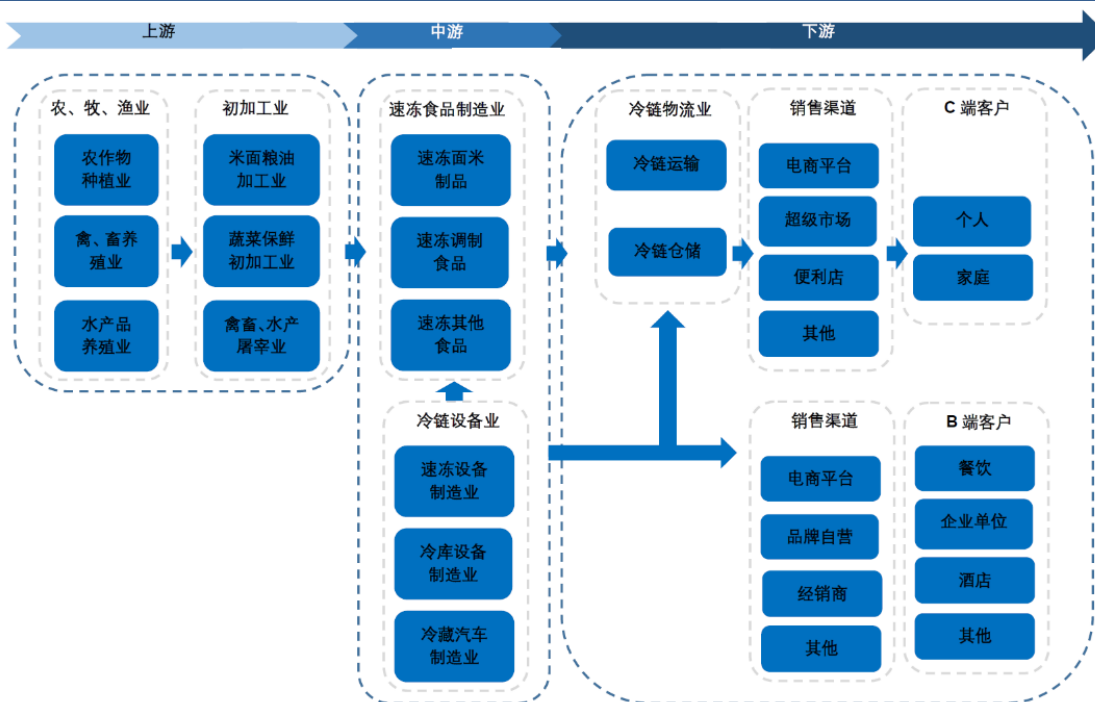
图7：速冻食品行业发展历程



资料来源：民生证券研究院整理

速冻行业与大部分食品加工企业一致，串连了农林牧渔与下游销售。速冻食品上游为农林牧渔等原材料供应商及初加工企业，中游为速冻食品加工商、冷链设备制造商，下游为物流运输企业及终端销售渠道。在销售渠道逐渐多元化的当下，除传统线下 KA 渠道、流通渠道、农贸市场等，更发展出线上电商平台、新零售及社区团购等业务模式。对于千味央厨等以 B 端业务为主的企业，主要通过直营及经销商对接各类餐饮企业。

图8: 速冻食品行业供应链

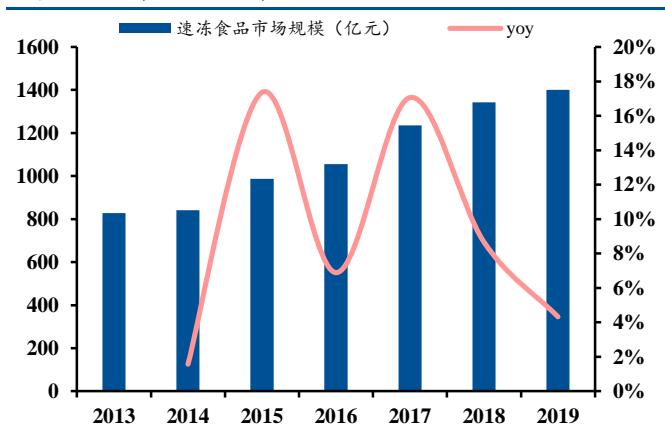


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 餐饮推动, 品类拓展, 多层面催化速冻行业高速发展

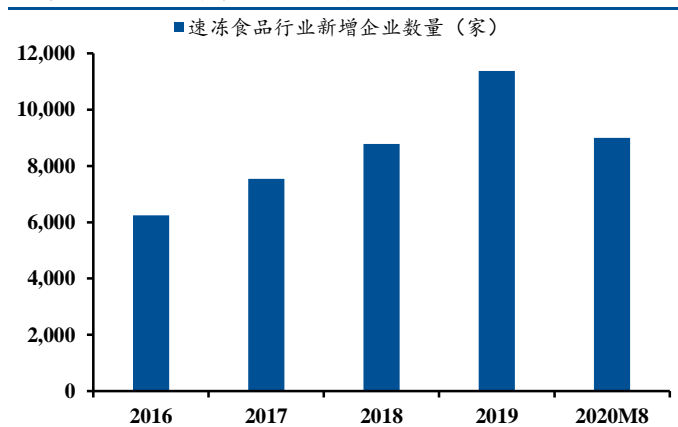
根据 Forest & Sullivan 数据, 2013-2019 年中国速冻食品行业规模由 828 亿元增至 1400 亿元, 6 年复合增速达 9.15%。2016 年行业价格战结束后进入量价齐升态势, 吸引了一大批新晋企业进入。2019 年行业新增 11379 家速冻企业, 较 2016 年的 6240 家几乎倍增。

图9: 2019 年速冻行业市场规模达 1400 亿元



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图10: 速冻行业新晋企业数量增加



资料来源: 天眼查, 民生证券研究院

速冻行业快速发展, 渠道端得益于目前餐饮行业高速增长, 带动速冻食品B端餐饮业务放量; 产品端火锅食材、造型面点等速冻新品类崛起, 拉动整体需求增长; 冷链物流快速建设, 对速冻食品的发展起到支撑作用, 促使速冻产品覆盖半径增加; 此外, 疫情为速冻食品发展带来新契机, 窗口红利在疫情后期仍有维持。

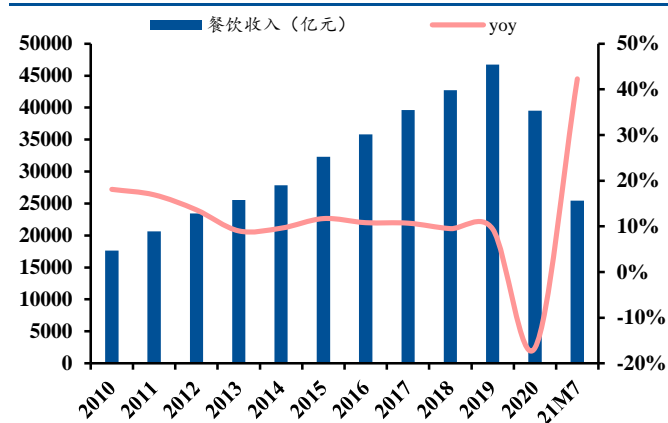
2.2.1 B 端餐饮潜力巨大，推动速冻行业二次增长

速冻行业经过多年市场培养，目前 C 端市场已趋于稳定增长。而餐饮行业对速冻产品的需求正不断被探索挖掘，速冻食品 B 端潜力巨大，推动速冻市场二次增长。

中国餐饮行业正体现出快速增长态势和充足增长潜力。据国家统计局数据，2010-2019 年中国餐饮收入复合增速达 11.42%，长期保持较快增长态势。2020 年中国餐饮收入达 39527 亿元，受新冠疫情影响，居民外出就餐明显减少，同比下滑 16.6%。疫情逐渐修复后的 2021 年，1-7 月餐饮收入 25463 亿元，同比大幅增长 42.30%，较 2019 年同期增长 2.11%，餐饮端正逐步回暖。与此同时，餐饮行业人工成本大幅上升，需要速冻等半成品来减少后厨人工投入、节省成本。

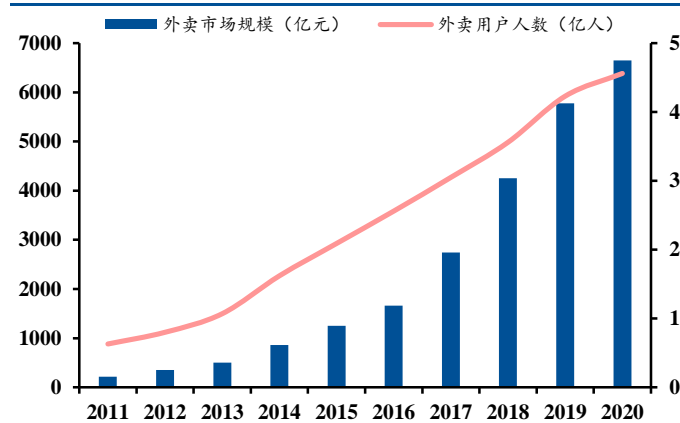
基于互联网应运而生的外卖行业近年持续高速发展，2020 年中国外卖市场规模达 6646 亿元，外卖用户达 4.56 亿人，由 2011 年发展至今复合增速分别为 46.27%/24.60%。外卖呈现爆发式发展基于消费者对便捷性的诉求，订单量明显增长，配送时间缩短需外卖商家进一步压缩配餐时间，对速冻等标准化食材需求进一步增强，赋予速冻食品新的发展契机。

图11:2010-2019 年中国餐饮市场收入 CAGR 达 11.42%



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图12:中国外卖行业高速增长



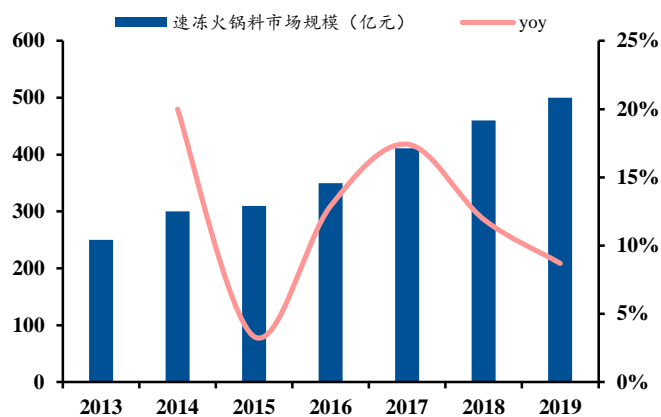
资料来源：中国饭店协会、饿了么，民生证券研究院

包括大型连锁餐饮集团、传统中小型餐饮企业、团餐、乡厨、外卖等在内的餐饮企业对标准化、免加工食材的需求都非常强。速冻食品能有效减少后厨加工步骤，提高出餐速度，并节省后厨人工成本，满足餐饮企业对食材的需求。同时速冻食品正不断拓展品类边界，创新多种新品，紧跟大众口味转变，助力餐饮企业丰富菜品种类。并且与 C 端激烈价格竞争不同，B 端餐饮市场目前仍处于开拓阶段，尚未进入渠道和价格的激烈竞争阶段。

2.2.2 传统产品规模稳定，新品类驱动行业成长

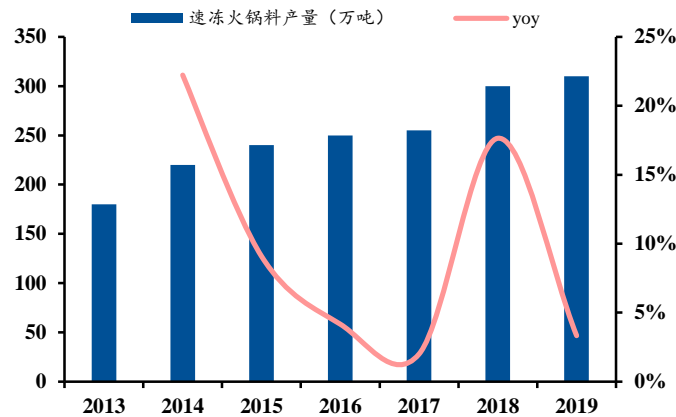
中国传统饮食中水饺、汤圆本身具备历史渊源，速冻产品经多年市场教育已形成稳固消费规模，行业增速在高基数下放缓。消费升级下消费者对新品类尝试意愿明显提高，厂商把握契机开发卡通包、蒸煎饺、手抓饼等新品，升级油条等传统产品，打造蛋奶油条、茴香小油条等高附加值单品。也把握住火锅品类的崛起之势，重点打造速冻肉类、速冻火锅料等火锅食材，由新品类推动行业成长。速冻火锅料市场规模由 2013 年 250 亿元增长至 2019 年 500 亿元，复合增速达 12.25%，高于速冻食品整体 9.15% 的复合增速，对整体速冻食品的规模扩张起到向上拉动作用。

图13:2013-2019 年中国速冻火锅料收入 CAGR 达 12.3%



资料来源：观研报告网，民生证券研究院

图14:2013-2019 年中国速冻火锅料产量 CAGR 达 9.5%

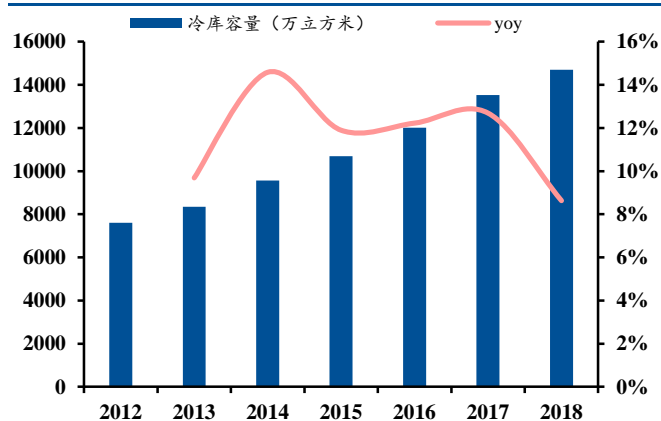


资料来源：观研报告网，民生证券研究院

2.2.3 冷链物流快速发展，带动速冻辐射半径增加

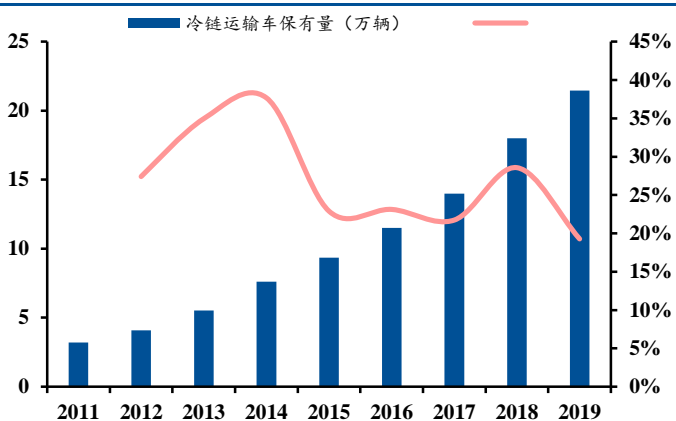
由于速冻食品需要在 -18°C 以下储存，因而冷链物流发展水平成为速冻行业发展关键。中国冷链物流起步明显晚于发达国家，但受下游需求推动及资本重视，近年来发展速度迅猛。2018 年中国冷库容量达 1.47 亿立方米，6 年 CAGR 为 11.60%，但人均冷库容量仍然偏少。根据 IARW 数据，2018 年中国人均冷链库容仅 0.13 立方米，远低于美国同期 0.49 立方米/人及日本 0.32 立方米/人，未来仍有充足扩容空间。冷链物流车也在加快生产和投放运营，2019 年中国冷链运输车保有量达 21.47 万辆，2011 年至今 CAGR 达 26.81%。目前中国冷链物流体系仍有较大发展空间，预计未来仍将保持较快建设速度，助力速冻食品高效运输，带动速冻产品辐射半径增加。

图15:2018 年中国冷库容量达 1.47 亿立方米



资料来源：中国仓储与配送协会，民生证券研究院

图16:2019 年中国冷链运输车保有量达 21.47 万辆



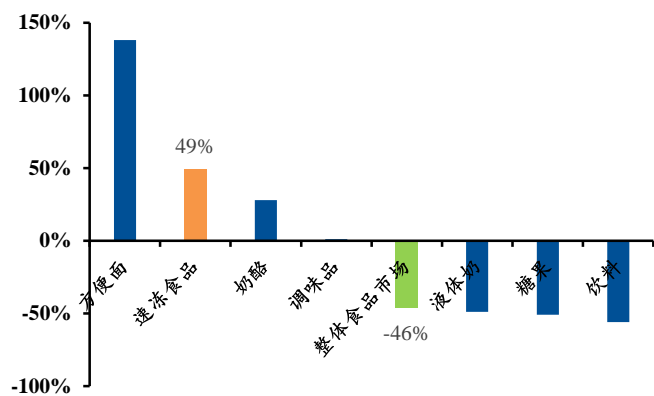
资料来源：中国物流与采购联合会，民生证券研究院

2.2.4 疫情推动速冻面米家庭消费，囤货需求支撑后疫情时期稳健表现

近两年受疫情影响，居民居家做饭频次明显增加，对食材便捷性的诉求同步上升，速冻食品迎来新的发展契机。根据食评方统计，在 2020 年新冠疫情爆发的最初两周里，整体食品销售额同比下滑 46%，但速冻食品却逆势大增 49%。在进入全国疫情零星散发的常态化下，居民囤货习惯仍有延续，疫情为速冻食品创造的窗口红利仍然存在。对比 2003 年非典时期速冻食品增速大幅上涨，疫情稳定后又大幅下滑，2020 新冠疫情后期速冻市场需求依然十分稳健，消费者囤货需

求支撑速冻食品增速持续处于高位。疫情对于速冻产品的渠道也有所变革,由于居家限制,更多消费者选择了线上或新零售方式购物,这也带动了社区团购的崛起。

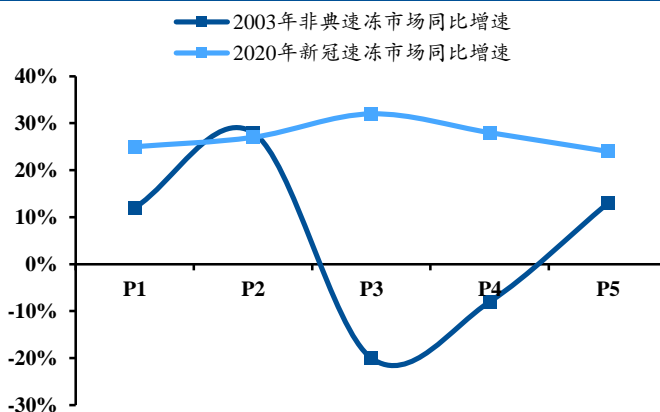
图17:疫情期间各类食品消费增速对比



资料来源:食评方,民生证券研究院

注:疫情期间指 2020/1/25-2020/2/7,对比 2019/2/2-2019/2/15 期间消费

图18:新冠疫情后期速冻市场表现更加稳健



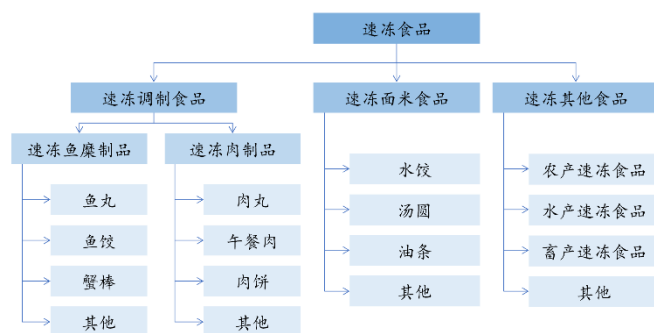
资料来源:食评方,民生证券研究院

注:P1为截至 2020/1/24 的四周与去年同期对比,后续各期向后滚动四周

2.3 速冻面米量价齐升, B 端业务正处快速成长阶段

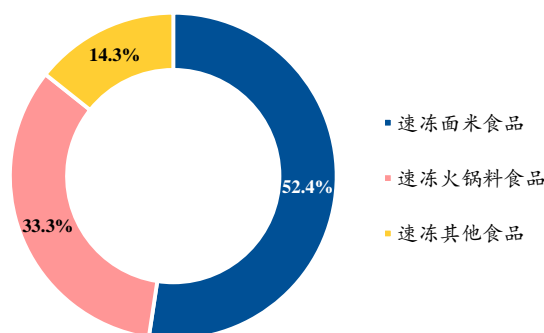
中国速冻食品根据产品类型可分为速冻面米、速冻调制、速冻其他食品。其中速冻面米食品主要为传统水饺汤圆、包子馒头,包括近年创新的造型面点等;速冻调制食品主要为各类火锅及麻辣烫食材,包括鱼丸、蟹棒等速冻鱼糜制品及肉丸、午餐肉等速冻肉制品;速冻其他食品包括各类农产、水产、畜产速冻产品,如速冻牛排、速冻鳕鱼等。面米制品为中国传统食品,为速冻食品中最大品类,占比 52.4%;速冻调制食品/速冻其他食品分别占比 33.3%/14.3%。

图19:速冻食品分类



资料来源:公司公告,民生证券研究院

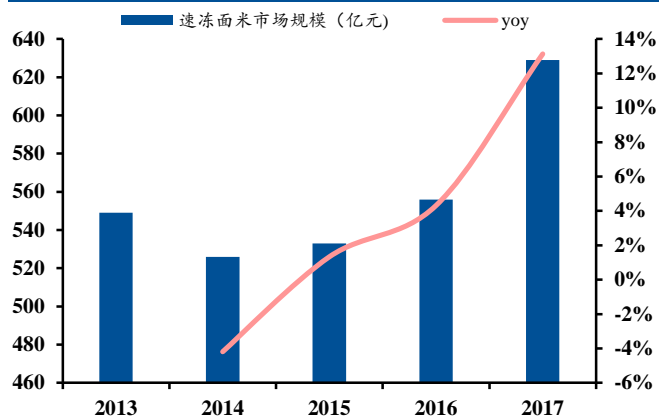
图20:速冻面米食品为速冻最大占比品类



资料来源:中国产业信息网,民生证券研究院

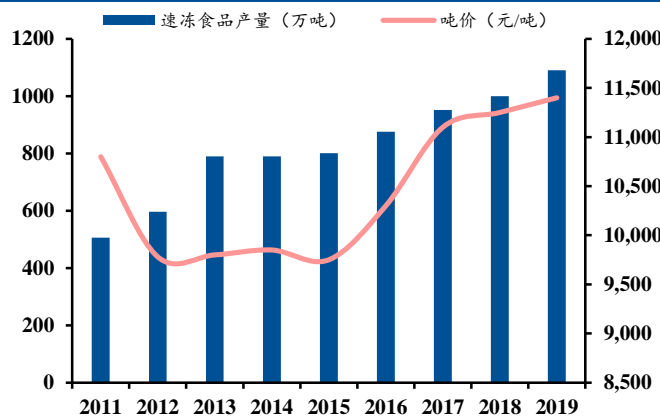
千味央厨所在的速冻面米行业,据 Frost & Sullivan 数据,2017 年市场规模达 629 亿元,2013-2017 年复合增速为 3.46%。在 2013 年之后行业规模呈现一定程度下滑,主因行业经历激烈价格战,部分中小企业被迫退出。2016 年价格战逐渐结束后,龙头优势扩大,吨价提升,推动规模快速增长,2017 年行业规模同比增长 13.13%。从行业量价角度看,2011-2019 年行业产量持续增长,吨价在 2012-2016 年持续处于低谷阶段,2017 年后逐渐回升,形成量价齐增良性发展态势。

图21:速冻面米市场规模在价格战后快速提升



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

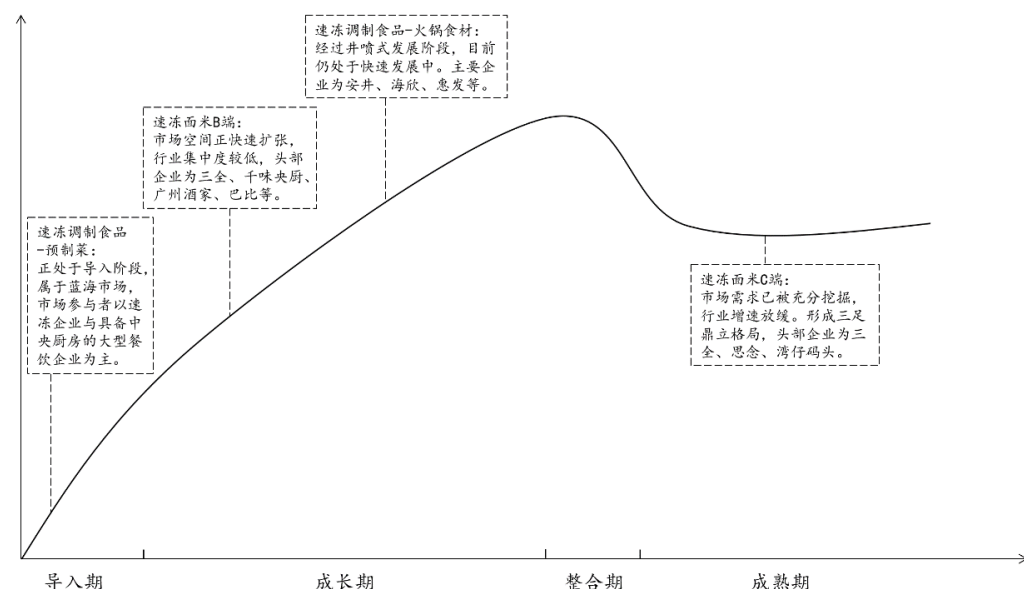
图22:速冻行业在 2017 年后进入量价齐升良性发展态势



资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

速冻食品不同品类所处行业发展阶段和竞争格局存在很大差异。速冻面米食品经过 40 年发展, 历经行业深度洗牌整合, 目前在 C 端已发展为三足鼎立态势; B 端集中度较低, 市场格局演绎仍有待时间检验; 同时 C 端市场需求挖掘充分, 行业增速趋缓; B 端市场随餐饮行业快速发展, 市场空间持续扩容。速冻调制食品中火锅食材及预制菜都是目前快速发展的品类, 火锅食材过去十年随火锅行业井喷式发展, 目前仍正处于快速成长阶段, 但产品同质化程度高, 市场格局分散, 行业集中度仍有待提升。火锅食材在 B 端发展日趋成熟, 部分热门品类也通过小包装向 C 端渗透。预制菜为速冻行业新风口, 正处于初步探索阶段, 随着消费者对复杂菜式的体验感上升, 以及餐饮企业对便捷化、标准化食材的需求增加, 预制菜的拓展空间十分充足。

图23:速冻食品各品类发展阶段



资料来源: 民生证券研究院整理

3 深耕行业优势积累，餐饮后厨专业之选

千味央厨是国内最早为餐饮、食堂、酒店等 B 端客户提供速冻面米食品的供应商之一，在 2002 年即成为肯德基的供应商，一直致力于速冻食品 B 端市场，从原料采购，到生产加工，再到储存、运输，形成完备供应链，目前已拓展海底捞、真功夫等诸多知名餐饮客户，成为百胜中国 T1 级供应商，为全球唯一入选速冻面米企业。也在原有传统品类基础上不断推陈出新、升级改进，形成差异化产品矩阵，打造了油条、蛋挞、芝麻球等过亿单品，也为大客户定制研发餐饮解决方案，例如为肯德基研发咸蛋黄腊味荷叶包饭、玫瑰酥饼等产品。据测算，2018 年公司在速冻面米 B 端市场市占率达 5.75%，在速冻面米这一强竞争赛道中，公司已获得一定先发优势和领先地位。

3.1 产品端：研发基石稳固，餐饮企业优选

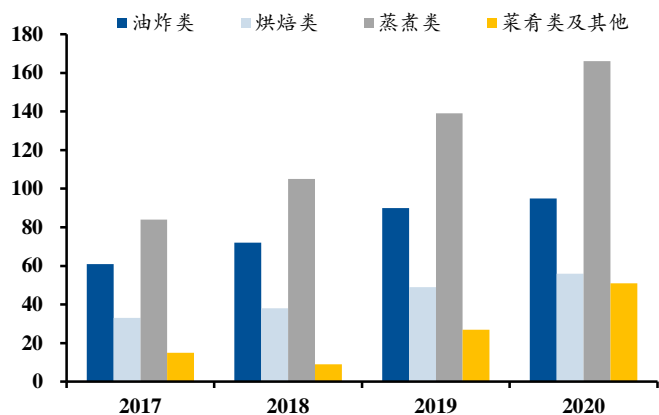
公司产品体系高度集中于速冻面米食品，近年也拓展出菜肴类产品，截至 2020 年末，公司油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类分别有 95/56/166/51 个 SKU，总计 368 个 SKU。油炸类主要包含油条及油炸点心品类，油条品类在传统中空油条的基础上，改良推新了安心油条、茴香小油条、注芯咸蛋黄油条等创造性新品；点心主要包含芝麻丸、脆皮香蕉、春卷等餐饮点心。烘焙类包含蛋挞皮、可颂面包等；蒸煮类包含猪肉包、卡通造型面点等产品。菜肴类主要为肉丸、千叶豆腐等火锅及麻辣烫食材。2020 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类分别实现收入 5.21/1.88/1.84/0.50 亿元，2017-2019 年 CAGR 分别+13.96%/+16.20%/+20.38%/+46.56%。占比 55.34% 的最大品类油炸产品实现较快增长，支撑整体业绩稳定向好发展；烘焙和蒸煮产品也处于快速增长状态，成为公司业绩的第二推动力，蒸煮产品 SKU 数量明显更多，具备后续发力的基础；新晋菜肴类产品持续高速增长，疫情之下的 2020 年仍同比+122%，公司在现有大客户基础上，拓展更多菜肴产品具备天然优势，有望实现产品快速扩张。

图24:千味央厨产品系列



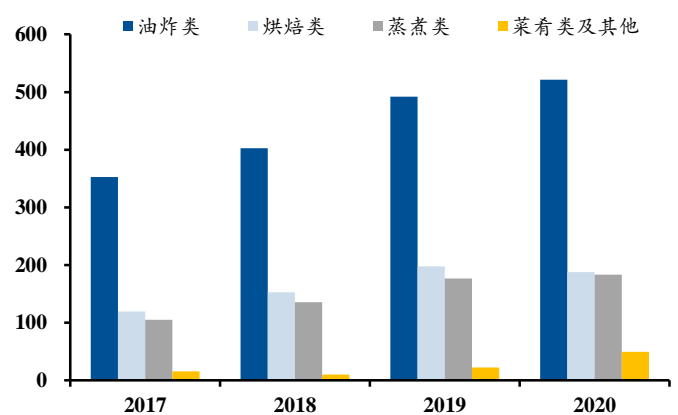
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25:截至 2020 年末公司已拥有 368 个 SKU (单位:个)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图26:公司各品类收入 (单位:亿元)

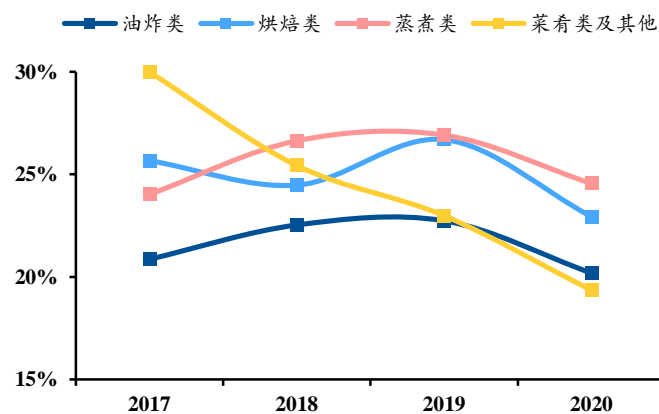


资料来源:公司公告,民生证券研究院

2020 年公司整体毛利率为 21.54%, 同比-2.91ppt, 主因 2020 年会计准则调整, 运输费用由费用端变更到成本端列示, 经调整后毛利率同比-0.37%, 基本保持平稳态势。分产品看, 油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类毛利率分别为 20.18%/22.94%/24.55%/19.34%, 菜肴类毛利率持续下滑主因该品类渠道结构改变所致, 菜肴类经销模式收入占比由 2017 年 53.39% 逐渐提升至 2020 年 87.89%, 而经销毛利率普遍低于直营模式, 拉低品类毛利率, 其余品类毛利水平基本保持稳定。

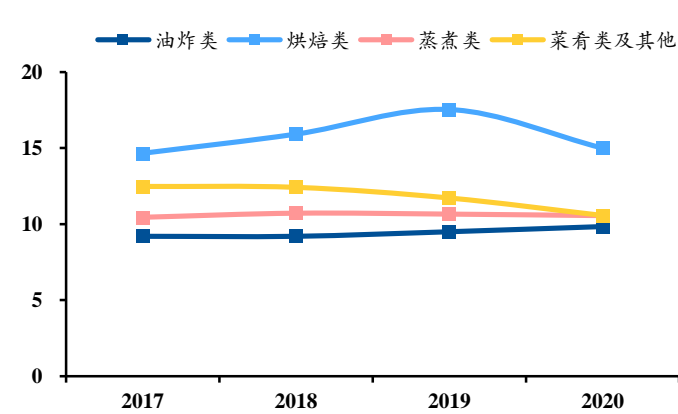
从出厂价定价来看, 2020 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类定价分别为 9.84/15.00/10.56/10.57 元/kg, 各品类基本保持稳定, 烘焙类单品下滑主因部分高单价产品在 2020 年停产, 菜肴类单价稍有下滑主因新增部分定价偏低的新品, 以及部分定制高单价产品停产所致。可见公司轻微的价格波动均来自于产品结构调整, 并未对渠道进行直接提价。

图27:疫情影响 2020 年毛利率稍有下滑



资料来源:公司公告,民生证券研究院

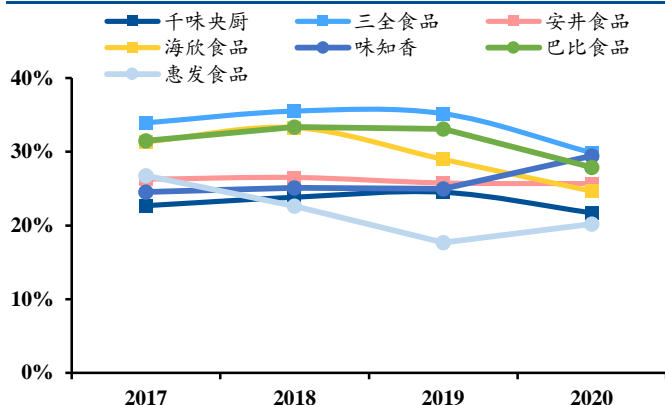
图28:各品类单价基本稳定 (单位:元/kg)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

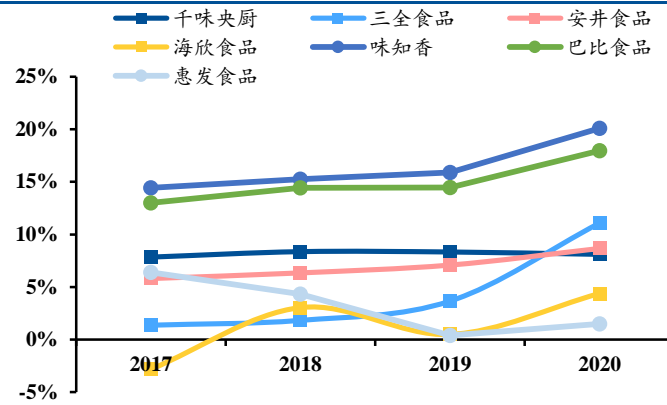
对比同业, 公司毛利率相对较低, 主因研发投入较高, 且定制业务对研发设备要求更高。其次公司产品种类较多, 生产线切换不利于规模效应积累。另外公司正处于市场拓张阶段, 对员工激励程度较高, 短期对毛利水平形成一定拖累。但得益于公司渠道高度集中于 B 端市场, 且已打开一定市场认知度, 对营销活动和市场广宣依赖度较少, 2020 年公司销售费用率仅 3.28%, 远低于以 C 端业务为主的三全食品 14.42% 营销费用率, 费用精简投放促使净利率保持行业中枢水平。

图29:公司毛利率属于行业较低水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图30:公司净利率接近行业中枢水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司除了常规通用产品的生产销售, 也根据客户需求研发定制部分产品, 或对常规产品的克重、馅料、形状等进行优化, 定制模式占比约 35%, 其中 2018 年公司为肯德基研发上新 7 项新品, 如与《知否》联名的玫瑰酥饼。公司通过贴近客户的营销系统, 依靠在行业内多年积累的经验及强大的研发能力, 结合多功能生产系统、密切协同的供应链体系, 为客户提供个性化产品。定制产品在研发、采购、生产等环节均根据用户要求进行, 公司在历史定制服务中保持着准时交货和优质服务, 已在定制供应市场形成良好市场口碑。

图31:千味央厨研发上新肯德基与《知否》联名玫瑰酥饼



资料来源: 民生证券研究院整理

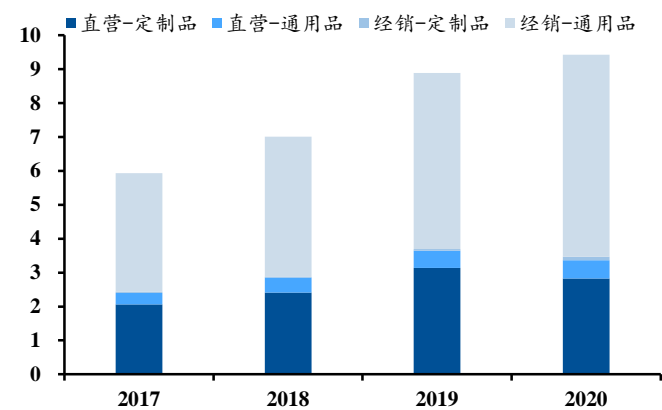
未来产品研发路径, 公司将继续巩固现有面食产品的产品优势、研发优势, 对现有产品进行升级, 并以个性化研发角度, 提供更加丰富的半成品食材, 将中国传统美食以餐饮半成品呈现。同时跟随火锅行业崛起步伐, 逐渐涉足速冻调制食品, 把握市场需求热点。在客户拓展维护方面, 一方面密切保持与现有客户的紧密合作关系, 拓展客户品类需求, 提供更加多样化优质产品, 保证客户稳定增长; 另一方面积极寻求与学校食堂、企业团餐的合作, 针对团餐用户提供适宜产品。

3.2 渠道端: 业务模式跑通, 直营经销共同发力

公司作为 B 端速冻方案解决商, 客户主要为酒店、团餐食堂、乡厨等 B 端餐饮企业, 以直营

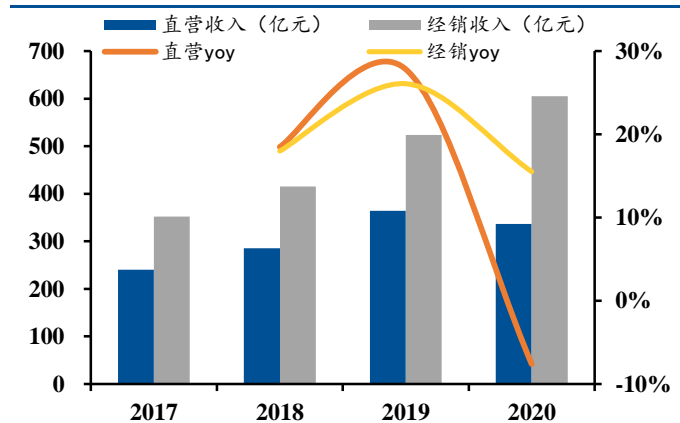
及经销两种模式进行销售，主要通过直营模式向大客户销售定制产品，通过经销模式向中小餐饮企业销售通用产品。2020 年直营/经销分别占比 35.74%/ 64.26%。直营-定制产品/直营-通用产品/经销-定制产品/经销-通用产品分别实现收入 2.83/0.54/0.10/5.96 亿元，分别占收入的 30.00%/5.74%/ 1.03%/63.23%。直营与经销模式在 2018-2019 年均实现较快增长，2020 年疫情影响双下滑，经销模式下滑速度略优于直营，预计为经销模式下拓展新经销商带来部分增量，而直营客户则受制于疫情影响。

图32:销售以直营定制产品和经销通用产品为主 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

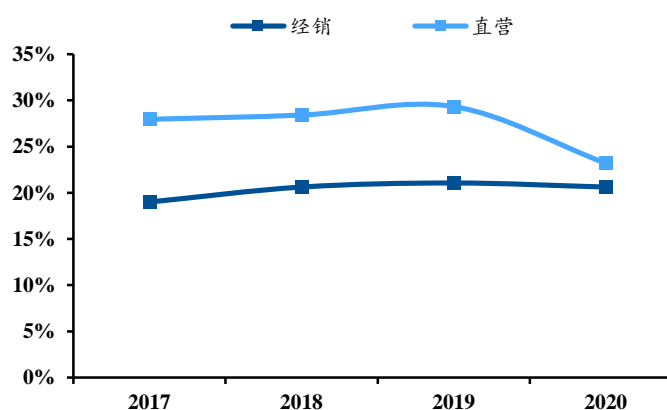
图33:2020 年受疫情影响直营与经销收入双下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

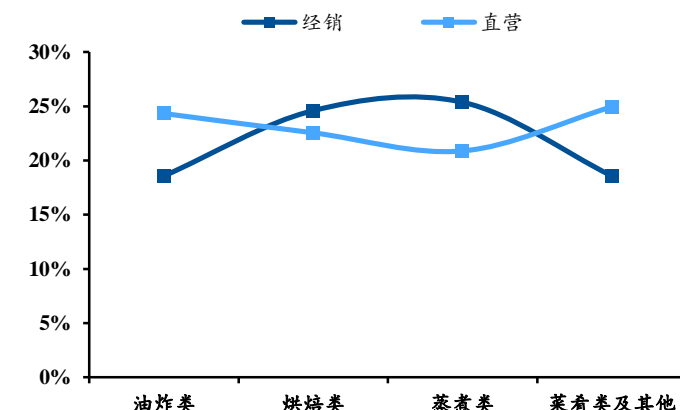
直营模式直接对接大客户，且多为定制研发生产，毛利率高于经销模式。2020 年直营/经销毛利率分别为 23.19%/20.62%。2020 年直营毛利率下滑明显，主因经销模式由经销商承担运费，直营模式由公司承担运费，2020 年直营毛利率受运输费用转移至成本端影响，同比-6.14ppt，缩小与经销毛利率差距。细分品类看，直营与经销毛利率差异较大，且直营各项产品毛利率较为均衡，均位于 20%-25% 区间，经销产品则体现出明显品类差异，主因定制与通用产品具体产品差异、产品结构不同所致。

图34:2020 年直营/经销分别实现毛利率 23.19%/20.62%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图35:2020 年直营与经销模式各品类毛利率差异较大



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

直营方面，公司已逐渐拓展百胜中国、华莱士、真功夫、九毛九、海底捞等全国知名餐饮企业客户，为其提供菜单设计、产品研发、销售、技术支持、物流运输及服务咨询等全流程整体解决方案。在与客户的长期合作中，建立了长期同盟关系，共同研讨产品升级方案，共同调整产品

配方及包装，共同研发新品，同时进一步规范餐饮后厨加工模式。在与餐饮企业长期的合作交流中，公司除积累用户资源外，更对 B 端速冻产品有更加深刻的认知，长期积累下的研发生产优势成为公司核心竞争优势之一。在传统 B 端市场外，公司也新开拓 B 端商超客户，与 C 端零售不同，商超需对产品经过二次加工后在熟食区销售。

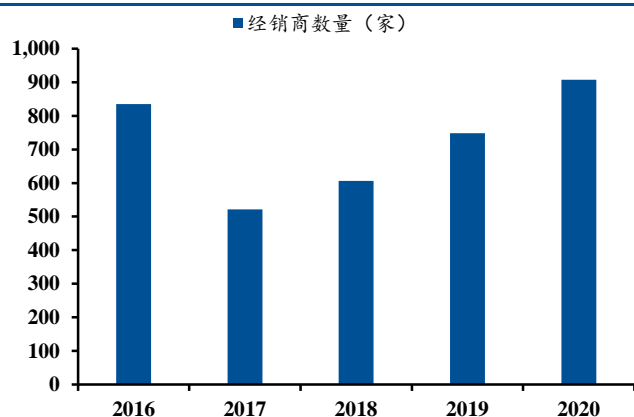
图36:公司积累诸多大客户资源



资料来源：公司公告，民生证券研究院

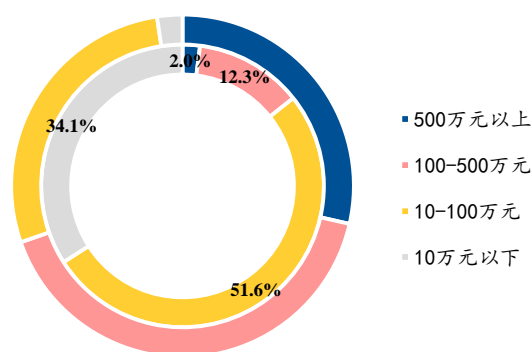
经销方面，公司通过经销商覆盖全国中小餐饮企业。公司选择经销商需为在速冻行业有一定经验，已具备冷库、冷藏车等储存运输设备，具有一定规模的专业经销商，能快速铺开市场，通过已有渠道优势实现对各地中小餐饮企业的服务与配送，助力公司广泛覆盖三四线城市。截至2020年末公司已有907家经销商，同比净增159家，近两年新增经销商数量均在300家以上，正着力提高全国市场渗透率。公司在2017年减少488家经销商，大幅缩减经销商数量主因加强渠道管理，清退部分无资质、不符合标准的经销商，规范后续渠道运作，利好长期发展。

图37:2020年末公司已有907家经销商（单位：家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图38:公司14%经销商达成70%销售额



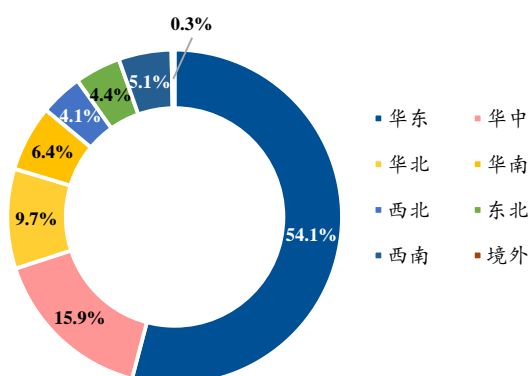
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司经销体系二八效应明显，2020年销售额100万以上经销商共130家占比14%，合计达成4.22亿元收入占比70%，余下86%的经销商实现30%收入。年销售额100万以下的中小经销商销售金额较少，主因这部分经销商一类以海鲜及速冻调制食品为主，速冻面食食品仅是其补充品类，

因此销售稳定性较差，另一类为区县小经销商，品类多采购灵活，粘性较差。而公司销售额 100 万以上经销商多为在速冻面米领域具有一定规模的经销商，粘性较高，整体稳定性强。

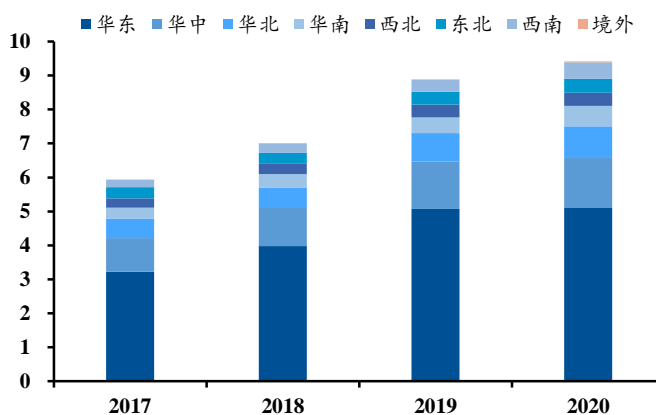
分市场看，公司在华东/华中/华北/华南/西北/东北/西南地区分别实现收入 5.10/1.50/0.91/0.60/0.39/0.42/0.48/0.03 亿元，2017-2020 年各区域收入 CAGR 分别为 16.45%/15.16%/22.83%/11.95%/8.80%/30.72%/169.17%。华东市场独占 54.10% 份额，远超其余市场，主因公司的核心直营客户必胜（上海）及华莱士均位于华东地区，来自两者收入占比超过 30%。同时各区域收入增速较为接近，验证公司在全国范围内业务拓展较为稳定。

图39:2020 年华东地区实现 54.1% 收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40:公司在各区域占比较为稳定 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

同时，千味央厨于 2020 年末成立“四面河山”，负责运营连锁早餐品牌“早饭师”。目前已在郑州开业 6 家门店，郑州、北京、漯河待开业 8 家，正筹备上海、深圳、杭州、济南等地进驻工作，将通过直营与联合经营模式展开全国化布局。千味央厨进驻早餐市场具备产品端天然优势，油条、包子等产品可直接进驻，同时早餐运营也有助于公司深度挖掘早餐消费场景需求，研发更多针对性产品系列。

对于未来渠道端规划，公司将通过直营现有大客户、拓展区域连锁餐饮客户、扩张经销商团队三个层面入手。公司已与直营大客户建立紧密合作关系，未来也将优先满足现有客户需求，拓展现有客户供应品类，争取在速冻面米的基础上，继续拓展烘焙类、预调理食品、蔬菜等品类的供应权。其次，公司将积极寻求与区域连锁餐饮品牌的合作，争取在未来 3-5 年形成一批合作紧密的连锁餐饮客户群。最后公司将加强与全国经销商的合作，通过经销商覆盖全国广阔的中小餐饮企业及庞大的乡厨队伍，提升渠道渗透率。

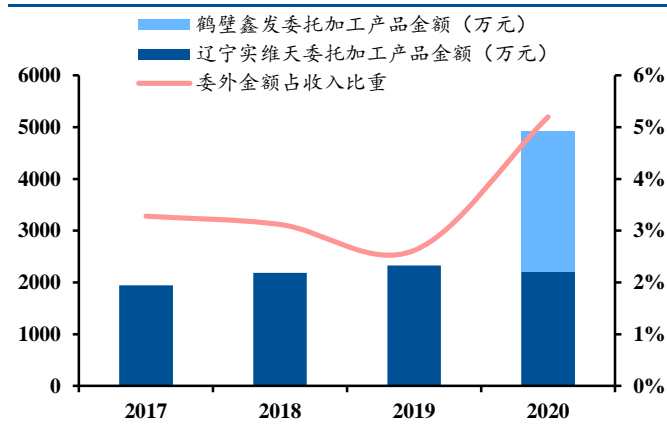
3.3 生产端：产能持续扩张，募投项目缓解远期生产压力

与经营模式对应，公司的生产模式分为通用品生产及定制品生产，通用品为公司根据市场需求研发的产品，主要以自产模式生产，少量依靠委外加工模式生产；定制品为公司根据用户需求合作研发，全为公司自产。

对于少量的委外生产，公司委托辽宁实维天加工芝麻球、地瓜丸，委托鹤壁鑫发加工油条、卡通包等通用产品。2020 年公司委外加工产品金额为 4911.16 万元，占营收比例 5.20%，委外加

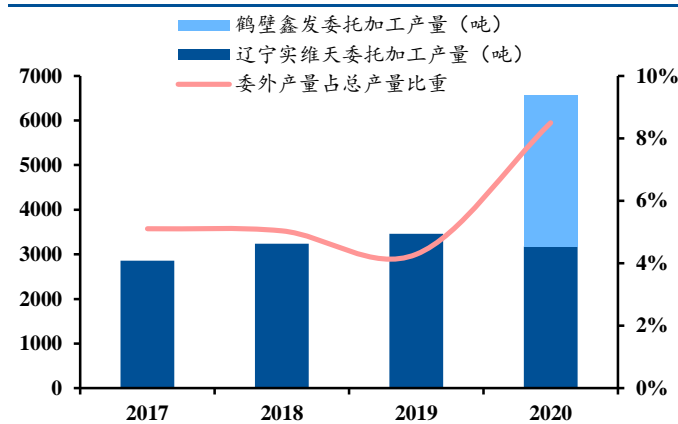
工费 1365.59 万元，占成本比重 1.85%。由辽宁实维天生产 3176 吨产品，鹤壁鑫发生产 3396 吨，委外产量占比 8.50%，代工生产产品多为低单价的通用品，因此产量占比大于产品金额占比。公司少量的委外加工可缓解旺季部分单品产能限制，提高产能利用率，减少重资产生产线投入。

图41:2020 年公司委外加工产品金额占比 5.20%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图42:2020 年委外产量占比 8.50%

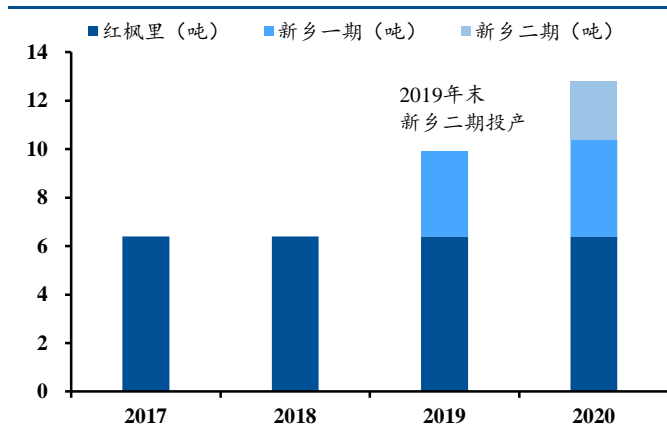


资料来源：公司公告，民生证券研究院

自产方面，公司在每年二季度制定当年下半年及来年上半年生产目标，以此为一个经营财年，并在月底制定下个月《月度生产计划》，严格“以销定产”确定产量。2020 年公司产能达 12.8 万吨，公司现有产能分布于红枫里厂区及新乡千味厂区。红枫里厂区过去向郑州思念租赁，2019 年 4 月完成收购，现为自有。新乡厂区为公司自建厂区，由 1#加工车间、2#加工车间及 1#冷库组成，一期产能于 2018 年末陆续完工并投入使用，二期产能于 2020 年 2 月陆续投产，支撑 2019 年及 2020 年产能释放。过去公司产能还包括向思念租赁的英才街厂区，已于 2019 年 12 月停产并搬迁。

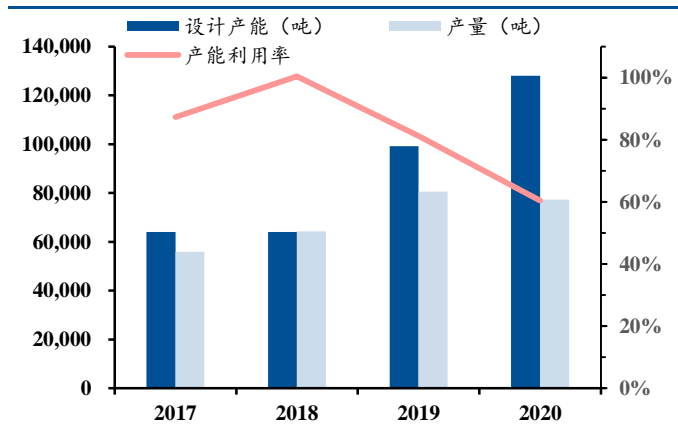
2020 年公司产能达 12.8 万吨，较 2019 年增长 2.88 万吨。公司产能利用率一直处于 80% 以上高位水平，2018 年突破 100%。速冻食品销售存在淡旺季，每年 8 月至次年 2 月为销售旺季，其余时间为淡季，因此速冻食品实际生产能力低于设计产能。公司旺季生产设备已满负荷运行，亟需扩张产能。2020 年产能利用率为 60.41%，一方面由于新产能扩充，另一方面受疫情影响，餐饮行业需求大幅下滑，但随着疫情影响退却，生产生活恢复常态，市场需求仍将重回原有水平。

图43:新乡千味投产推动公司产能增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

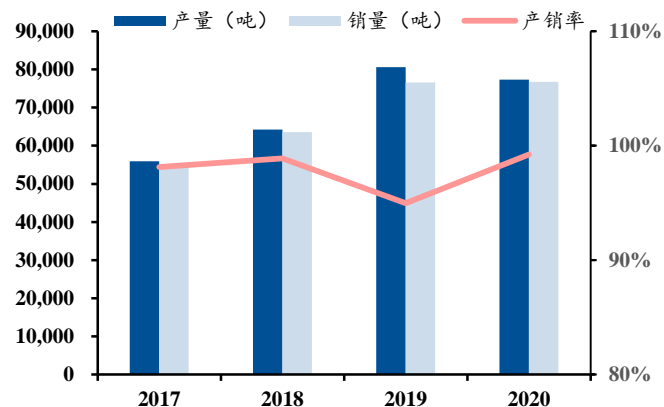
图44:公司产能压力逐渐缓解



资料来源：公司公告，民生证券研究院

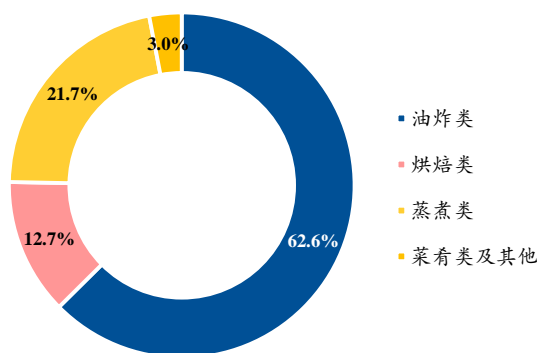
在以销定产的生产模式下,公司产销率长期处于 100%附近,即使是餐饮行业发展严重受阻的 2020 年,产销率也为 99.22%,形成良性运营模式。不包含委外生产部分,2020 年公司产量达 7.73 万吨,其中油炸/烘焙/蒸煮/菜肴类产量分别为 4.84/0.99/1.68/0.23 万吨,分别占比 62.57%/12.74%/21.67%/3.02%,与收入占比比较为一致。

图45:公司产销率长期位于 100%附近



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图46:2020 年各品类销量占比

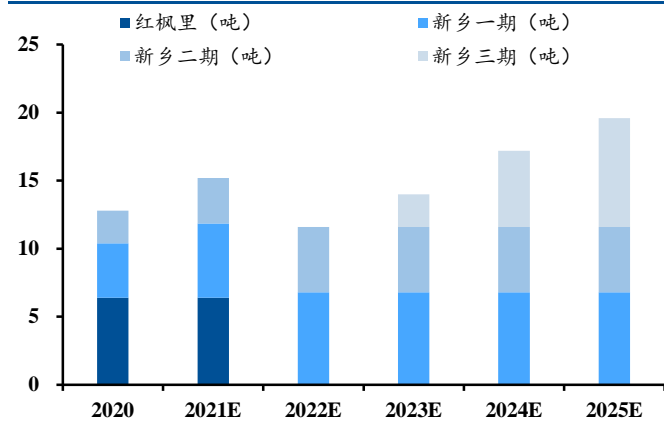


资料来源:公司公告,民生证券研究院

考虑到未来销量增长,公司拟通过募投资金建设新乡三期生产基地,规划产能 8 万吨,远期总产能达 19.6 万吨,新乡千味一期/二期/三期分别为 6.8/4.8/8.0 万吨。现有红枫里厂区将改建为研发中心及总部基地。此外于今年 4 月在安徽芜湖设立子公司百福源,未来将在华东建设新厂,就近覆盖华东消费市场。假设新乡千味一期、二期项目在 2022 年均已达到设计产能,三期项目于 2021 年 7 月开始建设,预计 2 年建成,2023 年 6 月开始试生产,当年达设计产能的 30%,2024 年达到设计产能的 70%,2025 年 100% 达产。同时假设红枫里厂区于 2021 年末停产,改建为研发中心及总部基地。则 2023-2025 年公司分别达成 14.0/17.2/19.6 万吨产能。

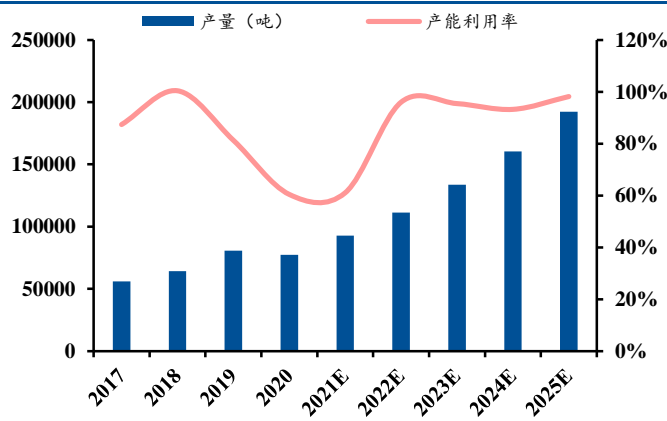
公司产量在 2017-2019 年复合增速为 20.09%,2020 年受疫情影响公司产量同比下滑 4.11%,2021 年进入疫情常态化,整体看餐饮行业正逐步修复中。参考 2017-2019 年复合增速,假设 2021 年及之后每年同比增长 20%,则 2025 年公司产量将达 19.24 万吨,产能利用率达 98%。

图47:预计公司产能将在 2025 年全部达产 19.6 万吨



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图48:预计公司 2025 年产能将达 19.24 万吨



资料来源:民生证券研究院整理

4 募投项目：产能建设辅以研发升级，助力未来成长

公司此次以 2020 年扣除非经常性损益后的归母净利润除以发行后总股本的 EPS 的 23 倍，即 15.71 元/股公开发行新股 2128 万股，募集资金 3.34 亿元，预计扣除发行费用 5218.67 万元后，募集资金净额为 2.82 亿元。拟投资于新乡千味央厨三期食品加工项目、总部基地及研发中心建设，预估项目将总投资 4.37 亿元，使用募集资金 2.82 亿元。

表2: 公司募投项目

募集资金投资项目	投资总额 (万元)	募集资金拟投入 金额 (万元)	建设期	实施主体
新乡千味央厨食品有限公司食品加工 建设项目 (三期)	37,682.39	24,975.60	24 个月	新乡千味
总部基地及研发中心建设项目	5,979.98	3,236.61	24 个月	千味央厨
合计	43,662.37	28,212.21		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1 新乡千味央厨三期食品加工建设项目

随着餐饮行业扩张及供应链社会化水平提高，速冻 B 端市场正快速发展，引领速冻行业持续扩容。公司在业内已具有一定市场影响力，除疫情影响的 2020 年，公司产销量持续快速增长，产能瓶颈日益凸显，公司亟需扩大产能，提升供给能力。通过新乡千味三期生产基地的建设，将有效扩充远期产能，并提升自动化生产水平，保证产品质量与生产效率。本次公司计划在新乡千味建设三期产能项目，规划年产 8 万吨速冻面米制品产能，包括双层食品加工车间及立体冷库。将应用国内外速冻食品先进生产设备，提升自动化水平，提高生产效率。预计项目总投资 3.77 亿元，投入募集资金 2.50 亿元，具体投资构成如下：

表3: 新乡千味央厨三期产能项目投资构成

序号	投资内容	投资估算 (万元)	占总投资比例
一	建设投资	33,928.00	90.04%
1	建筑工程费	21,712.00	57.62%
1.1	工程建设费	17,892.00	47.48%
1.2	办公室装修费	270.00	0.72%
1.3	车间配套设施建设费	3,450.00	9.16%
1.4	工程建设其他费用	100.00	0.27%
2	设备投入	12,216.00	32.42%
二	基本预备费	1,696.40	4.50%
三	铺底流动资金	2,057.99	5.46%
	项目投资总额	37,682.39	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此项目将由公司全资子公司新乡千味组织实施，目前已获得环评批复。规划建设总周期为 2 年，具体实施进度安排如下：

表4: 新乡千味央厨三期产能项目建设进度

阶段/时间 (月)	T+24 月											
	2	4	6	8	10	12	14	16	18	20	22	24
可行性研究												



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 总部基地及研发中心建设

公司经多年研发生产积累已具备多项领先技术，获得 1 项发明专利、8 项实用新型专利，推进了安心油条、芝麻球等大单品的技术革新和工业化生产。同时公司积累了诸多优质客户资源，广泛开展定制化业务，对产品创新、技术改进需求日益提升。公司以模拟后厨方式展开研发，在后厨加工场景下不断改进优化产品。考虑到公司研发需求不断提升，技术研发团队人员大幅增加，办公地点亟需扩大与优化。公司拟通过升级研发中心提高研发能力，进一步巩固技术优势；并建设总部基地，提升运营管理效率，促进多部门协同合作。

公司拟将现有红枫里厂区改建为研发中心，并配置相应研发、检测设备及各类配套设施。同时建设集技术研发、生产管理、销售管理、客户服务支持等职能为一体的总部基地。新增专业技术人员、扩大营销团队等，匹配产能、市场等方面优势，实现部门协同，增强可持续发展实力。预计项目总投资 5980 万元，投入募集资金 3237 万元，具体投资构成如下：

表5: 总部基地及研发中心建设项目投资构成

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

资料来源：公司公告，民生证券研究院

该项目已获环评批复，预计建设周期为 2 年，具体实施规划如下：

表6: 新乡千味央厨三期产能项目建设进度

阶段/时间 (月)	T+24 月											
	2	4	6	8	10	12	14	16	18	20	22	24
可行性研究												
初步规划、设计												
房屋建筑装修												
设备采购及安装												
人员招聘及培训												

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测

5.1 基本假设与收入拆分

收入方面，预计 2021-2023 年收入增速分别为 +30.1%/+26.2%/24.7%，收入分别达到 12.29/15.51/19.34 亿元。分品类看：

(1) 油炸类：油炸产品作为公司核心品类，过去持续快速增长，支撑公司整体业绩稳定向好发展。在公司已建立的成熟品类优势、大客户资源及渠道拓展基础上，预计未来三年也将保持较快增长态势，预计 2021 年将在低基数基础上增长 27%，2022-2023 年增长 19%-22%。

(2) 烘焙类：烘焙作为市场的高增品类，也是公司的新兴产品，过去实现高速增长，预计在品类积极扩张的背景下将持续放量，预计未来三年收入增速将保持 30% 左右增长。

(3) 蒸煮类：蒸煮产品为速冻面米食品中的重要品类，能借助公司现有渠道实现大面积扩张，且公司拥有 166 个蒸煮类 SKU，为种类最多的品类，具备区域扩张实力。预计未来三年将实现 30% 以上增速。

(4) 菜肴类及其他：火锅食材随火锅行业的快速扩张，为近年快速崛起的品类，公司目前菜肴类产品占比较小，但基于强大且稳固的客户群，在此领域具备高速扩张基础，预计 2021 年将实现 50% 收入增速，2022-2023 年将达成 40% 增速。

表7：各品类收入增速预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
油炸类	352.37	402.32	491.80	521.46	662.26	807.95	961.46
yoy		14%	22%	6%	27%	22%	19%
烘焙类	119.53	152.97	197.71	187.54	245.67	314.46	405.66
yoy		28%	29%	-5%	31%	28%	29%
蒸煮类	105.22	135.58	176.71	183.55	244.12	322.24	418.91
yoy		29%	30%	4%	33%	32%	30%
菜肴类及其他	15.78	9.98	22.41	49.68	74.53	104.34	146.07
yoy		-37%	125%	122%	50%	40%	40%
合计	592.90	700.85	888.63	942.23	1226.58	1548.99	1932.10
yoy		18%	27%	6%	30.18%	26.29%	24.73%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利率及成本方面，2017-2019 年公司毛利率保持稳中有升的态势，2020 年由于会计准则调整，运输费用列示于成本端，毛利率稍有下滑。预计未来三年油炸、烘焙、蒸煮产品毛利水平将基本保持平稳，并在供应链优势和规模经济状态下小幅上升，扩大利润空间。菜肴类产品毛利率过去有所下滑，主因渠道结构改变，低毛利的经销渠道占比不断提升，预计未来将通过产品结构优化、大客户拓展，在 2020 年水平上企稳回升。

表8：各品类毛利率及成本预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率							
油炸类	20.86%	22.53%	22.73%	20.18%	20.55%	20.77%	20.99%
烘焙类	25.67%	24.47%	26.70%	22.94%	23.50%	23.50%	23.80%
蒸煮类	24.02%	26.64%	26.92%	24.55%	25.55%	25.50%	25.60%

	菜肴类及其他	29.99%	25.43%	22.98%	19.34%	20.00%	22.00%	22.50%
	综合毛利率	22.63%	23.79%	24.45%	21.54%	22.10%	22.39%	22.69%
	油炸类	278.87	311.68	379.99	416.21	526.16	640.14	759.65
	烘焙类	88.85	115.53	144.93	144.52	187.94	240.56	309.11
成本	蒸煮类	79.94	99.46	129.15	138.49	181.75	240.07	311.67
	菜肴类及其他	11.05	7.44	17.26	40.07	59.62	81.38	113.20
	合计	458.70	534.11	671.33	739.29	955.47	1202.16	1493.64

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 可比公司估值对比

公司9月6日收盘价22.62元，对应民生2021年盈利预测为21XPE，对应Wind一致预期为22XPE，显著低于CS速冻食品行业平均36X估值（Wind一致预期，算术平均法）。

公司2021年预期PE明显低于同行业公司。在研发能力提升品类扩张及渠道拓展的基础上，叠加疫情后期餐饮行业快速修复，预计公司成长性以及盈利能力有改善空间，并带动公司估值水平上移。

表9：可比公司估值（PE法估值）

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
001215.SZ	千味央厨	22.62	1.0717	1.4006	1.7791	21.11	16.15	12.71
002216.SZ	三全食品	15.40	0.7555	0.8831	1.0201	20.38	17.44	15.10
002702.SZ	海欣食品	5.25	0.1650	0.2135	0.2634	31.82	24.59	19.93
603345.SH	安井食品	164.28	3.3128	4.3666	5.5586	49.59	37.62	29.55
605089.SH	味知香	76.32	1.5413	1.9622	2.4669	49.52	38.90	30.94
605338.SH	巴比食品	35.07	1.2366	1.0429	1.2356	28.36	33.63	28.38
核心可比公司						36.96	31.90	25.99
速冻食品行业						35.93	30.43	24.78

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：可比公司EPS、PE均采用Wind一致预期，预测PE为算术平均法

我们按照未来三年归母净利润复合增速来计算PEG，公司目前股价对应PEG为0.83X，明显低于可比公司估值水平。在公司优秀的成长力下，目前估值水平具备充足投资价值。

表10：可比公司估值（PEG法估值）

股票代码	公司简称	收盘价（元）	三年归母净利润复合增速	EPS-2021E	PE-2021E	PEG
001215.SZ	千味央厨	22.62	25.51%	1.07	21.11	0.83
002216.SZ	三全食品	15.40	5.31%	0.76	20.38	3.84
002702.SZ	海欣食品	5.25	21.27%	0.17	31.82	1.50
603345.SH	安井食品	164.28	31.04%	3.31	49.59	1.60
605089.SH	味知香	76.32	25.42%	1.54	49.52	1.95
605338.SH	巴比食品	35.07	20.42%	1.24	28.36	1.39

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：可比公司三年归母净利润复合增速、EPS、PE均采用Wind一致预期

5.3 投资建议

预计 2021-2023 年公司收入 12.29/15.51/19.34 亿元，同比+30.1%/+26.2%/+24.7%；实现归母净利润 0.91/1.19/1.51 亿元，同比+19.1%/+30.7%/+27.0%；全面摊薄后折合 EPS 分别为 1.07/1.40/1.78 元；对应 PE 分别为 21X/16X/13X。

我们看好公司在速冻面米行业餐饮市场已建立的优势品牌力，以及在产品、渠道、产能等方面的拓张实力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

市场竞争加剧风险，原材料价格上涨风险，餐饮市场恢复不及预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	944	1,229	1,551	1,934
营业成本	739	956	1,202	1,494
营业税金及附加	9	11	14	18
销售费用	31	42	57	73
管理费用	79	100	123	151
研发费用	7	11	15	18
EBIT	79	110	140	181
财务费用	3	3	(0)	(1)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	100	120	156	199
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	100	120	156	198
所得税	24	28	37	47
净利润	77	91	119	151
归属于母公司净利润	77	91	119	151
EBITDA	113	155	198	251
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	117	485	545	720
应收账款及票据	52	67	84	105
预付款项	11	11	15	19
存货	116	125	189	205
其他流动资产	29	29	29	29
流动资产合计	333	724	874	1087
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	543	718	900	1082
无形资产	39	38	37	36
非流动资产合计	622	733	800	846
资产合计	956	1434	1651	1911
短期借款	15	15	15	15
应付账款及票据	142	180	228	283
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	305	407	505	613
长期借款	55	55	55	55
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	69	69	69	69
负债合计	373	475	573	681
股本	64	85	85	85
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益合计	582	959	1078	1230
负债和股东权益合计	956	1434	1651	1911

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	6.2%	30.1%	26.2%	24.7%
EBIT 增长率	-18.8%	39.3%	28.1%	28.9%
净利润增长率	3.3%	19.1%	30.7%	27.0%
盈利能力				
毛利率	21.7%	22.2%	22.5%	22.8%
净利润率	8.1%	7.4%	7.7%	7.8%
总资产收益率 ROA	8.0%	6.4%	7.2%	7.9%
净资产收益率 ROE	13.2%	9.5%	11.1%	12.3%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.8	1.7	1.8
速动比率	0.7	1.5	1.4	1.4
现金比率	0.4	1.2	1.1	1.2
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	18.5	17.5	17.8	17.8
存货周转天数	52.4	45.5	47.1	47.5
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.1	1.4	1.8
每股净资产	9.1	11.3	12.7	14.4
每股经营现金流	1.2	2.6	2.2	3.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	25.1	21.1	16.2	12.7
PB	2.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.7	9.1	6.8	4.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	77	91	119	151
折旧和摊销	34	45	57	70
营运资金变动	(28)	79	8	69
经营活动现金流	98	221	189	295
资本开支	95	134	125	116
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(95)	(134)	(125)	(116)
股权募资	0	285	0	0
债务募资	44	0	0	0
筹资活动现金流	35	281	(4)	(4)
现金净流量	39	368	60	175

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 千味央厨发展历程.....	3
图 2: 千味央厨 IPO 后股权结构.....	4
图 3: 2021H1 年公司营收同比+54.80%.....	5
图 4: 2021H1 年公司归母净利润同比+50.51%.....	5
图 5: 2020 年油炸类产品占公司收入一半以上.....	6
图 6: 2020 年公司以经销通用品及直营定制产品为主.....	6
图 7: 速冻食品行业发展历程.....	7
图 8: 速冻食品行业供应链.....	8
图 9: 2019 年速冻行业市场规模达 1400 亿元.....	8
图 10: 速冻行业新晋企业数量增加.....	8
图 11: 2010-2019 年中国餐饮市场收入 CAGR 达 11.42%.....	9
图 12: 中国外卖行业高速增长.....	9
图 13: 2013-2019 年中国速冻火锅料收入 CAGR 达 12.3%.....	10
图 14: 2013-2019 年中国速冻火锅料产量 CAGR 达 9.5%.....	10
图 15: 2018 年中国冷库容量达 1.47 亿立方米.....	10
图 16: 2019 年中国冷链运输车保有量达 21.47 万辆.....	10
图 17: 疫情期间各类食品消费增速对比.....	11
图 18: 新冠疫情后期速冻市场表现更加稳健.....	11
图 19: 速冻食品分类.....	11
图 20: 速冻面米食品为速冻最大占比品类.....	11
图 21: 速冻面米市场规模在价格战后快速提升.....	12
图 22: 速冻行业在 2017 年后进入量价齐升良性发展态势.....	12
图 23: 速冻食品各品类发展阶段.....	12
图 24: 千味央厨产品系列.....	13
图 25: 截至 2020 年末公司已拥有 368 个 SKU (单位: 个).....	14
图 26: 公司各品类收入 (单位: 亿元).....	14
图 27: 疫情影响 2020 年毛利率稍有下滑.....	14
图 28: 各品类单价基本稳定 (单位: 元/kg).....	14
图 29: 公司毛利率属于行业较低水平.....	15
图 30: 公司净利率接近行业中枢水平.....	15
图 31: 千味央厨研发上新肯德基与《知否》联名玫瑰酥饼.....	15
图 32: 销售以直营定制产品和经销通用品为主 (单位: 亿元).....	16
图 33: 2020 年受疫情影响直营与经销收入双下滑.....	16
图 34: 2020 年直营/经销分别实现毛利率 23.19%/20.62%.....	16
图 35: 2020 年直营与经销模式各品类毛利率差异较大.....	16
图 36: 公司积累诸多大客户资源.....	17
图 37: 2020 年末公司已有 907 家经销商 (单位: 家).....	17
图 38: 公司 14% 经销商达成 70% 销售额.....	17
图 39: 2020 年华东地区实现 54.1% 收入占比.....	18
图 40: 公司在各区域占比较为稳定 (单位: 亿元).....	18
图 41: 2020 年公司委外加工产品金额占比 5.20%.....	19
图 42: 2020 年委外产量占比 8.50%.....	19
图 43: 新乡千味投产推动公司产能增长.....	19
图 44: 公司产能压力逐渐缓解.....	19
图 45: 公司产销率长期位于 100% 附近.....	20
图 46: 2020 年各品类销量占比.....	20
图 47: 预计公司产能将在 2025 年全部达产 19.6 万吨.....	20
图 48: 预计公司 2025 年产能将达 19.24 万吨.....	20

表格目录

表 1: 千味央厨董事会、高管及核心技术人员	4
表 2: 公司募投项目	21
表 3: 新乡千味央厨三期产能项目投资构成	21
表 4: 新乡千味央厨三期产能项目建设进度	21
表 5: 总部基地及研发中心建设项目投资构成	22
表 6: 新乡千味央厨三期产能项目建设进度	22
表 7: 各品类收入增速预测 (百万元)	23
表 8: 各品类毛利率及成本预测 (百万元)	23
表 9: 可比公司估值 (PE 法估值)	24
表 10: 可比公司估值 (PEG 法估值)	24
公司财务报表数据预测汇总	26