

2021 年 02 月 20 日

公司新股分析

千味央厨 (A20196.SZ)

聚焦餐饮优质赛道，兼具稳定性和成长性

■ **赛道高景气，速冻食品 2B 渠道具有较高成长性。**我国餐饮业规模 4.67 万亿，2013-2019 年复合增速达 10.6%，驱动因素在于城镇化率提升、家庭小型化推动在外就餐人数以及频次增长。餐饮连锁化率提升、外卖平台发展、成本提升推动第三方餐饮服务需求增加，速冻食品是餐饮食材的主要品类。对标日本，在人口老龄化、单身化、以及本土生鲜食品价格高的背景下，调理食品由于食用方便与快捷，以及相对较高的性价比，其占食品消费额的比例持续提升。即使在 2010 年开始，日本人口负增长，调理制品消费仍呈增长态势，背后是餐饮产业变革的内生逻辑，具有较强的抗经济周期属性。

■ **速冻面米制品 2B 龙头，ROE 领先。**公司秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于通过提供中央厨房定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案，是肯德基、必胜客、华莱士、海底捞、真功夫、九毛九等知名餐饮品牌速冻面米制品供应商。公司高管均曾就职于郑州思念，速冻食品行业经验丰富。财务数据比较来看，公司 2019 年 ROE 达 15.79%，领先同行，主要系较高的净利率以及周转率。

■ **产品矩阵丰富，聚焦餐饮客户。**不同于“家庭消费场景较为单一”，餐饮业态繁多、形式各异，产生了不同消费场景下的多样的食材需求，公司不断推出餐饮渠道适销产品，提升餐饮渠道品类叠加效应，2019 年底公司合计在售产品数量 305 个，而 2017 年底仅为 193 个，产品以油炸类、蒸煮类、烘焙类面米制品为主。2019 年公司直营、经销渠道收入占比分别为 41.02%、58.98%，对于直营渠道，公司产品力与服务力优异，通过不断加深合作，有望受益于客户的开店数量增加以及品类扩张；同时公司借助经销渠道进行全国化扩张，2019 年公司华东地区收入占比 57.04%，地域渗透仍有空间。

■ **竞争优势：先发优势+强研发能力。**1) 公司 2016 年在经历十年合作后成为百胜中国供应商体系最高级 T1 级。新兴餐饮企业在建立供应商体系时，选用知名餐饮企业的供应商为最快捷、高效、安全的方式，同时知名餐饮连锁企业一旦与供应商达成合作，除非有重大食品安全问题，否则不轻易更换供应商，因此公司率先积累了一批优质客户，形成了较强的先发优势；2) 公司率先在行业内建立了“模拟餐厅后厨”的研发实验室，最大程度还原餐企后厨的制作工艺，从研发到生产交付只需 3-6 个月，充分并及时满足客户需求，同时通过自主研发弥补速冻米面制品生产的自动化设备不足，保证新品快速量产、成本可控。

■ **募投项目增强产能，助力受益行业红利。**公司拟募集资金 4.09 亿元，主要用于新乡食品加工项目和总部研发中心建设项目，新乡三期项目达产后，将形成年产 8 万吨速冻面米制品的生产规模，较目前产能增加 60%，同时明显提高公司生产的自动化水平。

■ **投资建议：**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07、1.17、1.59 元，给予 2021 年 PE 40-50 倍，定价区间 46.82 元-56.82 元。

■ **风险提示：**行业竞争加剧；过于依赖大客户；食品安全风险。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	701.2	889.3	918.5	1,219.4	1,560.4
净利润	58.7	74.1	68.1	99.6	135.5
每股收益(元)	0.92	1.16	1.07	1.17	1.59
每股净资产(元)			8.99	12.72	14.31

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.8%	24.5%	22.7%	23.0%	23.2%
净利率	8.4%	8.3%	7.4%	8.2%	8.7%
净资产收益率	13.6%	14.7%	11.9%	9.2%	11.1%
ROIC	360.1%	32.7%	16.3%	19.1%	20.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

定价区间：
46.82 -
56.82 元

发行数据

总股本(万股)	6,382
发行数量(万股)	2,128
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	
保荐机构	国元证券
发行日期	
发行方式	

股东信息

共青城城之集企业管理咨询 有限公司	62.48%
深圳前海新希望创富一号投 资合伙企业(有限合伙)	8.93%
诸暨上德合味投资合伙企业 (有限合伙)	5.51%
共青城凯立投资管理合伙企 业(有限合伙)	5.43%
宿迁涵邦投资管理有限公司	5.13%
深圳网聚投资有限责任公司	5.13%
魏秀岩	1.36%
翁蕾	1.31%
赵建光	1.24%
北京建元时代投资管理中心 (有限合伙)	0.78%

相关报告

内容目录

1. 赛道高景气，速冻食品 2B 渠道具有较高成长性	4
1.1. 餐饮赛道高景气，第三方服务需求提升	4
1.2. 对标日本：调理制品成为食品主要品类	6
2. 速冻面米制品 2B 龙头，ROE 领先	8
2.1. 郑州思念发起，管理层行业经验丰富	8
2.2. ROE 行业领先	9
3. 产品矩阵丰富	11
4. 聚焦餐饮赛道	12
4.1. 直营渠道：与多家知名餐饮企业合作，收入稳定增长	12
4.2. 经销渠道：抢占下沉市场，渗透率提升空间大	14
5. 竞争优势：先发优势+研发能力	14
6. 募投项目增强产能，助力受益行业红利	16
7. 投资建议	16
8. 风险提示	17

图表目录

图 1：2013-2019 年我国餐饮业零售总额 CAGR 达 10.6%	4
图 2：我国在外用餐消费额增速高于家庭烹饪	4
图 3：平均每户家庭人口下滑，家庭小型化趋势明显	4
图 4：餐饮业各项成本占比	4
图 5：餐饮业租金成本上升	5
图 6：餐饮业劳动力成本上升	5
图 7：我国餐饮连锁化率迅速提升，2018 年已达 9.6%	5
图 8：我国外卖市场 2015-2019 年 CAGR 高达 45%	5
图 9：团餐市场规模快速发展，占餐饮的比重不断提升	6
图 10：2013-2018 年中国冷库容量及冷链运输车保有量	6
图 11：60-80 年代日本经济处于高速发展阶段	6
图 12：日本人均 GDP 60-80 年代快速提升（单位：美元）	6
图 13：日本女性就业率自 70 年代开始大幅提升	6
图 14：70 年代开始日本餐饮市场增长快、外食率呈上行态势	6
图 15：日本终身未婚率从 1990 年开始显著提升	7
图 16：短工+单身+独居，家庭用速冻食品从 90 年开始明显增加	7
图 17：日本人口结构持续老龄化	7
图 18：调理制品占食品消费额的比例持续提升	7
图 19：公司历史沿革	8
图 20：千味央厨股权结构图	9
图 21：2017-2019 公司收入及增速	9
图 22：2017-2019 公司净利润及增速	9
图 23：千味央厨近三年费用率稳定在 12%左右	10
图 24：千味央厨销售费用率显著低于行业水平	10
图 25：千味央厨 ROE 行业领先	10

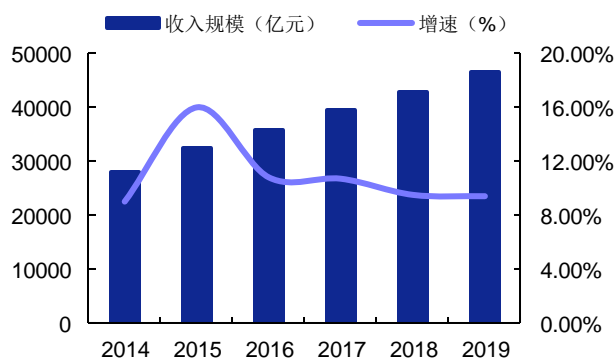
图 26: 规模扩张, 周转率略有下滑.....	10
图 27: 深入细分场景的著名明星产品——油条系列.....	11
图 28: 2017-2019 千味央厨销售渠道占比变化.....	12
图 29: 直营渠道总体毛利较高.....	12
图 30: 公司对百胜销售额及营收占比情况.....	13
图 31: 千味央厨部分知名连锁品牌客户.....	13
图 32: 百胜中国开店数量 2020 年创历史新高.....	13
图 33: 2017-2019 年公司经销商数量变动情况 (家)	14
图 34: 2019 年公司华东地区收入占比 57.04%, 华中、华北、华南等地区占比仍较低.....	14
图 35: 研发费用逐年增长, 但仍处于行业较低水平.....	15
图 36: 餐饮大客户定制需求从研发到交付只需 3-6 个月	15
图 37: 2017-2019 年千味央厨产能变化	16
图 38: 2017-2019 年千味央厨委托加工产量及占比.....	16
表 1: 千味央厨拥有行业经验丰富的核心管理团队.....	9
表 2: 千味央厨净利率和周转率均领先行业 (2019 年)	10
表 3: 千味央厨丰富具有丰富的产品矩阵 (单位: 件)	11
表 4: 前十大单品销售情况 (万元)	11
表 5: 通用品和定制品渠道差异.....	12
表 6: 2019 年前五大直营客户销售额及占比 (百万元)	13
表 7: 千味央厨在研项目.....	15
表 8 千味央厨本次募投项目	16
表 9: 主要盈利预测与假设.....	16
表 10: 可比公司估值表 (2021 年 2 月 18 日)	17

1. 赛道高景气，速冻食品 2B 渠道具有较高成长性

1.1. 餐饮赛道高景气，第三方服务需求提升

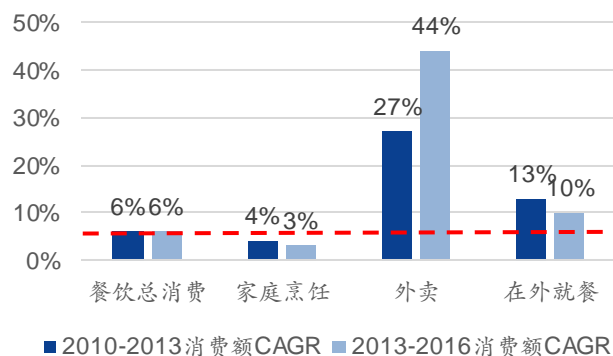
我国餐饮业规模 4.67 万亿，2013-2019 年复合增速达 10.6%。2019 年我国餐饮业零售总额为 4.67 万亿元，同比增加 9.40%，2013-2019 年复合增速达 10.6%，驱动因素在于城镇化率提升、家庭小型化推动在外就餐人数以及频次增长。根据《2017 年中国购物者报告》，2013-2016 年我国消费者餐饮总消费额复合增速 6%，其中家庭烹饪、外卖、在外用餐增速分别为 3%、44%、10%。餐饮赛道长期景气有助于速冻面米制品餐饮市场进一步发展壮大。

图 1：2013-2019 年我国餐饮业零售总额 CAGR 达 10.6%



资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 2：我国在外用餐消费额增速高于家庭烹饪

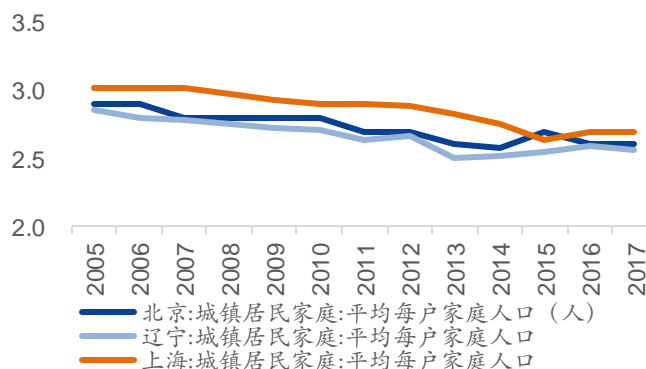


资料来源：贝恩、凯度消费者指数、安信证券研究中心

餐饮连锁化、外卖平台发展、成本提升推动第三方餐饮服务需求增加，速冻食品是餐饮食材的主要品类：

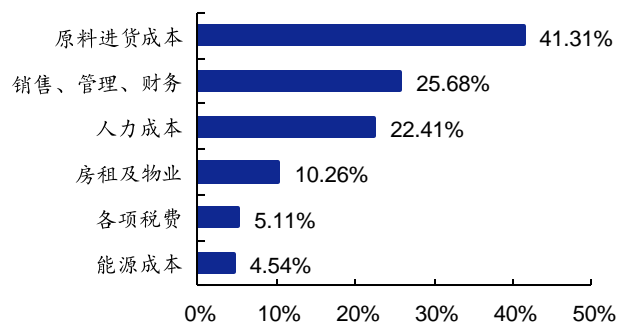
- 我国餐饮行业连锁化率近年迅速提升，从 2015 年的 8.7% 提升至 2018 年的 9.6%。但对标国际，美国和日本的餐饮连锁化率分别为 53% 和 49%，我国餐饮连锁化率和标准化程度提升空间仍大。餐饮连锁化和标准化提升将助推第三方餐饮服务行业的发展。
- 根据中国产业信息网，2015-2019 年我国外卖市场规模复合增速达 45%，增速显著高于餐饮业，外卖平台对生产与服务效率的要求更高，尽可能缩短配送时间，将提升对第三方餐饮服务的需求。
- 近年来餐饮业劳动力成本、租金成本不断上涨，一方面经营不好的小餐饮店被淘汰，另一方面餐饮店为节约成本去厨师化意愿更强。因此，越来越多餐饮企业会选择第三方餐饮服务替代部分人工和租金以控制成本。

图 3：平均每户家庭人口下滑，家庭小型化趋势明显



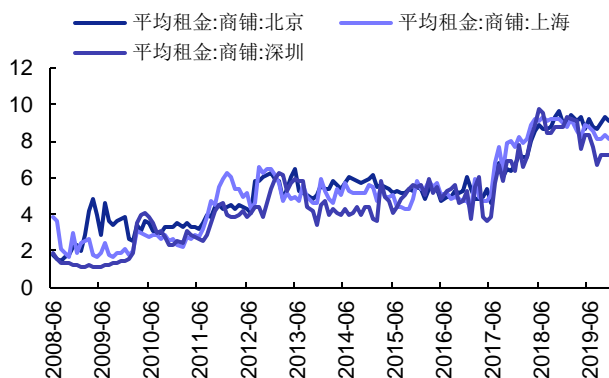
资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 4：餐饮业各项成本占比



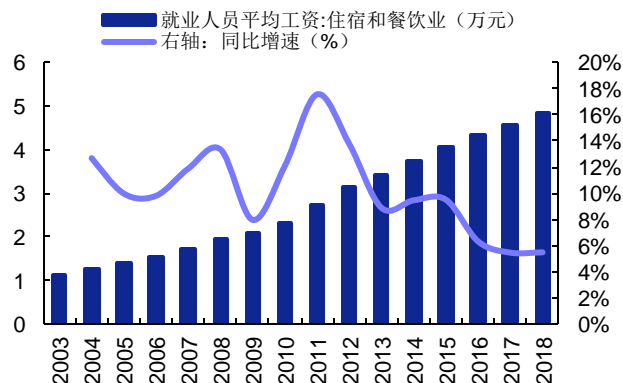
资料来源：中国饭店业协会、安信证券研究中心

图 5：餐饮业租金成本上升



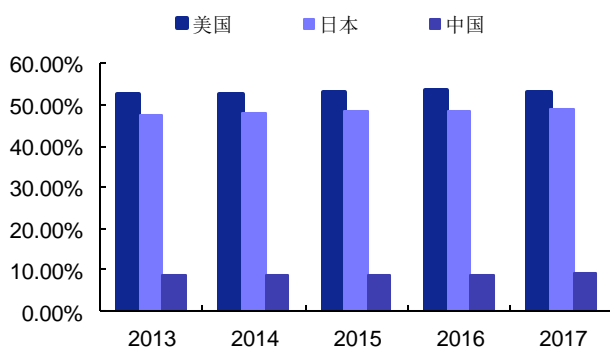
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 6：餐饮业劳动力成本上升



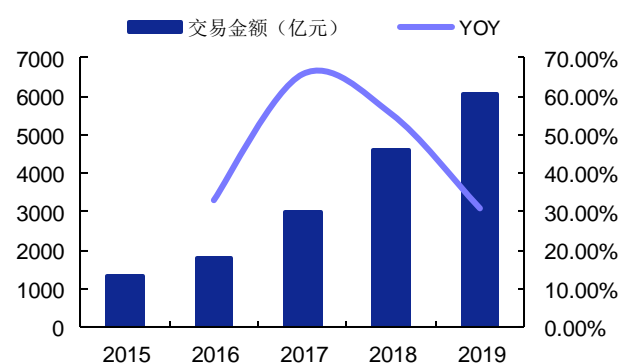
资料来源: wind/安信证券研究中心

图 7：我国餐饮连锁化率迅速提升，2018 年已达 9.6%



资料来源: 欧睿、前瞻产业研究院、安信证券研究中心

图 8：我国外卖市场 2015-2019 年 CAGR 高达 45%



资料来源: 中国产业信息网、安信证券研究中心

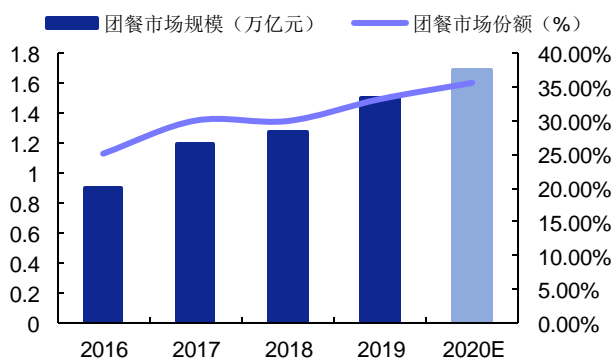
团餐、乡村家宴成为新增长点：

- 团餐迅速发展：根据《2019 中国餐饮业年度报告》，被调查团餐企业营业额较 2017 年增长超过 21.12%，门店数增长超过 21.72%，远远超过餐饮行业整体增速。团餐市场具有需求可预测性、标准化高、综合成本低、可复制性强特点，这与速冻食品行业的特点具有一致性。
- 农村家宴市场广阔：由于农村宴席聚餐人数多，原材料采购品种、渠道复杂，加工过程和加工方式不规范，是食品安全监管的薄弱地带，不管从减轻负担角度还是从政府监管的角度，乡厨的统一采购、制作基本避免了上述问题的发生。根据千味央厨招股说明书，目前农村宴席每桌成本约为 300-600 元，每次约为 30-60 桌。

冷链物流行业的快速发展

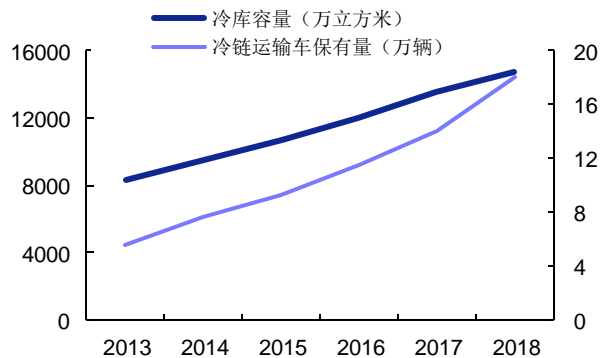
- 根据中国物流与采购联合会发布的数据，2013 年至 2018 年中国低温仓储冷库容量由 8,345 万立方米增长至 14,700 万立方米，年复合增长率达到 11.99%；同期，中国公路冷链运输车保有量由 5.52 万辆增长至 18 万辆，年复合增长率高达 26.67%。冷链物流的建设和完善为速冻食品行业的发展提供供应链基础。

图 9：团餐市场规模快速发展，占餐饮的比重不断提升



资料来源：中国饭店协会、安信证券研究中心

图 10：2013-2018 年中国冷库容量及冷链运输车保有量



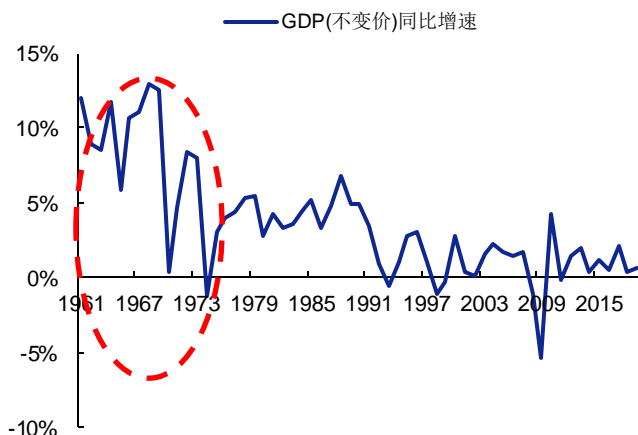
资料来源：中国物流与采购联合会、安信证券研究中心

1.2. 对标日本：调理制品成为食品主要品类

1) 70s-90s：女性就业率提升，生活节奏加快，外卖率大幅提升

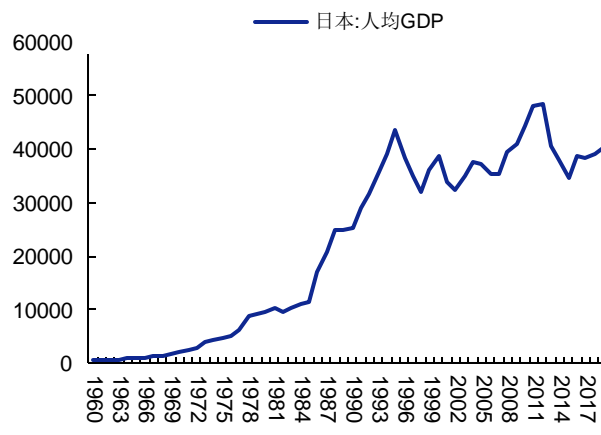
朝鲜战争期间美国支援日本制造业发展+“所得倍增计划”+东京奥运会，日本经济自 1960s 快速发展，1960-1980 年 GDP（不变价）复合增速 6.89%，人均 GDP 从 0.05 万美元增长至 0.95 万美元。从 70 年代开始，得益于经济快速发展，以及产业结构从第二产业向第三产业转化，日本女性就业率开始提升，生活节奏加快背景下，餐饮市场增长快、外卖率呈上行态势。

图 11：60-80 年代日本经济处于高速发展阶段



资料来源：世界银行、安信证券研究中心

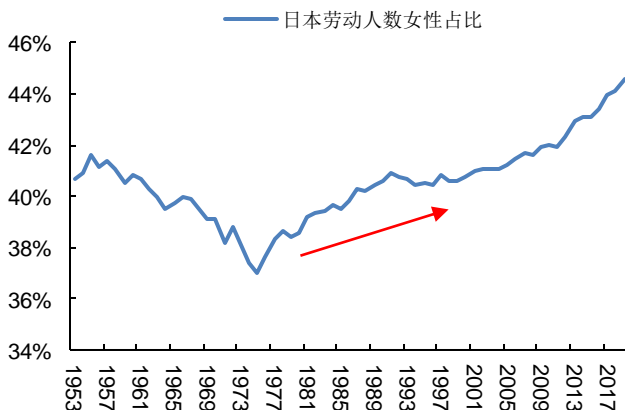
图 12：日本人均 GDP 60-80 年代快速提升（单位：美元）



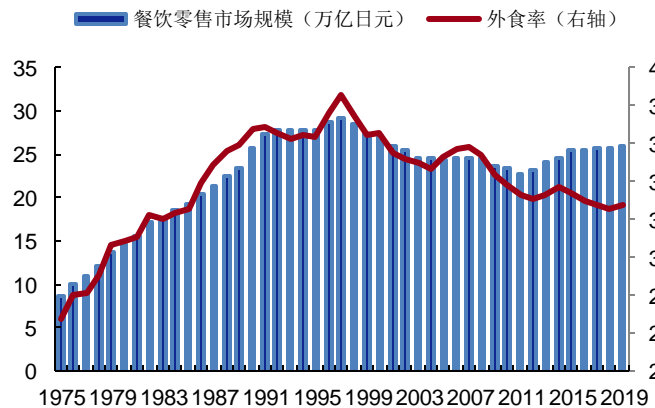
资料来源：世界银行、安信证券研究中心

图 13：日本女性就业率自 70 年代开始大幅提升

图 14：70 年代开始日本餐饮市场增长快、外卖率呈上行态势



资料来源: wind、安信证券研究中心

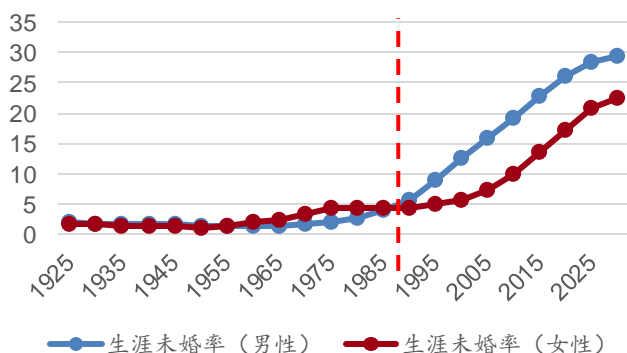


资料来源: wind、安信证券研究中心

2) 90s 至今: 经济增速放缓、单身经济、人口老龄化, 期间调理制品需求旺盛

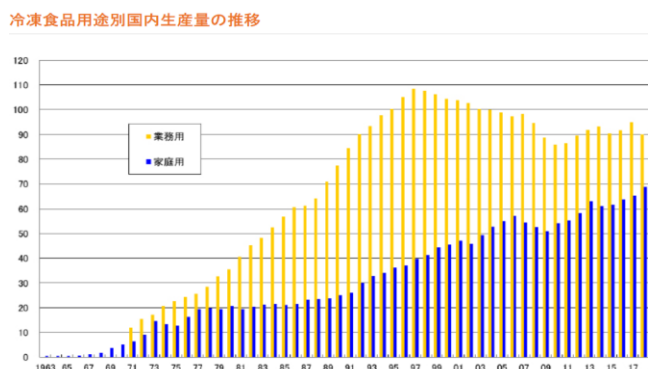
1991 年日本经济泡沫破裂, GDP 增速大幅放缓, 经济进入停滞状态。经济不景气导致非雇佣增加, 加上大量青年“单身、独居”, 无孩家庭也增多, 带来了家庭用速冻食品的繁荣。

图 15: 日本终身未婚率从 1990 年开始显著提升



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 16: 短工+单身+独居, 家庭用速冻食品从 90 年开始明显增加

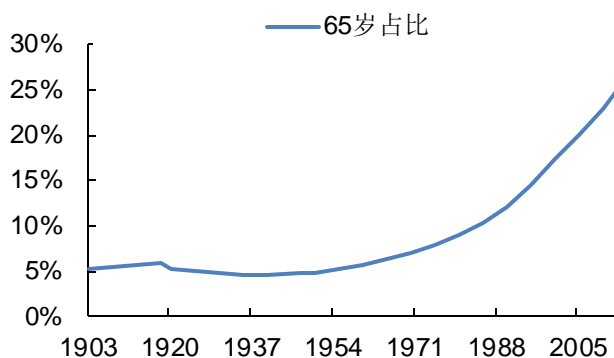


资料来源: wind、安信证券研究中心

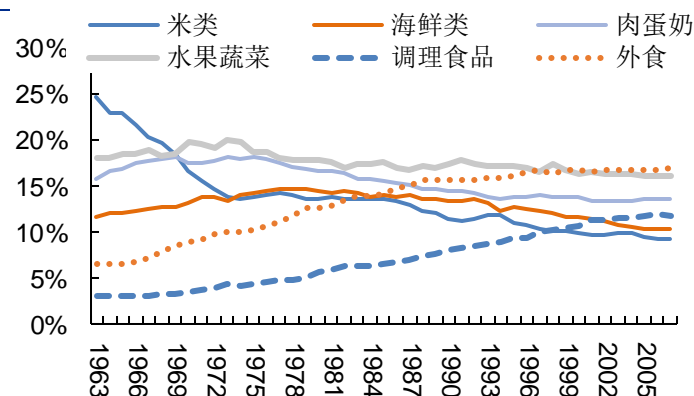
人口持续老龄化, 调理食品占比增加。日本 65 岁以上人口占比从 1990 年的 12.0% 上升至 2015 年的 26.3%, 在人口老龄化、单身化、以及本土生鲜食品价格高的背景下, 调理食品由于食用方便与快捷, 以及相对较高的性价比, 其占食品消费额的比例持续提升。即使在 2010 年开始, 日本人口负增长, 调理制品消费仍呈增长态势, 背后是餐饮产业变革的内生逻辑, 具有较强的抗经济周期属性, 期间甚至诞生了主要销售高性价比调理制品的连锁店, 发展迅速, 例如业务超市 (神户物产)。

图 17: 日本人口结构持续老龄化

图 18: 调理制品占食品消费额的比例持续提升



资料来源: wind、安信证券研究中心



资料来源: wind、安信证券研究中心

2. 速冻面米制品 2B 龙头，ROE 领先

2.1. 郑州思念发起，管理层行业经验丰富

千味央厨股份有限公司的前身是千味有限，于 2012 年成立，原控股股东是郑州思念，于 2016 年股权转让与增资，新股东是郑州集之城和共青城凯立。

公司主要经营面向餐饮企业的速冻面米制品的研发、生产和销售，秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，公司致力于通过提供中央厨房定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案。其主要终端客户为连锁餐饮企业、酒店和团体食堂，设立以来已成为肯德基、必胜客等众多知名企业的合作伙伴。

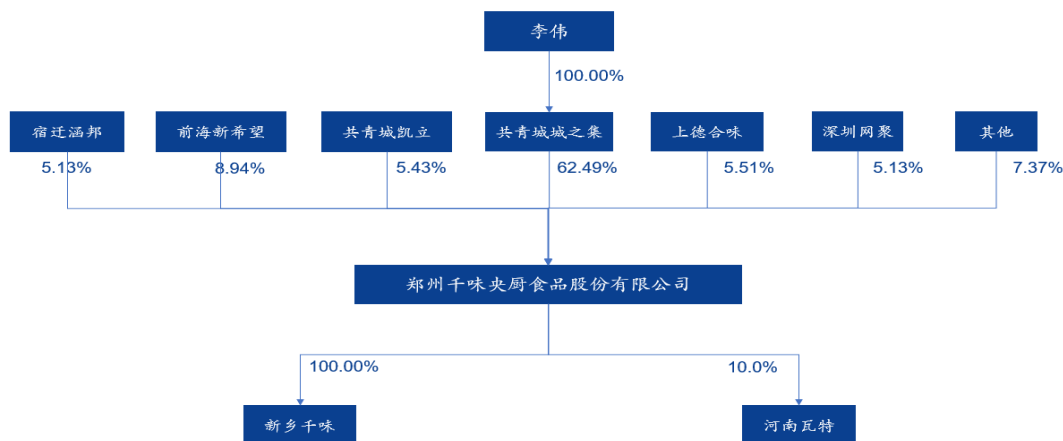
目前公司在郑州工业园区拥有 2 万余平米的综合现代化工厂，2019 年年产能达到 9.9 万吨，本次上市拟募集资金建设新乡三期，投产后产能预计达 19.6 万吨。

图 19: 公司历史沿革



资料来源: 公司招股说明书、公司官网、安信证券研究中心

股权结构方面，公司实控人李伟持股比例为 62.49%，其余持股比较大的股东为前海新希望 (8.94%)、上德合味 (5.51%)、共青城凯立 (5.43%)、宿迁涵邦 (5.13%) 和深圳网聚 (5.13%)，其中宿迁涵邦和深圳网聚分别是京东和绝味食品的投资公司，共青城凯立持有公司 5.43% 股份，是员工持股平台。

图 20：千味央厨股权结构图


资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

公司高管均曾就职于郑州思念，速冻食品行业经验丰富。

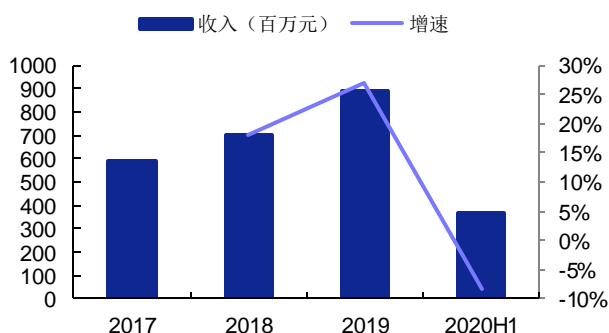
表 1：千味央厨拥有行业经验丰富的核心管理团队

序号	姓名	职务	职业履历	持股比例
1	孙剑	董事长	2000 年加入郑州思念，曾任营销副总；后任一生缘食品销售总经理等职务，有近 20 年速冻业工作经历	0.36%
2	白瑞	董事/总经理	2004 年加入郑州思念，曾任结算部经理、质管部经理、营销副总助理等职务	0.08%
3	王植宾	董事/副总经理/财务总监	2005 年加入郑州思念，曾任总成本会计、审计部经理	0.07%
4	徐振江	副总经理/董秘	曾任宋河酒业总裁助理、洛阳杜康总经理助理、骏城基金投资总监，有丰富的餐饮和食品饮料行业经验	0.06%
5	钟辉	副总经理	2002 年加入郑州思念，曾任湘南区销售主管；后任职可口可乐、三全食品、联泰食品、好想你等	0.06%

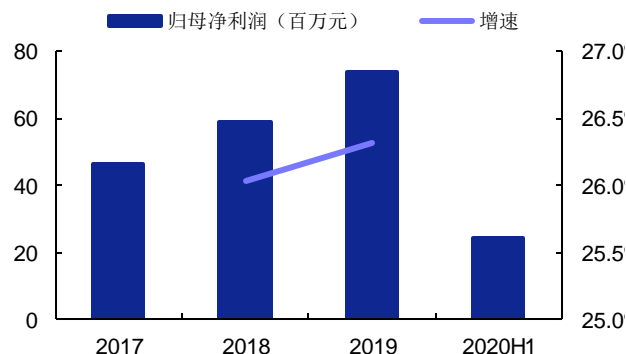
资料来源：公司官网、公司公告、安信证券研究中心

2.2. ROE 行业领先

2019 年公司实现营业收入/归母净利润 8.89 亿元/7412 万元，同比增 26.82%/26.31%，2020H1 营业收入/归母净利润分别为 3.67 亿元/2424 万元，其中营业收入同比下滑 8.16%。2017-2020H1 年净利率分别为 7.8%、8.4%、8.3%、6.61%

图 21：2017-2019 公司收入及增速


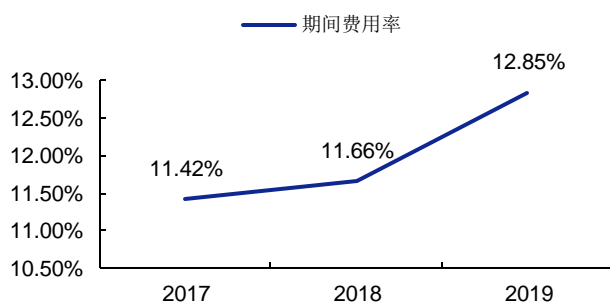
资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 22：2017-2019 公司净利润及增速


资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

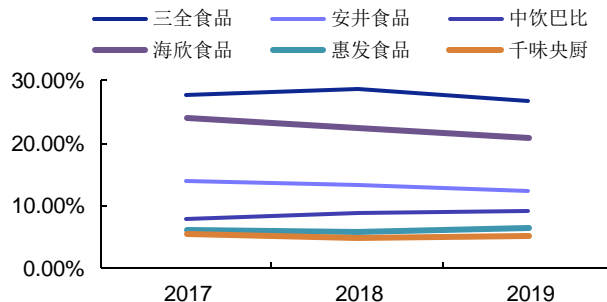
销售费用率处于行业较低水平。受销售模式和客户结构差异影响，公司整体销售费用率较低，维持在 5% 附近，处于同行较低水平。

图 23：千味央厨近三年费用率稳定在 12% 左右



资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

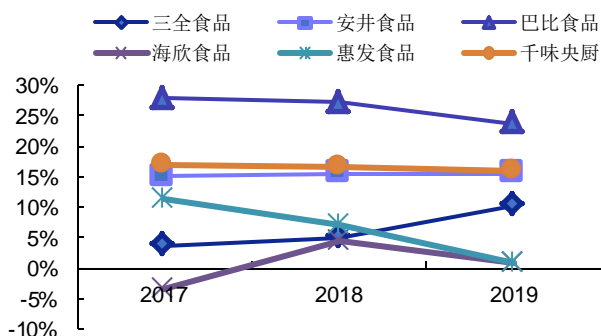
图 24：千味央厨销售费用率显著低于行业水平



资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

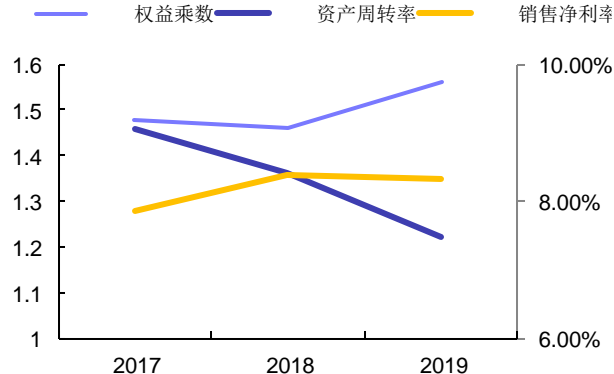
ROE 整体位居行业领先。千味央厨 17-19 年分别实现 ROE 16.98%、16.59%、15.79%，ROE 近两年略有下滑，主要源于在产能投产初期，公司周转效率略有下滑。同行业比较，千味央厨 ROE 整体水平显著高于行业平均，仅次于巴比食品。

图 25：千味央厨 ROE 行业领先



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 26：规模扩张，周转率略有下滑



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

高净利率及周转率导致高 ROE。净利率方面，商业模式导致费用率低，强研发能力产品与服务差异化，公司净利率高于同行。周转率方面，公司定制品采用以销定产的生产模式和精细化的生产采购管理，公司总资产周转效率也高于行业平均，综合导致千味央厨 ROE 显著高于行业均值。

表 2：千味央厨净利率和周转率均领先行业（2019 年）

	千味央厨	三全食品	安井食品	惠发食品	海欣食品	行业均值
ROE (%)	15.79	10.25	15.58	0.91	0.86	6.90
净利率 (%)	8.34	3.68	7.09	0.42	0.49	2.92
总资产周转率	1.22	1.21	1.03	1.02	1.18	1.11
权益乘数	1.56	2.31	2.14	1.83	1.48	1.94

资料来源：wind、公司招股说明书、安信证券研究中心

3. 产品矩阵丰富

深耕餐饮市场，产品矩阵丰富。不同于“家庭消费场景较为单一”，餐饮业态繁多、形式多样，也产生了不同消费场景下的多样的食材需求，而且餐饮行业对菜单更新、新菜推出的速度要求甚高。凭借对餐饮消费需求的深入理解，公司不断推出餐饮渠道适销产品，提升餐饮渠道品类叠加效应，2019 年底公司合计在售产品数量 305 个，而 2017 年底仅为 193 个。

围绕场景推出产品。公司依托现有产品进行场景化的深入研究，研发出适应不同消费场景的系列产品，以千味央厨明星单品油条为例，公司从 2012 年开始进行油条细分市场研究，细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖等 6 大场景，并针对性推出茴香小油条、麻辣烫小油条、火锅涮煮油条、外卖专用油条等多款创新性产品。

大单品助力收入增长。公司的产品以油炸类、蒸煮类、烘焙类面米制品为主，2019 年前十大大单品收入占比 51%，2018 年新推出的产品例如千味安心大油条在 2019 年收入增速达 112%。

表 3：千味央厨丰富具有丰富的产品矩阵（单位：件）

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
油炸类	90	72	61
烘焙类	49	38	33
蒸煮类	139	105	84
菜肴类及其他	27	9	15
合计	305	224	193

资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 27：深入细分场景的著名明星产品——油条系列



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 4：前十大单品销售情况（万元）

品类	2017	2018	YOY	2019	YOY
千味 1*18*16 蛋挞皮	7,097.04	7,952.65	12.06%	9,107.33	14.52%
千味 260g 芝麻球	8,538.82	8,954.79	4.87%	9,033.79	0.88%
KFC60g 冷冻油条	-	4,497.85		6,815.12	51.52%
千味 400g 香芋地瓜丸	-	4,637.81		5,015.23	8.14%
千味 450g 香脆油条	3,634.10	3,931.38	8.18%	4,344.96	10.52%
百胜原味冷冻华夫面团	-	1,196.04		2,804.94	134.52%
千味 360g 卡通猪猪包	615.43	1,850.14	200.63%	2,671.56	44.40%

千味 1200g 安心大油条	-	927.31		1,963.33	111.72%
千味 300 克脆皮香蕉	2,136.65	1,865.72	-12.68%	1,756.57	-5.85%
百胜 360g 蛋芯油条	-	-		1,628.91	
合计	22022.04	35813.69		45141.74	
销售收入占比	37.12%	51.07%		50.76%	

资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

4. 聚焦餐饮赛道

千味央厨销售模式主要采取直营和经销两种模式。千味央厨下游客户主要为餐饮企业（含酒店、团体食堂、乡厨）。2019 公司直营收入占比 41.02%，经销收入占比 58.98%，近年直营渠道占比小幅增长。直营渠道以定制产品为主，经销渠道以通用产品为主。

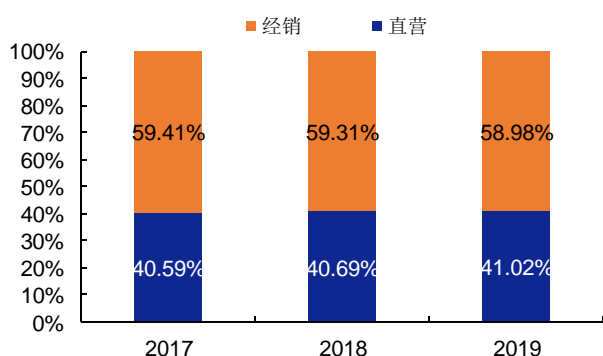
直营渠道毛利率高于经销渠道。直营渠道毛利率显著高于经销，主要系直营渠道销售产品多为定制产品，单价较高：如“百胜咸蛋黄味冷冻华夫面团”和“百胜 33g 迷你原味可颂冷冻面团”，两款单品 2019 年销售金额合计为 703.28 万元，平均单价为 45.97 元/公斤；而公司烘焙类产品均价仅为 11.72 元/公斤。

表 5：通用产品和定制产品渠道差异

	销售产品种类	渠道占比	客户类别	渠道特点
直营渠道	通用产品	14%	大型连锁型 餐饮客户	①公司客户联系紧密 ②一定时间内，客户享有独家销售权
	定制产品	86%		③销售采用赊销方式 ④配送公司全权负责
经销商渠道	定制产品	1%	中小型区域型 餐饮客户	①经销商销售区域特定 ②销售价格统一化，无权自主定价
	通用产品	99%		③销售采用先款后货 ④配送费用由经销商自付

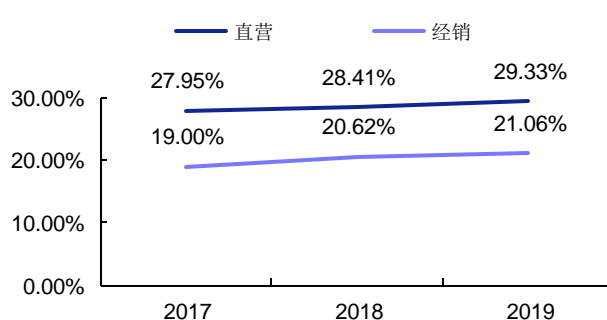
资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 28：2017-2019 千味央厨销售渠道占比变化



资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 29：直营渠道总体毛利较高



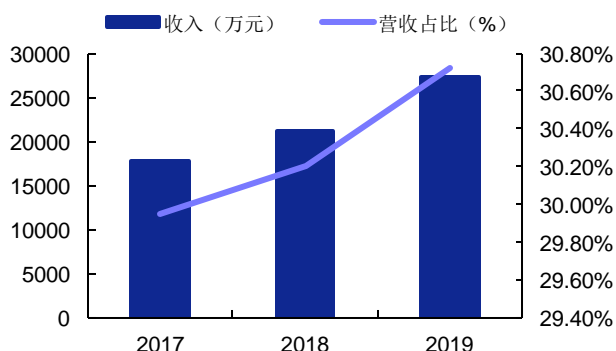
资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

4.1. 直营渠道：与多家知名餐饮企业合作，收入稳定增长

深度绑定百胜，前五大直营客户占比 36.08%。公司于 2006 年成为肯德基供应商，2016 年成为百胜中国供应商体系最高级 T1 级，目前是肯德基、必胜客、华莱士、海底捞、真功夫、九毛九等知名餐饮品牌速冻面米制品供应商，2019 年公司前五大直营客户分别为必胜食品、华莱士、麦点食品、补给舰、永和大王，销售额占比分别为 30.72%、2.89%、1.10%、0.72%、0.66%，合计 36.08%。

连锁餐饮客户持续开店，助推直营渠道稳定增长。相较于食材价格，连锁餐饮更追求食品安全和品质稳定性，因此一般情况下不轻易更换供应商；一方面，随着城镇化率提升、消费者品牌意识增强，我国餐饮连锁化率有望提升，且连锁餐饮拥有更强的资本实力，在危机中实现市场份额提升，例如在 2020 年初的疫情下百胜中国开店数量创 2016 年以来新高，另一方面，随着供应商等级的提升，连锁餐饮也会将更多品类给予该供应商生产，千味央厨对百胜销售额由 17 年的 1.78 亿元提升至 19 年的 2.73 亿元。

图 30：公司对百胜销售额及营收占比情况



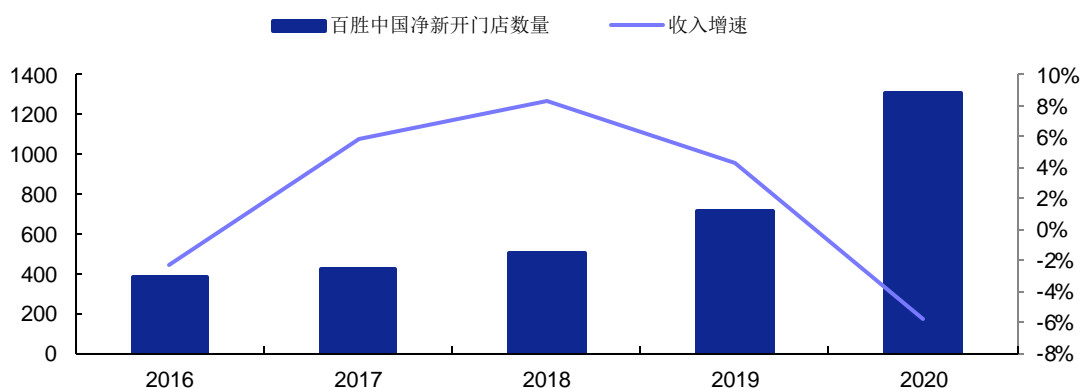
资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 31：千味央厨部分知名连锁品牌客户



资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 32：百胜中国开店数量 2020 年创历史新高



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 6：2019 年前五大直营客户销售额及占比（百万元）

客户名称	销售额	占比
必胜(上海)食品有限公司及其关联方	273.17	30.72%
福建省华莱士食品股份有限公司及其关联方	25.67	2.89%
佛山市麦点食品有限公司及其关联方	9.79	1.10%
东莞市补给舰供应链管理有限公司及其关联方	6.42	0.72%
北京永和大王餐饮有限公司及其关联方	5.83	0.66%
合计	320.88	36.08%

资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

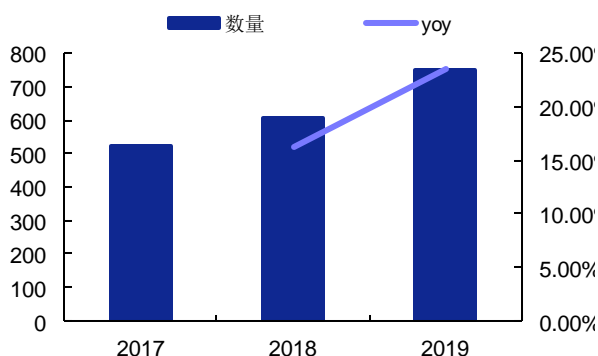
4.2. 经销渠道：抢占下沉市场，渗透率提升空间大

公司采用经销模式的原因：1) 对于三、四线城市目标市场的开发和渗透，经销商更有优势；2) 国内中小餐饮企业数量较多且较为分散，管理难度较大，经销模式可以将中小客户归入经销商的管理范围，公司的管理成本降低；3) 中小餐饮门店对食材配送的及时性和稳定性要求较高，同时经销商的仓库可以作为公司到各个区域市场的中转仓，经销模式可以提升配送效率和终端餐饮客户满意度；4) 将直营渠道的有潜力的产品标准化，通过经销渠道实现规模快速扩大。

公司经销商数量持续增长。2017-2019 年，公司期末经销商数量分别为 521、606、748 家，2019 年公司 10 万元收入规模以下、10-100 万元、100-500 万元、500 万元以上规模经销商数量分别为 303、327、101、17 家。

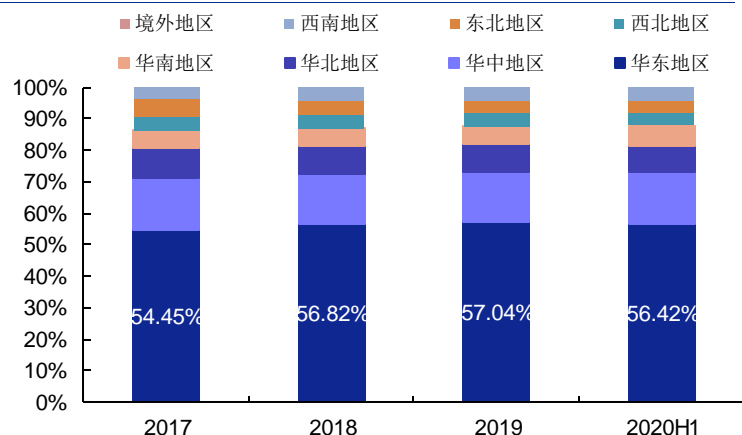
目前以华东地区为主，借助经销渠道有望实现全国化扩张。2019 年公司华东地区收入占比 57.04%，华中、华北、华南地区仅为 15.76%、9.43%、5.21%，地域渗透仍有空间，有望借助经销渠道实现全国化扩张。

图 33：2017-2019 年公司经销商数量变动情况（家）



资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 34：2019 年公司华东地区收入占比 57.04%，华中、华北、华南等地区占比仍较低



资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

5. 竞争优势：先发优势+研发能力

餐饮粘性高，公司具备先发优势：

公司通过在速冻米面制品 B 端领域多年的深耕，已形成年产量近 10 万吨的规模，并开拓了诸多国内外知名餐饮连锁企业客户，例如肯德基、必胜客、华莱士等，2016 年在经历十年合作后成为百胜中国供应商体系最高级 T1 级，遥遥领先行业其他竞争对手。新兴餐饮企业在建立供应商体系时，选用知名餐饮企业的供应商为最快捷、高效、安全的方式，同时知名餐饮连锁企业一旦与供应商达成合作，除非有重大食品安全问题，否则不轻易更换供应商。公司率先积累了一批优质客户从而构建了较强先发优势。

较强的研发能力与服务力：

2014 年，公司率先在行业内建立了“模拟餐厅后厨”的研发实验室，并组建了专业的餐饮研发团队，以模拟餐厅后厨工艺的产品研发及制作为出发点，最大程度还原餐企后厨的制作工艺，实现菜品制作效率最大化。

➤ 持续开发新品，不断丰富产品矩阵。千味央厨基于市场流行概念和客户需求，针对西式

快餐、中式快餐以及乡厨等多种场景应用，开发出如注芯油条、墨鱼汁油条、文化流量包等创新速冻米面单品，同时目前公司拥有 49 种专利（9 项实用新型、1 项发明专利、39 项外观设计）和 9 个在研项目。

- **自主研发部分生产线。**公司通过自主研发弥补速冻米面制品生产的自动化设备不足，如蛋挞切块机、自动油条生产线、芝麻球全自动生产线等，从而保证创新产品快速量产、成本可控进而抢占市场。

图 35：研发费用逐年增长，但仍处于行业较低水平

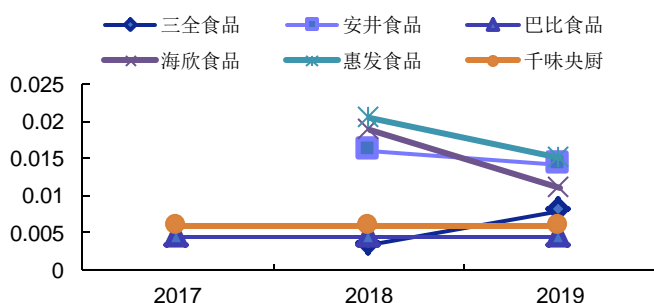


图 36：餐饮大客户定制需求从研发到交付只需 3-6 个月



资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

- **研发双向服务于大客户的定制需求。**对于大客户的定制需求，据招股说明书披露，千味央厨从接受定制要求、研发到生产交付只需 3-6 个月（由于研发的时间只是项目总体时间的一部分，完成定制研发的时间则比上述时间更短）。2018 年公司共完成 40 多项新产品项目上市，其中为肯德基研发并上市了 7 个新品。另一方面，千味央厨追踪市场动态和消费者喜好，主动研发新品供餐饮大客户进行选择，每月向百胜送样多达上百个。系统化高效率的产品研发生产模式助力客户及时地、更快地挖掘市场需求、推出新单品抢占市场份额。

表 7：千味央厨在研项目

序号	项目	研发阶段	项目介绍及未来应用前景
1	新口味酥饼	小试阶段	中式点心的多样化研发生产，更大程度满足客户的需求
2	冷冻三明治面团	小试阶段	三明治面团的工业化生产，代表着烘焙面包类产品在技术上的一个大的突破，为产品开发新的供应渠道
3	牛奶馒头	试验阶段	馒头的新型的生产方式，规模化、产量化是馒头的发展方向
4	麻酱烧饼	小试阶段	市场产品的吸收创新，增强产品技术研究
5	馅饼类	试验阶段	开拓饼类市场，丰富产品
6	注芯油条系列	研发阶段	基于蛋芯油条，对该系列产品进行储备
7	新口味春卷	中试阶段	春卷口味的多元化、创新化
8	油条新加工方法的研究	试验阶段	继续对油条生产进行技术研究
9	基础面点的工业化生产研究	试验阶段	对面点工业化规模化生产进行技术研究

资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

6. 募投项目增强产能，助力受益行业红利

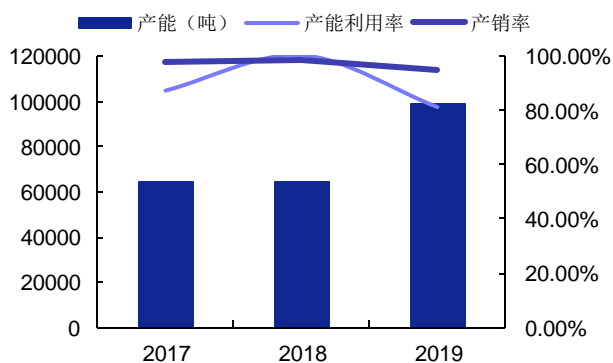
本次上市公司拟募集资金4.09亿元,主要用于新乡食品加工项目和总部研发中心建设项目。新乡三期项目达产后,将形成年产8万吨速冻面米制品的生产规模。建成后将有效扩大公司生产规模,打破公司的产能瓶颈,同时明显提高公司生产的自动化水平。预期2023年和2024年公司产能将分别达到16.64万吨和19.60万吨(新乡一期68000吨、新乡二期48000吨、新乡三期80000吨)。

表8 千味央厨本次募投项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入 金额(万元)	募集资金投入 金额占比	建设期
1	新乡千味央厨食品有限公司食品加工 建设项目(三期)	37682.39	37682.39	92.09%	24个月
2	总部基地及研发中心建设项目	5979.98	3236.61	7.91%	24个月
合计		43662.37	40919.00	100.00%	

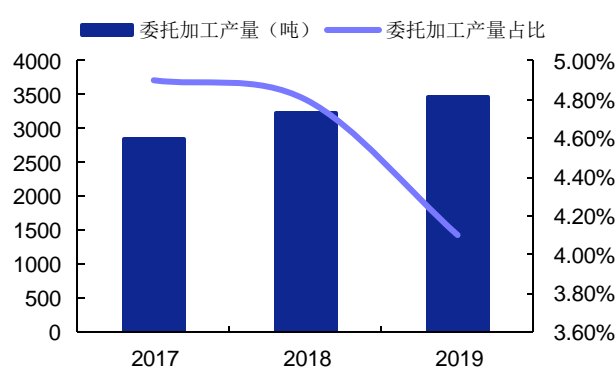
资料来源:公司招股说明书、安信证券研究中心

图37: 2017-2019年千味央厨产能变化



资料来源:公司招股说明书、安信证券研究中心

图38: 2017-2019年千味央厨委托加工产量及占比



资料来源:公司招股说明书、安信证券研究中心

7. 投资建议

受益于餐饮行业高景气、连锁化率提升，作为餐饮食材主要品类的速冻食品具有较高成长性，千味央厨出秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于通过提供中央厨房定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案，竞争优势在于先发优势以及强研发能力，通过直营渠道服务于大客户，进行产品开发与市场需求满足，并通过经销渠道不断下沉，获得较高的成长性。预计公司2020-2022年EPS分别为1.07、1.17、1.59元，给予2021年PE 40-50倍，定价区间46.82元-56.82元。

表9: 主要盈利预测与假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
油炸类制品						
营业收入(百万元)	352.4	402.3	491.8	501.6	645.9	811.6
增长率(YOY)		14.2%	22.2%	2.0%	28.8%	25.7%
毛利率	20.9%	22.5%	22.7%	21.2%	21.2%	22.0%
蒸煮类产品						
营业收入(百万元)	119.5	153.0	197.7	203.6	265.9	335.6
增长率(YOY)		28.0%	29.2%	3.0%	30.6%	26.3%

毛利率	21.2%	23.6%	24.1%	22.6%	23.3%	23.3%
烘焙类产品						
营业收入(百万元)	105.2	135.6	176.7	185.6	251.9	311.3
增长率 (YOY)		28.9%	30.3%	5.1%	35.7%	23.6%
毛利率	29.2%	27.6%	29.9%	27.2%	27.2%	25.7%
菜肴类产品及其他						
营业收入(百万元)	15.8	10.0	22.4	26.9	54.8	100.7
增长率 (YOY)		-36.7%	124.0%	20.0%	104.0%	83.6%
毛利率	29.7%	25.0%	22.8%	21.6%	23.1%	24.7%
其他业务						
营业收入(百万元)	0.4	0.4	0.7	1.1	1.6	2.4
增长率 (YOY)		-16.7%	100.0%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	96.0%	95.7%	87.5%	87.5%	87.5%	87.5%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 10：可比公司估值表（2021 年 2 月 18 日）

证券简称	股价(人民币, 元)	PE					PS					PB
		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	目前
安井食品	269.13	238.44	172.61	106.61	74.44	57.92	15.13	12.24	9.19	7.18	5.80	18.25
三全食品	29.62	232.32	107.60	30.33	32.36	26.44	4.27	3.96	3.29	2.66	2.20	8.60
海欣食品	7.10	97.82	499.04	39.69	32.22	24.77	2.98	2.98	2.03	1.62	1.27	4.11
惠发食品	12.90	48.77	372.57	30.80	21.74	14.98	2.13	2.13	1.44	1.10	0.85	3.24
平均		154.34	287.95	51.86	40.19	31.03	6.13	5.33	3.99	3.14	2.53	8.55

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

8. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧；
- 2) 公司的第一大客户收入占比 30%，存在过度依赖此客户，导致收入波动性较大的风险；
- 3) 食品安全风险。