



Research and  
Development Center

# 场景化思维导向，深度绑定大客户<sup>1</sup>

——千味央厨(001215)公司深度报告<sup>2</sup>

2021 年 12 月 28 日

## 证券研究报告<sup>1</sup>

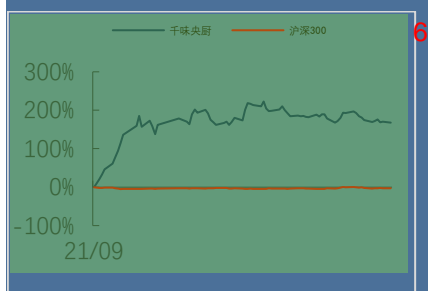
## 公司研究<sup>3</sup>

## 公司深度报告<sup>4</sup>

### 千味央厨 (001215)<sup>5</sup>

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心<sup>7</sup>

### 公司主要数据<sup>8</sup>

收盘价 (元)	60.62
52 周内股价波动区间 (元)	73.00-22.62
最近一月涨跌幅 (%)	-5.01
总股本 (亿股)	0.87
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	52.52

资料来源：信达证券研发中心

## 场景化思维导向，深度绑定大客户<sup>2</sup>

2021 年 12 月 28 日<sup>10</sup>

### 本期内容提要：<sup>11</sup>

◆投资建议：千味央厨深耕餐饮渠道，定位“厨师之选”，未来将受益于餐饮后厨工业化红利。公司率先占据餐饮 KA 高地，并向下兼容小 B 市场。大 B 客户有基础量，小 B 渠道爆量能产生大单品。公司在油条品类有绝对优势，产品高性价比已形成壁垒。我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.04/1.3/1.69 元，对应 PE 分别为 58.47/46.73/35.84 倍。公司未来成长性强，首次覆盖，给予“买入”评级。<sup>12</sup>

◆餐饮后厨工业化趋势明显，速冻面米制品在餐饮渠道迎来红利期。随着餐饮连锁化的快速发展，越来越多的餐饮企业趋向于集中生产加工或者统一采购食材。速冻半成品满足客户标准化的需求，同时有效控制人力和后厨租金成本。面米产品是餐厅的非核心产品，更容易实现工业化替代。<sup>13</sup>

◆公司具有定制化基因，为餐饮客户提供解决方案，最终产品+服务关系构建了渠道壁垒。定制化研发需要销售、研发、生产和采购的协调配合，是一个完整的体系。公司内部树立“大客户优先”理念，形成对接大客户的内部小组，公司董事长和总经理为小组负责人，确保内部组织能够快速响应大客户的需求。知名餐饮连锁企业一旦与供应商达成成长时间的合作，除非有重大食品安全问题，否则不轻易更换供应商。<sup>14</sup>

◆公司率先占据餐饮 KA 高地，并向下兼容小 B 市场。大客户带动公司研发能力的提升。头部连锁餐饮企业本身的研究能力强，也带动千味央厨研发实力的提升。头部连锁餐饮企业需要通过面点产品的创新引流，公司每年面点产品的上新速度很快。大型连锁餐饮企业已下架或者提案未采取的品类可以用于开发新的渠道。公司为肯德基研发的产品有了基础量，能实现工业化生产。由于得到肯德基的品牌背书，公司产品更容易打通小 B 渠道。公司作为百胜 T1 级别供应商，完善的食物安全和质控体系，也成为公司开发新客户的优势。<sup>15</sup>

◆油条品类规模化优势明显，高性价比已形成壁垒。公司采购油条专用粉的体量大，在油条品类上具有采购优势。油条品类生产设备和工艺在工厂端不断改进，生产效率得到提升，同时降低了生产成本。生产设备和工艺也具有先发优势。公司在油条品类有绝对优势，其他大单品已在培育中。<sup>16</sup>

◆股价催化剂：产品提价；原材料价格下降；业绩超预期等。<sup>17</sup>

◆风险因素：竞争加剧；原材料价格上涨超预期；餐饮复苏不及预期。<sup>18</sup>

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	889	944	1,304	1,642	2,001
增长率 YoY %	26.8%	6.2%	38.1%	25.9%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	74	77	88	110	144
增长率 YoY%	26.3%	3.3%	15.2%	25.1%	30.4%
毛利率%	24.5%	21.7%	21.2%	22.0%	22.2%
净资产收益率 ROE%	18.3%	13.2%	9.3%	10.4%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	1.29	1.24	1.04	1.30	1.69
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	58.47	46.73	35.84
市净率 P/B(倍)	—	0.00	5.42	4.85	4.27

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 12 月 27 日收盘价<sup>20</sup>

19

## 目录<sup>1</sup>

1 投资逻辑 .....	5	2
2 深耕速冻面米市场，定位餐饮渠道 .....	6	
2.1 起源于思念食品，发展为百胜最高级别供应商 .....	6	
2.2 大单品助力增长，产品价格相对稳定 .....	6	
2.3 深度绑定大客户，持续开发经销商 .....	7	
2.4 推出股权激励，绑定核心团队利益 .....	8	
3 速冻面米发展成熟，餐饮渠道潜力仍大 .....	10	
3.1 速冻行业千亿市场，餐饮渠道渗透率提升 .....	10	
3.2 餐饮后厨工业化趋势明显 .....	11	
3.3 冷链物流带动速冻食品行业的发展 .....	12	
4 餐饮场景化思维，强化客户粘性 .....	13	
4.1 餐饮供应体系相对封闭，公司具有先发优势 .....	13	
4.2 大客户赋能，全面提升竞争力 .....	13	
4.3 具有定制化基因，快速响应客户需求 .....	14	
5 营收持续增长，利润率稳中有升 .....	15	3
6 盈利预测 .....	18	4
7 风险因素 .....	19	5

## 表目录<sup>6</sup>

表 1: 公司主要产品销售额、价格（万元、元/千克） .....	7	7
表 2: 股权激励计划授予对象 .....	9	
表 3: 公司收入预测 .....	18	
表 4: 可比公司估值对比 .....	18	

## 图目录<sup>8</sup>

图 1: 千味央厨发展历程 .....	6	9
图 2: 油炸类产品是主要收入来源 .....	6	
图 3: 公司主要有四大类产品 .....	6	
图 4: 主要品类销售额稳定增长 .....	7	
图 5: 截止 2020 年上半年末公司产品 SKU 共有 319 个 .....	7	
图 6: 经销渠道为公司的主要销售渠道 .....	8	
图 7: 华东地区为公司的主要收入地区 .....	8	
图 8: 受疫情影响，20 年百胜中国收入占比下滑 .....	8	
图 9: 经销商数量持续增长 .....	8	
图 10: 千味央厨股权结构（截止 2021 年 9 月 30 日） .....	9	
图 11: 我国速冻食品行业稳定增长 .....	10	
图 12: 国内速冻食品人均消费量提升空间大 .....	10	
图 13: 我国速冻米面制品行业增速较低 .....	10	
图 14: 短期受疫情影响餐饮行业下滑 .....	10	
图 15: 中国餐饮连锁化率不断提升 .....	11	
图 16: 餐饮运营成本上升 .....	11	
图 17: 外卖市场爆发增长 .....	12	
图 18: 国内团餐行业市场规模持续提升 .....	12	
图 19: 我国冷库总容量规模与增速 .....	12	
图 20: 我国公路冷链运输车保有量规模与增速 .....	12	
图 21: 公司与诸多大型连锁餐饮企业合作 .....	13	
图 22: 百胜门店持续扩张 .....	13	
图 23: 千味央厨不断创新油条品类 .....	14	
图 24: 定制研发业务主要工作步骤 .....	14	
图 25: 受疫情影响 20 年营收增速下滑 .....	15	
图 26: 受疫情影响以及折旧增加 20 年净利率增速下滑 .....	15	
图 27: 募集资金新建项目缓解产能压力 .....	15	
图 28: 20 年各品类产销率较高 .....	15	
图 29: 疫情前公司利润率稳中趋升 .....	16	
图 30: 蒸煮类和烘焙类毛利率较高 .....	16	
图 31: 毛利率低于行业平均水平 .....	16	
图 32: 销售费用率平稳，管理费用率有提升 .....	16	
图 33: 销售费用率处于行业内最低 .....	17	
图 34: 管理费用率高于平均水平 .....	17	

图 35: 千味央厨 ROE 仅次于巴比食品 .....	17	1
图 36: 千味央厨净利率仅次于巴比食品 .....	17	
图 37: 千味央厨总资产周转率最高.....	17	
图 38: 千味央厨权益乘数处于平均水平 .....	17	

## 1 投资逻辑<sup>1</sup>

市场担心速冻米面行业的竞争会加剧。我们认为：连锁餐饮供应体系相对封闭，进入壁垒<sup>2</sup>较高，公司具有先发优势。千味央厨对餐饮场景的理解深刻，公司始终深入一线，研究餐饮应用场景的痛点和需求。针对餐饮场景的痛点，公司推出适配渠道的产品，油条品类已实现规模化，高性价比优势明显，其他大单品也已在培育中。

我们对千味央厨的核心推荐逻辑有以下三点：<sup>3</sup>

1、**餐饮后厨工业化趋势明显，速冻面米制品在餐饮渠道迎来红利期。**随着餐饮连锁化的<sup>4</sup>快速发展，越来越多的餐饮企业趋向于集中生产加工或者统一采购食材。速冻半成品满足客户标准化的需求，同时有效控制人力和后厨租金成本。米面制品是餐厅的非核心产品，更容易实现工业化替代。我们认为速冻米面制品在餐饮渠道的市场规模有望达到 600 亿元，市场空间广阔。

2、**千味央厨具有定制化基因，公司内部树立大客户优先的理念。**定制化研发需要销售、<sup>5</sup>研发、生产和采购的协调配合，是一个完整的体系。公司内部树立“大客户优先”理念，形成对接大客户的内部小组，公司董事长和总经理为小组负责人，确保内部组织能够快速响应大客户的需求。公司始终深入一线，研究餐饮应用场景的痛点和需求，从而开发出渠道适用的产品。

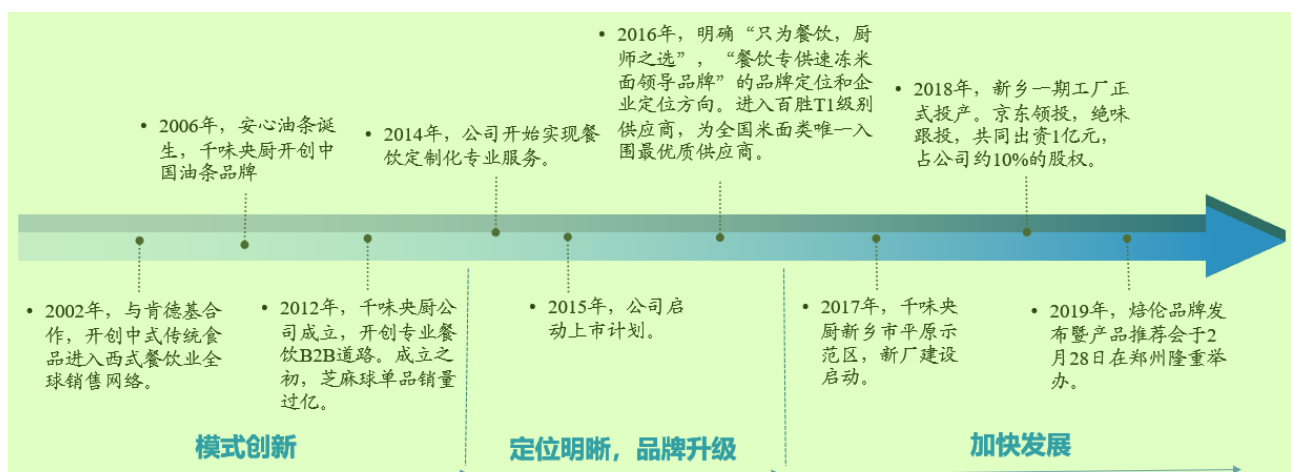
3、**油条品类规模化优势明显，高性价比已形成壁垒。**油条品类有肯德基的品牌背书，能够<sup>6</sup>在经销渠道迅速上量。公司采购油条专用粉的体量大，在油条品类上具有采购优势。油条品类生产设备和工艺在工厂端不断改进，生产效率得到提升，同时降低了生产成本。生产设备和工艺也具有先发优势。公司已在油条品类有绝对优势，其他大单品已在培育中。

## 2 深耕速冻面米市场，定位餐饮渠道<sup>1</sup>

### 2.1 起源于思念食品，发展为百胜最高级别供应商<sup>2</sup>

深耕速冻面米制品，只为餐饮，定位厨师之选。千味央厨成立于2012年，前身为千味有限，由郑州思念食品出资设立。经过多年的深耕，公司拥有行业领先的生产工艺、技术装备和完善的食品安全管理体系。公司主营业务为面向餐饮企业的速冻面米制品的研发、生产和销售。公司速冻面米制品按照加工方式可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类，具体产品包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸以及卡通包。公司以模拟餐厅后厨工艺为产品设计理念，以节约餐厅后厨成本为产品设计准则，先进速冻技术锁鲜食材营养，360度安全监控确保每一包产品安全出库。

图 1：千味央厨发展历程<sup>4</sup>

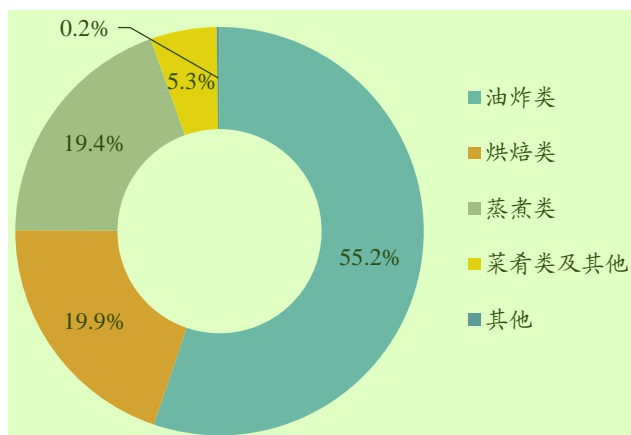


数据来源：公司官网，公司公告，招股说明书，信达证券研发中心<sup>6</sup>

### 2.2 大单品助力增长，产品价格相对稳定<sup>7</sup>

公司主要为餐饮企业提供定制化和标准化的速冻面米制品。公司速冻面米制品按照加工方式可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类，具体产品包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸以及卡通包。公司目前的核心单品有油条、芝麻球、地瓜丸，未来其他品类也有望放量。

图 2：油炸类产品是主要收入来源<sup>9</sup>



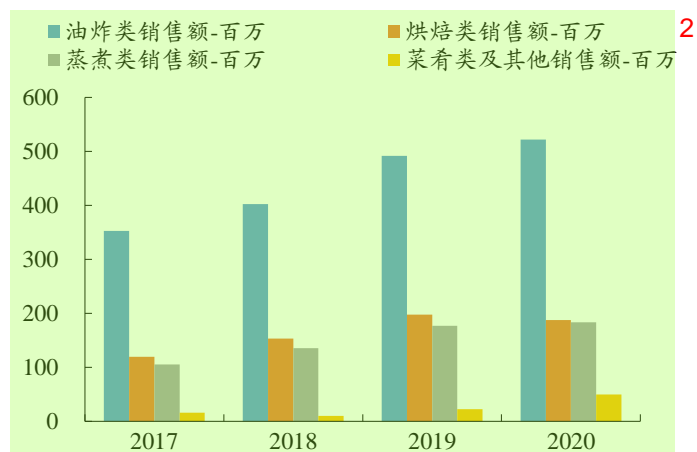
资料来源：公司公告，信达证券研发中心<sup>11</sup>

图 3：公司主要有四大类产品<sup>12</sup>

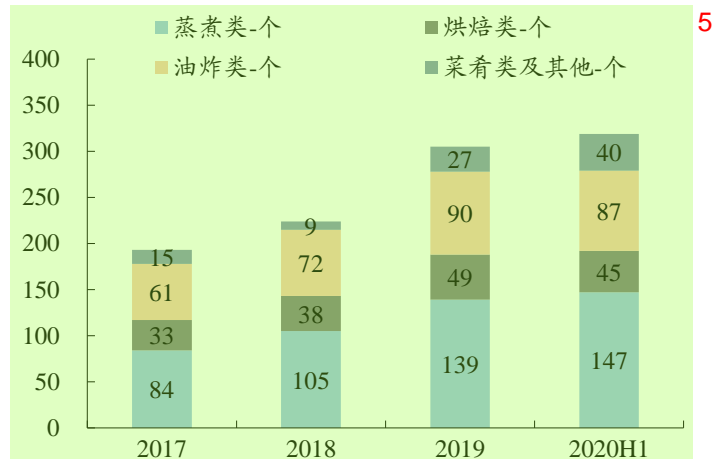


资料来源：公司公告，信达证券研发中心<sup>14</sup>



**图 4：主要品类销售额稳定增长** 1


资料来源：公司年报，信达证券研发中心 3

**图 5：截止 2020 年上半年末公司产品 SKU 共有 319 个** 4


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心 6

公司主要产品价格变动幅度较小。2018 和 2019 年，公司主要产品价格变动幅度均不超过 5%，价格相对稳定。大单品助力收入增长。蛋挞皮、芝麻球等大单品收入占比超过 10%，2019 年蛋挞皮和芝麻球的销售占比分别为 10.25% 和 10.17%，销售占比同比增速分别为 14.5% 和 0.9%。

油条品类不断出新品，冷冻油条、香脆油条、安心大油条、蛋芯油条逐渐成为大的单品。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%，2019 年新品蛋芯油条当年收入便达到 1,629 万元。

**表 1：公司主要产品销售额、价格（万元、元/千克）** 9

序号	主要产品	2019				2018				2017	
		销售额	销售额同比	单价	单价同比	销售额	销售额同比	单价	单价同比	销售额	单价
1	1*18*16 蛋挞皮	9,107	14.5%	14.5	1.3%	7,953	12.1%	14.31	1.9%	7,097	14.04
2	千味 260g 芝麻球	9,034	0.9%	7.99	2.2%	8,955	4.9%	7.82	0.3%	8,539	7.8
3	KFC 冷冻油条（60g）	6,815	51.5%	11.75	0.5%	4,498	--	11.68	--	--	--
4	千味 400g 香芋地瓜丸	5,015	8.1%	8.23	0.1%	4,638	--	8.22	--	--	--
5	千味 450g 香脆油条	4,345	10.5%	10.32	1.0%	3,931	8.2%	10.22	-2.4%	3,634	10.47
6	百胜原味冷冻华夫面团	2,805	134.5%	42.39	0.1%	1,196	--	42.35	--	--	--
7	千味 360g 卡通猪猪包	2,672	44.4%	14.65	2.2%	1,850	200.6%	14.33	-1.3%	615	14.53
8	千味 1200g 安心大油条	1,963	111.7%	8.31	-3.9%	927	--	8.65	--	--	--
9	千味 300g 脆皮香蕉	1,757	-5.9%	9.47	2.6%	1,866	-12.7%	9.23	-0.1%	2,137	9.24
10	百胜 360g 蛋芯油条	1,629	--	16.47	--	--	--	--	--	--	--

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心 11

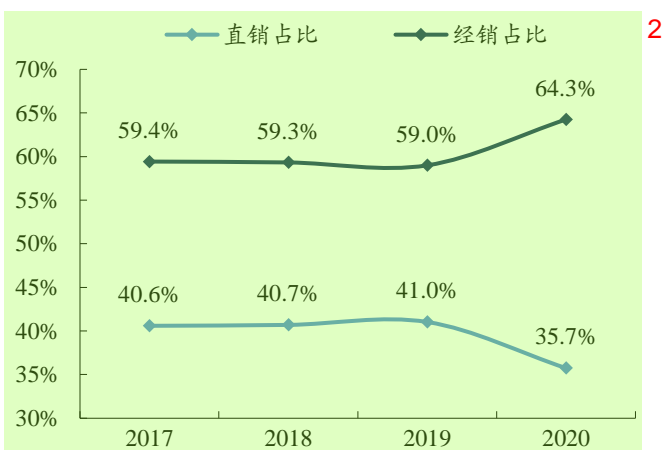
### 2.3 深度绑定大客户，持续开发经销商

 12

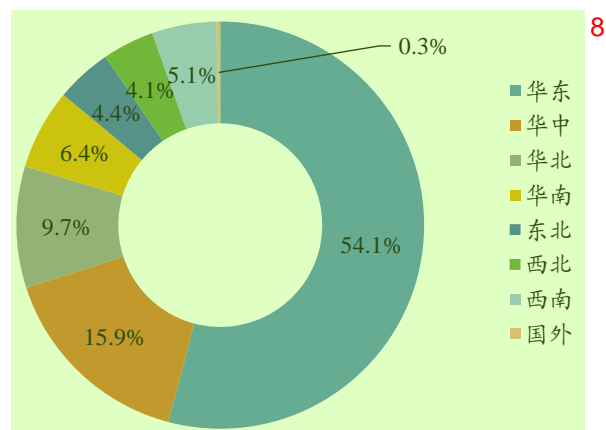
公司目前销售以经销模式为主。20 年公司经销模式实现的收入占比达到 64.3%，17-20 年复合增速为 19.8%。近年直营渠道占比小幅增长。直营渠道以定制产品为主，经销渠道以通用产品为主。

深度绑定百胜中国，前五大直营客户占比 34%。公司主要客户分别为百胜中国、华莱士、和海底捞，2020 年收入贡献占比分别为 23.4%、4.2% 和 2.2%。

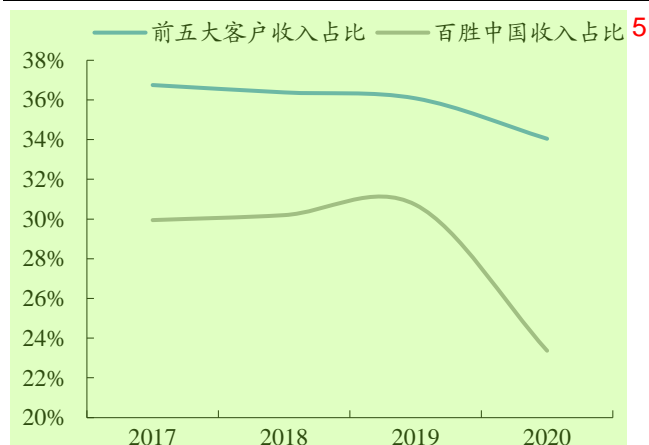
以华东地区为主，华中、华北和华南市场次之。2020 年公司华东地区收入占比达到 54.1%，其他地域渗透仍较低。公司前两大客户百胜和华莱士归属华东地区，且客户收入呈上升趋势，因此华东地区收入增长较快。

**图 6: 经销渠道为公司的主要销售渠道** 1


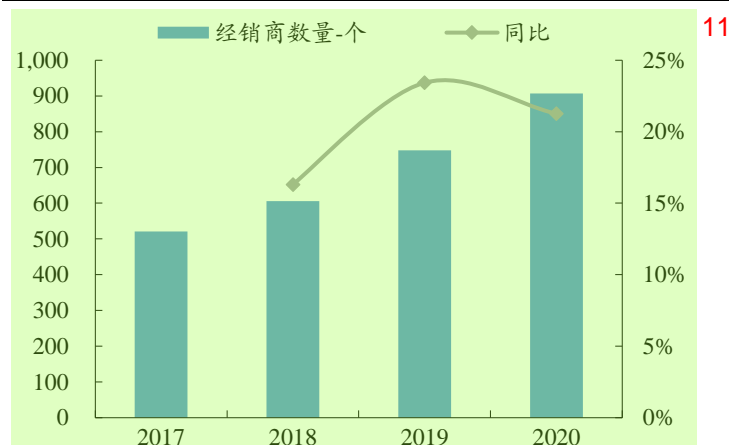
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 3

**图 7: 华东地区为公司的主要收入地区** 7


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 9

**图 8: 受疫情影响, 20 年百胜中国收入占比下滑** 4


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 6

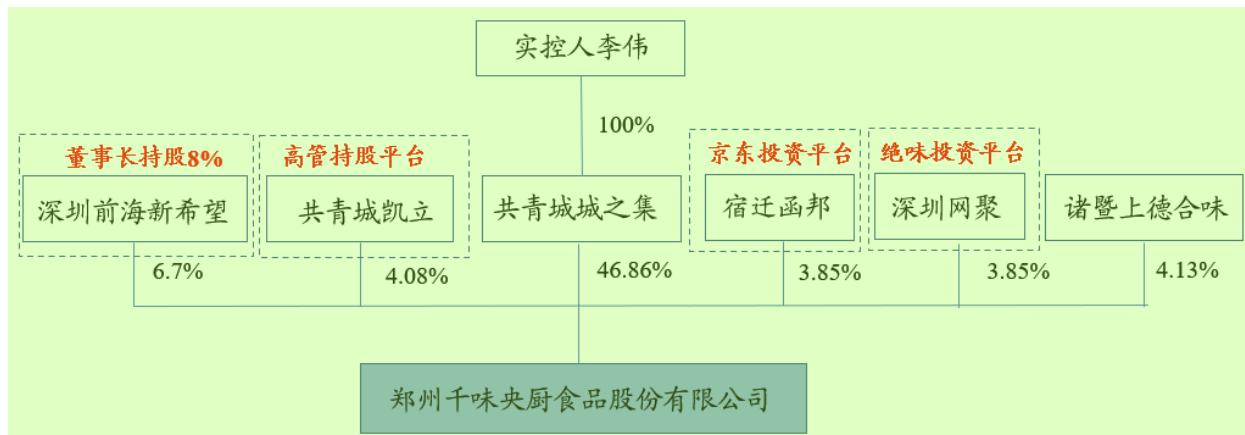
**图 9: 经销商数量持续增长** 10


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 12

## 2.4 推出股权激励, 绑定核心团队利益 13

公司目前的控股股东为共青城城之集, 实际控制人为李伟。李伟曾实际控制思念食品, 后将其持有的思念食品股权全部转让给思念食品管理层, 并退出思念食品董事会, 且不再担任思念食品任何职务。第二大股东前海新希望持股 6.7%, 其中公司董事长孙剑是其有限合伙人, 持股 8%。共青城凯立持股 4.08%, 系部分高管持股平台, 出资合伙人包括公司总经理、副总、董秘、销售总监等管理层成员。公司董事长、总经理和分管财务的副总经理曾在郑州思念有较长时间的任职, 速冻食品从业经验丰富, 且管理团队和大股东具备较为紧密的连接。



**图 10：千味央厨股权结构（截止 2021 年 9 月 30 日）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**推出股权激励计划方案，提升管理层和核心员工积极性。**具体如下：1）业绩考核目标：以 2020 年度营收为基准，2022-2023 年营收增长率分别不低于 67%/101%，2021-2023 年营收复合增速达 26.2%，业绩考核目标触发值为年度目标的 80%。2）分配情况：公司拟向孙剑、白瑞、王植宾、徐振江 4 为核心管理人员授予 44.49 万股，占授予股票总数的 28.37%，授予公司 76 名核心人员 108.13 万股，另预留 4.22 万股。

**表 2：股权激励计划授予对象**

姓名	职务	授予的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占股本总额的比例
孙剑	董事长	14.29	9.1%	0.2%
白瑞	董事、总经理	9.74	6.2%	0.1%
王植宾	董事、副总经理、财务总监	8.77	5.6%	0.1%
徐振江	副总经理、董事会秘书	11.69	7.5%	0.1%
核心人员（76 人）		108.13	68.9%	1.3%
预留股份		4.22	2.7%	0.1%
合计		156.84	100.0%	1.8%

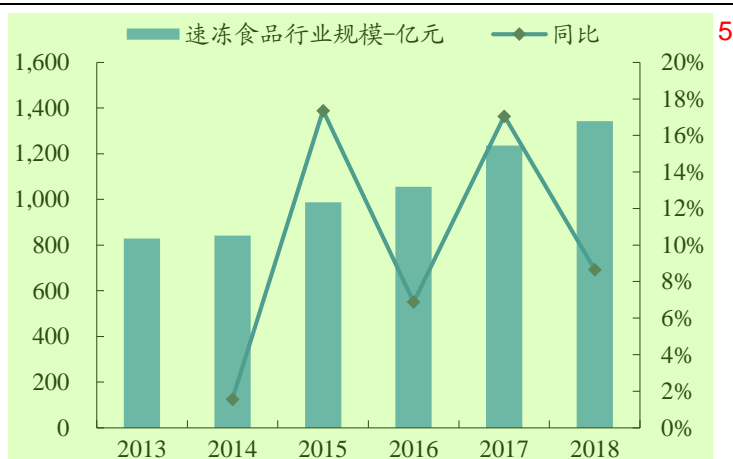
数据来源：Wind，信达证券研发中心

### 3 速冻面米发展成熟，餐饮渠道潜力仍大<sup>1</sup>

#### 3.1 速冻行业千亿市场，餐饮渠道渗透率提升<sup>2</sup>

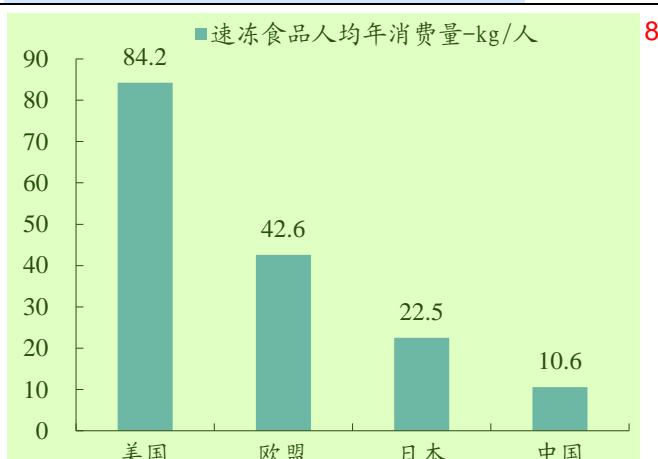
**万物皆可速冻，速冻食品行业天花板高。**速冻食品加工工艺和核心优点是通过低温速冻处理，有效地抑制微生物的活动，最大限度地保持食品本身的色泽风味及营养成分。中国的速冻食品根据产品种类可大致分为速冻调制食品、速冻面米制品、速冻其他食品三类。据中国产业信息网数据显示，18 年我国速冻食品行业规模达到 1,342 亿元，13-18 年复合增长率为 10.14%。国内速冻食品的人均消费有较大提升空间。美国是世界上速冻食品人均消费量最高的国家，人均消费量 84.2 千克/年。欧盟人均消费 42.6 千克/年，日本人均消费量为 22.5 千克/年。我国目前速冻食品人均消费量 10.6 千克/年，与发达国家差距较大。

图 11：我国速冻食品行业稳定增长<sup>4</sup>



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心<sup>6</sup>

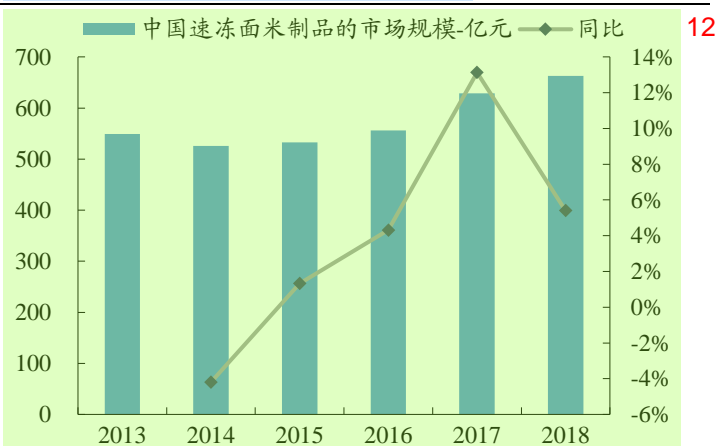
图 12：国内速冻食品人均消费量提升空间大<sup>7</sup>



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心<sup>9</sup>

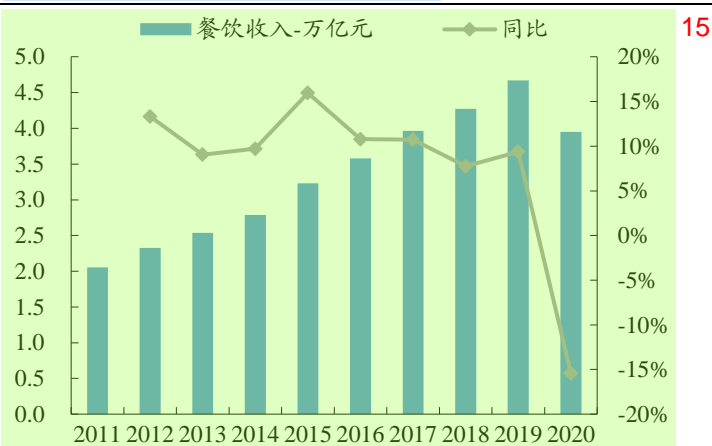
**速冻面米制品行业增速较低，但餐饮市场潜力巨大。**根据 Frost & Sullivan 数据显示，以收入计，速冻面米制品行业规模从 13 年的 549 亿元增长到 17 年的 629 亿元，年复合增长率为 3.5%。以水饺、汤圆为代表的传统速冻面米制品市场规模已经趋于稳定，后续速冻面米制品行业的成长将由不断开发导入的新品类来驱动。速冻面米制品餐饮市场尚处于市场开拓、产品开发阶段。

图 13：我国速冻面米制品行业增速较低<sup>11</sup>



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心<sup>13</sup>

图 14：短期受疫情影响餐饮行业下滑<sup>14</sup>



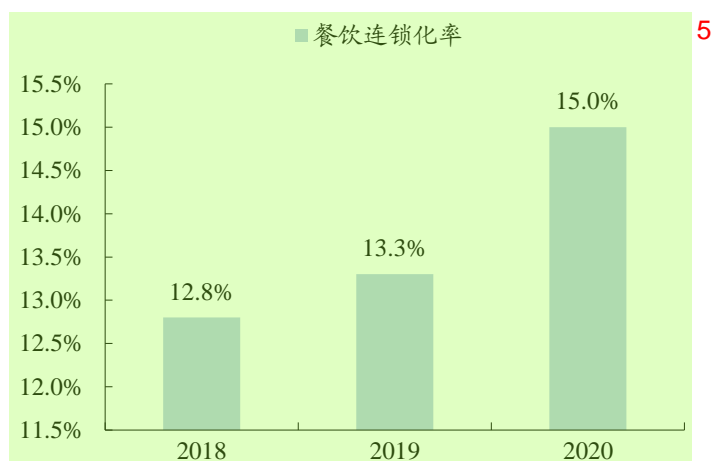
资料来源：Wind，信达证券研发中心<sup>16</sup>

### 3.2 餐饮后厨工业化趋势明显<sup>1</sup>

**速冻食品餐饮渠道市场潜力大。**随着城镇化经常的持续推进，社会分工不断细化、工作节奏不断加快，以及家庭小型化趋势，推动在外就餐（含外卖）人群和在外就餐频次的增加。2019 年我国餐饮业零售总额为 4.67 万亿，2010-2019 年复合增速达 10.23%。餐饮食材支出是餐饮企业最重要的成本，餐饮企业对应食材采购规模达万亿以上，市场空间巨大。2020 年餐饮行业规模约为 4 万亿，我们假设餐饮企业米面产品的采购占整体营收的比重为 5%，即米面产品在餐饮渠道的市场规模为 2,000 亿元。若工业化渗透率达 60%，速冻米面产品在餐饮渠道的市场规模为 1,200 亿元。假设渠道加价率为 50%，出厂口径速冻米面产品在餐饮渠道的市场规模为 600 亿元。

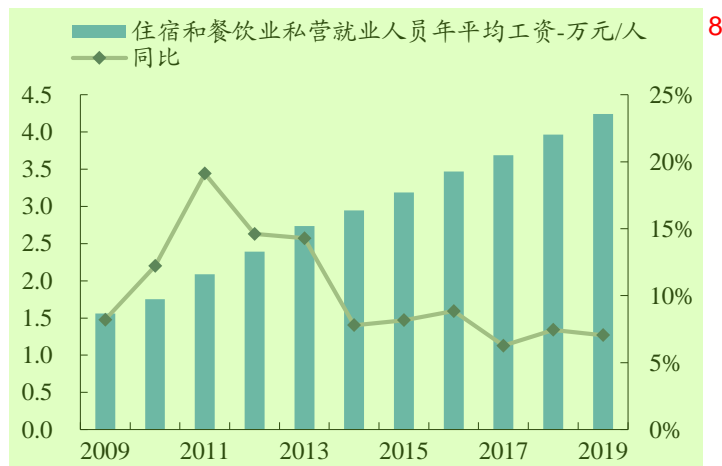
**线下店面人员和租金成本高，速冻制品是破局点。**随着餐饮企业连锁化的快速发展，越来越多的餐饮企业趋向于集中生产加工或者统一采购食材，低温配送到门店等销售终端，实现速冻面米制品与餐饮企业的无缝对接，促进了连锁餐饮产品标准化水平，同时有效控制人力和后厨租金成本。

图 15：中国餐饮连锁化率不断提升<sup>4</sup>



资料来源：2020 年中国连锁餐饮行业报告，信达证券研发中心<sup>6</sup>

图 16：餐饮运营成本上升<sup>7</sup>

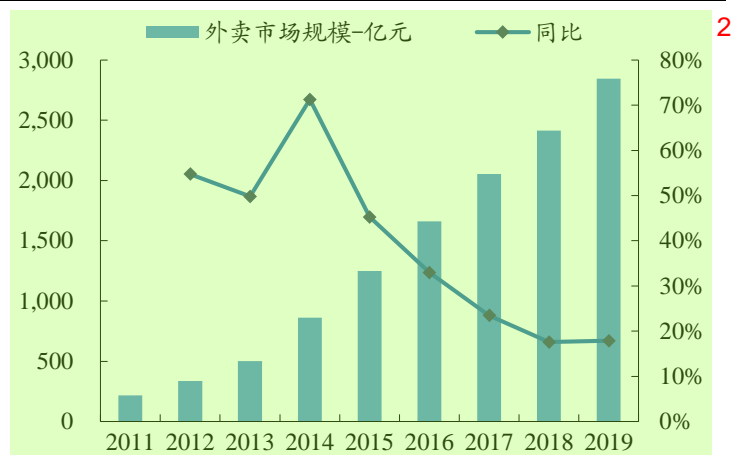


资料来源：Wind，信达证券研发中心<sup>9</sup>

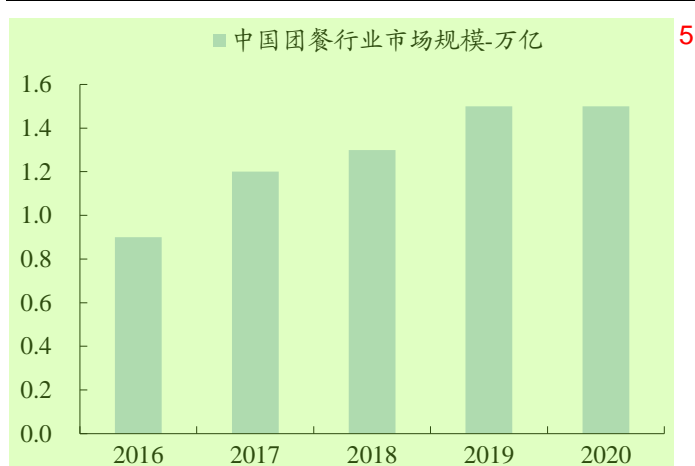
**外卖的爆发，使得快速响应的食材供应需求不断提升。**线上订餐及配送服务的日益成熟，使中国互联网餐饮外卖市场发展迅速。外卖为消费者提供方便快捷的饮食模式，备受生活节奏较快的年轻人的喜爱。

**团餐市场持续增长，成为速冻面米行业新的增长点。**团餐是我国餐饮结构中重要的类型之一，团餐主营项目集中在学校食堂、机关食堂、企业食堂等场景。学生、企事业单位员工是主要就餐群体。根据中国饭店协会的数据统计，2016-2020 年我国团餐市场规模持续增长，市场总规模已从 2016 年的 0.9 万亿提升至 2020 年的 1.5 万亿，复合增速达 13.6%。

**农村家宴市场广阔，为行业餐饮渠道下沉奠定基础。**农村家宴是我国传统饮食文化的重要组成部分，在农村，遇红白喜事会在自家院子里搭棚子，垒起灶台，请乡厨来宴请亲朋好友，这种风俗从古代一直延续至今。广阔的农村家宴市场，在整个食品消费升级背景下，为速冻食品行业的餐饮销售下沉到三四线城市及农村奠定了基础。

**图 17: 外卖市场爆发增长<sup>1</sup>**


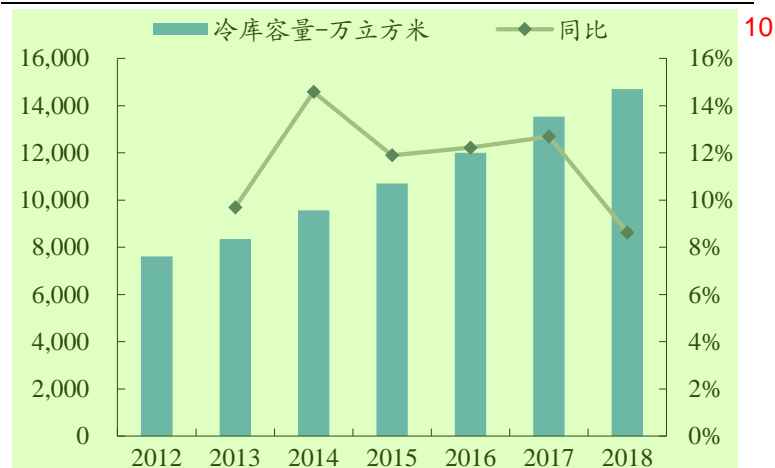
资料来源: Wind, 信达证券研发中心<sup>3</sup>

**图 18: 国内团餐行业市场规模持续提升<sup>4</sup>**


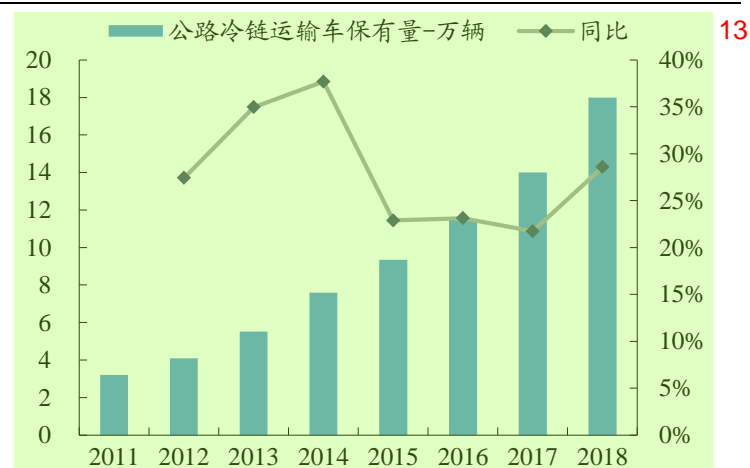
资料来源: 2020 年中国连锁餐饮行业报告, 信达证券研发中心<sup>6</sup>

### 3.3 冷链物流带动速冻食品行业的发展<sup>7</sup>

国内冷链物流产业发展迅速势必将为速冻食品行业的发展注入动力。国家规定速冻食品的标准储存温度为-18 度，因此冷链物流是速冻食品行业发展的关键。2018 年，我国冷库总容量规模为 1.47 亿立方米，同比增长 8.63%；我国公路冷链运输车保有量为 18 万辆，同比增长 28.57%。根据中国物流与采购联合会发布的数据，2018 年我国冷链物流市场规模已经达到 3035 亿元，预计冷链物流规模仍将保持着 20% 左右的增长速度。由于冷链物流在我国发展空间仍大，不少巨头公司开始布局冷链物流，特别是对物流市场反应迅速的电商及快递公司，如顺丰、京东等。随着冷链运输的快速发展，能够扩大速冻食品的销售半径，辐射范围进一步提升。

**图 19: 我国冷库总容量规模与增速<sup>9</sup>**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心<sup>11</sup>

**图 20: 我国公路冷链运输车保有量规模与增速<sup>12</sup>**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心<sup>14</sup>

## 4 餐饮场景化思维，强化客户粘性<sup>1</sup>

### 4.1 餐饮供应体系相对封闭，公司具有先发优势<sup>2</sup>

**大 B 渠道壁垒较高。**连锁餐饮企业具备一套严苛的供应商管理机制来保证供应链的安全与稳定，包括公司自评与聘请第三方外评共同考核供应商资质，而该机制无形中成为竞争对手短时难以突破的供应壁垒，即其他食品制造商要想进入大 B 餐企的供应体系须经历一个长达数年且十分严苛的审核过程。

**多年深耕餐饮渠道，千味央厨已占得先机。**公司作为最早为餐饮连锁企业提供速冻面米制品解决方案的企业，及时发掘餐饮市场需求，已拥有众多优质客户。目前公司已经开拓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。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。

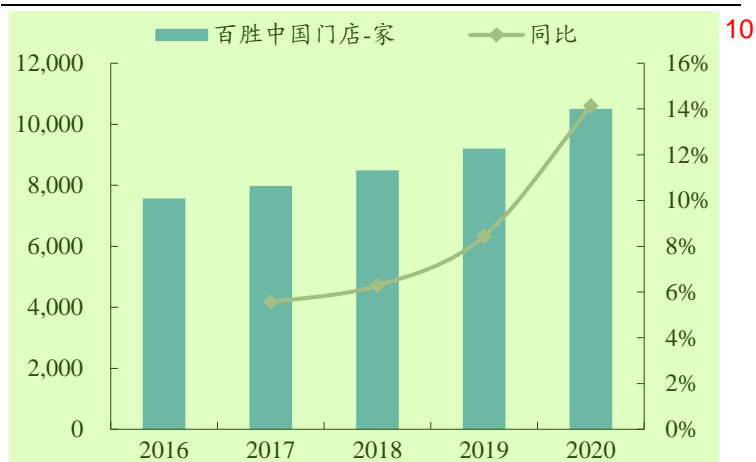
**大客户内生性增长可以为公司带来成长的稳定性。**百胜门店数量持续增加，2016-20 年门店数量复合增长为 8.6%。公司与百胜的合作紧密，供应的产品品类不断延伸。以肯德基为例，公司从最早向其提供蛋挞皮开始，到现在产品延伸到安心油条、华夫饼等多个品类。

图 21：公司与诸多大型连锁餐饮企业合作<sup>6</sup>



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心<sup>8</sup>

图 22：百胜门店持续扩张<sup>9</sup>



资料来源：Wind，信达证券研发中心<sup>11</sup>

### 4.2 大客户赋能，全面提升竞争力<sup>12</sup>

**完善的食品安全和质控体系，成为公司开发新客户的优势。**大型的餐饮连锁企业一般都会定期或不定期对供应商进行食品安全和质量绩效评估，评估与审验的标准也非常高。比如百胜始终致力于将先进的食品安全与质量管理方法及经验传递给供应商，提升行业水平。连续十多年举办供应商 STAR 及其他技术类培训，包括食品安全、养殖技术、动物福利、加工质量、过程管控及合规性等不同方面，帮助供应商提升技术及管理水平。

**大 B 客户有基础量，小 B 渠道爆量能产生大单品。**油条最初是肯德基提出的产品需求，之后公司供应肯德基的安心油条产品落地。有了肯德基的品牌背书，公司油条品类得以迅速上量。目前油条品类规模化优势明显，高性价比已形成壁垒。公司采购油条专用粉的体量大，在油条品类上具有采购优势。油条品类生产设备和工艺在工厂端不断改进，生产效率得到提升，同时降低了生产成本。生产设备和工艺也具有先发优势。目前油条的市场规模仍在增长，同时工业化的渗透率在提升，公司未来在油条品类的优势会进一步加大。

**大客户带动公司研发能力的提升。**公司的研发更多结合大客户的需求，根据客户的反馈不断商讨和改进。比如一些餐饮大客户需要通过面点产品的创新引流，公司每年面点产品的



上新速度很快，研发的需求很强。大型连锁餐饮企业本身的研发能力强，也会带动千味央厨的研发实力提升。千味每年储备大量品类可以用于开发新渠道。

#### 4.3 具有定制化基因，快速响应客户需求<sup>2</sup>

**产品研发创新能力强。**公司目前研发的优势是“模拟厨房”模式，即从设备到操作过程模拟餐饮连锁企业的后厨，从而开发出适合餐饮企业的个性化产品。公司一方面不断推出餐饮渠道适销产品，另一方面研发出不同消费场景的系列产品。以油条为例，针对不同消费场景，公司推出了茴香小油条、麻辣烫小油条、火锅涮煮油条、外卖专业油条等。

**内部树立“大客户优先”理念，能快速响应客户需求。**餐饮企业对新品上市的时间压力越来越大，因此对定制研发企业的研发速度要求也越来越高。一般情况下，客户会要求公司在3-6个月左右完成全部工作。定制化研发需要销售、研发、生产和采购的协调配合，是一个完整的体系。公司内部树立“大客户优先”理念，形成对接大客户的内部小组，公司董事长和总经理为小组负责人，确保内部组织能够快速响应大客户的需求。

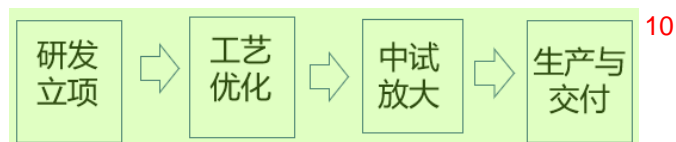
**深入场景研究，开发渠道适用产品。**公司很早就开始研究乡村宴席场景，始终深入一线，根据乡宴的痛点和需求来研发。公司研发人员多数是厨师出身，开发产品是符合客户需求的。例如餐饮企业油炸锅不会换，炸完芝麻球还会炸其他产品，而公司的芝麻球产品不掉芝麻，不会粘到别的产品上。

图 23：千味央厨不断创新油条品类<sup>6</sup>



资料来源：公司公告，信达证券研发中心<sup>8</sup>

图 24：定制研发业务主要工作步骤<sup>9</sup>



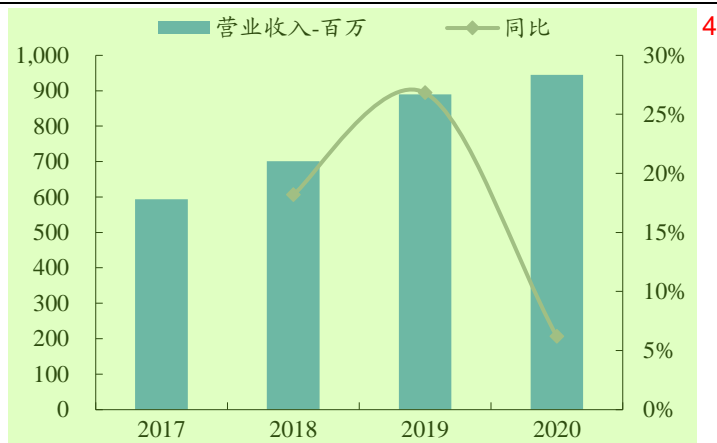
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心<sup>11</sup>



## 5 营收持续增长，利润率稳中有升<sup>1</sup>

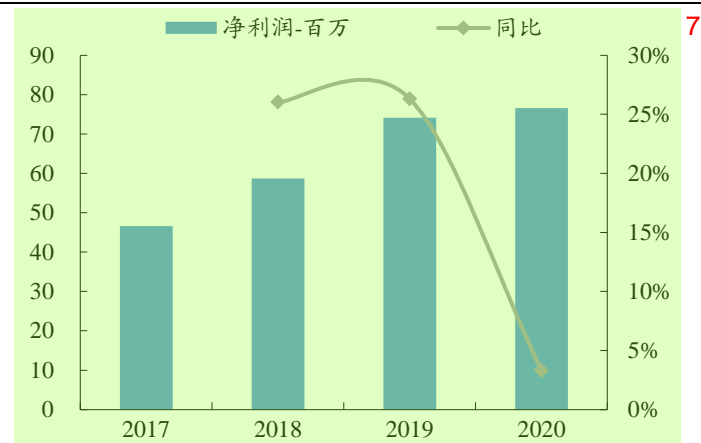
下游客户需求增加间接带动收入持续增长。餐饮业集中度提升、连锁化、供应链社会化亦将成为我国餐饮业的发展趋势。近年来餐饮企业为适应自身连锁化和降低经营成本的需要，加强与上游速冻面米制品企业的合作。2020 年下游餐饮客户受疫情影响销售下滑，因此公司也受到波及。

图 25：受疫情影响 20 年营收增速下滑<sup>3</sup>



资料来源：Wind，信达证券研发中心<sup>5</sup>

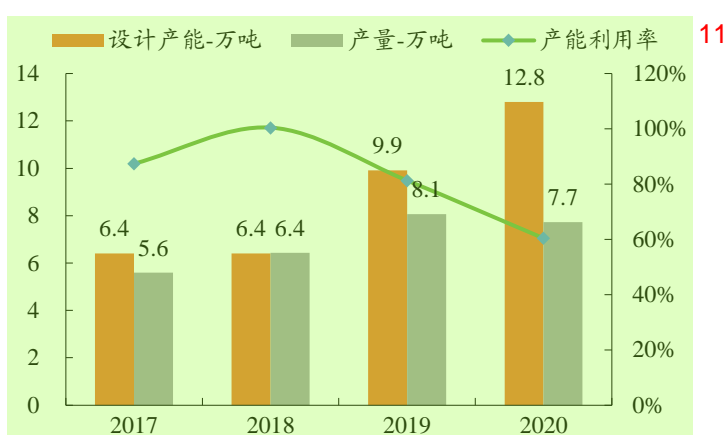
图 26：受疫情影响以及折旧增加 20 年净利率增速下滑<sup>6</sup>



资料来源：Wind，信达证券研发中心<sup>8</sup>

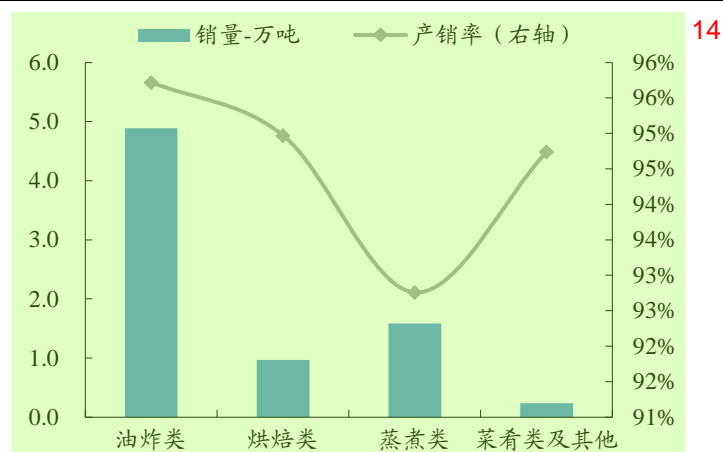
募投项目新建千味三期 8 万吨产能，我们预计 20-24 年公司产能复合增长 14.6%。公司通过公开发行人股募集资金扣除发行费用后，用于食品加工建设项目（三期）、总部基地及研发中心建设项目。食品加工建设项目（三期）的实施主体为全资子公司新乡千味，募集资金到位后，公司将使用募集资金向新乡千味增资，并由其具体实施该项目。该项目建成后，将形成年产 8 万吨速冻面米制品的生产规模。2019 年公司通过全资子公司新乡千味，将公司产品产能从 2017 年的 6.4 万吨提升至 2019 年的 9.92 万吨。目前新乡千味（一期）产能为 6.8 万吨，新乡千味（二期）产能为 4.8 万吨。通过本次上市募集资金，公司将按计划投入新乡千味食品加工建设项目（三期），将在一定程度上缓解公司产能不足的情况。假设募投项目 21 年开始建设，22 年投产，2024 年达产，届时公司产能将达到 19.6 万吨。

图 27：募集资金新建项目缓解产能压力<sup>10</sup>



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心<sup>12</sup>

图 28：20 年各品类产销率较高<sup>13</sup>

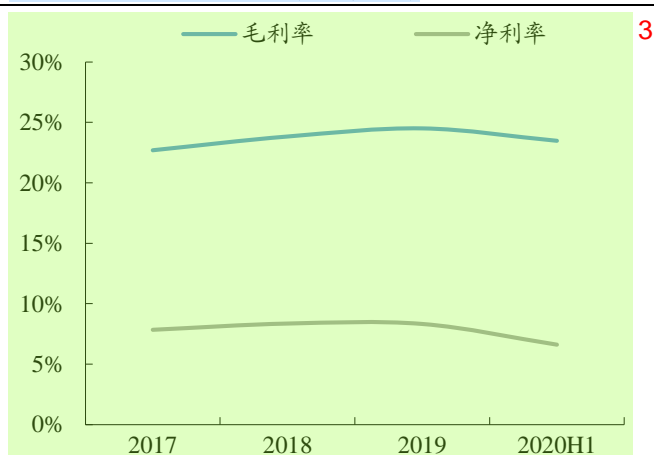


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心<sup>15</sup>

毛利率、净利率相对稳定。2017-2019 年公司毛利率略有上升，主要由于油炸类产品毛利率提升，以及烘焙类、蒸煮类产品占比提升。2020 年公司执行新收入准则，将销售费用的运输费用计入主营业务成本，还原后 2020 年上半年的毛利率为 23.47%。烘焙类、蒸煮类毛

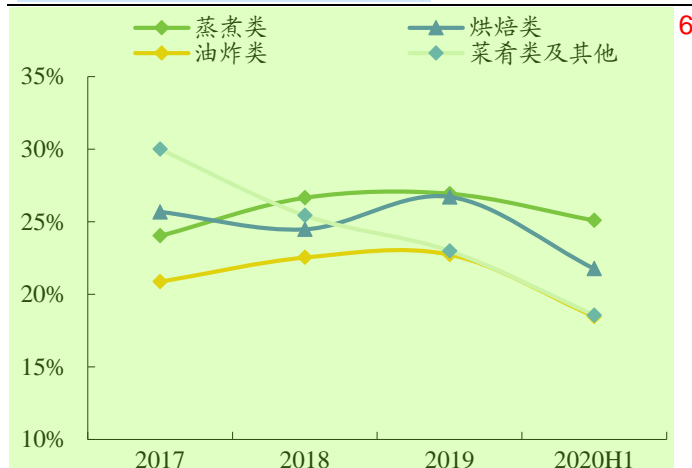
利率持续高于油炸类产品，随着销售占比提升带动公司毛利率提升。<sup>1</sup>

图 29：疫情前公司利润率稳中趋升<sup>2</sup>



资料来源：Wind, 信达证券研发中心<sup>4</sup>

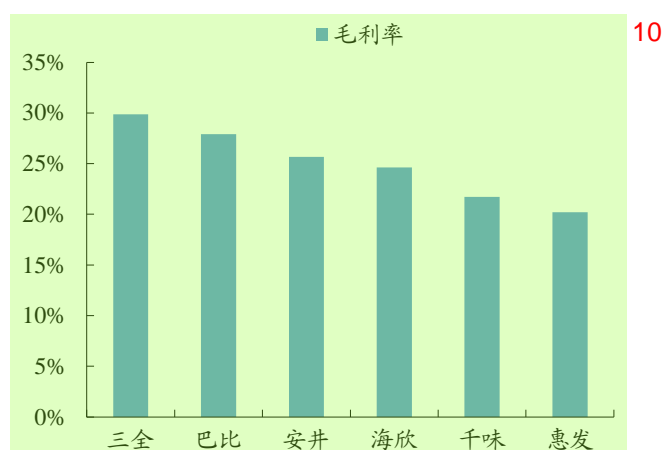
图 30：蒸煮类和烘焙类毛利率较高<sup>5</sup>



资料来源：Wind, 信达证券研发中心<sup>7</sup>

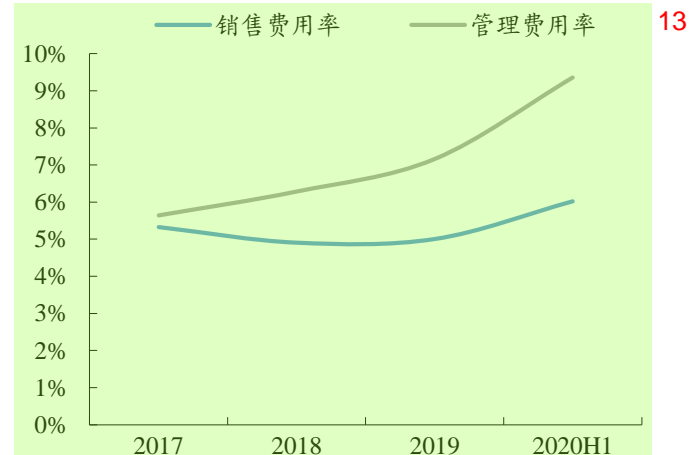
毛利率和销售费用率均低于行业平均水平主要由于销售模式、下游客户差异等。公司下游客户为 B 端餐饮企业，毛利率、销售费用率与惠发食品相近。B 端企业要求产品的性价比，因此公司毛利率不高。与三全、安井、海欣相比，公司不需要大额的商超销售费用、广告宣传费用，因此销售费用率较低。<sup>8</sup>

图 31：毛利率低于行业平均水平<sup>9</sup>



资料来源：Wind, 信达证券研发中心<sup>11</sup>

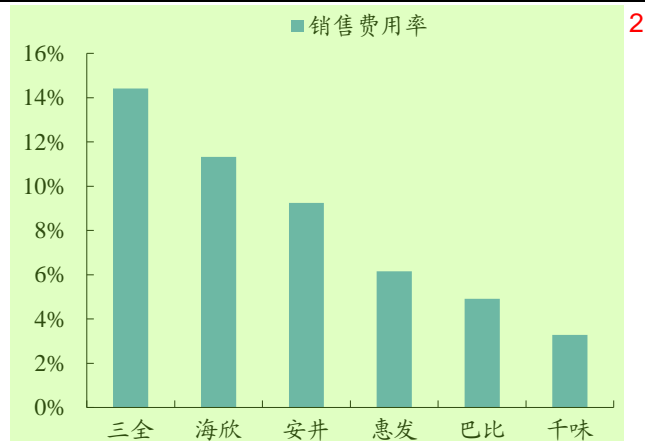
图 32：销售费用率平稳，管理费用率有提升<sup>12</sup>



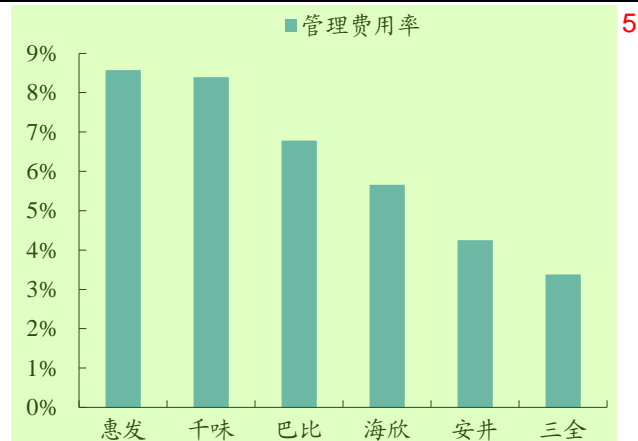
资料来源：Wind, 信达证券研发中心<sup>14</sup>

近年来销售费用率平稳。销售费用主要由运费、职工薪酬构成，二者合计占销售费用的比例在 70%以上。由于公司承担运输的直营客户收入增长较快，运输费率有所提升。考虑到规模效应，其他费用率有下滑，17-19 年销售费用率相对平稳。2020 年受疫情影响，营业收入表现不佳，销售费用率有所提升。<sup>15</sup>

管理费用率均低于行业平均水平主要由于销售规模。公司销售规模远低于三全、安井和海欣等企业，规模效应较弱。随着公司规模进一步增大，管理费用率有望进一步下降。18-19 年公司还持续新增管理人员，也带动管理费用率提升。20 年由于折旧摊销增加，公司管理费用增长较多。<sup>16</sup>

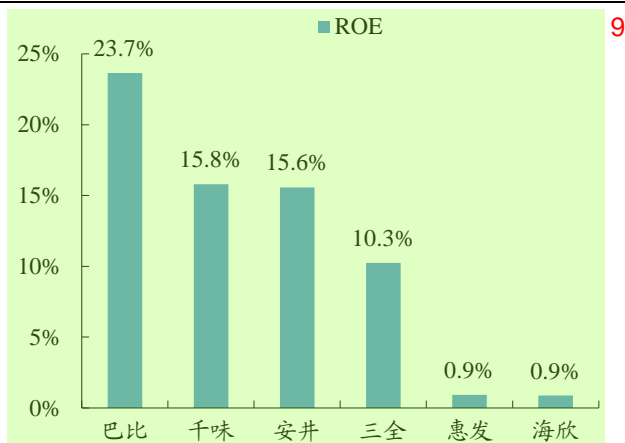
**图 33: 销售费用率处于行业内最低<sup>1</sup>**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心<sup>2</sup>

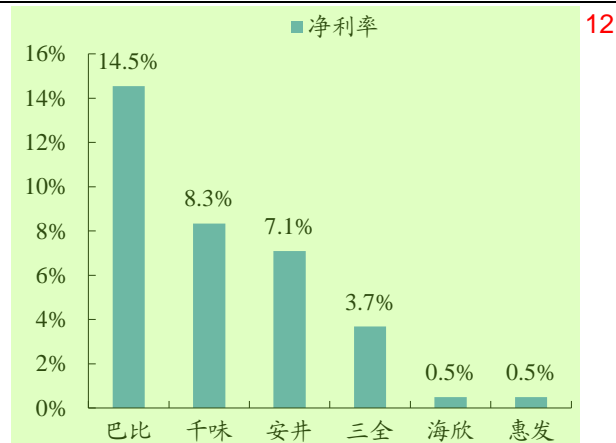
**图 34: 管理费用率高于平均水平<sup>4</sup>**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心<sup>5</sup>

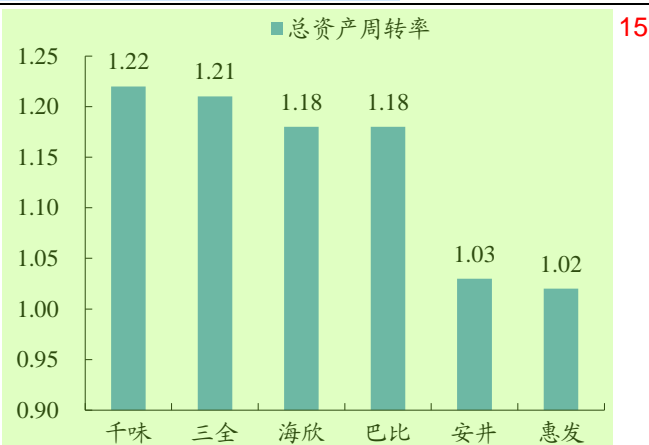
**千味央厨高净利率, 高 ROE。**公司 ROE 位于上市速冻食品企业较高水平, 主要由于公司利润率较高。千味央厨作为 B 端企业, 毛利率较低, 但费用率也低, 净利率水平高于同行业多数公司。公司资产周转率在行业中最高, 但与其他企业差别并不大。

**图 35: 千味央厨 ROE 仅次于巴比食品<sup>8</sup>**


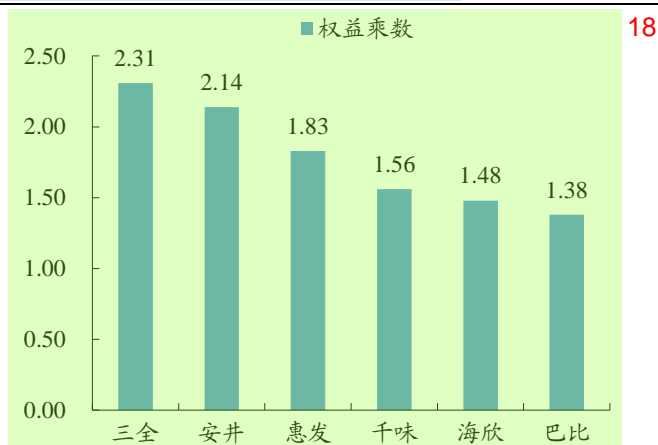
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 考虑到疫情影响, 我们采用 19 年数据<sup>9</sup>

**图 36: 千味央厨净利率仅次于巴比食品<sup>11</sup>**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 考虑到疫情影响, 我们采用 19 年数据<sup>10</sup>

**图 37: 千味央厨总资产周转率最高<sup>14</sup>**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 考虑到疫情影响, 我们采用 19 年数据<sup>15</sup>

**图 38: 千味央厨权益乘数处于平均水平<sup>17</sup>**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 考虑到疫情影响, 我们采用 19 年数据<sup>16</sup>

## 6 盈利预测<sup>1</sup>

我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 13.04 亿元、16.42 亿元和 20.01 亿元，同比增速分别为 38.1%、25.9%和 21.9%，毛利率分别为 21.2%、22.0%和 22.2%。细分来看：

营业收入：受益于大单品油条系列的持续渗透，以及其他品类的拓展，我们预计 21-23 年收入仍将快速增长。21 年由于原材料成本上涨，公司毛利率承压。随着公司提价政策的逐渐落地，我们预计公司毛利率将会回升。

费用率：由于新增股权激励费用，22-23 年公司销售费用率会有所上升。我们预计 21-23 年公司销售费用率分别为 3.2%、3.4%和 3.3%。

基于上述假设，我们预计公司 21-23 年实现归母净利润分别为 0.88 亿元、1.1 亿元和 1.44 亿元，同比增长分别为 15.2%、25.1%和 30.4%。

表 3：公司收入预测<sup>6</sup>

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
油炸类	收入-百万元	492	521	725	894	1,065
	YOY	22.2%	6.0%	39.0%	23.3%	19.2%
	毛利率	22.7%	20.2%	18.9%	19.4%	19.5%
烘焙类	收入-百万元	198	188	254	331	414
	YOY	29.3%	-5.1%	35.7%	30.0%	25.2%
	毛利率	26.7%	22.9%	24.6%	25.6%	26.0%
蒸煮类	收入-百万元	177	184	245	319	403
	YOY	30.3%	3.9%	33.6%	30.0%	26.3%
	毛利率	26.9%	24.5%	23.5%	25.0%	25.1%
菜肴类及其他	收入-百万元	22	50	78	97	117
	YOY	124.5%	121.7%	56.0%	24.8%	21.2%
	毛利率	23.0%	19.3%	21.8%	21.7%	21.8%

数据来源：Wind，信达证券研发中心<sup>8</sup>

相对估值：对比 4 家可比上市公司，从市盈率来看，千禾央厨 21 年预测 PE 要低于 4 家平均水平，21 年预测 PEG 也低于 4 家平均水平。公司定位餐饮渠道，顺应餐饮后厨工业化的趋势，大 B 渠道壁垒高，经销渠道拓展持续推进，预计未来 3 年公司业绩增速仍将保持较高增速。

表 4：可比公司估值对比<sup>10</sup>

证券简称	EPS (元)			PE (倍)			PEG	当前市值 (亿元)	当前股价 (元)
	TTM	21E	22E	TTM	21E	22E			
三全食品	0.7	0.64	0.76	31.9	33.1	27.9	1.9	186.2	21.2
安井食品	2.9	2.99	3.93	63.0	61.9	47.1	1.9	452.5	185.1
立高食品	1.6	1.63	2.08	87.4	85.8	67.2	2.3	236.8	139.8
味知香	1.3	1.46	1.89	69.2	63.1	48.8	2.3	92.4	92.4
平均					<b>61.0</b>	<b>47.7</b>	<b>2.1</b>		
千禾央厨	1.0	1.04	1.40	61.1	58.5	43.4	1.8	51.6	60.6

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：除安井食品、立高食品、千禾央厨外，其他公司采用 Wind 一致预测，更新于 2021 年 12 月 27 日。

投资建议：公司深耕餐饮渠道，未来将受益于餐饮后厨工业化红利。公司在油条品类有绝对优势，产品高性价比已形成壁垒。我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.04/1.3/1.69 元，对应 PE 分别为 58.47/46.73/35.84 倍。考虑到公司高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7 风险因素<sup>1</sup>

**竞争加剧风险。**若更多的企业进入速冻面米市场，行业竞争存在加剧的风险。<sup>2</sup>

**原材料成本上涨超预期。**若原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。<sup>3</sup>

**餐饮复苏不及预期。**公司下游主要为餐饮行业，受疫情反复影响，餐饮企业恢复情况可能不及预期。<sup>4</sup>