

2022 年 12 月 13 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

打造央厨之道，服务千万餐饮

——千味央厨（001215.SZ）公司深度报告

买入(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

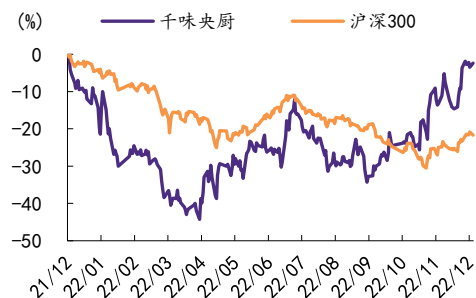
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-12

当前股价（元）	65.3
总市值（亿元）	57
总股本（百万股）	87
流通股本（百万股）	45
52 周价格范围（元）	37.43-66.18
日均成交额（百万元）	73.56

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《千味央厨（001215）：业绩环比改善，产品渠道齐发力》2022-10-25
- 2、《千味央厨（001215）：业绩符合预期，加速布局预制菜》2022-08-25
- 3、《华鑫证券*公司报告*千味央厨（001215）事件点评报告：业绩符合预期，产品+渠道双管齐下*20220430*孙山山》2022-05-01

国内领先速冻面米供应商，深耕餐饮十余载

总部位于河南郑州的公司，成立于 2012 年，深耕餐饮十余载，已是国内领先速冻面米供应商。其营收/归母净利润由 2017 年 5.93/0.47 亿元增至 2021 年 12.74/0.88 亿元，4 年 CAGR 为 21%/17%。股权激励要求 2022/2023 年营收不低于 15.76/18.97 亿元，触发值为年度目标值 80%。

速冻面米 B 端潜力大，预制菜仍为蓝海市场

速冻食品规模预计由 2013 年 650 亿元增至 2024 年 1986 亿元，11 年 CAGR 为 11%，CR3 为 87%。细分来看：1) 速冻面米规模预计由 2017 年 618 亿元增至 2025 年 1045 亿元，8 年 CAGR 为 7%，零售端 CR3 为 64%，餐饮端占比 16%，其中千味央厨市占率为 6%。2) 预计预制菜销售额从 2015 年 650.3 亿元增至 2025 年 8316.7 亿元，10 年 CAGR 为 29%，CR5 为 9%，远低于日本 64%。

大 B 端优势明显，多点布局打造先发优势

品牌端：被认定为“十佳品牌供应商”，荣获百胜中国“质量管理贡献奖”、“金厨师奖”和“技术研发奖”。**产品端：**1) 2021 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类及其他营收 6.6/2.2/2.6/1.3 亿元，占比 52%/18%/20%/10%，其中第一大单品油条 2022Q3 增速 29%，市占率 70%；蛋挞肯德基供应份额达 85%；米糕、蒸煎饺前三季度增幅为 50%、120%；已成立御知菜公司发力预制菜。2) 产品研发领先，研发投入 4 年 CAGR 为 27%，SKU 超 300 个。3) 量增驱动明显，2021 年销售量 11 万吨，3 年 CAGR 为 22%；吨价为 1.1 万元/吨，3 年 CAGR 为 0.2%。**渠道端：**1) 2021 年直营/经销营收 5.1/7.6 亿元，占比 40%/60%。2) 2021 年末大客户数量为 168 家，增幅 93%，其中第一大客户百胜增速 11%，占直营收入比重为 48%，公司已成为百胜 T1 级供应商；2021 年前 5/20 大经销商收入增速为 7%/50%。3) 推出岑夫子、千味解忧炸货铺及纳百味系列发力 C 端。**区域扩张：**以华东、华中为主，2020 年营收 5.1/1.5 亿元，占比 54%/16%，其他各区域均衡发展。**产能端：**在新乡、芜湖等地布局工厂，产量由 2018 年 6 万吨增至 2021 年 10 万吨，新乡三期投产后预计 2025 年总产能 19.6 万吨。**成本端：**原材料成本 2021 年占比 76%，其中面粉及米粉类占比 42%，采购单价稳定。

盈利预测

我们预计 2022-2024 年 EPS 为 1.23/1.63/2.09 元，当前股价对应 PE 分别为 53/40/31 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、原材料上涨风险、股权激励目标不及预期、B端复苏不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,274	1,541	1,920	2,350
增长率（%）	34.9%	20.9%	24.6%	22.4%
归母净利润（百万元）	88	107	141	181
增长率（%）	15.5%	20.6%	32.1%	28.2%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.23	1.63	2.09
ROE（%）	9.3%	10.2%	12.0%	13.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、国内领先速冻面米供应商，深耕餐饮十余载	8
1.1、深耕餐饮十余载，开创定制化道路	8
1.2、公司股权结构稳定，股权激励锁定目标	9
1.3、业绩整体稳健，保持稳定盈利	11
2、速冻食品：行业景气度仍存，BC端齐发力	13
2.1、速冻面米B端潜力大，预制菜仍为蓝海市场	13
2.2、B端：第三方央厨兴起，速冻食品迎机遇	21
2.3、C端：宅经济+消费升级+人口结构变化，催生速冻食品需求	26
3、专于餐饮供应，多点布局打造先发优势	28
3.1、品牌端：十年品牌沉淀，品牌定位清晰	28
3.2、产品端：品类开拓驱动增长，研发优势助力产品创新	30
3.3、渠道端：深度绑定大客户铸造壁垒，聚焦核心经销商实现放量	41
3.4、区域扩张：以华东区域为主，其他区域均衡发展	54
3.5、产能端：产能稳步扩张，为公司发展保驾护航	55
3.6、成本端：发挥规模优势，成本管控能力强	57
4、盈利预测与评级	60
5、风险提示	61

图表目录

图表 1：千味央厨 2012 年成立，2021 年于深交所上市	8
图表 2：千味央厨实际控制人为创始人李伟	9
图表 3：千味央厨核心管理层履历一览	10
图表 4：千味央厨 2021 年限制性股票激励计划一览	11
图表 5：千味央厨 2022Q3 营收 3.82 亿元，同增 19.21%	11
图表 6：千味央厨 2022Q3 归母净利润 0.24 亿元，同增 18.95%	11
图表 7：2022Q3 千味央厨毛利率 23.11%	12
图表 8：2022Q3 千味央厨净利率 6.20%	12
图表 9：2022Q3 千味央厨销售费用率 4.32%	12
图表 10：2022Q3 千味央厨管理费用率 8.81%	12
图表 11：2022Q1-Q3 千味央厨 ROE 为 7.1%	13
图表 12：千味央厨 ROE 由 2017 年 16.98% 下降至 2021 年 11.52%	13
图表 13：速冻食品行业发展历程一览	14
图表 14：我国速冻食品市场规模预计由 2013 年 649.8 亿元增长至 2024 年 1986 亿元	14
图表 15：速冻火锅料和速冻面米制品占速冻食品市场比例分别为 33%和 53%	14
图表 16：我国速冻食品市场零售和餐饮端分别占比 54%、46%	15

图表 17: 速冻食品分类一览	15
图表 18: 我国购买过速冻食品的消费者占比 98%	15
图表 19: 2019 年中国人均速冻食品食用量为 9kg	15
图表 20: 2022 年速冻食品行业 CR3 已达 87%	15
图表 21: 速冻面米制品分类一览	16
图表 22: 预计我国速冻面米食品行业规模由 2017 年 618 亿元增长至 2025 年 1045 亿元	16
图表 23: 传统面米制品占比超 60%	16
图表 24: 速冻面米行业进入成熟期	16
图表 25: 速冻食品行业产业链一览	17
图表 26: 中国速冻面米行业 CR3 为 64%	17
图表 27: 2020 年速冻面米市场餐饮端占比仅 16%	17
图表 28: 速冻食品企业 B 端业务一览	18
图表 29: 2018 年千味央厨速冻面米制品在国内餐饮市场占有率仅为 5.75%	18
图表 30: 预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品	19
图表 31: 预计我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2025 年 8316.7 亿元, 10 年 CAGR 为 29%	19
图表 32: 我国预制菜市场 BC 端比例为 8: 2	19
图表 33: 2021 年我国人均预制菜消费量仅为 8.9KG	20
图表 34: 2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%	20
图表 35: 我国预制菜行业 CR5 为 9.2%	20
图表 36: 预制菜行业主要参与者一览	20
图表 37: 我国餐饮行业收入由 2015 年 3.2 万亿元增至 2019 年 4.7 万亿元	21
图表 38: 我国连锁餐饮门店数由 2015 年 2.37 万家增至 2020 年 3.82 万家	21
图表 39: 我国餐饮连锁化率由 2018 年 12.8% 增至 2020 年 15%	22
图表 40: 我国餐饮连锁化率远低于日本 49% 和美国 54%	22
图表 41: 我国餐饮行业 CR5 为 2%	22
图表 42: 中美餐饮行业差异一览	22
图表 43: 餐饮企业面临“三高问题”	23
图表 44: 我国中央厨房市场规模由 2015 年 50 亿元增至 2021 年 150 亿元	23
图表 45: 我国规模以上连锁餐饮中央厨房渗透率由 2014 年 64% 增至 2020 年 80%	23
图表 46: 用预制菜与直接购买食材相比总成本下降 0.4 元	23
图表 47: 第三方中央厨房优势一览	24
图表 48: 我国团餐市场规模从 2016 年 0.9 万亿元增长至 2020 年 1.53 万亿元	24
图表 49: 团餐企业面临成本高、利润低的问题	24
图表 50: 我国外卖用户规模由 2011 年 0.63 亿人增至 2020 年 4.56 亿人, 9 年 CAGR 为 25%	25
图表 51: 我国外卖市场由 2016 年 1663 亿元增至 2021 年 8117 亿元, 5 年 CAGR 为 37%	25
图表 52: 预计我国冷链市场规模从 2015 年 1800 亿元增长至 2023 年 7231 亿元	25

图表 53: 我国冷藏车市场保有量由 2015 年 9.34 万辆增长至 2020 年 28.67 万辆	25
图表 54: 我国冷库容量由 2017 年 4775 万吨增至 2020 年 7080 万吨	26
图表 55: “懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%	26
图表 56: 2020 年 1-5 月方便食品销售额同比增长 150%	26
图表 57: 71.9% 用户购买预制菜目的是节省时间	27
图表 58: 2022 年每月购买速冻食品 3 次以上的消费者占比超 50%	27
图表 59: 38.1% 用户关注预制菜的安全卫生问题	27
图表 60: 超 60% 用户选择购买保质期 30 天以内的预制菜	27
图表 61: 我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人	28
图表 62: 我国结婚率从 2013 年 9.92% 下降至 2019 年 6.6%	28
图表 63: 单人就餐饮食时 34.4% 消费者会选择烹饪半成品食材	28
图表 64: 千味央厨自成立荣获多项殊荣	29
图表 65: 业务宣传费用由 2018 年 130.20 万元增至 2021 年 401.14 万元	29
图表 66: 千味央厨品牌宣传采取线上+线下相结合的方式	29
图表 67: 千味央厨品牌推广活动一览	30
图表 68: 千味央厨产品矩阵一览	31
图表 69: 2021 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类及其他营收 6.60/2.23/2.56/1.30 亿元	31
图表 70: 菜肴类及其他占比由 2017 年 2.66% 提升至 2021 年 10.22%	31
图表 71: 千味央厨多年专注于油条研究	32
图表 72: 千味央厨蒸煮类产品走差异化路线	32
图表 73: 千味央厨主要向餐饮连锁客户提供定制化烘焙类产品	33
图表 74: 2019 年千味央厨进军中高端火锅料	33
图表 75: 千味央厨前十大单品销售额（万元）及单价（元/公斤）一览	34
图表 76: 千味央厨总销量由 2018 年 6.36 万吨增至 2021 年 11.46 万吨，3 年 CAGR 为 22%	35
图表 77: 千味央厨吨价由 2018 年 1.10 万元/吨增至 2021 年 1.11 万元/吨，3 年 CAGR 为 0.24%	35
图表 78: 千味央厨分产品销量及增速一览	35
图表 79: 千味央厨分产品吨价（万元/吨）一览	35
图表 80: 千味央厨毛利主要来源于油炸类、烘焙类和蒸煮类产品	36
图表 81: 千味央厨各产品毛利率基本稳定	36
图表 82: 千味央厨质量控制机构设置一览	36
图表 83: 千味央厨与可比公司部分产品价格一览	37
图表 84: 千味央厨研发体系一览	37
图表 85: 千味央厨核心技术人员一览	38
图表 86: 千味央厨自 2012 年开始进行油条场景细分	38
图表 87: 千味央厨新品开发过程一览	39
图表 88: 千味央厨 SKU 数量由 2018 年 224 个增至 2020 年 368 个	39

图表 89: 千味央厨研发投入由 2017 年 346.64 万元增至 2021 年 898.95 万元, 4 年 CAGR 为 27%	40
图表 90: 千味央厨核心技术及产品应用一览	40
图表 91: 千味央厨主要研发项目一览	40
图表 92: 2021 年直营/经销模式占比 40.08%/59.58%	41
图表 93: 2021 年直营/经销模式实现营收 5.11/7.59 亿元, 同比 51.62%/25.35%	41
图表 94: 2020 年直营定制品/经销通用品收入占营业收入比重为 30%/63%	42
图表 95: 定制品收入占营业收入比重 2020 年受疫情影响下滑至 31%	42
图表 96: 定制品与通用品区别一览	42
图表 97: 直营模式油炸类和烘焙类产品 2020 年收入占比分别为 43%、45%	43
图表 98: 经销模式油炸类和蒸煮类产品 2020 年收入占比分别为 62%、25%	43
图表 99: 直营模式油炸类/蒸煮类/烘焙类/菜肴类及其他产品 2019 年增速为 33%/10%/28%/41%	43
图表 100: 经销模式油炸类/蒸煮类/烘焙类/菜肴类及其他产品 2020 年增速为 7%/7%/100%/180% . . .	43
图表 101: 2020-2021 年直营客户毛利贡献占比下降至 38%、42%	44
图表 102: 直营模式毛利率高于经销模式	44
图表 103: 千味央厨销售部门架构设置一览	44
图表 104: 直营模式和经销模式对比一览	45
图表 105: 千味央厨具备优秀的大客户资源	45
图表 106: 千味央厨大客户数量由 2020 年 87 家增至 2021 年 168 家	45
图表 107: 千味央厨定制生产业务流程一览	46
图表 108: 百胜中国供应商管理体系一览	47
图表 109: 千味央厨已成为百胜中国 T1 级供应商	47
图表 110: 定制模式下, 千味央厨与客户实现合作共赢	48
图表 111: 2021 年百胜中国和华莱士占直营收入比例超 60%	48
图表 112: 2021 年前五大直营客户销售额增速为 34.16%	48
图表 113: 前五大直营客户及百胜中国占营业收入比例均下降	49
图表 114: 百胜中国营收由 2017 年 466.8 亿元增至 2021 年 628.2 亿元, 4 年 CAGR 为 8%	49
图表 115: 百胜中国门店数量由 2017 年 7983 家增至 2021 年 11788 家	49
图表 116: 瑞幸咖啡营收 2018-2021 年 CAGR 为 112%	50
图表 117: 瑞幸咖啡门店数量 2018-2021 年 CAGR 为 43%	50
图表 118: 老乡鸡营收 2019-2021 年 CAGR 为 24%	50
图表 119: 老乡鸡门店数量 2019-2021 年 CAGR 为 18%	50
图表 120: 2021 年咖啡相关领域融资事件数达到 25 起, 融资总金额为 45 亿元	50
图表 121: 2021 年我国餐饮行业融资金额占比前三为咖啡、茶饮、小吃快餐领域	50
图表 122: 千味央厨经销商数量由 2017 年 521 家增至 2021 年 968 家, 4 年 CAGR 为 17%	51
图表 123: 100 万元以下中小经销商占总经销商比重稳定在 85%左右	51
图表 124: 100 万元以上经销商占经销收入比重为 70%左右	51

图表 125: 100 万元以上经销商流失率仅为 3%左右	52
图表 126: 千味央厨给予经销商销售返利金额及占比一览	52
图表 127: 千味央厨给予经销商买赠金额及占比一览	52
图表 128: 千味央厨销售人员由 2018 年 63 人增至 2021 年 223 人, 3 年 CAGR 为 52%	53
图表 129: 千味央厨多方面赋能支持核心经销商做强做大	53
图表 130: 千味央厨 2021 年前五大经销商销售额为 0.99 亿元, 增速为 7.18%	53
图表 131: 千味央厨 2021 年单个经销商创收为 78.41 万元, 增速为 17.45%	53
图表 132: 千味央厨推出岑夫子、千味解忧炸货铺及纳百味三大品牌	54
图表 133: 千味央厨销售区域以华东、华中为主, 2020 年占比分别为 54.10%、15.91%	54
图表 134: 2020 年华东/华中实现营收 5.1/1.5 亿元, 同比 0.58%/7.03%	54
图表 135: 千味央厨总产量由 2018 年 6.43 万吨增至 2021 年 9.95 万吨, 3 年 CAGR 为 16%	55
图表 136: 千味央厨产能利用率由 2018 年 100.4% 下降至 2021 年 70.05%	55
图表 137: 千味央厨募投项目一览	56
图表 138: 千味央厨自建产能一览	56
图表 139: 千味央厨分品类产量、销量及产销量一览	56
图表 140: 总部基地及研发中心建设项目投资构成一览	57
图表 141: 辽宁和鹤壁外协工厂合计委托加工费 2020 年占营业成本比重仅为 1.8%	57
图表 142: 辽宁和鹤壁外协工厂合计产量占总产量比重为 7.8%	57
图表 143: 千味央厨原材料成本 2021 年占营业收入比重为 76.02%	58
图表 144: 面粉及米粉为主要原材料, 2020 年占比 42.02%	58
图表 145: 主要原材料面粉及米粉类以及油脂及糖类采购单价 (元/kg) 较为平稳	58
图表 146: 面粉类原料采购价格较为稳定	59
图表 147: 粳糯米市场价格波动较大	59
图表 148: 脱皮芝麻采购价格随行就市	59
图表 149: 白砂糖采购价格随行就市	59
图表 150: 千味央厨通过提前锁定采购价格和采购量稳定大豆油采购成本	59
图表 151: 2022 年猪肉价格呈先跌后涨趋势	60
图表 152: 2022 年油脂价格上涨至高位稳定	60
图表 153: 2022 年糯米价格较稳定	60

1、国内领先速冻面米供应商，深耕餐饮十余载

1.1、深耕餐饮十余载，开创定制化道路

深耕餐饮十余载，聚焦 B2B 速冻米面供应。千味央厨 2012 年成立于河南郑州，为国内知名餐饮速冻面米制品供应商，秉承“只为餐饮、厨师之选”战略定位，致力于为餐饮企业（酒店、团餐、宴席）提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案。

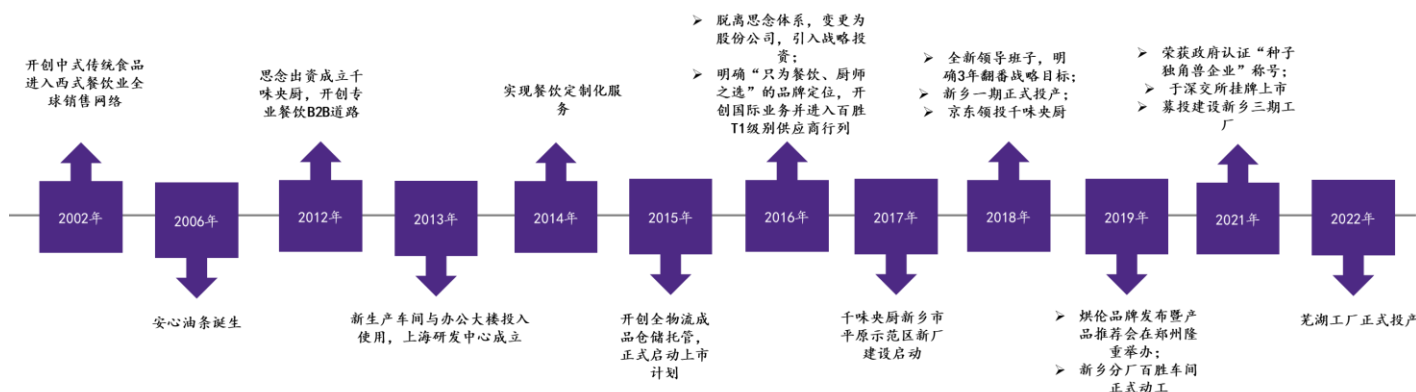
回顾千味央厨发展史，公司发展可分为以下阶段：

第一阶段（2002-2015 年）：公司初成立，开创专业餐饮 B2B 道路，实现餐饮定制化服务。2002 年公司从属郑州思念体系，与肯德基开展合作，开创中式传统食品，进入西式餐饮业全球销售网络。2006 年推出安心油条，成为每年约 2 亿人食用的单品。2012 年千味央厨正式成立，开创专业餐饮 B2B 道路，芝麻球单品销量过亿元，单品销售额超国内 80% 以上速冻企业总销售额。2013 年成立上海研发中心，新生产车间与办公大楼投入使用，对餐饮大客户服务和供应能力提升，2014 年实现餐饮定制化服务。

第二阶段（2016-2019 年）：正式脱离思念体系，升级品牌定位，迎新发展起点。2016 年千味央厨脱离思念体系，同年 6 月变更为股份公司，品牌全面升级，明确“只为餐饮、厨师之选”战略定位和“餐饮专供速冻米面领导品牌”的企业定位方向，同时开创国际业务，进入百胜 T1 级别供应商行列。2017 年成立子公司新乡千味，启动新乡平原新厂建设。2018 年新乡一期投产，公司建立全新领导班子，明确 3 年翻番战略目标，逐步稳固行业领先地位。2019 年推出烘伦品牌切入烘焙领域，以“选深海鱼糜、做高端产品”产品定位进军火锅料市场，拓展公司业务。

第三阶段（2021 年至今）：深交所挂牌上市，新势能助力持续发展。2021 年千味央厨成功在深交所挂牌上市，并获得政府认证“种子独角兽企业”称号。上市后，公司不停发展步伐，2021 年募投建设新乡工厂三期，2022 年芜湖工厂正式投产。

图表 1：千味央厨 2012 年成立，2021 年于深交所上市

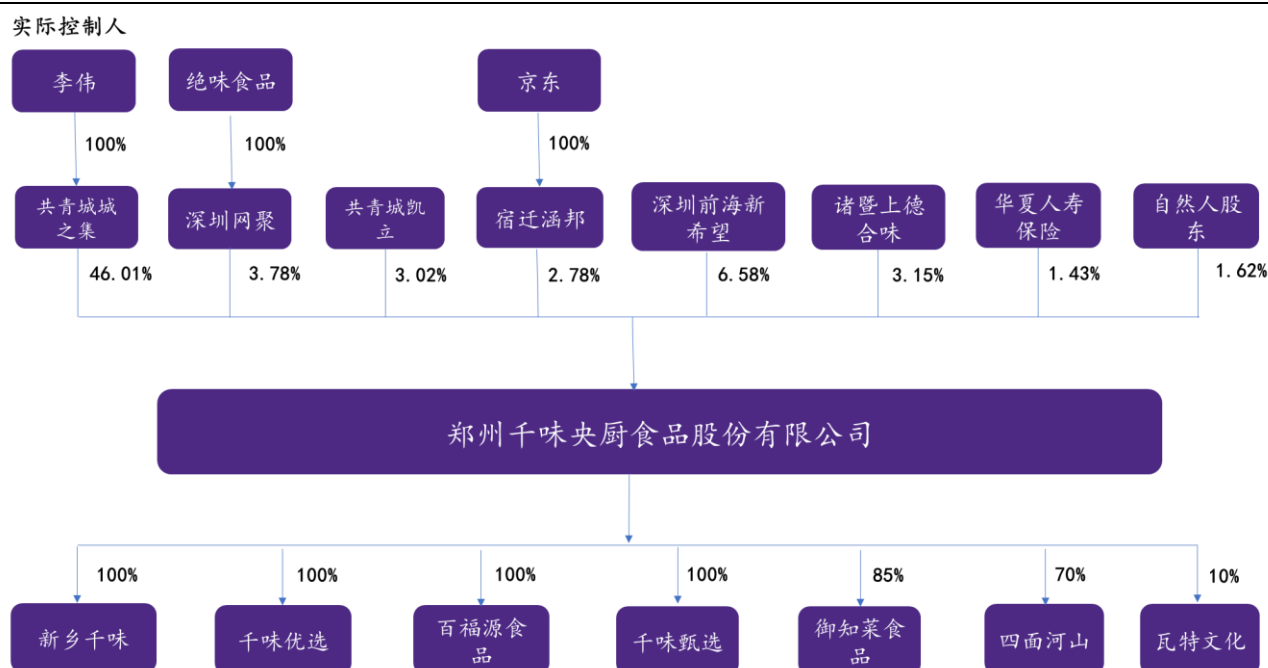


资料来源：千味央厨官网，华鑫证券研究

1.2、公司股权结构稳定，股权激励锁定目标

公司股权结构稳定，核心高管利益与公司深度绑定。截止 2022Q3，千味央厨实际控制人为创始人李伟，通过共青城城之集间接持股 46.01%。公司核心高管通过共青城凯立、深圳前海新希望持有公司股份，与公司利益深度绑定，两者分别持股 3.02%、6.58%。京东和绝味食品分别通过宿迁涵邦、深圳网聚投资，分别持股 2.78%、3.78%。公司拥有全资子公司新乡千味、千味优选、百福源、千味甄选，2020 年持有四面河山 70%股份，进军早餐市场，2022 年投资设立御知菜，持股 85%，发展预制菜业务。

图表 2：千味央厨实际控制人为创始人李伟



资料来源：wind，华鑫证券研究

核心管理层多为思念背景，销售管理经验丰富。董事长孙剑于 2000-2010 年任职思念食品，担任业务代表、分公司经理及营销中心副总经理，随后就职于河南一生缘食品及郑州中部大观地产，营销和管理经验丰富。总经理白瑞及副总经理王植宾均于 2012 年 4 月从思念加入千味央厨，在公司深耕多年。公司采取职业经理人模式，核心管理层较稳定，借助多年行业经验，助力公司成长。

图表 3：千味央厨核心管理层履历一览

姓名	职位	持股比例	任职时间	学历	简介
孙剑	董事、董事长	0.19%	2018 年 7 月	本科	曾任河南省天隆实业有限公司业务员，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，河南一生缘食品有限公司销售总经理，郑州中部大观地产有限公司副总经理。
白瑞	董事、总经理	0.12%	2012 年 4 月	硕士	中级会计师，曾任河南冠联装饰工程有限公司财务部会计，海信科龙电器股份有限公司河南分公司会计主管，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。
王植宾	董事、副总经理、财务总监	0.11%	2012 年 4 月	本科	中级会计师，曾任宏大(集团)有限责任公司财务部会计，郑州章光 101 生发科技有限公司财务部会计，郑州思念总成本会计、高级审计员、内审经理、审计部经理。
徐振江	董事、副总经理、董秘	0.15%	2015 年 9 月	硕士	曾任广州南方人物周刊实习记者，河南商报社记者、经济新闻部主任，河南宋河酒业股份公司总裁助理，洛阳酒祖杜康销售有限公司总经理助理，河南骏域基金管理有限公司投资总监。
朱泓冰	监事会主席	0%	2022 年 4 月	硕士	曾任河南开普集团有限公司宣传部干事、报纸杂志电视编辑、全资子公司副经理，河南思念食品股份有限公司总经理办公室主任，郑州思念食品有限公司国际贸易部经理、北京分公司总经理、全国销售总监、采购总监，河南瀚海置业有限公司运营总监，河南合智置业有限公司项目总经理助理，河南聚金商业运营有限公司副总经理。

资料来源：wind，华鑫证券研究

股权激励推进中，团队积极性充分。千味央厨于 2021 年 11 月发布 2021 年限制性股票激励计划草案，拟向董事、高管及核心研发、业务等共计 80 名激励对象授予 156.84 万股限制性股票，约占公告日总股本的 1.84%。本次限制性股票激励计划业绩考核目标为以 2020 年度营业收入为基数，2022/2023 年营业收入增长率不低于 67%/101%，即年度营业收入不低于 15.76/18.97 亿元，触发值为年度目标值 80%。公司实施股权激励计划，有利于健全长效激励机制，充分调动团队积极性，深度绑定公司、股东及核心人员利益，促进公司长远发展。

图表 4：千味央厨 2021 年限制性股票激励计划一览

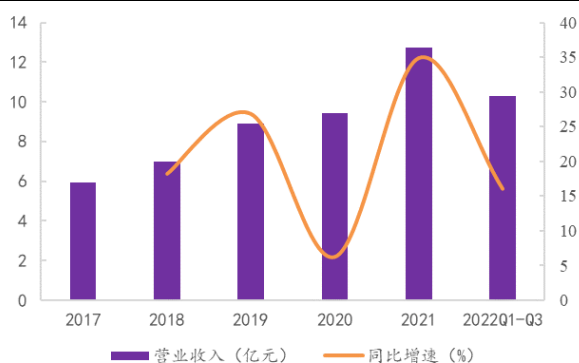
股权激励计划	激励方式	授予对象	授予股票数量	授予价格	业绩目标考核	业绩考核目标触发值	解除限售比例
2021 年限制性股票激励计划	首次授予限制性股票	公司董事、高级管理人员以及核心研发、业务等骨干人员共计 80 人	152.62 万股	每股 31.01 元	2022 年营业收入值不低于 15.76 亿元（以 2020 年度营业收入为基数，增长率不低于 67%）。	年度目标值的 80%	50%
					2023 年营业收入值不低于 18.97 亿元（以 2020 年度营业收入为基数，增长率不低于 101%）	年度目标值的 80%	50%
	授予预留限制性股票	核心人员共计 5 人	4.22 万股	每股 30.86 元	2022 年营业收入值不低于 15.76 亿元（以 2020 年度营业收入为基数，增长率不低于 67%）。	年度目标值的 80%	50%
					2023 年营业收入值不低于 18.97 亿元（以 2020 年度营业收入为基数，增长率不低于 101%）	年度目标值的 80%	50%

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

1.3、业绩整体稳健，保持稳定盈利

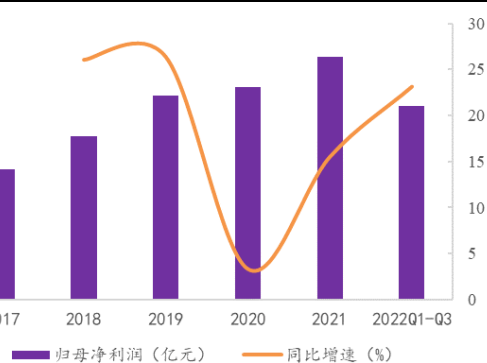
收入利润稳定，保持双位数增长。千味央厨营收从 2017 年 5.93 亿元增至 2021 年 12.74 亿元，4 年 CAGR 为 21.07%；归母净利润从 2017 年 0.47 亿元增至 2021 年 0.88 亿元，4 年 CAGR 为 16.98%。2022Q1-Q3 营收、归母净利润分别为 10.3、0.7 亿元，分别同增 16.02%、23.12%。其中 2022Q3 营收和归母净利润分别为 3.82、0.24 亿元，分别同增 19.21%、18.95%，环比 Q2 大幅改善。千味央厨持续深耕大 B 渠道，开拓中小 B 渠道，聚焦油条、蒸煎饺、蛋挞类大单品策略，业绩有望持续释放。

图表 5：千味央厨 2022Q3 营收 3.82 亿元，同增 19.21%



资料来源：wind，华鑫证券研究

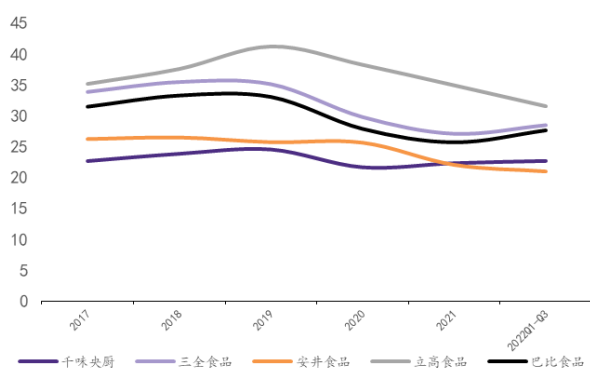
图表 6：千味央厨 2022Q3 归母净利润 0.24 亿元，同增 18.95%



资料来源：wind，华鑫证券研究

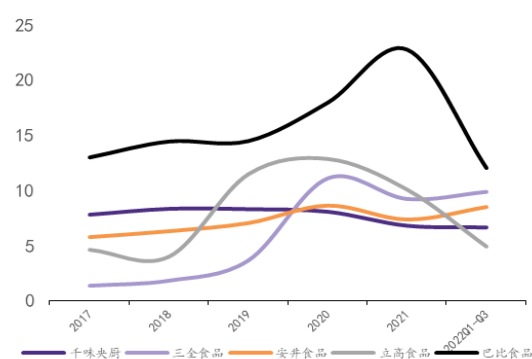
盈利能力保持稳定，渠道开拓下费用小幅增加。千味央厨毛利率较为稳定，2020 年和 2021 年由于会计准则变更后运费由销售费用调整至营业成本，分别下降至 21.71%、22.36%，剔除政策影响后分别为 24.26%、25.05%，均同比上升。费用端看，千味央厨由于主营渠道为 B 端，销售费用率与可比公司相比较低，剔除政策影响后 2020 及 2021 年销售费用率分别为 5.83%、6.02%，较 2017-2019 年增加，系公司拓展中小 B 渠道，加大经销商支持力度（增加营销费用、加强客户开发）所致；管理费用率由 2017 年 5.64% 增至 2021 年 8.43%，主要系公司扩增销售人员为经销商赋能，以及新工厂投产所致。综合来看，净利率由 2017 年 7.85% 降至 2021 年 6.85%，2020 年前净利率水平高于安井食品、三全食品等零售端企业，2020 年后由于疫情利好 C 端及公司费用投入增大有所下降。2022Q3 毛利率、净利率分别为 23.11%、6.20%，同增 0.7、0.03pct，盈利能力较为稳定。

图表 7：2022Q3 千味央厨毛利率 23.11%



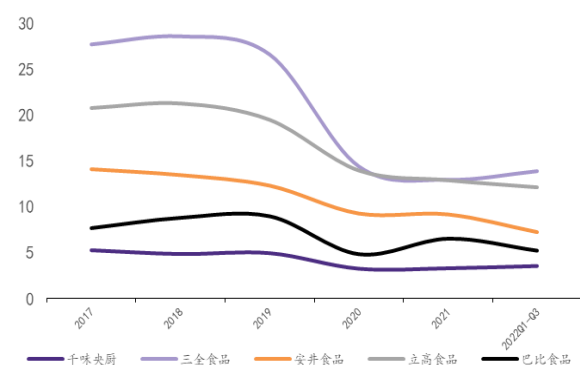
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：2022Q3 千味央厨净利率 6.20%



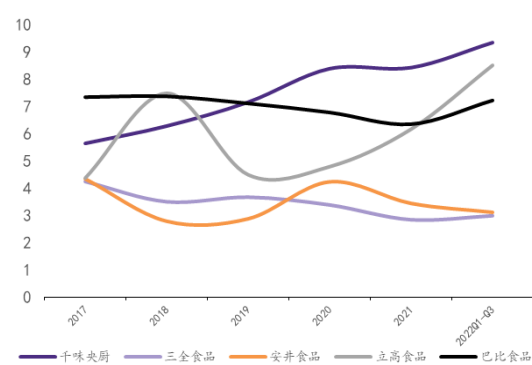
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：2022Q3 千味央厨销售费用率 4.32%



资料来源：wind，华鑫证券研究

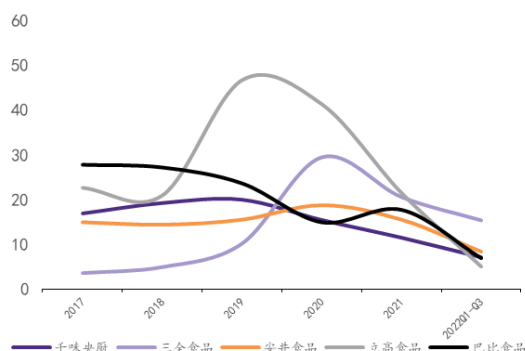
图表 10：2022Q3 千味央厨管理费用率 8.81%



资料来源：wind，华鑫证券研究

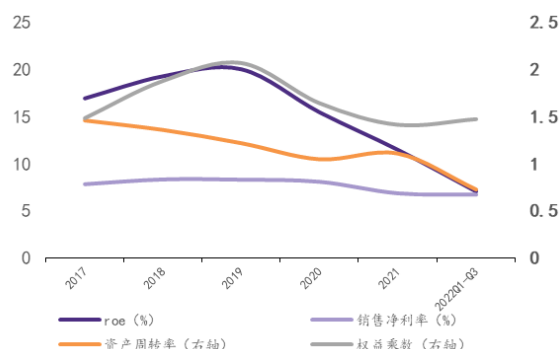
ROE 小幅下降，主要系销售净利率及资产周转率下降所致。千味央厨 ROE 由 2017 年 16.98% 下降至 2021 年 11.52%；杜邦分析拆解看，销售净利率由于成本费用增大呈下降趋势，总资产周转率由 2017 年 1.46 次下降至 2021 年 1.11 次，主要系新建工厂、生产设备增加所致，权益乘数由 2017 年 1.48 增至 2019 年 2.07 后，又降至 2021 年 1.41，保持较低杠杆率。综合来看，ROE 下降主要与销售净利率和资产周转率下降有关。

图表 11: 2022Q1-Q3 千味央厨 ROE 为 7.1%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 12: 千味央厨 ROE 由 2017 年 16.98% 下降至 2021 年 11.52%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

2、速冻食品：行业景气度仍存，BC 端齐发力

2.1、速冻面米 B 端潜力大，预制菜仍为蓝海市场

速冻食品指以米、面、杂粮等为主要原料，以肉类、蔬菜等为辅料，经加工制成各类烹制或未烹制的主食品后，立即采用速冻工艺制成并可以在冻结条件下运输储存及销售的各类主食品。速冻食品行业发展可分为四个阶段：

工业大时代（80-90 年代）：正处改革开放初始阶段，速冻技术、设备等仍较落后，速冻食品行业处于萌芽阶段，产品以速冻肉制品为主，属于“产品为王”的无品牌时代。

商贸大时代（90 年代末-2010s）：改革开放逐步推进，人们生活水平提升，行业快速扩张，技术水平取得进步。该阶段出现三全、思念等传统家庭速冻品牌，产品以汤圆、水饺等速冻面米制品为主，企业主要依靠商超零售渠道抢夺份额。

互联网时代（2010-2015 年）：互联网电商爆发，食品个性化成为主题，供给端渠道和品牌迅速分化，行业龙头逐步崛起，火锅料制品等其他品类井喷式发展，餐饮端需求逐步高增。

移动互联网时代（2015 年至今）：行业迎来“流量为王”时代，进入新高速增长阶段。餐饮行业对标准化食材需求增强，推动餐饮标准化供应品牌快速发展，产品品类愈加丰富，预制菜等标准化产品开始导入，新零售发展推动渠道下沉。

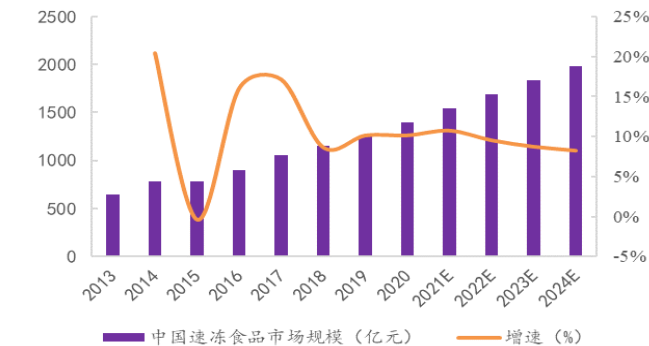
图表 13：速冻食品行业发展历程一览



资料来源：立鼎产业研究院，华经产业研究院，华鑫证券研究

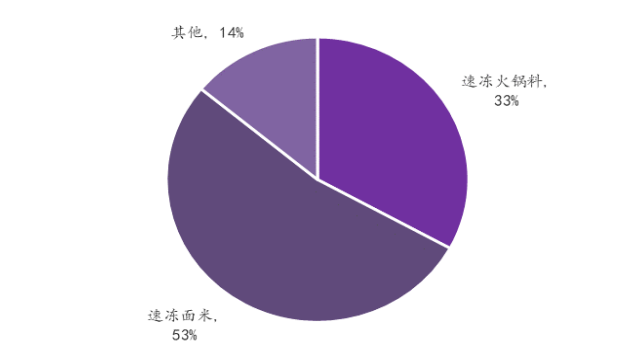
速冻食品成千亿市场，速冻面米为主要品类。据艾媒咨询，我国速冻食品市场规模预计由 2013 年 649.8 亿元增长至 2024 年 1986 亿元，11 年 CAGR 为 10.69%。按照品类不同，速冻食品可划分为速冻面米制品、速冻火锅料制品、速冻其他食品，其中以速冻火锅料和速冻面米制品为主，两者占比分别为 33%和 53%。分渠道看，我国速冻食品市场以零售渠道为主，据中商产业研究院，2020 年零售和餐饮端占比分别为 54%、46%。

图表 14：我国速冻食品市场规模预计由 2013 年 649.8 亿元增长至 2024 年 1986 亿元



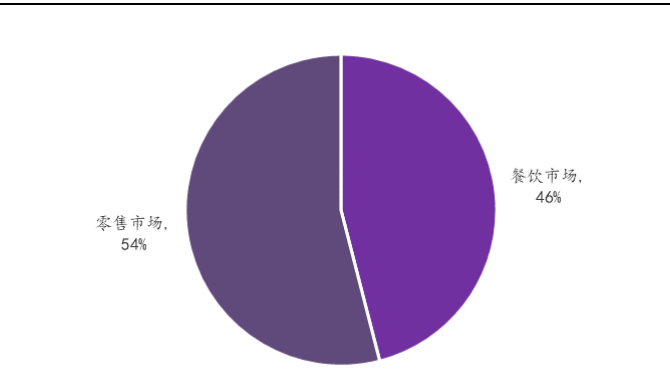
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 15：速冻火锅料和速冻面米制品占速冻食品市场比例分别为 33%和 53%



资料来源：红餐网，华鑫证券研究

图表 16：我国速冻食品市场零售和餐饮端分别占比 54%、46%



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

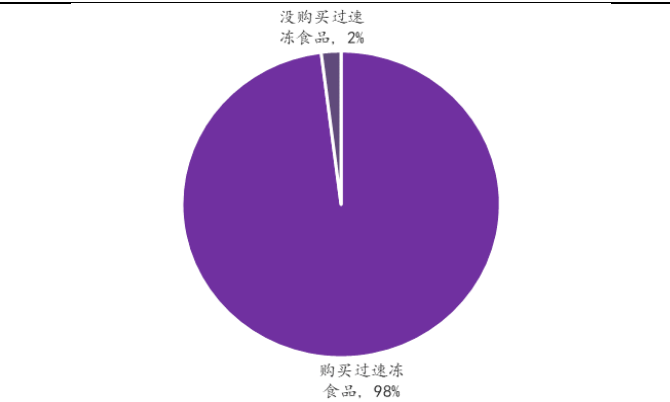
图表 17：速冻食品分类一览



资料来源：观研天下，华经产业研究院，华鑫证券研究

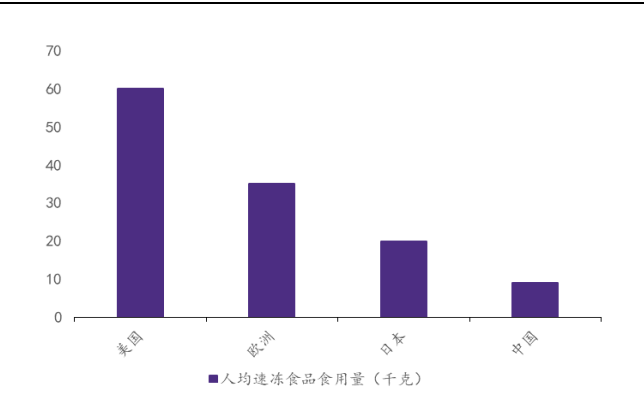
行业集中度较高，但发展空间仍较大。据艾媒咨询，我国速冻食品消费渗透率较高，购买过速冻食品的消费者占比 98%，但对标欧美和日本，我国速冻食品人均食用量仍较低。2019 年中国人均速冻食品食用量为 9kg，远低于美国 60kg，欧洲 35kg，日本 20kg，行业发展空间仍较大。从竞争格局看，2022 年速冻食品行业 CR3 已达 87%，前两名依次为安井食品和三全食品，市占率分别为 40%、27%，行业发展较为成熟，集中度较高。

图表 18：我国购买过速冻食品的消费者占比 98%



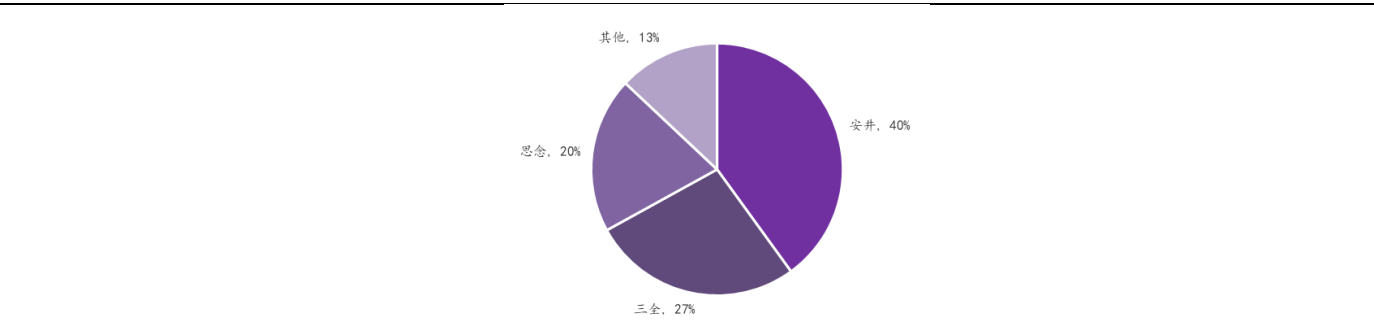
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 19：2019 年中国人均速冻食品食用量为 9kg



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 20：2022 年速冻食品行业 CR3 已达 87%



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

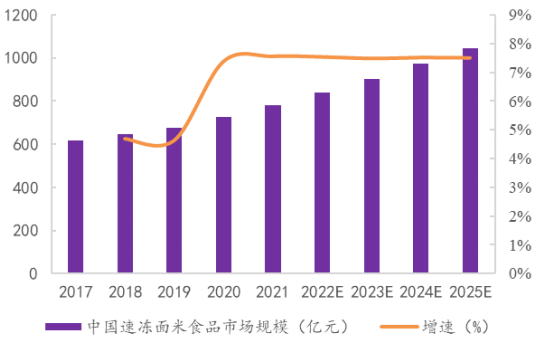
速冻面米行业进入成熟阶段，新兴面点成为新增长点。据华经产业研究院，我国速冻面米行业增速稳中趋缓，市场规模由2017年618亿元增至2025年1045亿元，8年CAGR为6.79%，相较于速冻火锅料和预制菜行业，已进入发展成熟期。分品类看，汤圆、水饺等传统面米制品占比超60%，而新兴面点占比仅为18%。随着消费者需求和口味多元化发展，新兴面点日益符合消费趋势，需求增长将推动速冻面米行业进一步扩容。

图表 21：速冻面米制品分类一览

分类依据	类别	示例
按加工方式	生制品	速冻水饺、汤圆、馄饨、手抓饼、速冻油条、速冻面条、春卷
	熟制品	豆沙包、包子、花卷、馒头、枣糕、南瓜饼
按馅料原料成分	肉类	鲜肉水饺、虾饺、肉包、肉粽
	含肉类	玉米水饺、手抓饼
	无肉类	菜包、豆沙包、枣糕、烧卖、奶黄包
	无馅类	速冻油条、馒头、芝麻球

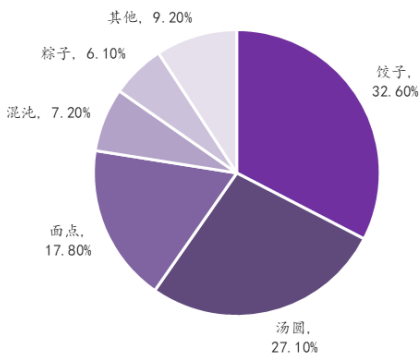
资料来源：中国市场监管报，华鑫证券研究

图表 22：预计我国速冻面米食品行业规模由 2017 年 618 亿元增长至 2025 年 1045 亿元



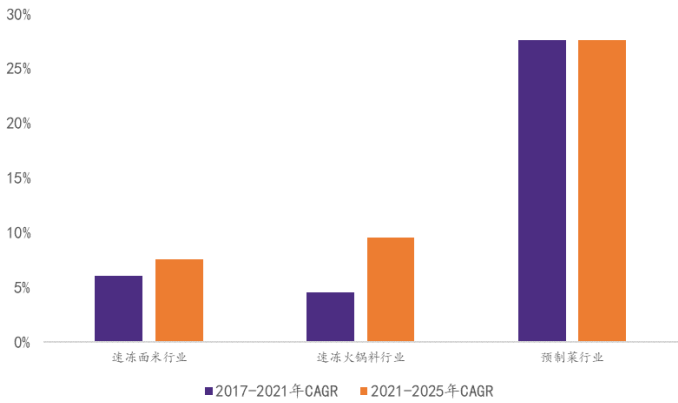
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 23：传统面米制品占比超 60%



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

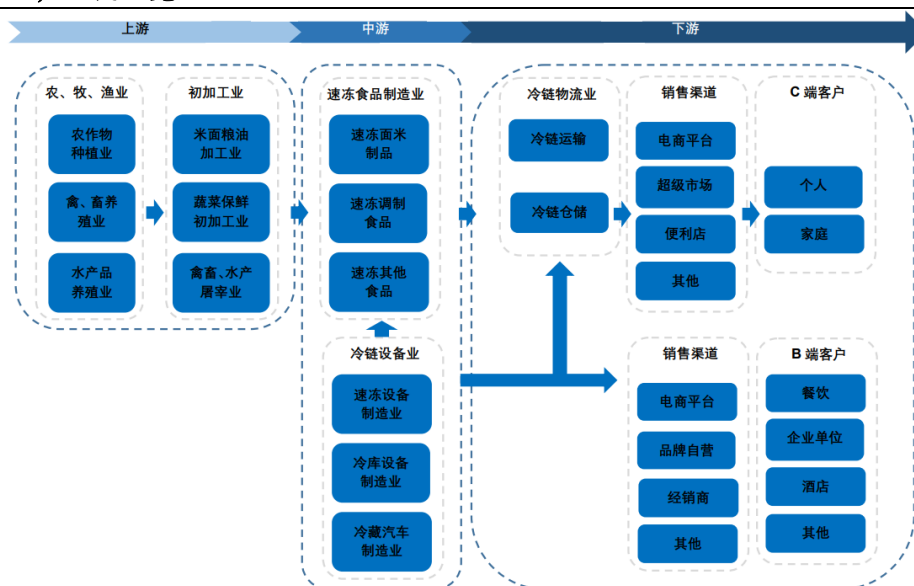
图表 24：速冻面米行业进入成熟期



资料来源：华经产业研究院，智研咨询，餐宝典，华鑫证券研究

速冻面米销售渠道多元，BC 端均覆盖。目前速冻面米制品有两大成熟线下销售渠道，一是通过商场、连锁超市、便利店等对接 C 端消费者，二是通过直营、经销等方式配送给餐厅、企业单位、酒店等 B 端客户。线上销售渠道包括淘宝、京东、拼多多等 C 端电商平台及美菜、快驴、有菜等满足中小餐饮食材采购需求的 B2B 平台。

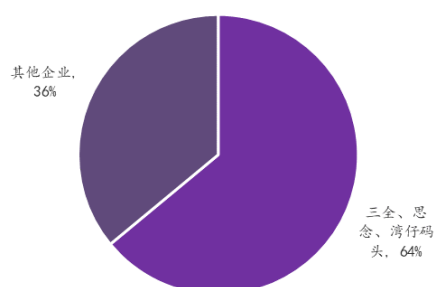
图表 25：速冻食品行业产业链一览



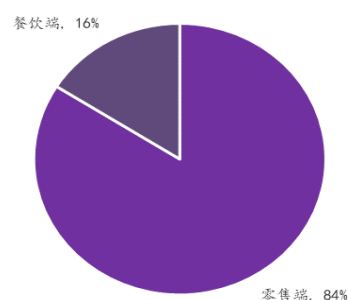
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

速冻面米零售端三足鼎立，餐饮端渗透率有望提升。速冻面米市场发展已较成熟，行业集中度较高，已形成三全食品、思念、湾仔码头“三足鼎立”的局面，行业 CR3 达到 64%。分渠道看，三全食品、思念、湾仔码头均主要面向零售市场，2020 年速冻面米市场零售端占比达到 84%，而餐饮端仅占 16%。在连锁餐饮成本高企背景下，标准化的速冻面米制品能省去餐饮企业采购、加工等环节，降低供应链成本，有望提升在餐饮端渗透率，实现规模放量。

图表 26：中国速冻面米行业 CR3 为 64%



图表 27：2020 年速冻面米市场餐饮端占比仅 16%



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

17

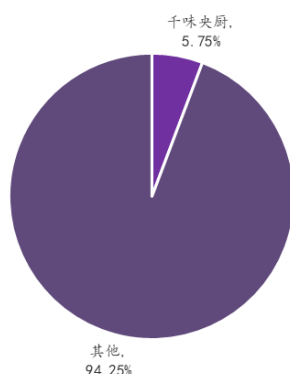
餐饮端竞争格局仍较分散，多家速冻食品企业布局。1) **千味央厨**：较早针对餐饮 B 端提供定制化研发和生产，深刻理解餐饮需求，围绕客户的餐饮消费场景，针对客户的后厨加工设备，为客户提供定制化服务及后厨解决方案。据千味央厨招股说明书，2018 年和 2019 年公司在国内速冻面米制品行业市占率分别约为 0.95%、1.15%，其中 2018 年公司速冻面米制品在国内餐饮市场占有率仅约为 5.75%。2) **三全食品**：2016 年在餐饮事业部基础上，成立三全快厨，针对性解决餐饮客户痛点，2018 年调整战略，重点发力餐饮市场，并成立绿标事业部。3) **安井食品**：2018 年底提出“三剑合璧、餐饮发力”经营策略和“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”渠道策略组合模式，2020 年疫情下 C 端需求高增，公司顺势而为调整渠道策略为“BC 兼顾、双轮驱动”，同步发力 BC 端。4) **巴比食品**：以连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅，2021 年公司深挖线下 2B 渠道，打磨通货大单品，团餐业务实现高速增长，同时将“华东团餐事业部”调整为“华东大客户事业部”，进一步明确大客户业务定位。5) **立高食品**：主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售，产品种类丰富，能充分满足下游不同类型客户的一站式采购消费需求，已建立覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道。

图表 28：速冻食品企业 B 端业务一览

速冻食品企业	主要业务	B 端主要速冻面米产品	2021 年 B 端占比	渠道思路
千味央厨	主要为餐饮企业提供定制化、标准化的预制半成品	油条、芝麻球、蒸煎饺、挞皮	100%	致力于为餐饮企业提供定制化服务及餐饮后厨解决方案
三全食品	专注于速冻和冷藏面米制品的研发、制造与销售	汤圆、饺子、粽子、面点	17%	2018 年发力餐饮市场，2019 年成立绿标事业部
安井食品	主要从事速冻火锅料制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售	手抓饼、红糖发糕	60%	以速冻火锅料 B 端起家，调整策略为 BC 兼顾，全渠发力
巴比食品	专业从事中式面点食品的研发、生产与销售	包子、馒头、馅料类	16%	连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅，疫情下发力团餐业务
立高食品	主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售	蛋挞皮、甜甜圈、麻薯	100%	专注 B 端，以烘焙门店为主，拓展至饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化渠道

资料来源：千味央厨公告，三全食品公告，安井食品公告，巴比食品公告，立高食品公告，华鑫证券研究

图表 29：2018 年千味央厨速冻面米制品在国内餐饮市场占有率仅约为 5.75%



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

预制菜增速高于餐饮行业，C端发展潜力大。依据对原料加工的深浅程度以及食用的方便性，预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品。NCBD 数据显示，预计我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2025 年 8316.7 亿元，10 年 CAGR 为 29%，为餐饮行业整体增速 5 倍左右。目前我国预制菜市场 BC 端比例为 8：2，餐饮端贡献主要收入，零售端处于消费者教育阶段，仍有较大发展空间。

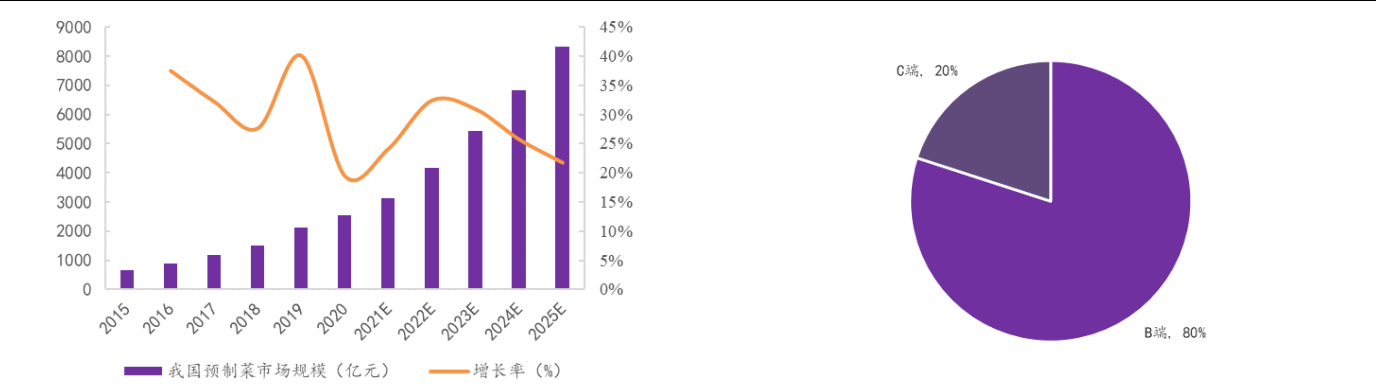
图表 30：预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品

分类	渠道	示例	代表企业
即食食品	C 端	即食凤爪、牛肉干、八宝粥、罐头、卤味鸭脖	银鹭、有友食品
即热食品	B 端、C 端	速冻水饺、方便面、自热火锅	安井食品、海底捞、康师傅
即烹食品	B 端、C 端	冷藏牛排、冷藏宫保鸡丁、冷藏咕嚕肉	味知香、珍味小梅园、好得睐
即配食品	B 端、C 端	巴沙鱼片、生虾仁、土豆片	盒马、叮咚、永辉

资料来源：京东，天猫，艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 31：预计我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2025 年 8316.7 亿元，10 年 CAGR 为 29%

图表 32：我国预制菜市场 BC 端比例为 8：2

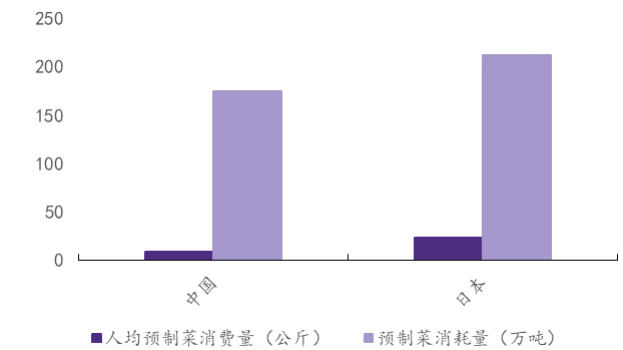


资料来源：餐宝典，华鑫证券研究

资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

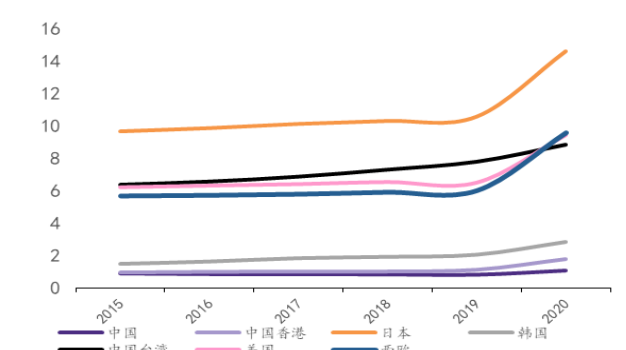
预制菜正处蓝海，行业集中度亟待提升。一方面，我国预制菜渗透率仍较低，仅为 10%-15%，预计 2030 年增至 15%-20%，而速冻食品发展较早的日本预制菜渗透率已达 60% 以上。人均消费看，2021 年我国预制菜人均预制菜消费量仅为 8.9KG，远低于日本 23.59KG；规模占比看，2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%，远低于日本 14.61%，中国台湾 8.87%，美国 9.44%。另一方面，我国预制菜行业参与者众多，集中度较低，尚未出现行业龙头。我国预制菜行业 CR5 为 9.2%，远低于日本 64.04%。

图表 33：2021 年我国人均预制菜消费量仅为 8.9KG



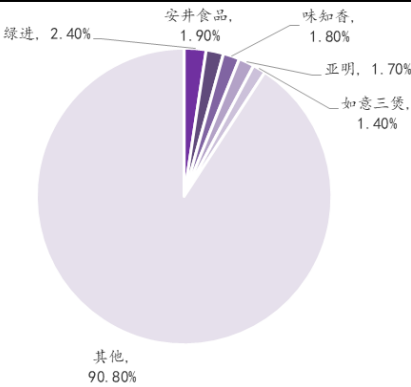
资料来源：36 氪研究院，华鑫证券研究

图表 34：2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%



资料来源：立鼎产业研究院，华鑫证券研究

图表 35：我国预制菜行业 CR5 为 9.2%



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 36：预制菜行业主要参与者一览

参与者	主要企业	优势	劣势
速冻食品企业	三全食品、安井食品、千味央厨	生产标准化程度高；具备品牌、渠道优势；单品打造能力强	自产比例较低
原料供应企业	国联水产、双汇发展、龙大美食、圣农发展	工厂规模和自动化程度高；具备原料优势，产品力较强；大客户资源丰富	C 端品牌力较弱
预制菜生产企业	味知香、珍味小梅园、信良记、好得睐	销售渠道成熟；具备产品研发经验；产品力较强；B 端客户黏性强	区域性较强；工厂规模化程度较低
连锁餐饮企业	海底捞、广州酒家、同庆楼、西北贾国龙	具备专业厨师资源；C 端品牌力较强；了解终端个性化需求	销售渠道有限；区域性较强；自建央厨存在成本问题
零售商	叮咚买菜、盒马鲜生、永辉超市、每日优鲜	直触终端消费者；产品推广能力强	依赖第三方工厂，产品力较弱

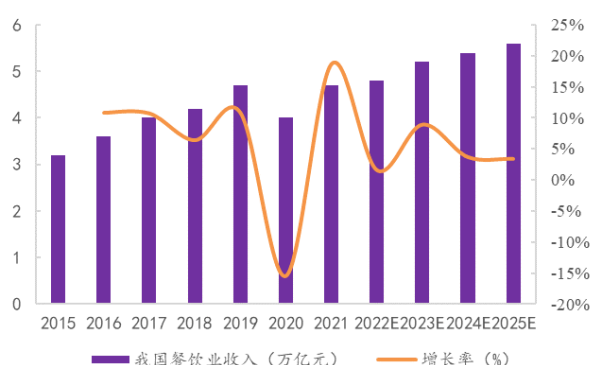
资料来源：华鑫证券研究

2.2、B 端：第三方央厨兴起，速冻食品迎机遇

2.2.1、餐饮连锁成本高企，第三方央厨解决痛点

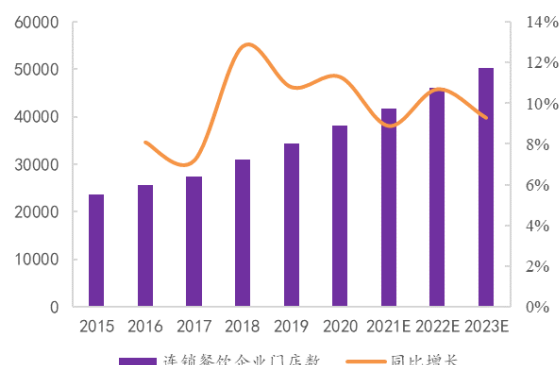
我国餐饮行业规模逐步扩大，连锁化趋势日益明显。据艾媒咨询，我国餐饮行业收入由 2015 年 3.2 万亿元增至 2019 年 4.7 万亿元，4 年 CAGR 为 10.09%，2020 年受疫情影响下滑 15.4%，2021 年恢复至 4.7 万亿元，预计 2025 年达 5.6 万亿元。在餐饮行业稳定增长背景下，餐饮连锁化趋势日益明显，我国连锁餐饮门店数由 2015 年 2.37 万家增至 2020 年 3.82 万家，预计 2023 年突破 5 万家。

图表 37：我国餐饮行业收入由 2015 年 3.2 万亿元增至 2019 年 4.7 万亿元



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

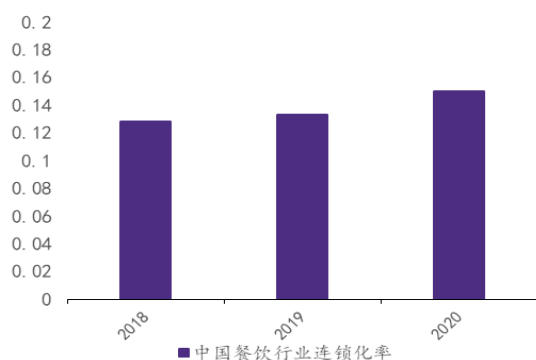
图表 38：我国连锁餐饮门店数由 2015 年 2.37 万家增至 2020 年 3.82 万家



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

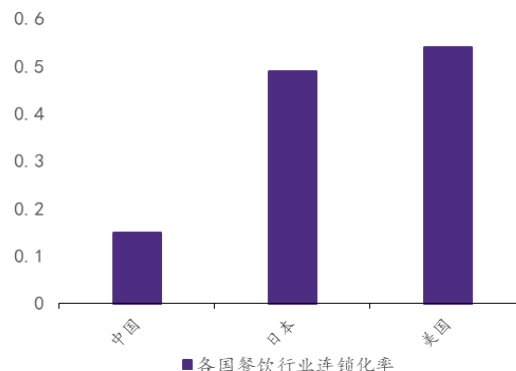
我国餐饮连锁化率和集中度仍有较大提升空间。据 CCFA（中国连锁经营协会），我国餐饮连锁化率逐年提升，由 2018 年 12.8% 增至 2020 年 15%。但对标美国和日本等成熟市场，我国餐饮连锁化率仍较低，美国连锁快餐于 20 世纪 20 年代进入快速发展期，目前餐饮连锁化率已达 54%，日本餐饮连锁率也达到 49%。竞争格局看，我国餐饮行业 CR5 仅为 2%，远低于美国 15% 和日本 14%。我国餐饮业连锁化率低且竞争格局分散与我国菜系特点及烹饪手法有关，相比西式快餐，我国菜系种类丰富、烹饪手法工序复杂，标准化难度较高，且各区域口味差异程度大，导致餐饮企业连锁化扩张时面临成本高、众口难调等困难。

图表 39：我国餐饮连锁化率由 2018 年 12.8% 增至 2020 年 15%



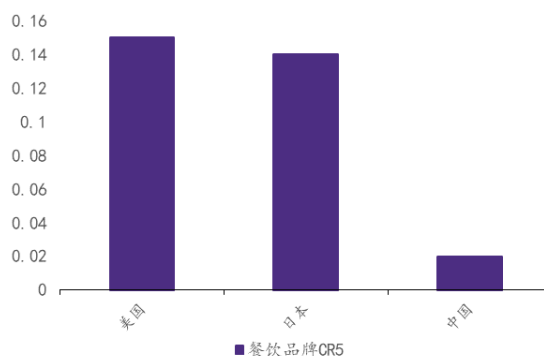
资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

图表 40：我国餐饮连锁化率远低于日本 49% 和美国 54%



资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

图表 41：我国餐饮行业 CR5 为 2%



资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

图表 42：中美餐饮行业差异一览

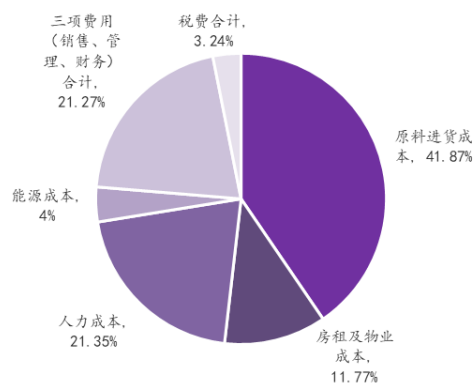
	中国	美国
标准化程度	食材多元，烹饪工艺复杂， 标准化难度高	以汉堡、披萨等主食产品为主，食材简单、烹饪难度低， 标准化难度低
口味区域性	各区域口味均有差异， 全国化较难	汉堡、披萨等通用食品及口味 基本可以做到 100% 渗透
公司治理	龙头企业多为国企及家族企业，近年来出现创新型管理龙头企业（海底捞）	餐饮龙头基本均为 职业经理人 以现代化管理模式经营

资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

餐饮企业面临“三高”问题，工业化生产降本增效是关键。据中国饭店协会，餐饮企业除三项费用占比前三是原料进货成本、房租及物业成本以及人力成本，占总营收 72.45%。在成本压力下，越来越多餐饮企业通过中央厨房为终端门店加工制作并配送预制食材或半成品。据智研咨询，我国中央厨房市场规模由 2015 年 50 亿元增至 2021 年 150 亿元，6 年 CAGR 为 20%，规模以上连锁餐饮中央厨房渗透率由 2014 年 64% 增至 2020 年 80%。中央厨房能够省去原料采购、初加工等供应链环节，减小后厨损耗率，降低餐饮企业对厨师和后厨面积的依赖性，节约采购、人工和租金成本。以美团一份 20 元快餐为例，使用预制菜与直接购买食材相比总成本下降 0.4 元，主要由于人工成本下降 0.8 元，房屋租赁成本下降 0.

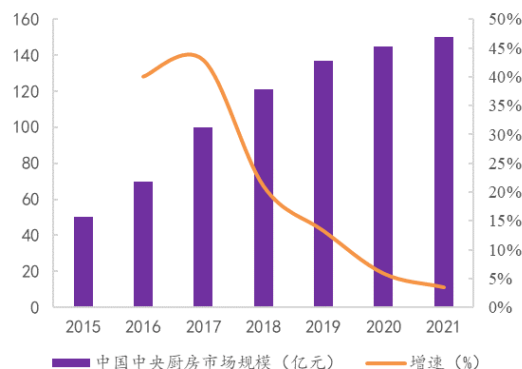
4 元以及能源杂费下降 0.2 元。餐饮企业自建中央厨房可能面临产能过剩、管理不当等问题，导致成本不降反增，因此专为连锁餐饮企业提供加工配送服务的第三方中央厨房逐步兴起，对标准化速冻食品需求也随之增加。

图表 43：餐饮企业面临“三高问题”



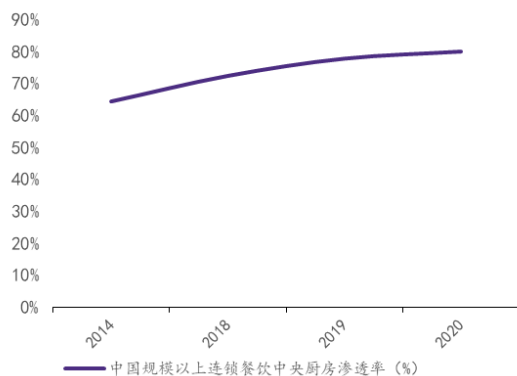
资料来源：中国饭店协会，华鑫证券研究

图表 44：我国中央厨房市场规模由 2015 年 50 亿元增至 2021 年 150 亿元



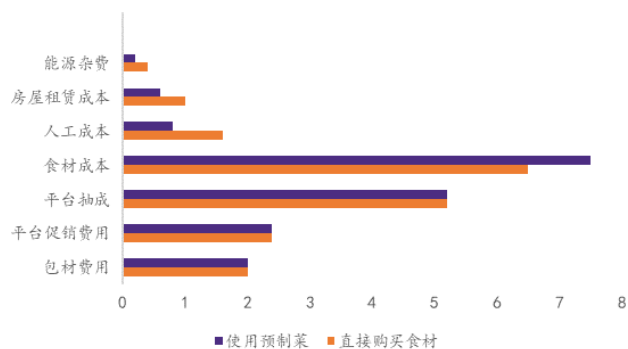
资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

图表 45：我国规模以上连锁餐饮中央厨房渗透率由 2014 年 64% 增至 2020 年 80%



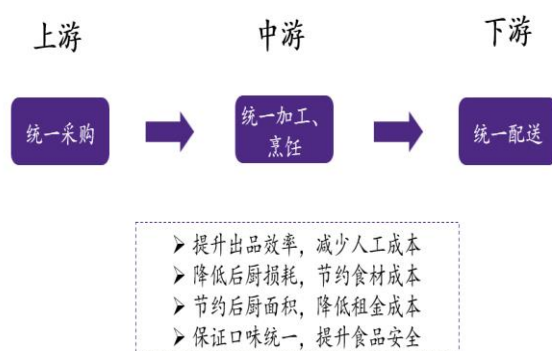
资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

图表 46：用预制菜与直接购买食材相比总成本下降 0.4 元



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 47：第三方中央厨房优势一览

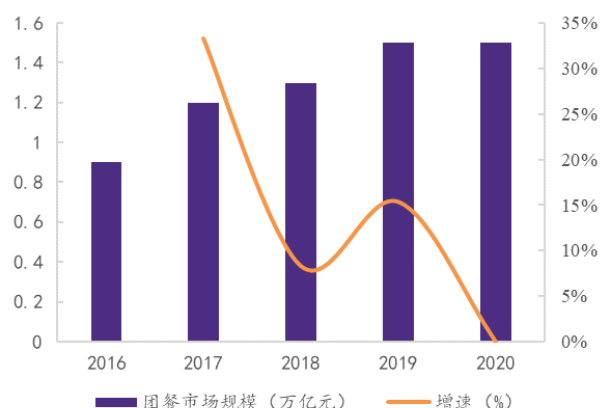


资料来源：《浅谈我国餐饮产业链中央厨房中预制菜的发展趋势》，华鑫证券研究

2.2.2、餐饮新业态不断发展，标准化食材需求增加

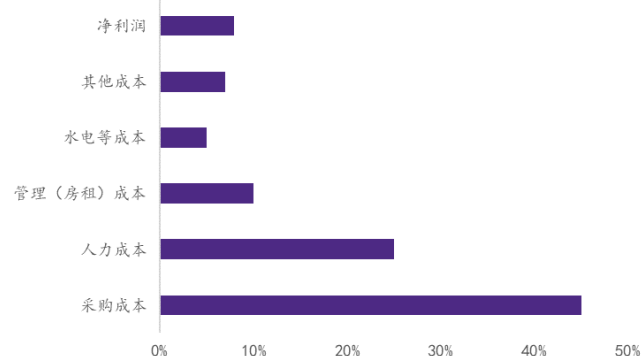
团餐企业供应标准化要求高，第三方央厨解决供应难点。据中国饭店协会，我国团餐市场销售额从 2016 年 0.9 万亿元增长至 2020 年 1.53 万亿元，4 年 CAGR 为 13.6%，2020 年市场份额达 38.3%。我国团餐企业同样面临成本高、利润低的问题，据前瞻产业研究院，食堂运营采购成本和人力成本占总营收 70%，净利润只占 8%。此外，团餐供应要求口味品质和出餐时间稳定，且由于团餐经营场景主要是学校、机关、军队、企业、航空铁路食堂等，对食品安全要求较高。通过第三方央厨提供标准化速冻半成品及预制食材，有利于解决团餐供应难点。

图表 48：我国团餐市场规模从 2016 年 0.9 万亿元增长至 2020 年 1.53 万亿元



资料来源：中国饭店协会，华鑫证券研究

图表 49：团餐企业面临成本高、利润低的问题



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

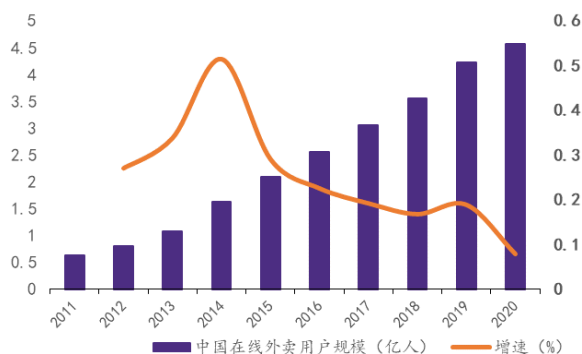
外卖市场需求崛起，第三方央厨顺势发展。随着懒宅经济发展，人们越来越追求便捷性，由于外卖能节约烹饪成本，需求量逐渐增加，据艾媒咨询，我国外卖用户规模由 2011 年 0.63 亿人增至 2020 年 4.56 亿人，9 年 CAGR 为 25%。据华经产业研究院，我国外卖市场规模由 2016 年 1663 亿元增至 2021 年 8117 亿元，5 年 CAGR 为 37%。外卖业务对口味稳定

请阅读最后一页重要免责声明

24

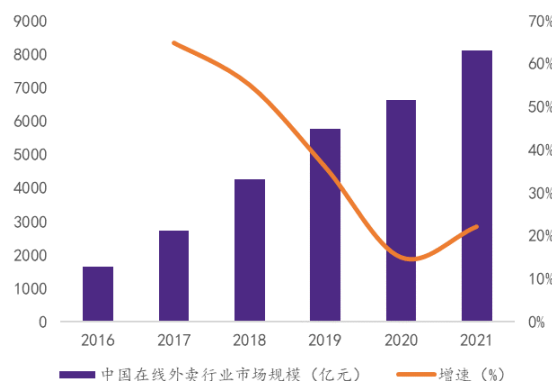
性及出餐效率有较高要求，第三方央厨在采购、加工等环节实现标准化，能为外卖企业提供口味品质稳定的速冻半成品，缩短外卖企业出餐时间。

图表 50：我国外卖用户规模由 2011 年 0.63 亿人增至 2020 年 4.56 亿人，9 年 CAGR 为 25%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 51：我国外卖市场由 2016 年 1663 亿元增至 2021 年 8117 亿元，5 年 CAGR 为 37%

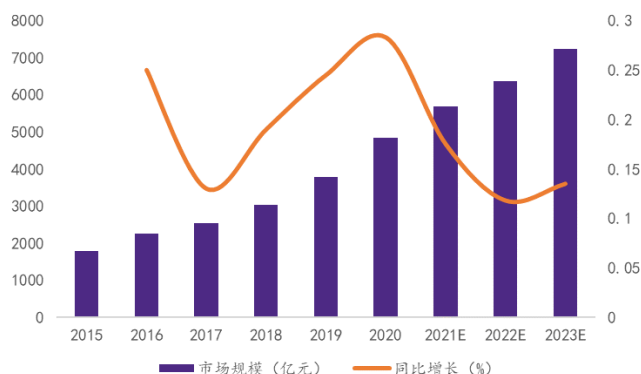


资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

2.2.3、冷链物流日益完善，为餐饮供应保驾护航

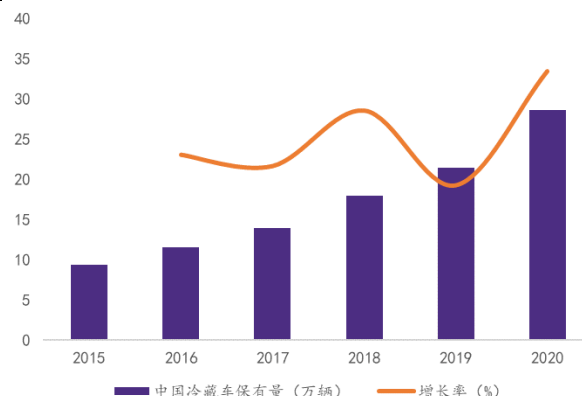
冷链物流设施日渐完善，为餐饮供应提供保障。据艾媒咨询，2015 年冷链市场规模仅为 1800 亿元，预计 2023 年突破 7000 亿元，8 年 CAGR 为 19%。基础设施方面，我国冷藏车市场保有量由 2015 年 9.34 万辆增长至 2020 年 28.67 万辆，5 年 CAGR 为 25%；冷库容量由 2017 年 4775 万吨增至 2020 年 7080 万吨，3 年 CAGR 为 14%。速冻食品对贮藏运输要求较为严格，要保证零下 18 摄氏度的低温环境，且下游客户较为零散，产品需求多样，需要先进的仓储物流体系及冷链运输技术满足高频率配送需求。

图表 52：预计我国冷链市场规模从 2015 年 1800 亿元增长至 2023 年 7231 亿元



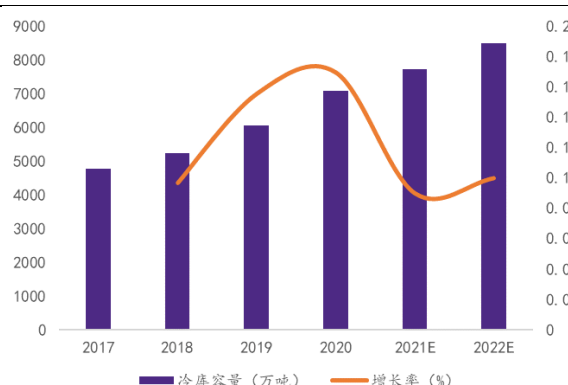
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 53：我国冷藏车市场保有量由 2015 年 9.34 万辆增长至 2020 年 28.67 万辆



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 54：我国冷库容量由 2017 年 4775 万吨增至 2020 年 7080 万吨

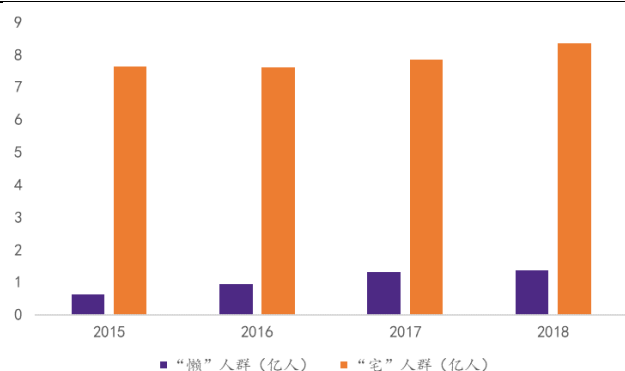


资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

2.3、C 端：宅经济+消费升级+人口结构变化，催生速冻食品需求

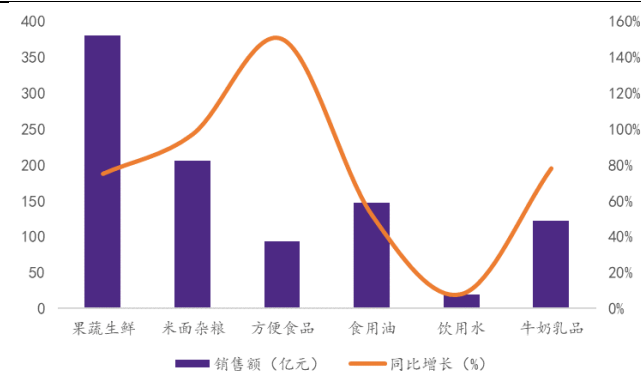
“懒宅经济”兴起推动速冻食品需求增长。“懒宅经济”随互联网兴起而发展，据 QuestMobile 研究院，我国“懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%，疫情期间在新零售推动下加速发展，2020 年 1-5 月方便食品销售额同比增长 150%，增速显著高于其他民生类商品。速冻食品便捷高效的特点迎合“懒宅经济”，据艾媒咨询，超 70% 用户购买预制菜目的是为了节省时间。懒宅经济推动下，速冻食品需求有望不断增长，2022 年每月购买速冻食品 3 次以上的消费者占比超过 50%。

图表 55：“懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%



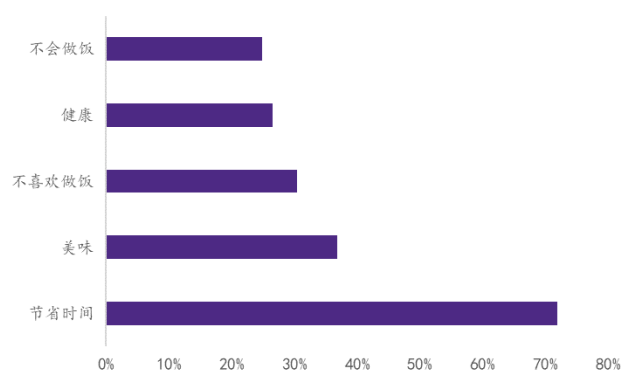
资料来源：QuestMobile 研究院，华鑫证券研究

图表 56：2020 年 1-5 月方便食品销售额同比增长 150%



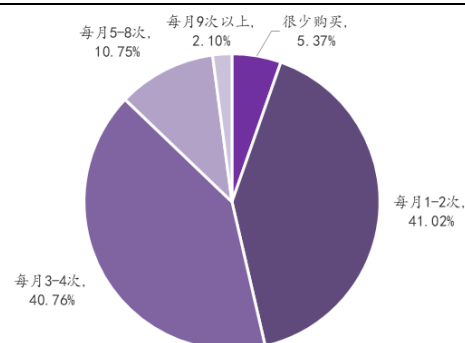
资料来源：星图数据，华鑫证券研究

图表 57：71.9%用户购买预制菜目的是节省时间



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

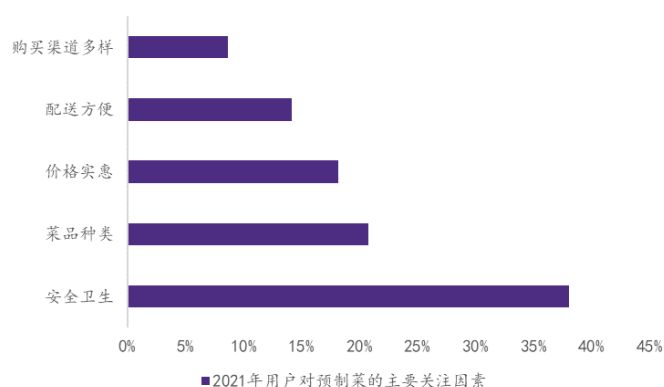
图表 58：2022 年每月购买速冻食品 3 次以上的消费者占比超 50%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

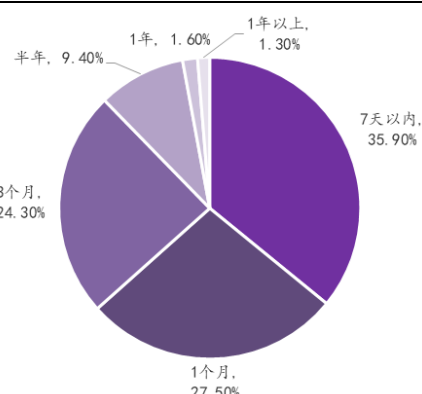
消费者品质和健康意识增强，短保类速冻食品望加速发展。我国城镇居民家庭人均可支配收入由 2010 年 1.9 万元增至 2021 年 4.7 万元，11 年 CAGR 为 8.6%。随着居民收入水平提升，消费升级趋势日益明显，消费者品质和健康意识逐渐增强，据艾媒咨询，2021 年 38.1% 用户关注预制菜的安全卫生问题，仅 18.2% 关注价格是否实惠，同时超 60% 用户会选择购买保质期 30 天以内的短保预制菜。随着消费者对短保速冻食品需求增加及冷冻保鲜技术发展，短保类速冻食品品类将不断扩充。目前多家速冻食品企业已开始布局短保类产品，如三全食品推出“生系列”水饺，保质期由 12 个月压缩到 4 个月；巴比食品推出锁鲜系列水饺，产品特点为“新鲜、30 天短保、一人份”。

图表 59：38.1% 用户关注预制菜的安全卫生问题



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

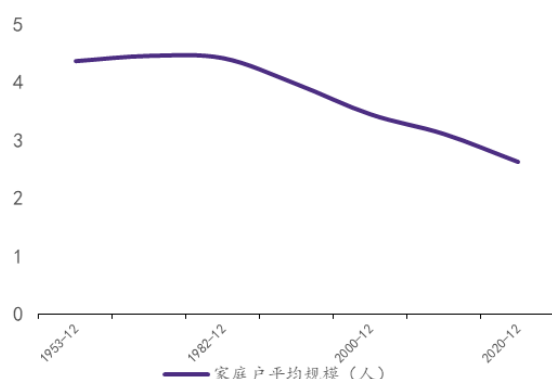
图表 60：超 60% 用户选择购买保质期 30 天以内的预制菜



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

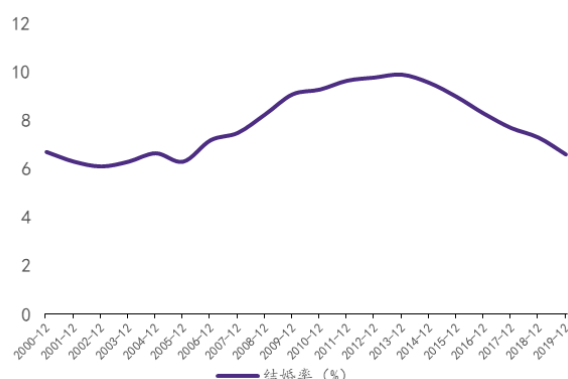
单身潮、家庭小型化趋势明显，催生对速冻食品需求。根据 Wind，我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人；结婚率从 2013 年 9.92% 下降至 2019 年 6.6%。单身潮及家庭小型化趋势下烹饪成本效益降低，催生对速冻食品需求。据艾媒咨询，单人就餐饮食时 34.4% 消费者会选择烹饪半成品食材，42.7% 会选择方便食品。

图表 61: 我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人



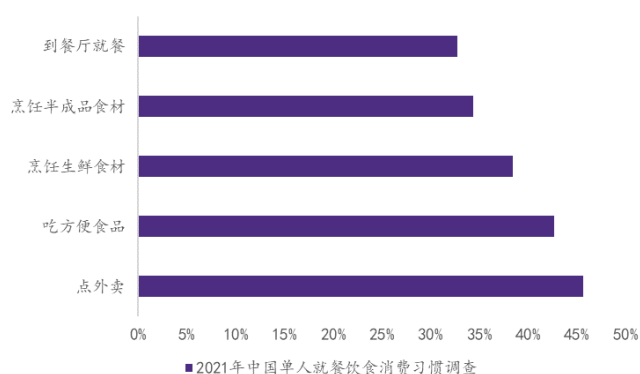
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 62: 我国结婚率从 2013 年 9.92% 下降至 2019 年 6.6%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 63: 单人就餐饮食时 34.4% 消费者会选择烹饪半成品食材



资料来源: 艾媒咨询, 华鑫证券研究

3、专于餐饮供应，多点布局打造先发优势

3.1、品牌端：十年品牌沉淀，品牌定位清晰

秉持“只为餐饮、厨师之选”品牌定位，自成立荣获多项殊荣。千味央厨品牌定位清晰，围绕“只为餐饮、厨师之选”理念，为餐饮企业提供定制化、标准化半成品及后厨解决方案，成立至今已十年，在餐饮行业已积累一定的品牌知名度和美誉度。公司曾获得“十佳品牌供应商”、“中国食品链产业优秀食材供应商”、百胜中国“质量管理贡献奖”、“金厨师奖”和“技术研发奖”等多项殊荣，彰显出较强的品牌专业度。

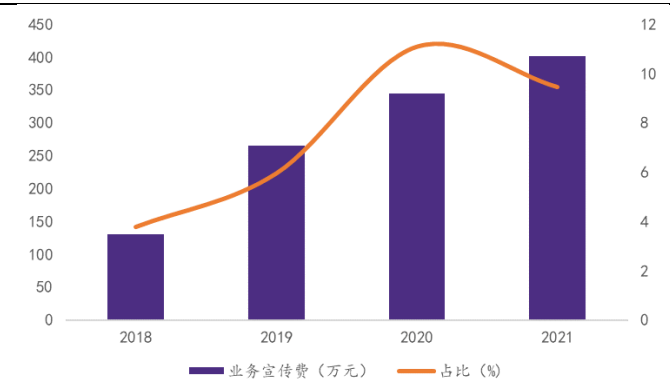
图表 64：千味央厨自成立荣获多项殊荣

时间	荣誉奖项
2016 年	“无铝低脂油条”获得郑州市科学技术进步奖；荣获中国烹饪协会颁发的“明星供应商”、“十佳品牌供应商”、中国食品工业协会食品物流专业委员会颁发的“优秀食材供应商”
2017 年	“千味央厨香脆油条”被评选为“2017 年度餐饮食品创新产品”；荣获中国食材电商节“面点类最佳新食材”、“中国餐饮 30 年优秀伙伴奖”、“中国食材供应商诚信 50 强企业”、“金鼎奖”、“2017 中国食品链产业优秀食材供应商”
2018 年	中国食材电商节“最受欢迎餐饮服务商家面点类”、中国团餐产业发展大会“最佳研发定制化奖”、河南优秀中央厨房企业
2019 年	百胜中国“质量管理贡献奖”、“金厨师奖”和“技术研发奖”、中国优质餐饮食材供应商
2020 年	郑州市高新区 2019 年度种子独角兽企业、河南省工信厅疫情防控重点保障企业、2020 年度河南省团餐企业优秀服务商奖
2021 年	中国冷冻食品行业食品鼎奖、中国餐饮创新大会商业模式创新奖、河南省农业产业化省重点龙头企业
2022 年	“第二届中国餐饮产业红牛奖”2022 年度预制菜领军企业奖项

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

注重品牌宣传推广，深入餐饮及厨师圈层。千味央厨注重品牌宣传投入，业务宣传费用由 2018 年 130.20 万元增至 2021 年 401.14 万元，3 年 CAGR 为 46%，占比由 2018 年 3.79% 上升至 9.46%。公司品牌宣传采取线上+线下相结合的方式，精准面向餐饮企业、经销商及厨师。**线下推广：**1) 通过展会、博览会、品鉴会等方式进行精准营销，近距离向客户推介产品，让客户亲自品尝产品、深刻感受产品应用场景；2) 深入下游经销商客户，开展终端破冰活动，协助客户进行市场摸排、陈列铺货、产品宣传、终端地推，让品牌知名度深入下沉市场；3) 推进厂商合作，让经销商成为品牌代言人，彰显“客户为先”的品牌理念；4) 深入厨师圈层，开展“大厨寻味之旅”、“中国烹饪大师团走进千味央厨”等厨师交流活动，让餐饮大厨深度了解千味央厨品牌定位及产品优势。**线上推广：**通过子公司瓦特文化运营餐饮老板内参等新媒体平台进行线上宣传推广。

图表 65：业务宣传费用由 2018 年 130.20 万元增至 2021 年 401.14 万元



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

图表 66：千味央厨品牌宣传采取线上+线下相结合的方式



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

图表 67：千味央厨品牌推广活动一览

时间	品牌推广活动
2017 年	第 27 届中国厨师节、第十届中国冷冻食品产业大会、“品明星产品，论餐饮发展”中国烹饪大师团走进千味央厨活动
2018 年	2018 中国郑州春季餐饮交流会
2019 年	让经销商当代言人，登上冻品市场的广告牌
2020 年	大厨寻味之旅、“千味出击，客户第一”下游客户破冰活动
2021 年	焙伦品鉴会长沙站、第十四届中国冷冻食品和餐饮食材节、山东省高校食堂优质供应链展会、良之隆·2021 第二届中国粤菜食材电商节、2021 山东省团餐产业大会、2021 第四届河南（郑州）国际现代农业博览会
2022 年	良之隆·2022 第十届中国食材电商节、2022 上海国际餐饮食材展、千味央厨 2022 中国预制菜产业发展峰会

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

3.2、产品端：品类开拓驱动增长，研发优势助力产品创新

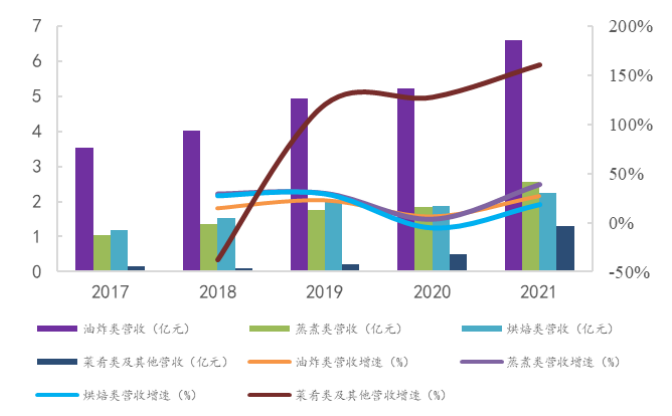
产品保持稳定增长态势，纵向开拓丰富产品矩阵。千味央厨主要为餐饮企业提供定制化、标准化预制半成品，按照加工方式可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类。2021 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类及其他营收 6.60/2.23/2.56/1.30 亿元，同比 27%/19%/39%/162%，占比 52%/18%/20%/10%。公司已经形成油条类、油炸糯米类、蒸煎饺类、烘焙类四大优势产品线，核心单品包括油条、芝麻球、蒸煎较、蛋挞皮等。公司在保持传统面食制品优势基础上，纵向开拓肉类、鱼糜类、预制菜类产品，丰富产品矩阵，油炸类、烘焙类、蒸煮类三大品类营收占比由 2017 年 97.27% 降至 89.78%，菜肴类及其他占比由 2017 年 2.66% 提升至 2021 年 10.22%。

图表 68：千味央厨产品矩阵一览



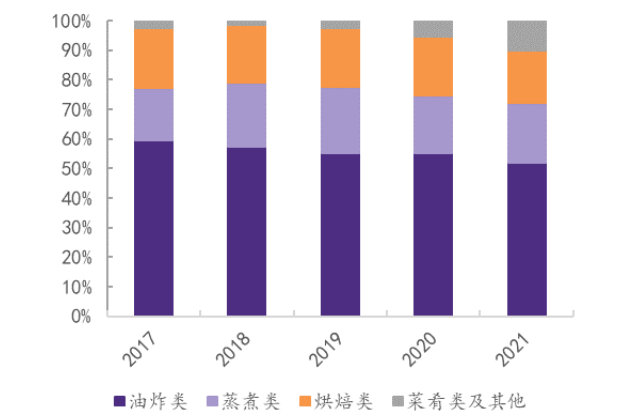
资料来源：千味央厨官网，华鑫证券研究

图表 69：2021 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类及其他营收 6.60/2.23/2.56/1.30 亿元



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

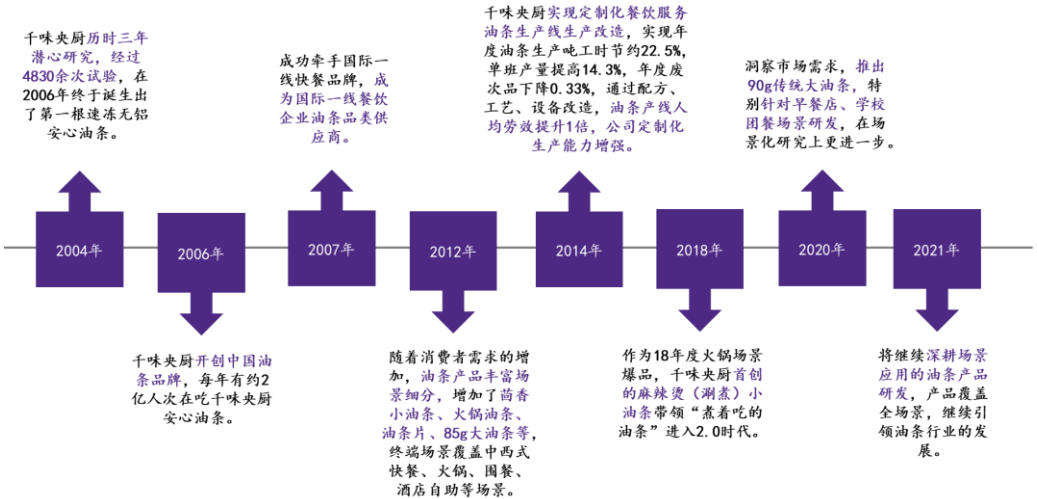
图表 70：菜肴类及其他占比由 2017 年 2.66% 提升至 2021 年 10.22%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

油炸类：千味传统优势品类，油条为核心单品。公司油炸类产品 2017-2021 年 CAGR 为 17%，占比 50%以上，目前油条、芝麻球已成为亿级单品，其中油条为公司第一大单品，2022H1 营收 1.67 亿元，增长 7.37%，剔除第一大客户百胜中国，增速为 27.26%，三季度环比大幅恢复，增速约 29%。公司作为工业化油条的开创者，多年专注于油条研究，持续进行产品升级与场景创新，保持油条的核心竞争力，目前油条类产品市场占有率已达 70%，先发优势明显。此外，公司加大力度开发油炸点心类产品，针对不同消费场景创新口味，大单品芝麻球市占率已达 50%以上，奶油夹心脆皮卷、粉泡泡炸麻薯、南瓜流心糯米糍等新品也相继上市。

图表 71：千味央厨多年专注于油条研究



资料来源：千味央厨公众号，华鑫证券研究

蒸蒸日上：走差异化路线，注重产品创新及场景细分。公司蒸蒸日上类产品 2017-2021 年 CAGR 为 25%，占比 20%左右，在产品品类、应用场景及下游客户方面与三全食品等速冻面米企业形成错位竞争。千味央厨在传统面点基础上增加卡通形象设计，推出卡通包系列，增强产品美观性和趣味性；同时不断深挖细分场景，寻求差异化增长曲线，推出早餐大包、糯米烧卖、粗粮糕、元气米糕等产品抢占早餐市场，其中米糕 2022 年前三季度增长 50%；针对乡村宴席场景，开发出年年有鱼、酒酿小汤圆、寿桃包、红枣南瓜糕等产品。此外，千味央厨在客户群体上与同行企业存在错位，产品销售主要面向大型快餐连锁、团餐、乡厨宴席等，而三全食品主要客户群体是中小型快餐、家庭个人，乐居居主要面向酒店等中高端客户。

图表 72：千味央厨蒸蒸日上类产品走差异化路线

千味央厨		三全食品
2021 年面点业务营收	蒸蒸日上类：2.56 亿元	速冻面米：60.32 亿元
主要产品	蒸：卡通包、早餐包子、元气米糕、年年有鱼等； 煮：酒酿小汤圆、宁波风味汤圆等	传统面点：状元水饺、混沌、三全凌汤圆、粽子； 新兴面点：豆沙包、南瓜饼、玉兔奶黄包
产品策略	注重场景细分	针对年轻消费群体及新兴消费需求持续进行产品创新
主要销售渠道	B 端为主，直营对接头部中式快餐连锁餐，通过经销商对接团餐、乡厨宴席等小 B 端	兼顾 BC 端，直营商超面向终端消费者，经销商对接快餐、团餐等小 B 端
面向场景	早餐、宴席、食堂	家庭、早餐

资料来源：千味央厨公告，三全食品公告，华鑫证券研究

烘焙类：主要服务餐饮连锁客户，逐步打开茶饮、咖啡场景。千味央厨烘焙类产品 2017-2021 年 CAGR 为 17%，受疫情影响，占比由 2018 年 22%下降至 2021 年 18%。2019 年公司推出“焙伦”品牌，切入冷冻烘焙赛道，布局烘焙产品有两方面原因：一是烘焙市场存在发展潜力，据中商产业研究院，我国烘焙行业市场规模 2021 年突破 2600 亿元，近五年 CAGR 为 9%，且 CR5 仅为 10.6%；二是公司在西式面点开发上有经验，具备技术和产能优势。与立高食品不同，千味央厨主要向餐饮连锁客户提供定制化烘焙类产品，拥有肯德基、盒马、海底捞等大客户基础，在肯德基蛋糕份额达到 85%，并持续上新法风烧饼和红豆派等产

品。此外，公司将开拓头部茶饮及咖啡客户作为重点，目前已为瑞幸咖啡提供曲奇、华夫饼和为太平洋咖啡提供欧包等。未来公司有望通过头部品牌背书带动全线市场增长以实现放量。

图表 73：千味央厨主要向餐饮连锁客户提供定制化烘焙类产品

千味央厨		立高食品
2021 年烘焙类产品收入	2.23 亿元	28.15 亿元
主要产品	蛋挞皮、华夫饼、预烤原味可颂等	冷冻烘焙食品：冷冻烘焙半成品（蛋黄酥、蛋挞皮、甜甜圈等）、冷冻烘焙成品（慕斯蛋糕、欧包等）；烘焙食品原材料（奶油、水果制品、酱料等）
主要销售渠道	直营渠道	经销渠道
下游客户	餐饮连锁、头部茶饮及咖啡客户	烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等，以烘焙门店为主
发展思路	提供定制化产品，通过头部品牌背书带动全线市场增长	下沉营销网络，丰富营销渠道，结合不同渠道消费特点，针对性开发符合不同消费情景的产品
优势	具备一线餐饮连锁大客户资源；具备西式面点研发经验，拥有产能和技术储备	通过经销模式能借助经销商已有销售网络实现市场全面覆盖；产品类型众多，规格多样
劣势	依赖头部品牌，不易大规模放量	烘焙门店单店规模较小且分布较散，抗风险能力较弱

资料来源：千味央厨公告，立高食品公告，华鑫证券研究

菜肴类及其他：聚焦大单品，实现高速增长。千味央厨菜肴类及其他产品 2017-2021 年 CAGR 为 69%，占比逐年提升至 2021 年 10%。公司注重火锅场景布局，2018 年首创的麻辣烫小油条成为火锅场景爆品，2019 年进军中高端火锅料，提出“选深海鱼糜，做高端产品”整体定位，并在原有速冻米面基础上补充产品线，推出仿龙虾球、蟹籽宝等火锅料系列产品，同时重点打造 50 名核心经销商进行产品推广。此外，公司在早餐和团餐渠道发力蒸煎饺，通过工艺改进和品类拓新，2022Q1-Q3 实现营收 1.2 亿元，增幅 120%左右，成为菜肴类产品核心驱动力。千味央厨从设立之初就已涉足预制菜研发，目前已为百胜研发出胡辣汤、腊八粥、荷叶包饭等产品，2022 年 5 月成立御知菜公司，加大布局力度。

图表 74：2019 年千味央厨进军中高端火锅料



资料来源：千味央厨公众号，华鑫证券研究

聚焦大单品打造，核心单品成为主要驱动力。千味央厨围绕四大优势产品线，充分发挥大客户优势，打造出油条、芝麻球、地瓜丸、蛋挞皮、卡通猪猪宝等核心大单品，2018年前十大单品价格稳定，收入贡献占比为 51.07%，成为公司增长主要驱动力，随着其他品类开拓力度加大，2020 年收入占比下降至 45.89%。公司巩固优势单品领先地位，同时持续打造和培育其他单品，争取在未来 3-5 年内形成 3-5 个亿元级核心单品，提升公司竞争力和市场占有率，驱动公司长期发展。目前公司通过深挖早餐、团餐等场景，重点打造米糕、蒸煎饺、春卷等单品，其中蒸煎饺已成为公司新的亿元级大单品，米糕类体量已破千万。

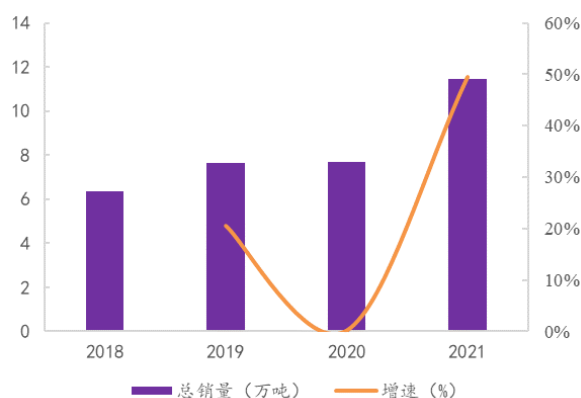
图表 75：千味央厨前十大单品销售额（万元）及单价（元/公斤）一览

项目	2018 年		2019 年			2020 年		
	销售额	单价	销售额	单价	变动幅度	销售额	单价	变动幅度
1*18*16 蛋挞皮	7952.65	14.31	9107.33	14.5	1.30%	8664.3	14.72	1.50%
千味 260g 芝麻球	8954.79	7.82	9033.79	7.99	2.16%	9830.79	7.98	-0.09%
KFC 冷冻油条（60g）	4497.85	11.68	6815.12	11.75	0.53%	6503.15	11.82	0.65%
千味 400g 香芋地瓜丸	4403.52	8.22	5015.23	8.23	0.17%	5272.3	8.58	4.29%
千味 450g 香脆油条	3931.38	10.22	4344.96	10.32	0.97%	4460.2	10.45	1.23%
百胜原味冷冻华夫面团	1196.04	42.35	2804.94	42.39	0.08%	1729.94	40.64	-4.12%
千味 360g 卡通猪猪包	1850.14	14.33	2671.56	14.65	2.21%	2747.64	14.81	1.09%
千味 1200g 放心大油条	927.31	8.65	1963.33	8.31	-3.89%	2611.47	8.77	5.52%
千味 300g 脆皮香蕉	1865.72	9.23	1756.57	9.47	2.55%	1515.17	9.52	0.49%
百胜 360g 蛋芯油条	-	-	1628.91	16.47	-	-	-	-
合计	35813.69	-	45141.74	-	-	43334.97	-	-

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

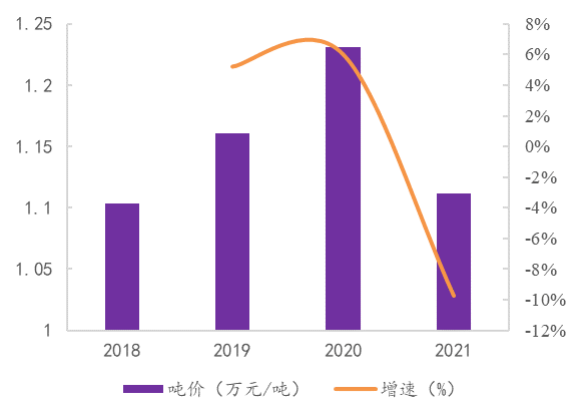
产品量价：油炸类量价齐升，菜肴类量增驱动明显。千味央厨总销量由 2018 年 6.36 万吨增至 2021 年 11.46 万吨，3 年 CAGR 为 22%；吨价由 2018 年 1.10 万元/吨增至 2021 年 1.11 万元/吨，3 年 CAGR 为 0.24%。其中油炸类产品保持量价齐升态势，销量由 2018 年 4.12 万吨增至 2021 年 6.36 万吨，3 年 CAGR 为 16%，吨价由 2018 年 0.98 万元/吨增至 2021 年 1.04 万元/吨，3 年 CAGR 为 2%，系油条类产品市场销售良好所致。蒸煮类、烘焙类销量近三年 CAGR 分别为 27%、14%，均价波动主要系产品结构影响。菜肴类产品销量近三年 CAGR 高达 149%，量增驱动明显，2020 年均价下降主要系新增“千味餐饮 1kg 玉米猪肉蒸煎饺”、“千味餐饮 1kg 猪肉白菜蒸煎饺”两款产品平均单价较低以及“百胜 250g 腊八粥調理包”、“百胜 180g 咸蛋黄腊味荷叶包饭”两款单价较高产品没有销售所致。

图表 76: 千味央厨总销量由 2018 年 6.36 万吨增至 2021 年 11.46 万吨, 3 年 CAGR 为 22%



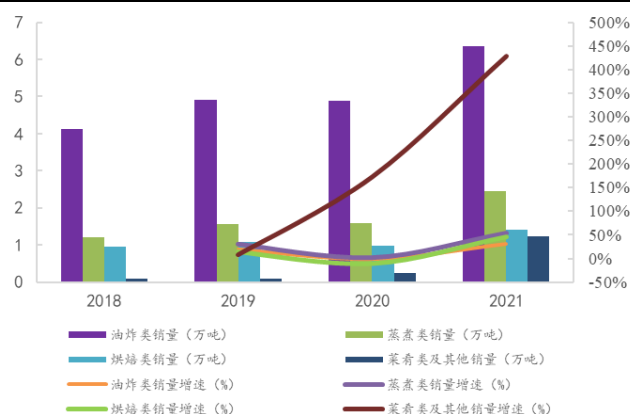
资料来源: 千味央厨公告, 华鑫证券研究

图表 77: 千味央厨吨价由 2018 年 1.10 万元/吨增至 2021 年 1.11 万元/吨, 3 年 CAGR 为 0.24%



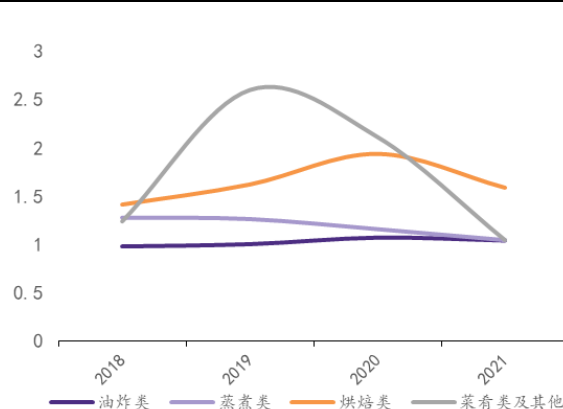
资料来源: 千味央厨公告, 华鑫证券研究

图表 78: 千味央厨分产品销量及增速一览



资料来源: 千味央厨公告, 华鑫证券研究

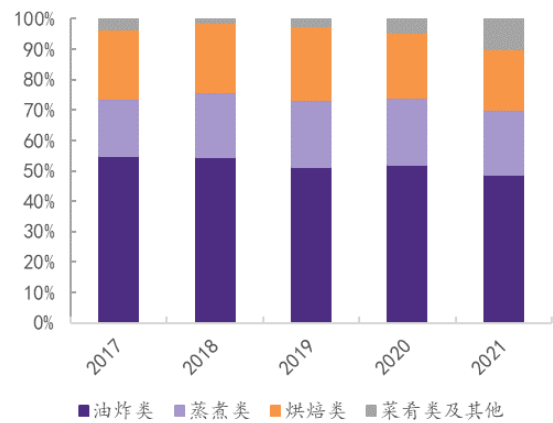
图表 79: 千味央厨分产品吨价 (万元/吨) 一览



资料来源: 千味央厨公告, 华鑫证券研究

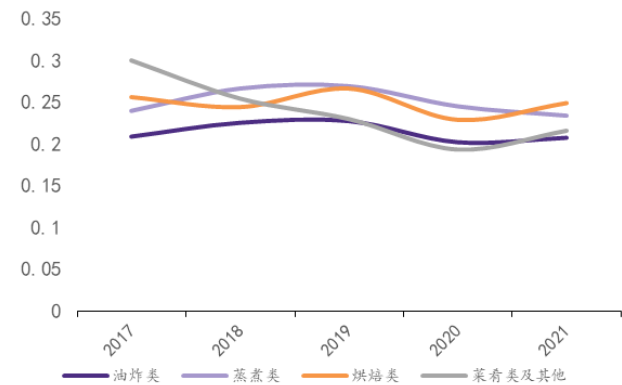
产品毛利: 油炸类贡献主要毛利, 各产品毛利率基本稳定。千味央厨毛利主要来源于油炸类、烘焙类和蒸煮类产品, 2021 年毛利占比分别为 49%、21%、20%。菜肴类及其他产品毛利占比由 2017 年 3.5%逐年提升至 2021 年 10%。各产品毛利率基本稳定, 小幅波动主要系会计准则调整及新乡工厂投产所致, 剔除政策变动影响后, 油炸类/蒸煮类/烘焙类/菜肴类及其他 2021 年毛利率为 24.1%/25.31%/27.77%/22.25%, 其中油炸类、烘焙类、菜肴类及其他毛利率较 2020 年稳中有升, 系产品结构优化及提价所致, 蒸煮类毛利率略有下降, 主要系直接人工和制造费用占比上升所致。

图表 80：千味央厨毛利主要来源于油炸类、烘焙类和蒸煮类产品



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

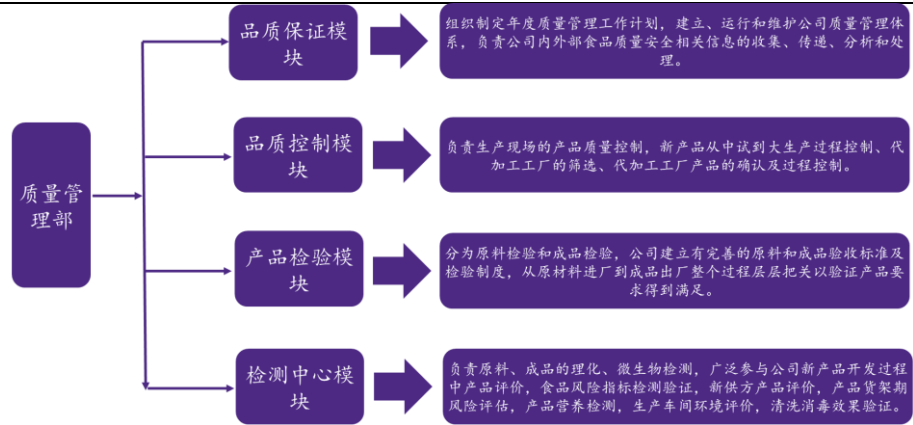
图表 81：千味央厨各产品毛利率基本稳定



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

产品经过严格质量把控，品质高彰显性价比优势。千味央厨质量控制工作由质量管理部负责管理和监督，质量管理部下设品质保证、品质控制、产品检验、检测中心四个模块。目前公司已按照国际标准建立全面的质量管理体系，从客户需求、研发、采购、计划、生产、销售、交付各环节进行策划、实施、管理，为客户提供高品质产品。根据京东平台数据，公司油条、芝麻球、卡通包、蒸煎饺等大单品价格与可比公司相比较低，彰显高性价比优势。

图表 82：千味央厨质量控制机构设置一览



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 83：千味央厨与可比公司部分产品价格一览

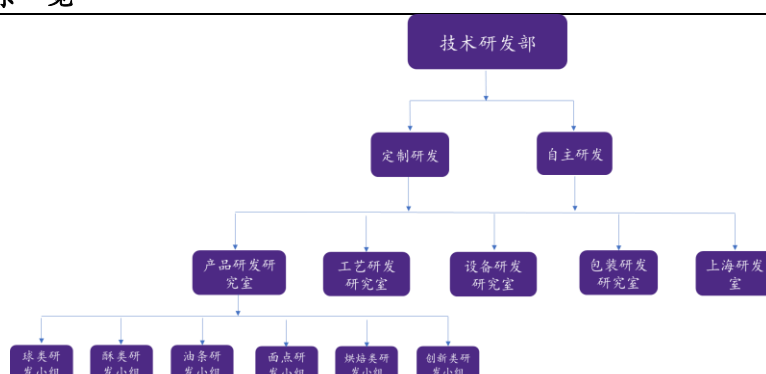
		千味央厨	三全食品	安井食品	思念
油条	示例				
	规格 (g/袋)	1200	400	450	900
	价格 (元/公斤)	29.92	67.25	52.89	34.33
芝麻球	示例				-
	规格 (g/袋)	260	260	260	-
	价格 (元/公斤)	25.87	72.69	32.92	-
卡通包	示例				
	规格 (g/袋)	360	180	360	300
	价格 (元/公斤)	49.86	93.89	33.24	99.67
蒸煎饺	示例				
	规格 (g/袋)	1000	1000	920	1000
	价格 (元/公斤)	29.9	20.8	46.63	18.8

资料来源：京东（2022 年 12 月 6 日数据），华鑫证券研究

千味央厨具备较强的产品研发优势，主要体现在研发体系、研发理念、研发速度、研发成果四个方面，为新品研发和客户口碑积累夯实基础。

研发体系：以需求为导向，组织架构清晰。公司目前已形成需求导向型研发体系，从客户需求出发，为客户提供标准化餐饮供应链解决方案。组织架构方面，技术研发部下设产品研发、工艺研发、设备研发、包装研发等四个专业研究室和上海研发室，其中产品研发又分设球类、酥类、油条、面点、烘焙类、创新类六个研发小组。与生产模式相匹配，公司研发模式分为定制研发和自主研发。1) **定制研发：**根据客户需求提供定制化解决方案，与客户共同商讨确定研发立项。2) **自主研发：**通过市场调研了解市场需求，销售部门自主提出项目研发立项申请，审批同意后进行研发立项。公司在郑州、上海分别建设两个产品研发基地，截止 2021 年拥有研发人员 42 人，核心技术研发人员在工艺、设备、配方等方面具备多年研发经验，研发出油条、芝麻球、蛋挞等多款核心单品。

图表 84：千味央厨研发体系一览



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

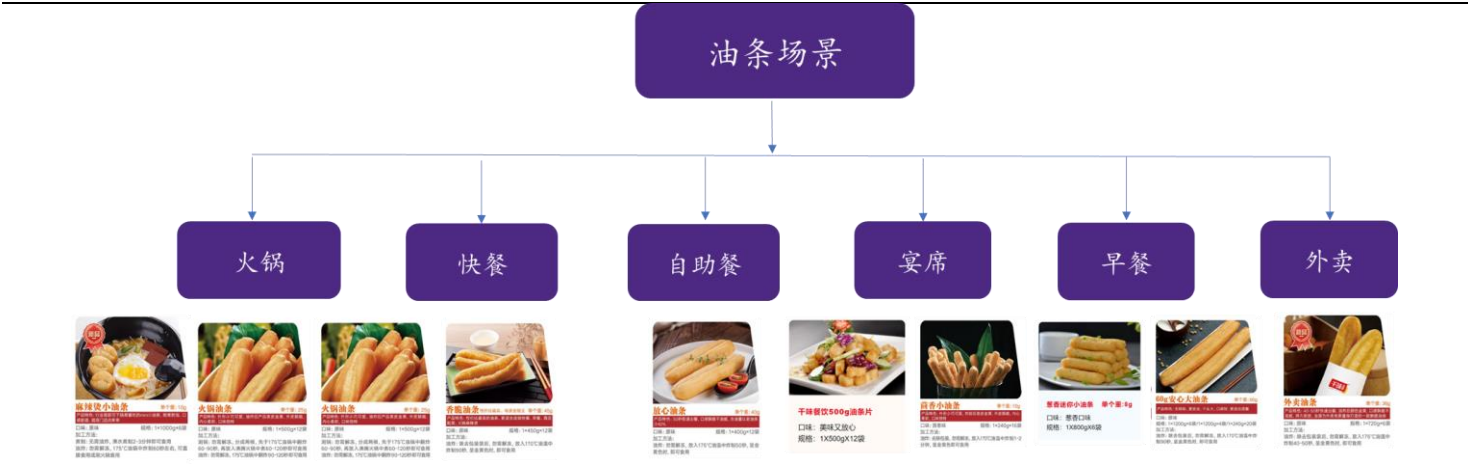
图表 85：千味央厨核心技术人员一览

姓名	职务	入职时间	工作经历	研发经验	荣誉奖项
贾学明	技术研发部总监	2012 年 6 月	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。	研发公司第一代油条、蛋挞以及象形面点和休闲产品，如安心油条、千层面奶黄包等销量高、热点高的产品。	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	2012 年 6 月	2008 年 7 月至 2012 年 5 月，任郑州思念技术研发资料管理员。	-	-
朱国新	技术研发部工程师	2012 年 6 月	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。	研发豆腐切丁机、红豆派上浆装置等新型设备。	-
李欢	技术研发部工程师	2013 年 9 月	2004 年 12 月至 2013 年 8 月，任郑州思念研发中心配方专员。	主持设计研发鲜肉酥饼、红豆派、青团、荷叶包饭等产品。	2019 年获得百胜中国金厨师奖
姬真真	技术研发部工程师	2012 年 6 月	2006 年 6 月至 2012 年 5 月，任郑州思念技术资料统计员、研发员。	主持研发芝麻球、地瓜丸等明星产品以及糯米糍、芝士薯球等直营客户定制产品。	-

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

研发理念：模拟餐厅后厨为核心，深入场景化研究。千味央厨较早地在行业内建立“模拟餐厅后厨”研发实验室，依靠专业化研发团队，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，从产品设计、设备研发、产品标准化等全方位开发、生产符合餐饮企业安全卫生、标准化等采购需求的速冻面米制品。此外，千味央厨依托现有产品深入进行场景化研究，针对不同消费场景进行产品创新。以大单品油条为例，公司自 2012 年开始进行油条场景细分，根据火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景衍生出茴香小油条、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。

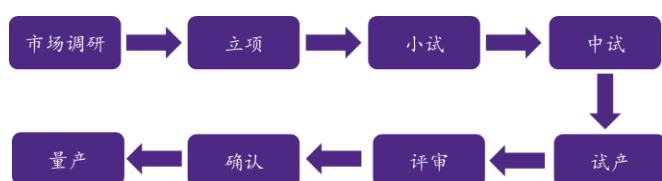
图表 86：千味央厨自 2012 年开始进行油条场景细分



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

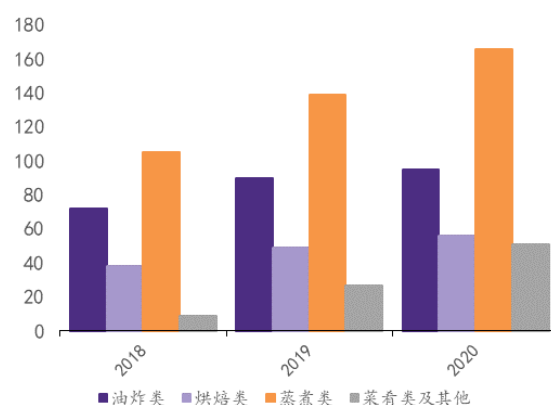
研发速度：千味央厨及时响应客户需求，具备快速研发能力。餐饮业态繁多、形式各异，在不同消费场景下食材需求多样，餐饮企业为推动业务增长、提高经营效益菜单更新快、对新品迭代要求高，因此对上游供应企业的新品研发速度和数量有较高要求，一般要求在 3-6 个月完成工艺优化、中试放大、生产并交货等全部工作。千味央厨内部树立“大客户优先”理念，形成对接大客户的内部小组，确保内部组织能够快速响应大客户需求，并围绕大客户需求经过市场调研、立项、小试、中试、试产、评审、确认、最终量产等 12 个阶段，迅速将需求方案转换为产品落地，2018 年公司完成 40 多项新产品上市，其中为肯德基研发并上市 7 个新品，得到客户肯定。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，包括油条、芝麻球在内的单品数量由 2018 年 224 个增至 2020 年 368 个。

图表 87：千味央厨新品开发过程一览



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

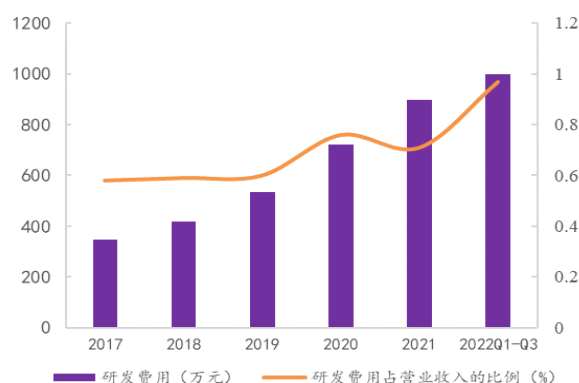
图表 88：千味央厨 SKU 数量由 2018 年 224 个增至 2020 年 368 个



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

研发成果：千味央厨注重研发投入，生产工艺和自动化水平行业领先。公司一直重视新产品、新技术、新工艺的投入和开发，研发投入由 2017 年 346.64 万元增至 2021 年 898.95 万元，4 年 CAGR 为 27%。生产工艺上，公司围绕餐饮客户特点进行个性化产品研发，对各类中华传统美食进行工业化改进，已获得油条工业化生产、芝麻球工业化生产、无铝安心油条等多项自主知识产权的科研成果和核心技术。生产设备上，公司与国内机械设备制造企业引进、消化、吸收国外技术，以及不断自主创新联合开发生产设备，并根据自身需求研发改造生产设备，研制蛋饼机、蛋挞切块机、油炸锅等非标专用设备，进一步提升生产效率。目前千味央厨持续加大研发投入，进一步开发油条、春卷全自动工业化生产线，丰富烘焙和蒸煎较生产线，提升生产自动化和规模化水平。

图表 89：千味央厨研发投入由 2017 年 346.64 万元增至 2021 年 898.95 万元，4 年 CAGR 为 27%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 90：千味央厨核心技术及产品应用一览

核心技术	来源	产品应用
油条纵切技术	自主研发	外卖油条、精品油条、酥脆油条等
油条灌蛋制备方法	自主研发	蛋芯油条
点心（小牛包、年猪包列）	吸收再创新	奔腾小牛包、黄金大年猪包
包装托盘	吸收再创新	喜宴福猪八宝饭
饭团（猪猪饼系列）	吸收再创新	喜宴福猪八宝饭
麻辣烫油条系列	自主研发	麻辣烫油条
注芯油条制作方法	自主研发	蛋芯油条
注芯油条加工装置	自主研发	蛋芯油条
面节高效生产方法	自主研发	捞面面节
冷冻土豆宽粉生产方法	自主研发	土豆宽粉
米糕常温短时发酵生产方法	自主研发	白糖桂花糕、红枣南瓜糕
油条高效和面技术方法	自主研发	外卖油条、火锅油条、安心油条、香脆油条等
球类产品高效成型配方、工艺、设备系统方法	自主研发	芝麻球、地瓜丸
新型成型油炸装置	自主研发	茴香小油条
意大利千层面生产方法	自主研发	千层面面皮
新型预调制八宝粥调理包	自主研发	腊八粥调理包、八宝粥调理包

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 91：千味央厨主要研发项目一览

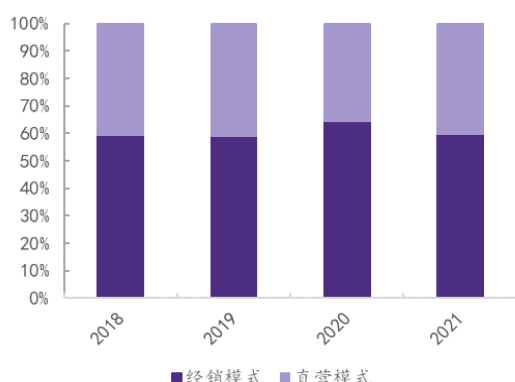
主要研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
油条类	实现全自动工业化油条生产线，提升产品品质，增加利润，提高产品竞争力。	试验阶段	从原料到包装整体成本精进。	作为主力品种，继续对油条工业化生产进行技术研究，保持行业领先地位。
油炸制品	实现全自动工业化春卷生产线，提升产品品质，增加利润，提高产品竞争力。	中试阶段	春卷平台成功搭建，以头部西式快餐为灯塔客户，拓展腰部西式快餐。	丰富产品品类，新型的生产方式，自动化、规模化生产。
烘焙类	丰富现有烘焙产品线，提升产品价值，差异化创新。	试产阶段	多品类投产，产品品类更加丰富，平台持续开发。	烘焙类预烤产品，进行技术升级，能够极大降低门店的运营成本，是未来烘焙门店、西式快餐、咖啡茶饮类门店的发展趋势。
蒸煎饺类	实现蒸煎饺市场占有率的突破。	生产阶段	口味扩展到 7 个以上，成本精进。	丰富产品品类，自动化、规模化生产。

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

3.3、渠道端：深度绑定大客户铸造壁垒，聚焦核心经销商实现放量

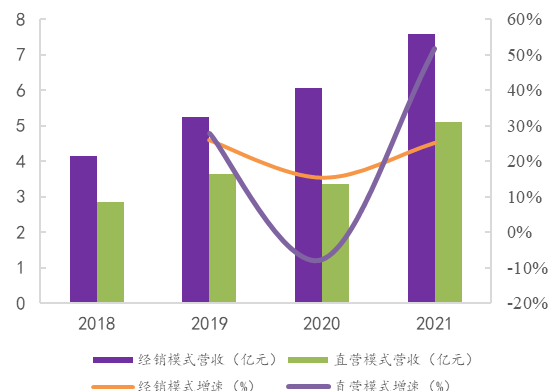
直营+经销双轮驱动，渠道占比较稳定。千味央厨采取直营+经销模式进行销售：**1) 直营模式：**公司和餐饮企业客户直接签约、直接合作，客户主要以品牌知名度较高的连锁餐饮企业为主，如百胜中国、华莱士、真功夫、九毛九、海底捞等；**2) 经销模式：**公司通过经销商作为中介向区域餐饮企业、团餐及乡厨等中小 B 客户实现产品供应。公司以经销模式为主，2018-2019 年渠道占比稳定，2020 年直营渠道占比下降至 35.74%，经销渠道占比增至 64.26%，主要系疫情期间肯德基、必胜客等直营客户受暂时停业、营业时间缩短及客流量减少影响采购金额下降，同时经销商积极开拓社区团购、送货到家以及商超、便利店等新兴渠道实现产品销售，家庭端对速冻面米食品需求也在疫情推动下增加。2021 年直营/经销模式实现营收 5.11/7.59 亿元，同比 51.62%/25.35%，占比 40.08%/59.58%。

图表 92：2021 年直营/经销模式占比 40.08%/59.58%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

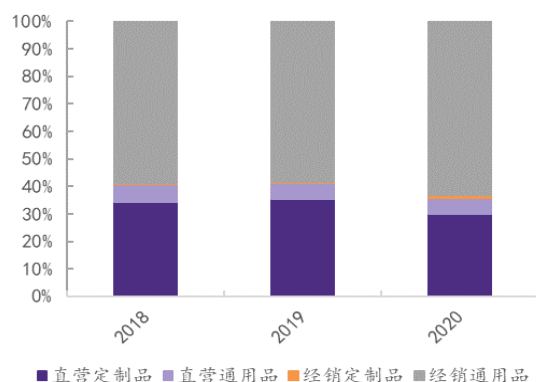
图表 93：2021 年直营/经销模式实现营收 5.11/7.59 亿元，同比 51.62%/25.35%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

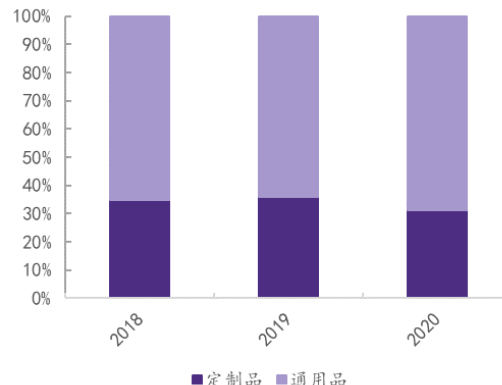
千味央厨面向直营客户以销售定制产品为主，面向经销客户以铺设通用产品为主。2020 年直营定制产品收入 2.83 亿元，占营业收入/定制产品收入比重为 30%/97%，经销通用产品收入 5.96 亿元，占营业收入/通用产品收入比重为 63%/92%。公司定制产品收入占营业收入比重由 2018 年 35% 增至 2019 年 36%，2020 年受疫情影响下滑至 31%，随着直营客户经营情况边际改善以及新品落地，定制产品收入占比有望不断提升。

图表 94：2020 年直营定制品/经销通用品收入占营业收入比重为 30%/63%



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 95：定制品收入占营业收入比重 2020 年受疫情影响下滑至 31%



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

定制品和通用品在需求确定、生产研发、客户服务等方面存在差异。1) 定制品：以定制客户为基础和核心，有助于深度绑定大客户资源。公司提供定制品前需要向特定客户明确定制需求，并在研发过程中与客户保持持续、双向、深度的沟通。定制品的加工工艺和品质要求一般更加严格和复杂，且受合同约束只能销售给定制生产客户，具有排他性。千味央厨具备定制化研发、柔性化生产、体系化品控和运营管理等综合能力，能及时响应客户的定制需求，通过长期的双向合作，有利于深度绑定大客户资源。2) 通用品：以产品为基础和核心，有利于产品铺设和放量。公司通过市场调研识别客户的通用品需求，生产研发过程以公司为导向，一般只与客户保持常规沟通，满足其标准化需求，产品不具备排他性，可向全体客户销售，因此通用品相比定制品更易向渠道铺设，实现规模放量。

图表 96：定制品与通用品区别一览

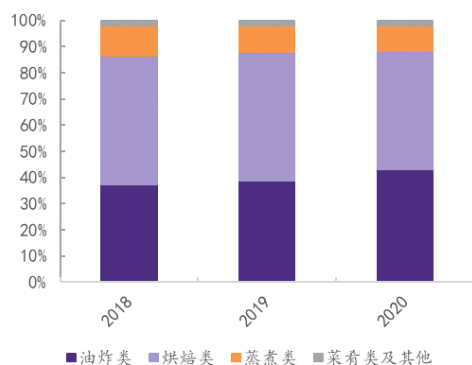
	定制品	通用品
特点	以定制客户为基础和核心	以产品为基础和核心，企业为主导
需求确定	客户提供定制需求	根据市场调研的结果来识别出客户的通用需求
销售对象	特定客户	全体客户
与客户关系	开展具体经营活动前，企业已与定制客户建立起确定的客户关系，在开展具体经营活动过程中，企业需要与定制客户保持持续不断、双向、深度的沟通，以确保满足定制客户的定制需求	开展具体经营活动以前企业与客户之间并未建立起任何确定的客户关系，开展具体经营活动过程中，企业一般只与客户保持常规沟通，以确保满足客户的通用需求
定价模式	加工工艺、品质要求通常比通用品更复杂、更严格，主要采取竞标定价	在考虑行业竞争程度和参考市场价格的基础上采用成本加成定价
生产方式	由公司自产	主要由公司自产，少量对外委托加工
营销方式	服务营销，建立个性化、贴近客户的营销服务小组。	产品营销

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

渠道产品结构：产品量价提升推动渠道增长。1) 直营模式产品以油炸类和烘焙类为主，2020 年收入占比分别为 43%、45%，2019 年直营渠道收入实现增长，主要系油条、蛋挞皮份额提升，咸蛋黄华夫面团、咸蛋黄肉酥青团等新品上市，以及油条、豌豆紫薯派销量增加所致。2) 经销模式产品以油炸类和蒸煮类为主，2020 年收入占比分别为 62%、25%，主要系公司细分油条消费场景，在安心油条基础上，研发出外卖油条、麻辣烫油条、传统大油条等适合火锅、快餐、团餐等中小 B 客户消费场景的产品，并不断优化油条工业化生产线，

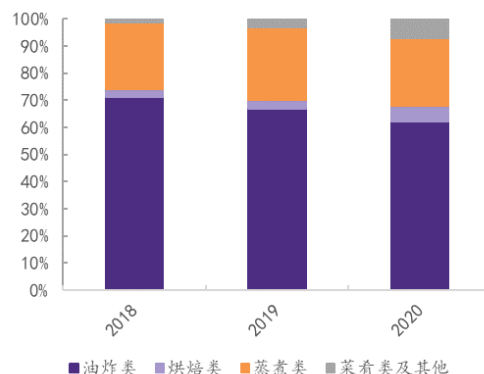
实现油条在经销渠道的快速放量。2020 年经销渠道增长主要系安心油条、芝麻球销量提升，馅饼、春卷、美国甜心派等单价提升，以及蒸煎饺、火锅小面筋等 20 多款菜肴类及其他新品上市所致。

图表 97：直营模式油炸类和烘焙类产品 2020 年收入占比分别为 43%、45%



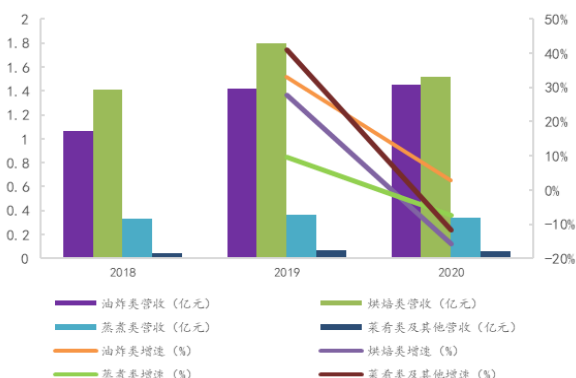
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 98：经销模式油炸类和蒸煮类产品 2020 年收入占比分别为 62%、25%



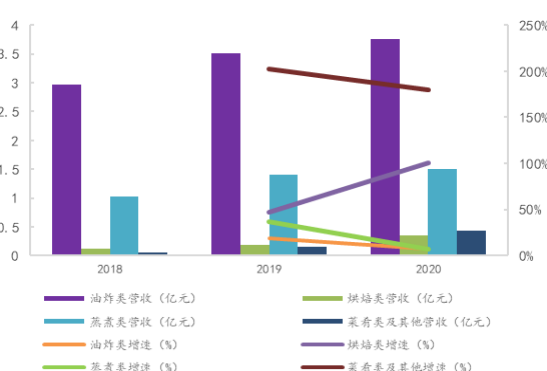
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 99：直营模式油炸类/蒸煮类/烘焙类/菜肴类及其他产品 2019 年增速为 33%/10%/28%/41%



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 100：经销模式油炸类/蒸煮类/烘焙类/菜肴类及其他产品 2020 年增速为 7%/7%/100%/180%



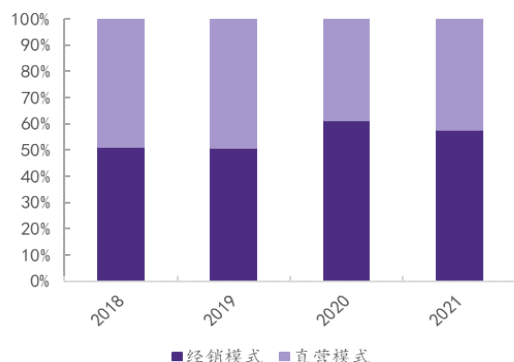
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

渠道毛利：直营毛利占比受疫情影响降低，但毛利率高于经销模式。直营模式和经销模式 2018-2019 年毛利贡献比例基本为 1:1，2020-2021 年由于直营客户受疫情影响采购金额减少，毛利贡献占比下降至 38%、42%。毛利率看，直营模式毛利率由 2018 年 28%下降至 2021 年 23%，系 2020 年开始运输费用计入营业成本所致；经销模式毛利率稳定维持在 20%左右。

直营模式毛利率高于经销模式，主要系：1) **保障经销商毛利空间。**经销模式按照出厂价确定价格，公司会让经销商根据其所在区域市场情况确定相关资源配置，因此会给经销商留下一定毛利空间。2) **具有议价权。**直营模式通过议价招标确定价格，千味央厨长期深耕速冻面米制品行业，已形成较高知名度、企业信誉和较强的规模、优质客户优势，因此对下游直销客户具有一定议价权。3) **提供定制化产品。**为满足客户个性化需求，直销模式

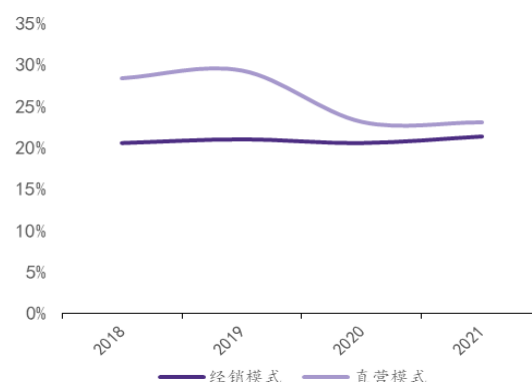
下为大型连锁餐饮企业提供的定制产品毛利率更高。

图表 101：2020-2021 年直营客户毛利贡献占比下降至 38%、42%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

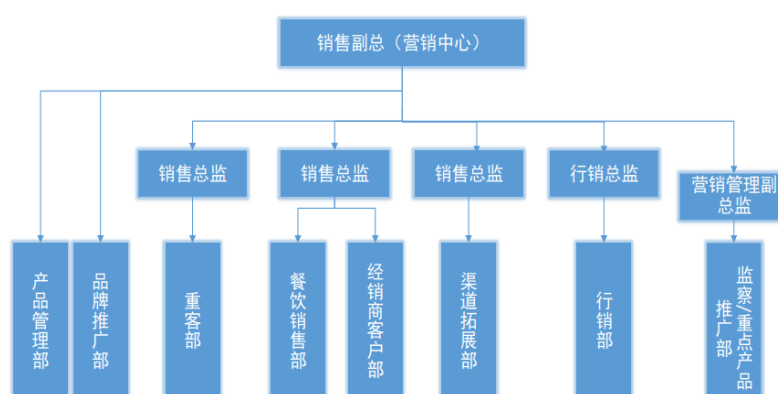
图表 102：直营模式毛利率高于经销模式



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

销售副总统管营销中心，直营经销分部门管理。公司营销中心负责市场营销业务，下设重客部、经销商客户部、渠道拓展部、行销部及产品管理部等，由销售副总统负责统筹管理。同时，公司设立销售支持部负责销售订单处理、物流运输、销售数据分析及客诉处理。其中：1) **重客部**：主要负责为百胜中国、华莱士、九毛九、真功夫、海底捞等直营客户提供服务；2) **经销商客户部**：主要服务于区域型餐饮客户，依托经销商进行销售；3) **渠道拓展部**：主要负责拓展新零售等新业务；4) **行销部**：主要负责营销中心在渠道和客户开发、服务提升方面的工作要求，并结合各区域实际情况跟进落地；5) **产品管理部**：负责产品管理和品牌推广等工作。

图表 103：千味央厨销售部门架构设置一览



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 104: 直营模式和经销模式对比一览

	直营模式	经销模式
定义	公司和部分餐饮企业客户直接签约、直接合作的一种销售服务模式	公司通过经销商作为中介向各个中小餐饮企业实现产品供应的模式
2021 年销售规模	5.11 亿元（占比 40%）	7.59 亿元（占比 60%）
2021 年毛利率	23%	21%
客户群体	以品牌知名度较高的连锁餐饮客户为主	中小餐饮企业、团餐、乡厨等
产品结构	以油炸类、烘焙类为主，如肯德基油条、蛋挞皮、华夫饼	以油炸类、蒸煮类为主，如麻辣烫油条、芝麻球、春卷、卡通包等
定价模式	一般通过议价招标模式确定价格	按出厂价确定对经销商的销售价格
生产模式	定制品生产为主，客户提供定制需求，产品由客户主导	通用产品生产为主，公司市场调研了解通用需求，产品由公司主导
物流模式	公司组织运输，由公司负责发货并承担运费	包括客户自提和客户委托公司代办产品运输两种方式，客户自行承担运费
销售结算政策	给予一般不超过 3 个月的信用期，信用期间由公司根据客户规模、交易量等情况和客户协商确定	一般采用“先款后货”的结算方式，公司与经销商明确约定订货前需先将货款汇至公司账户，确认收到货款后，方可办理发货事宜
销售返利政策	仅向华莱士、沃尔玛和老乡鸡提供销售返利	经销商达到事先约定的销售额和增长率后即可享受公司的返利政策

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

3.3.1、直营模式：与大 B 实现合作共赢，深耕多年具备先发优势

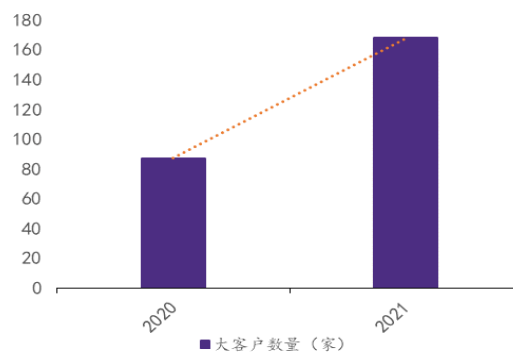
专注餐饮定制化，先发优势明显。千味央厨是行业内较早为餐饮连锁企业提供速冻面米制品解决方案的企业，多年深耕餐饮专供速冻面米制品领域，发掘餐饮市场需求，为餐饮企业提供专业化定制产品和服务，成为肯德基、必胜客、华莱士、海底捞、九毛九等众多知名餐饮连锁品牌的速冻面米制品供应商，具备优秀的大客户资源和较强的先发优势。截至2021年12月公司大客户数量为168家，较2020年12月增加81家，增幅为93.10%。

图表 105：千味央厨具备优秀的大客户资源



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

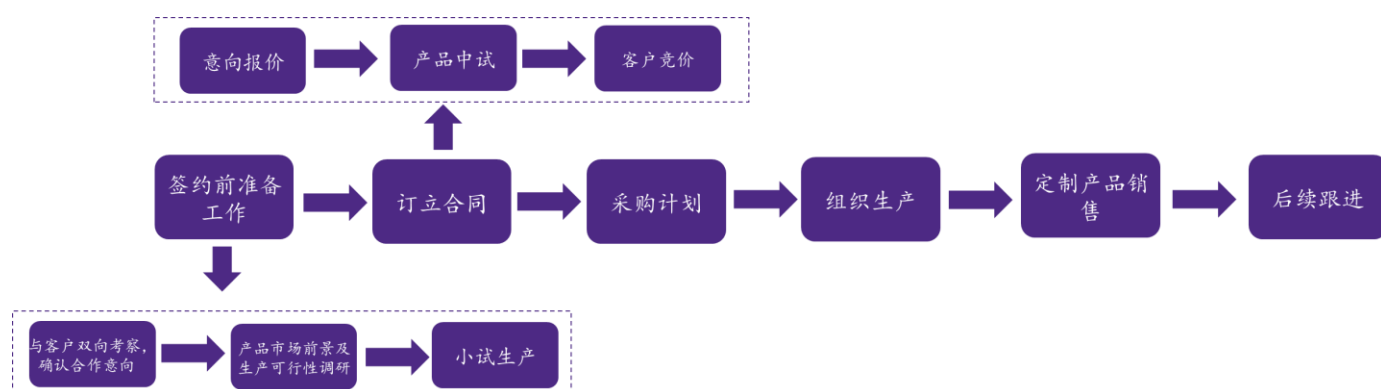
图表 106: 千味央厨大客户数量由 2020 年 87 家增至 2021 年 168 家



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

千味央厨从营销、研发、采购、生产和管理各方面深入定制化服务，满足大客户定制化产品需求。1) **采购环节**：部分直营客户从源头上把控产品质量，公司向其指定的供应商采购大宗物料，以及定制生产所需的小额物料，如为肯德基定制的“咸蛋黄腊味荷叶包饭”所需的食品级荷叶、“玫瑰酥饼”所需的食用级玫瑰、梅花肉等。2) **生产环节**：采取以销定产的生产模式，定制生产的业务流程主要包括签约前准备工作、订立合同、采购计划、组织生产、定制产品销售以及后续跟进六个阶段。3) **营销环节**：建立个性化、贴近客户的营销服务小组，市场营销活动前置到市场需求输入阶段，并渗透到各相关部门，具有层面宽、个性化的特点。4) **研发环节**：3-6 个月左右完成工艺优化、中试放大、生产并交货等全部工作，满足客户上新需求。定制生产是餐饮行业专业分工的产物，上游供应商为餐饮企业提供定制化产品，能有效降低餐饮企业生产运营成本，有利于餐饮企业聚焦资源于产品研发、餐厅运营及服务水平提升。

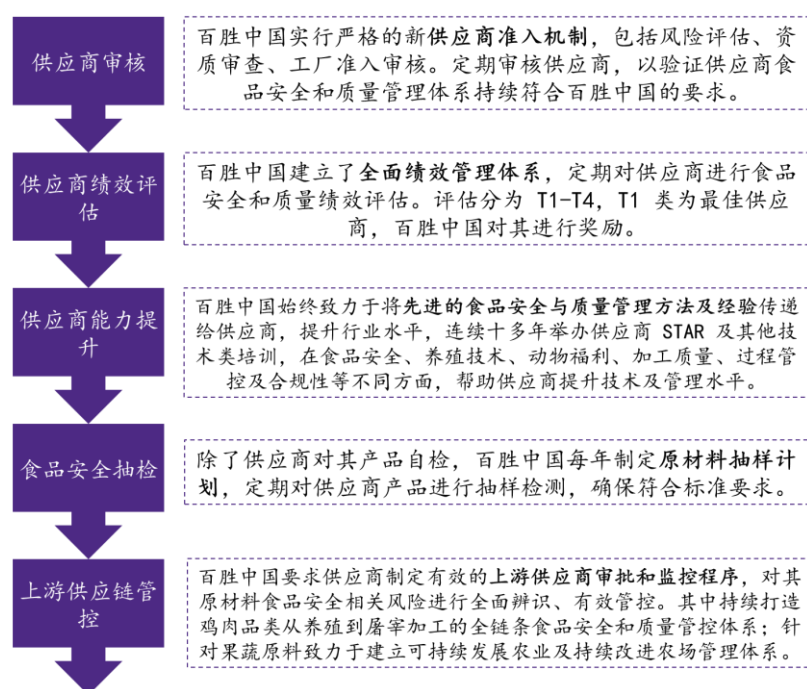
图表 107：千味央厨定制生产业务流程一览



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

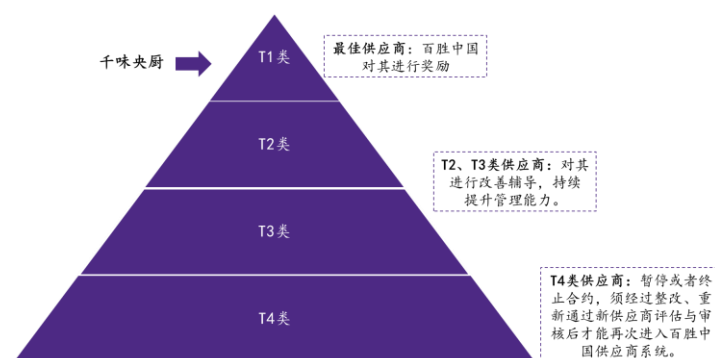
与定制客户长期深度绑定，构建核心渠道壁垒。由于速冻面米制品原材料供应充足、加工工艺门槛不高，速冻面米供应商众多，且规模、实力和信誉等参差不齐。直营客户注重定制产品的质量标准 and 品质稳定，因此对于供应商的选择十分慎重，定制生产前会经历较长的考察过程，一旦与供应商达成合作，除非有重大食品安全问题，否则不会轻易更换。公司为直营客户提供菜单设计、产品开发、产品销售、技术支持、干线物流运输以及后续服务咨询等在内的整体解决方案，与客户建立长期合作的同盟关系，有利于公司形成较强的供应链和渠道壁垒。以百胜中国为例，公司向百胜中国销售的油条类产品均为独家供货，并成为百胜中国 T1 级供应商，与百胜中国合作关系稳定，且百胜中国实行严格的供应商准入机制，并建立全面绩效管理体系，新兴供应商难以在短期内进入百胜供应链。

图表 108：百胜中国供应商管理体系一览



资料来源：百胜中国《2020 年可持续发展报告》，华鑫证券研究

图表 109：千味央厨已成为百胜中国 T1 级供应商

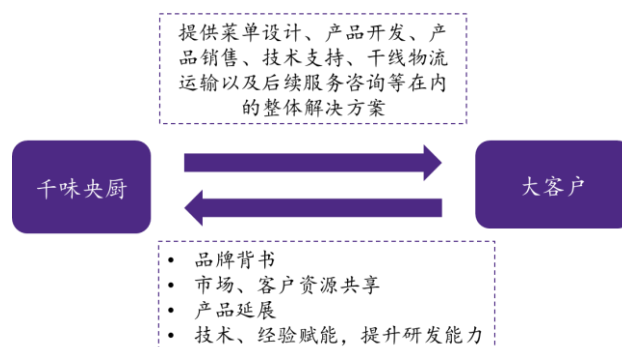


资料来源：百胜中国《2020 年可持续发展报告》，华鑫证券研究

定制模式下公司与客户实现合作共赢，驱动公司发展。1) **大客户背书，塑造公司品牌和商誉。**知名餐饮品牌在行业内具有标杆效应，为其提供定制化服务是展现企业技术能力的重要窗口，新兴餐饮连锁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。2) **大客户资源共享，开拓市场和客户。**公司主要客户如百胜中国、海底捞、老乡鸡、华莱士等大型连锁餐饮品牌一般具备较好的市场和客户资源，公司可与客户进行资源共享，加大客户和市场覆盖面。3) **大客户合作稳定，增强产品延展性。**在“定制研发+定制生产”模式下，研发产品的核心知识产权和相关生产工艺技术由生产企业享有和掌握，餐饮企业享有定制产品在一定时期内的独家销售权，公司与客户长期合作以

满足客户的新品需求，有助于企业维持和拓展自身产品的市场空间。4) 大客户赋能，提升研发能力。百胜中国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，连续十多年举办供应商 STAR 及其他技术类培训，有助于公司提升研发技术及管理水平，巩固定制化研发优势。

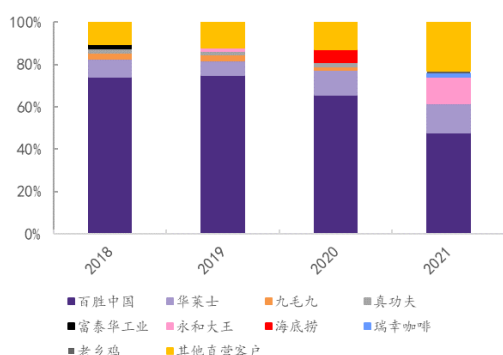
图表 110：定制模式下，千味央厨与客户实现合作共赢



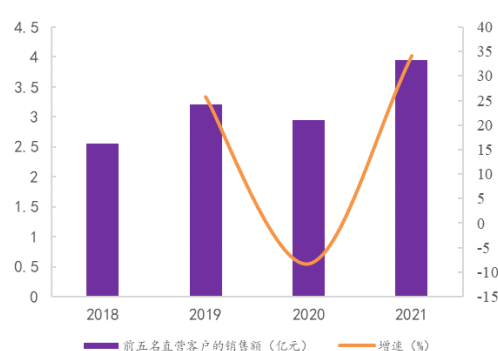
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

前五大直营客户保持增长，大客户体系逐渐多元化。千味央厨 2021 年前五大直营客户分别为百胜中国、华莱士、永和大王、瑞幸咖啡和老乡鸡，占直营收入比重分别为 48.03%、13.83%、12.28%、1.62%、1.49%，其中百胜中国和华莱士总计占比超 60%，为公司核心直营客户。公司前五大直营客户销售额保持增长态势，2021 年增速为 34.16%，但占营业收入比例由 2018 年 36.38% 下降至 2021 年 31.16%，其中百胜中国占营业收入比例由 2018 年 30.20% 下降至 2021 年 19.31%，一方面系疫情下核心客户采购金额减少，另一方面系 2021 年公司把一些成长性较高、未来发展潜力大的餐饮企业纳入大客户管理体系，客户类型逐渐多元化，由原来单一的中西式快餐逐步拓展至火锅、早餐、咖啡、新零售等新兴餐饮业态，公司对核心客户依赖性降低。

图表 111：2021 年百胜中国和华莱士占直营收入比例超 60%



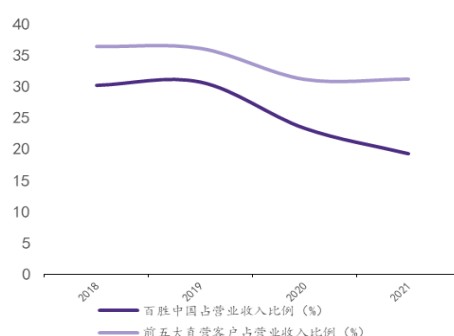
图表 112：2021 年前五大直营客户销售额增速为 34.16%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

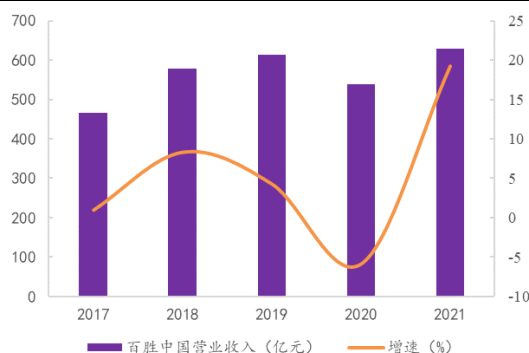
图表 113：前五大直营客户及百胜中国占营业收入比例均下降



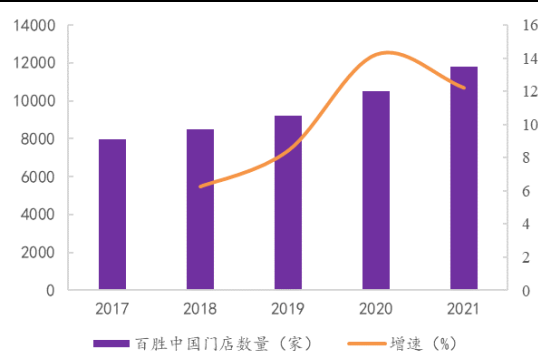
资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

百胜中国内生动力足，为公司提供稳定增长来源。千味央厨第一大客户百胜中国营收由 2017 年 466.8 亿元增至 2021 年 628.2 亿元，4 年 CAGR 为 8%，2020 年受疫情影响收入下滑 6%，2021 年增速恢复至 19%，门店数量保持逐年增长态势，由 2017 年 7983 家增至 2021 年 11788 家，4 年 CAGR 为 10%，内生增长动力足。随着百胜中国门店经营逐渐恢复以及公司推新速度加快，百胜中国有望持续为公司贡献稳定收入。

图表 114：百胜中国营收由 2017 年 466.8 亿元增至 2021 年 628.2 亿元，4 年 CAGR 为 8%



图表 115：百胜中国门店数量由 2017 年 7983 家增至 2021 年 11788 家

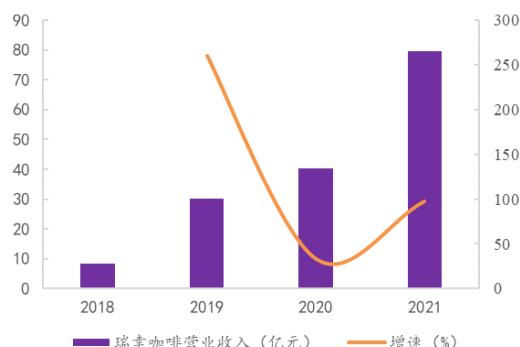


资料来源：wind，华鑫证券研究

资料来源：百胜中国公告，华鑫证券研究

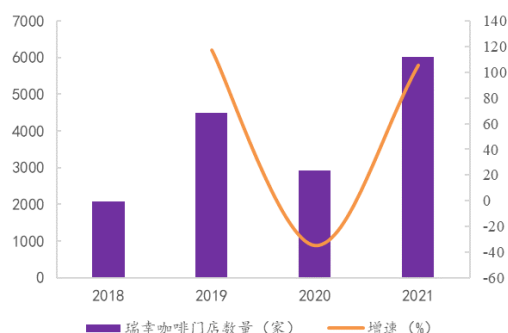
餐饮“新秀”发展潜力大，有望成为公司新驱动力。随着新兴餐饮业态的出现以及公司产品的不断创新，千味央厨改革大客户体系，除考虑客户的销售规模及门店数量，也注重客户的成长能力和发展潜力。近几年，公司创新性开发新零售（盒马、叮咚买菜）、火锅连锁（海底捞）、咖啡茶饮（瑞幸咖啡、太平洋咖啡）等餐饮渠道，并发掘区域连锁餐饮（老乡鸡、乡村基）的发展潜力，客户均为各细分行业内的领先品牌，公司希望通过头部灯塔效应拓展其他腰部客户。2021 年瑞幸咖啡和老乡鸡分别贡献销售额 827 万元和 763 万元，超九毛九、真功夫成为公司前五大直营户。瑞幸咖啡和老乡鸡均保持较快的收入增速，瑞幸咖啡营收和门店数量 2018-2021 年 CAGR 分别为 112%、43%，老乡鸡营收和门店数量 2019-2021 年 CAGR 为 24%、18%。从融资金额看，2021 年我国餐饮行业融资金额占比前三为咖啡、茶饮、小吃快餐领域，分别占比 21%、16%、13%。其中咖啡领域 2021 年融资事件数创新高，达到 25 起，融资总金额达到 45 亿元。

图表 116: 瑞幸咖啡营收 2018-2021 年 CAGR 为 112%



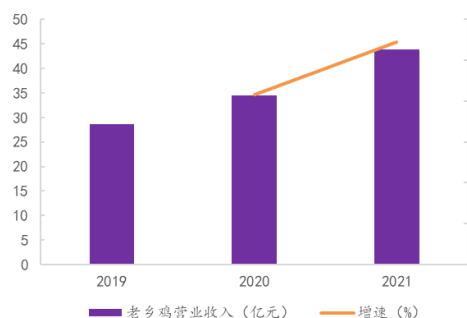
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 117: 瑞幸咖啡门店数量 2018-2021 年 CAGR 为 43%



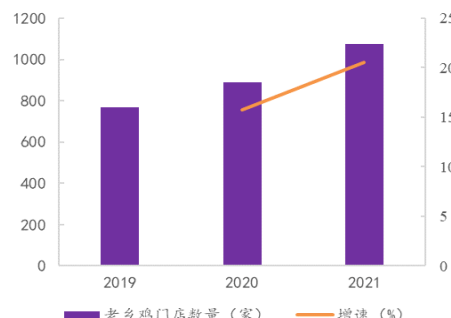
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 118: 老乡鸡营收 2019-2021 年 CAGR 为 24%



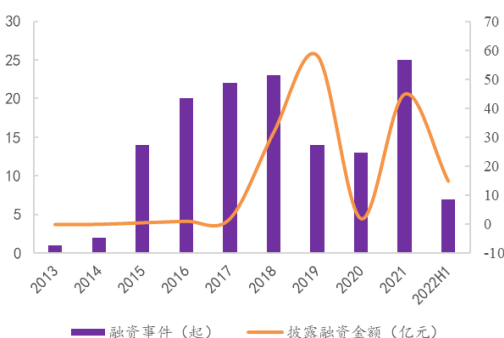
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 119: 老乡鸡门店数量 2019-2021 年 CAGR 为 18%



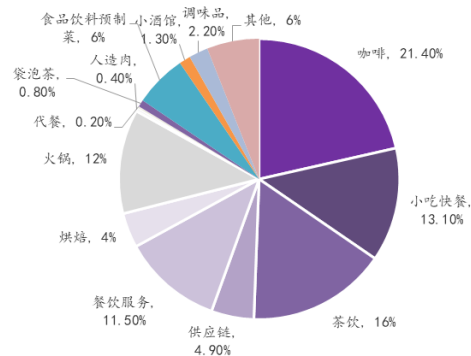
资料来源: 老乡鸡公告, 华鑫证券研究

图表 120: 2021 年咖啡相关领域融资事件数达到 25 起, 融资总金额为 45 亿元



资料来源: 红餐网, 华鑫证券研究

图表 121: 2021 年我国餐饮行业融资金额占比前三为咖啡、茶饮、小吃快餐领域



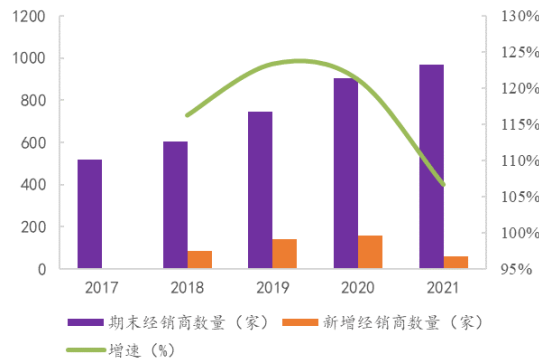
资料来源: NCB, 华鑫证券研究

3.3.2、经销模式: 赋能重点经销商做强做大, 培育初显成效

经销模式加速渠道下沉, 绑定中小 B 客户。千味央厨经销商数量由 2017 年 521 家增至

2021 年 968 家，4 年 CAGR 为 17%，保持扩张趋势。经销模式在渠道扩张和客户拓展上起着积极作用：1) **加速渠道下沉**。借助经销商在当地的销售渠道，公司产品可以加速向三、四线城市铺设和渗透，提升公司市占率。2) **拓展中小 B 客户**。国内中小餐饮数量较多且较分散，管理难度较大，经销商有比较强的分销能力，能帮助公司拓展团餐、乡村宴席、中小餐饮等中小 B 客户。3) **提升终端触达效率**。中小餐饮门店对食材配送的及时性和稳定性要求较高，经销商仓库可以作为各个区域市场的中转仓，提升配送效率，加强终端触达。

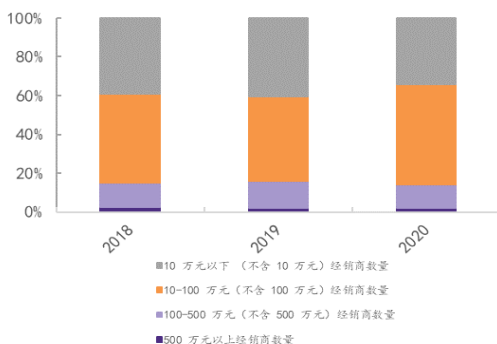
图表 122：千味央厨经销商数量由 2017 年 521 家增至 2021 年 968 家，4 年 CAGR 为 17%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

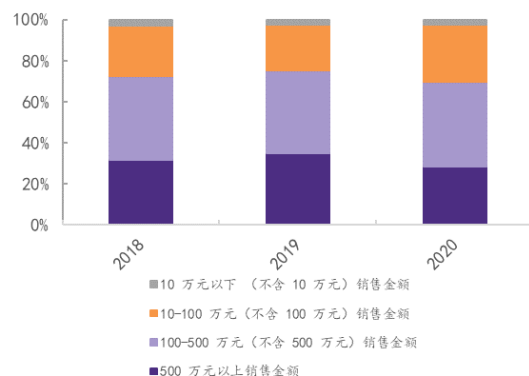
经销商结构：以中小经销商为主，大型经销商占比稳定。千味央厨无专属经销商，经销商体系以 100 万元以下中小经销商为主，占总经销商比重稳定在 85%左右，该类经销商主要有两种类型：第一类以海鲜、速冻调制食品销售为主，速冻面米制品作为旺季销售的补充品类，因此进货稳定性和销售连续性较差；第二类主要为区县级规模较小的经销商，同时代理较多品类产品，用户粘性相对较差。100 万元以上经销商数量较少，但销售额占营业收入比重稳定在 44%左右，占经销收入比重为 70%左右。该类经销商忠诚度较高，每年仅小个位数客户终止合作，流失率仅为 3%左右。

图表 123：100 万元以下中小经销商占总经销商比重稳定在 85%左右



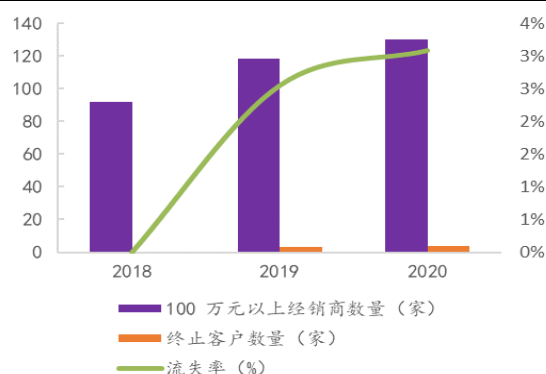
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 124：100 万元以上经销商占经销收入比重为 70%左右



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

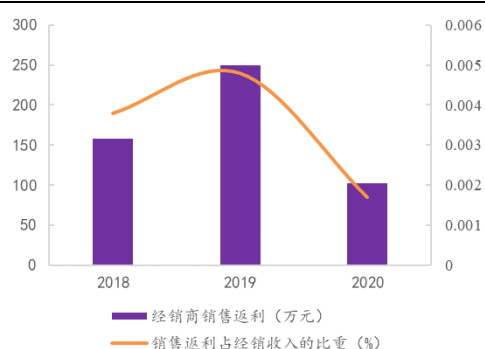
图表 125: 100 万元以上经销商流失率仅为 3%左右



资料来源: 千味央厨招股说明书, 华鑫证券研究

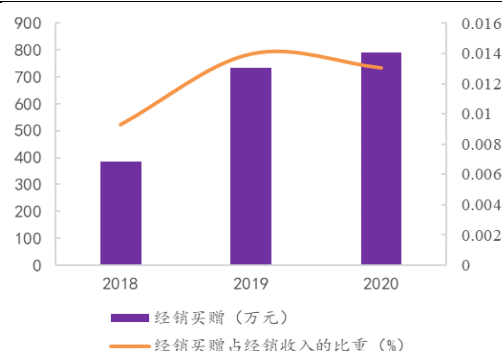
聚焦核心经销商, 多方面赋能支持做强做大。2021 年千味央厨对经销商采取“聚焦大客户深度服务”、“拓展渠道商”的管理模式, 支持重点经销商做强做大, 开发餐饮渠道商。公司从多方面赋能核心经销商: **1) 销售政策和策略倾斜。**为增强对优质经销商的扶持力度, 2018 年起对经销商实施销售返利政策, 同时不定期根据市场销售情况、产品品种推广需要制定买赠政策。**2) 协助核心经销商开拓终端网络。**公司销售人员由 2018 年 63 人增至 2021 年 223 人, 3 年 CAGR 为 52%, 单个销售人员服务经销商数量逐年下降, 2021 年下降为 4 家左右, 渠道精耕能力增强。**3) 加强产品推广。**对于战略产品, 公司通过样板市场建设、广宣氛围营造、铺货提升、重点客户打造、试吃推广、会议营销等措施, 帮助经销商达成销售。**4) 厂商联合。**与经销商形成厂商联合项目制共同体, 确定共同愿景, 制定短期阶段性目标, 给予渠道开发白皮书指引, 推进客户开发工作落地。**5) 助力经销商转型。**加大对经销商的培训力度, 组织各类经验交流会、学习会, 推动经销商向市场化、专业化转型。

图表 126: 千味央厨给予经销商销售返利金额及占比一览



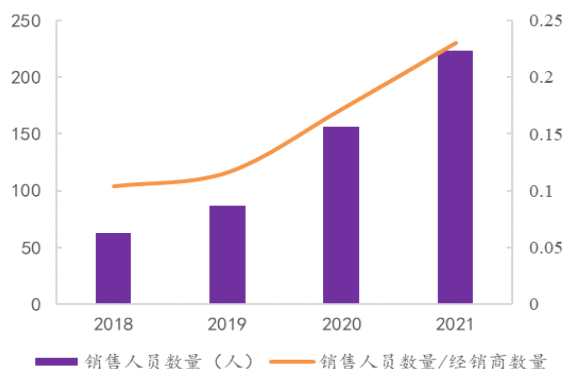
资料来源: 千味央厨招股说明书, 华鑫证券研究

图表 127: 千味央厨给予经销商买赠金额及占比一览



资料来源: 千味央厨招股说明书, 华鑫证券研究

图表 128：千味央厨销售人员由 2018 年 63 人增至 2021 年 223 人，3 年 CAGR 为 52%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

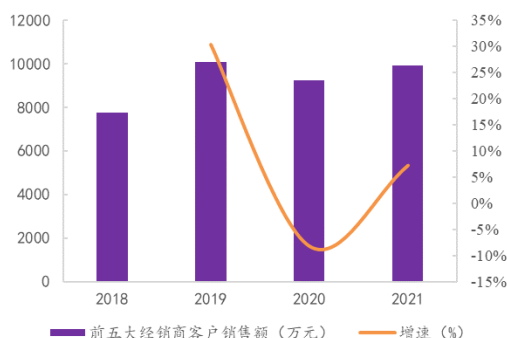
图表 129：千味央厨多方面赋能支持核心经销商做强做大



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

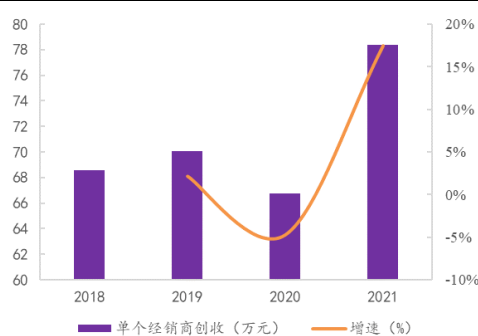
经销商培育初显成效。千味央厨前五大经销商销售额由 2018 年 0.77 亿元增至 2021 年 0.99 亿元，3 年 CAGR 为 9%，2020 年受疫情影响收入下滑 8%，2021 年由于公司发力蒸煎饺、米糕等单品，并深挖早餐、团餐渠道，经销商开发力度加大，增速恢复至 7.18%，前 20 大经销商销售额 2.06 亿元，增幅达到 50.14%。同时，在公司培育和赋能下，经销商创收能力也迅速提升，单个经销商创收由 2018 年 68.59 万元增至 2021 年 78.41 万元，3 年 CAGR 为 5%，2021 年增速达到 17.45%。

图表 130：千味央厨 2021 年前五大经销商销售额为 0.99 亿元，增速为 7.18%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

图表 131：千味央厨 2021 年单个经销商创收为 78.41 万元，增速为 17.45%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究



3.3.3、C 端：成立零售事业群，构建第二增长曲线

成立零售事业群发力 C 端，产品+渠道赋能。千味央厨紧抓 C 端发展机遇，成立零售事业群，在优势 B 端渠道基础上布局 C 端。产品上，公司具备研发优势，已在 B 端打造出油条、蛋挞、芝麻球、米糕等多款优势产品，为 C 端奠定产品基础。C 端产品逻辑主要包括两个方面：1) **B 端产品 C 端化**。将 B 端优势产品转换为适合 C 端销售的产品，如包装小型化、口味多样化等。2) **区域美食工业化**。抓住小笼包、热干面等区域美食的发展潜力，选择适合品类进行工业化生产。渠道上，公司已成立新零售事业部，也与连锁商超、新零售等大

客户开展定制化合作，未来有望实现渠道资源共享，进行C端产品推广。

聚焦细分场景，打造三大产品系列。针对C端年轻人群，公司推出岑夫子、千味解忧炸货铺及纳百味三大年轻化品牌，分别聚焦地方特色美食、空气炸锅场景、日常消费场景。岑夫子以继承传统+跨界组合+年轻化创新为核心路线，挖掘、创新地方特色美食，首推产品为粤式菜品靓汤云吞；千味解忧炸货铺发挥公司烤炸产品优势，主打空气炸锅专属产品，计划推出小龙虾芝士大挞、一口酥小蛋挞、黑椒肉丁多多爆汁肠、台式千层大方酥等七大单品；纳百味系列以早餐、夜宵、火锅、日常主食为主要场景进行产品设计和推广。

图表 132：千味央厨推出岑夫子、千味解忧炸货铺及纳百味三大品牌

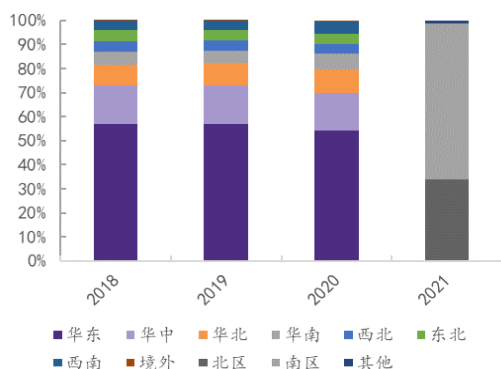
	岑夫子	千味解忧炸货铺	纳百味
品牌			
聚焦场景	地方特色美食	空气炸锅场景	日常消费场景
产品定位	以继承传统+跨界组合+年轻化创新为核心路线，挖掘、创新地方特色美食	聚焦“宅经济”、“懒人经济”、“健康经济”，主打堂食级空气炸锅美食专属产品	以早餐、夜宵、火锅、日常主食为主要场景进行产品设计和推广
代表单品	靓汤云吞-粤式菜品	小龙虾芝士大挞、一口酥小蛋挞、黑椒肉丁多多爆汁肠、台式千层大方酥等	-

资料来源：大河财立方，华鑫证券研究

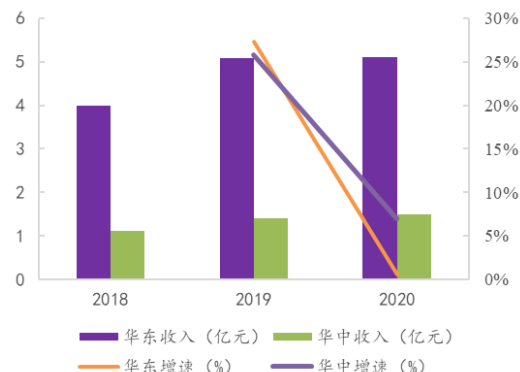
3.4、区域扩张：以华东区域为主，其他区域均衡发展

华东为核心区域，其他区域占比有望提升。千味央厨销售区域以华东、华中为主，主要系公司前两大直营客户百胜中国和华莱士归属华东区域所致。2020年华东/华中实现营收5.1/1.5亿元，同比0.58%/7.03%，占比54.10%/15.91%。近年来，公司加大力度拓展区域餐饮客户，逐步开拓华北、华南、西北、东北、西南市场，2020年占比分别为15.89%、8.63%、5.30%、4.32%、4.68%、4.02%。随着经销商数量扩张、客户群体拓展及生产基地建设，其他区域占比有望逐步上升。

图表 133：千味央厨销售区域以华东、华中为主，2020年占比分别为54.10%、15.91%



图表 134：2020年华东/华中实现营收5.1/1.5亿元，同比0.58%/7.03%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

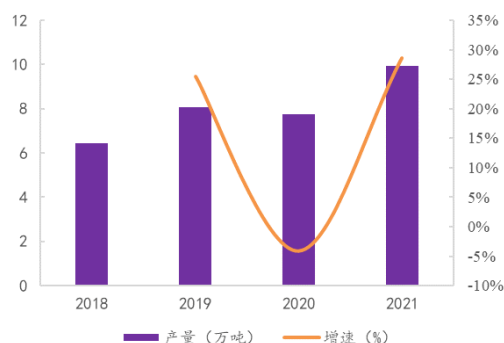
请阅读最后一页重要免责声明

54

3.5、产能端：产能稳步扩张，为公司发展保驾护航

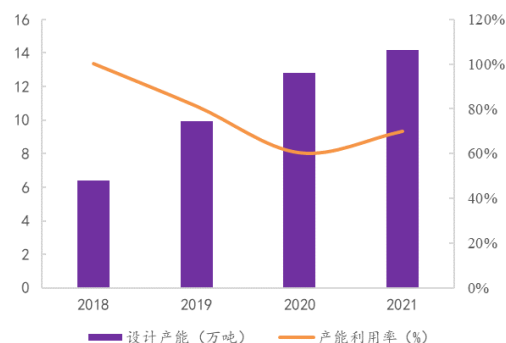
产能稳步扩张，逐步解决产能瓶颈。千味央厨产能按照冷冻隧道年作业 250 天，每天工作 16 小时计算，由于行业销售季节性、客户采购习惯及产品有效期限限制，实际产量较难达到标准产能，因此速冻面米制品产能利用率一般在 70%-80%。2018 年公司产能利用率高达 100.4%，产能瓶颈问题逐渐凸显，因此公司新设全资子公司新乡千味，由其建设食品加工建设项目一期、二期，公司总产量由 2018 年 6.43 万吨增至 2021 年 9.95 万吨，3 年 CAGR 为 16%，产能利用率下降至 2021 年 70.05%，公司产能满负荷问题逐步缓解。2020 年公司产能利用率仅为 60.41%，主要系疫情影响导致开工率不足及订单下滑，上半年产品产量下滑 18%所致，但随着疫情恢复，2020 年下半年和 2021 年产能利用率恢复至 70%以上。

图表 135：千味央厨总产量由 2018 年 6.43 万吨增至 2021 年 9.95 万吨，3 年 CAGR 为 16%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

图表 136：千味央厨产能利用率由 2018 年 100.4% 下降至 2021 年 70.05%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

IPO 募投落地，产能扩张持续。2021 年公司上市拟募集资金 2.82 亿元，其中 88.53% 资金用于投资新乡食品加工建设项目三期。新乡食品加工建设项目三期预计 2023 年 6 月末建成达产，新增年产 8 万吨速冻面米制品产能，投产后预计 2025 年总产能达到 19.6 万吨，2021-2025 年 CAGR 为 8%。2021 年各品类产销率均超 100%，总产销率为 115.24%，产品销售需求旺盛，新乡食品加工建设项目三期投产后能进一步扩张产能，满足生产和销售需求，巩固公司行业地位。

图表 137：千味央厨募投项目一览

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金拟投入金额（万 元）	募集资金投入金额占比	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	88.53%	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	11.47%	24 个月	千味央厨
合计	43,662.37	28,212.21	100.00%	-	-

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 138：千味央厨自建产能一览

项目	投产日期	设计产能		
		2023 年	2024 年	2025 年
新乡一期	2018 年	6.8	6.8	6.8
新乡二期	2020 年 2 月	4.8	4.8	4.8
新乡三期	2023 年 6 月	2.4	5.6	8
总产能		14	17.2	19.6

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 139：千味央厨分品类产量、销量及产销量一览

产品类型	项目	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
油炸类	产量（万吨）	5.70	4.84	5.14	4.17
	销量（万吨）	6.36	4.89	4.92	4.12
	产销率	111.57%	100.97%	95.72%	98.89%
烘焙类	产量（万吨）	1.00	0.99	1.15	1.00
	销量（万吨）	1.41	0.97	1.09	0.96
	产销率	140.62%	98.21%	94.97%	96.31%
蒸煮类	产量（万吨）	2.01	1.68	1.69	1.18
	销量（万吨）	2.45	1.59	1.56	1.20
	产销率	121.83%	94.59%	92.76%	101.52%
菜肴类及其他	产量（万吨）	1.23	0.23	0.09	0.09
	销量（万吨）	1.24	0.23	0.09	0.08
	产销率	100.91%	100.43%	94.74%	93.86%
总计	产量（万吨）	9.95	7.73	8.06	6.43
	销量（万吨）	11.46	7.67	7.66	6.36
	产销率	115.24%	99.22%	94.98%	98.90%

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

改建总部及研发中心，增强定制研发能力及管理效率。除扩建产能，公司拟使用 11.47% 募投资金投资总部基地及研发中心建设项目，通过本项目建设，公司将改建研发中心建筑面积 900 平方米，改建总部办公区、会议室建筑面积 2,400 平方米，新增研发中心专业技术人员 8 名，新增总部管理支持、市场营销人员一百余名。该项目将提高公司技术研发软硬件水平、增强技术储备和研发优势，提升公司定制化服务、新品研发、技术创新、质量控制等研发能力以及总部管理效率。

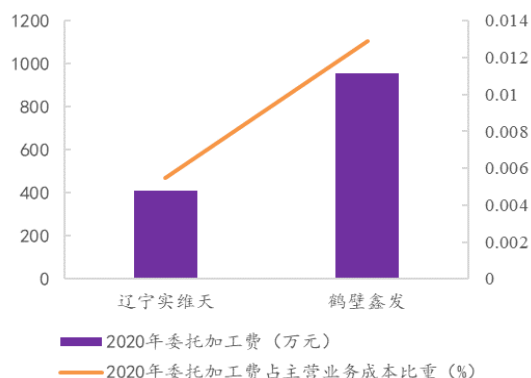
图表 140：总部基地及研发中心建设项目投资构成一览

投资内容			投资估算（万元）	占募集资金比例
建设投资	场地改造及装修费用	研发中心	285	8.81%
		总部	1,310.00	40.47%
	设备投入	研发中心	735.56	22.73%
		总部办公	677.64	20.94%
	研发人员投入			78
基本预备费			150.41	4.65%
项目投资总额			3,236.61	100.00%

资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

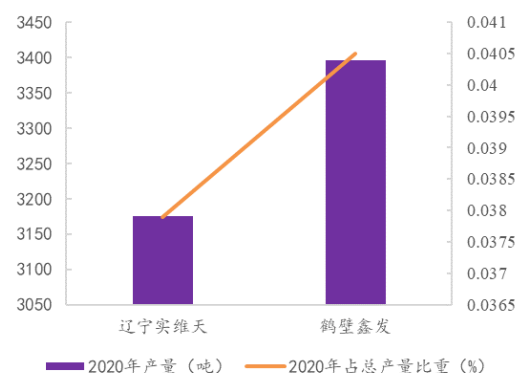
多地布局工厂，巩固规模优势。在工厂布局上，公司选择销售量大、客户集中的区域，通过自建、收购、租赁、代工等多种模式设立专业化产品工厂，为区域市场服务。除新乡工厂，2021 年 7 月公司在安徽芜湖开工建设华东生产基地项目，2022 年 5 月投产，满产后将释放 5 万吨产能/年，产值达 4-5 亿元，目前二期 5000 平米已经开始动工，三期工程计划 2023 年动工建设。为缓解产能压力，公司还在辽宁和鹤壁两地与外协工厂合作，其中辽宁工厂主要生产芝麻球、地瓜丸等产品，鹤壁工厂主要生产油条、卡通包等产品，2020 年两个工厂合计委托加工费占营业成本比重仅为 1.8%，合计产量占总产量比重达 7.8%。

图表 141：辽宁和鹤壁外协工厂合计委托加工费 2020 年占营业成本比重仅为 1.8%



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 142：辽宁和鹤壁外协工厂合计产量占总产量比重为 7.8%

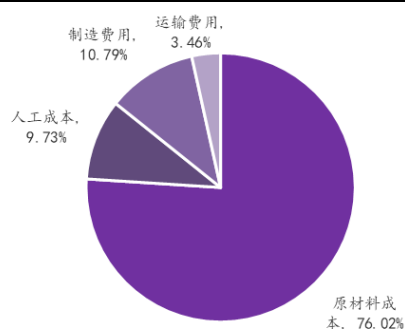


资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

3.6、成本端：发挥规模优势，成本管控能力强

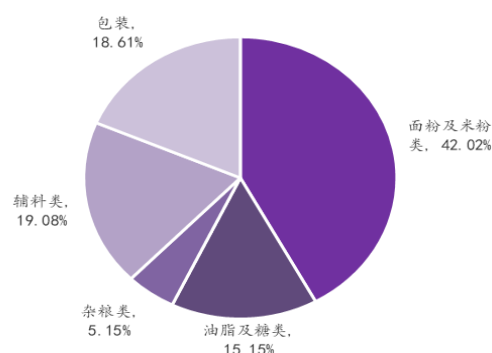
原材料为主要成本，以面粉及米粉类为主。千味央厨原材料成本 2021 年占营业收入比重为 76.02%，其中生产所需原材料主要包括面粉及米粉、油脂及糖、杂粮、辅料及包材等，面粉及米粉类为主要原材料，其次为油脂及糖类，2020 年分别占比 42.02%、15.15%。采购单价来看，主要原材料面粉及米粉类以及油脂及糖类采购单价较为平稳，彰显公司较好的成本管控能力。2019 和 2020 年杂粮类原料采购单价均上涨，主要系脱皮芝麻、红小豆、黑芝麻、粳糯米价格上涨所致。2020 年辅料类采购单价小幅上涨，主要系进口猪肉、无铝膨松剂价格上涨，以及增加单价较高的鸡胸肉、咸蛋黄蓉的采购量所致。

图表 143：千味央厨原材料成本 2021 年占营业收入比重为 76.02%



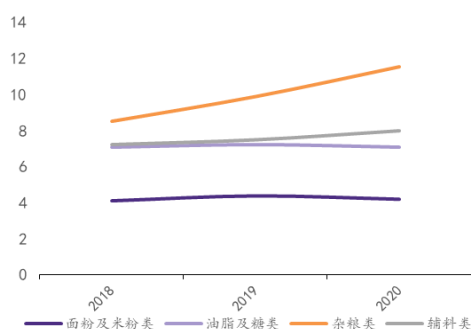
资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

图表 144：面粉及米粉为主要原材料，2020 年占比 42.02%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

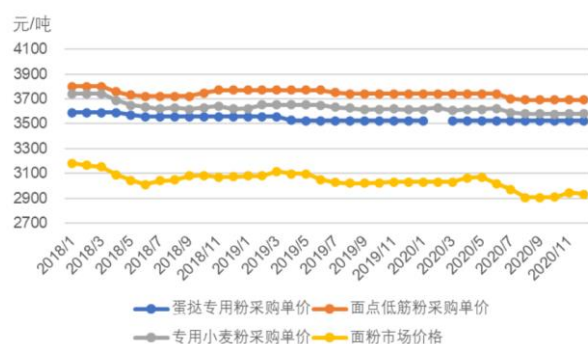
图表 145：主要原材料面粉及米粉类以及油脂及糖类采购单价（元/kg）较为平稳



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

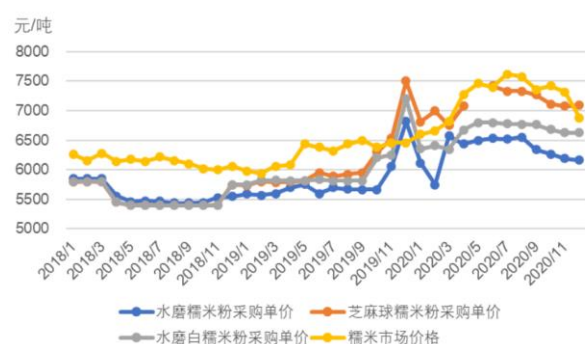
分品种看：1) **面粉类：采购价格基本稳定。**主要包括蛋挞专用粉、面点低筋粉和专用小麦粉-2，面粉类原料采购价格较为稳定主要系我国小麦主产区实行最低收购价政策，小麦市场收购价格基本稳定，同时公司采购具有规模效应所致。2) **糯米粉类和芝麻：采购价格随行就市。**糯米粉类主要包括芝麻球糯米粉、水磨糯米粉、水磨白糯米粉等，主要原料为粳糯米，作为小众品类，市场价格由供求决定，波动较大；脱皮芝麻使用进口埃塞俄比亚一级芝麻为原料，采购价格参考海关到岸完税成本价。3) **大宗商品：通过锁价稳定采购价格。**主要包括白砂糖和大豆油，2020 年下半年大豆油市场价格大幅上涨但公司大豆油采购价格增幅较小，主要系公司提前与供应商锁定采购价格和采购量所致。

图表 146：面粉类原料采购价格较为稳定



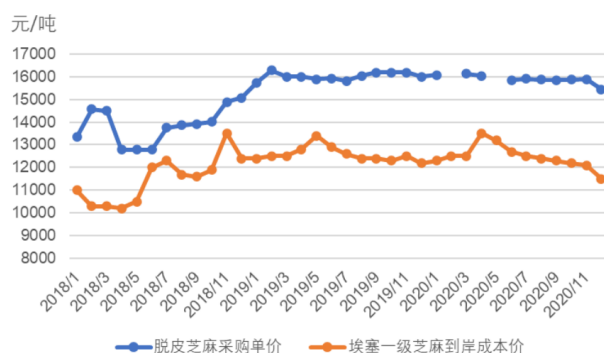
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 147：粳糯米市场价格波动较大



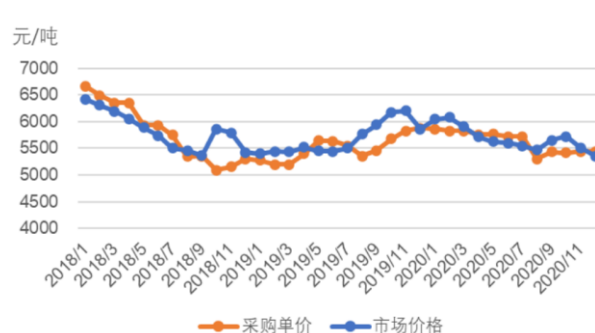
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 148：脱皮芝麻采购价格随行就市



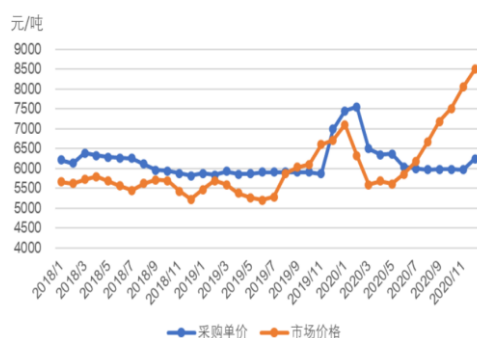
资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

图表 149：白砂糖采购价格随行就市



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

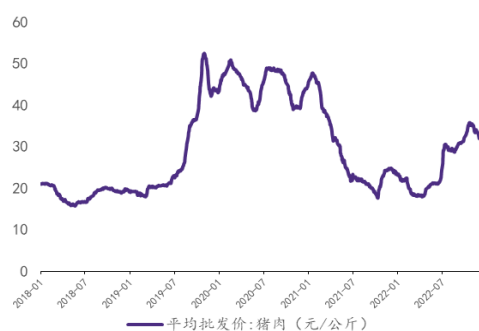
图表 150：千味央厨通过提前锁定采购价格和采购量稳定大豆油采购成本



资料来源：千味央厨招股说明书，华鑫证券研究

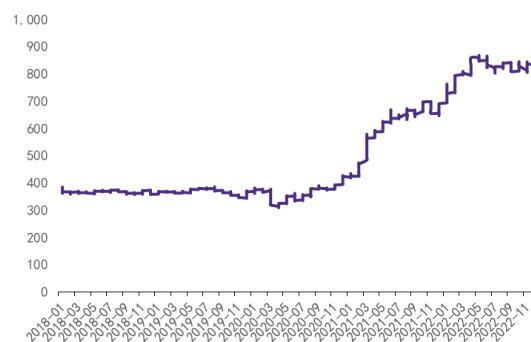
2022 年部分原材料价格上涨，公司得益于采购规模优势、优秀的成本管控能力以及提价措施，毛利率保持稳定。据 Wind 资讯，2022 年猪肉、油脂等原材料价格有上涨趋势，但公司 2022Q3 毛利率为 22.71%，同增 0.9pct，主要系公司原料采购具备规模优势，同时积极优化产品结构（淘汰低毛利产品，提升烘焙类产品占比）和改进生产工艺，并提前采取提价措施所致。2021 年 12 月 2 日公司为应对成本压力上涨宣布提价，自 2021 年 12 月 25 日起对部分速冻米面制品产品促销政策进行缩减或经销价进行上调，调价幅度为 2%-10%。

图表 151：2022 年猪肉价格呈先跌后涨趋势



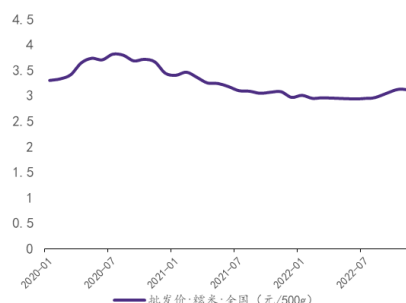
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 152：2022 年油脂价格上涨至高位稳定



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 153：2022 年糯米价格较稳定



资料来源：wind，华鑫证券研究

4、盈利预测与评级

我们预计 2022-2024 年 EPS 为 1.23/1.63/2.09 元，当前股价对应 PE 分别为 53/40/31 倍，维持“买入”投资评级。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,274	1,541	1,920	2,350
增长率（%）	34.9%	20.9%	24.6%	22.4%
归母净利润（百万元）	88	107	141	181
增长率（%）	15.5%	20.6%	32.1%	28.2%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.23	1.63	2.09
ROE（%）	9.3%	10.2%	12.0%	13.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、原材料上涨风险、股权激励目标不及预期、B 端复苏不及预期等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	1,274	1,541	1,920	2,350
现金及现金等价物	332	590	857	1,110	营业成本	989	1,206	1,498	1,829
应收款	71	76	79	84	营业税金及附加	12	14	17	20
存货	162	164	166	172	销售费用	42	52	63	75
其他流动资产	29	31	35	38	管理费用	107	139	167	202
流动资产合计	593	860	1,137	1,404	财务费用	5	-9	-12	-17
非流动资产：					研发费用	9	11	13	16
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	164	193	232	277
固定资产	606	584	552	518	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	30	12	5	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	38	36	34	33	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	112	130	176	226
其他非流动资产	73	73	73	73	加：营业外收入	3	6	4	3
非流动资产合计	747	705	664	626	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,341	1,565	1,801	2,029	利润总额	113	135	178	228
流动负债：					所得税费用	26	30	39	50
短期借款	15	15	15	15	净利润	87	105	139	178
应付账款、票据	144	150	166	177	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	163	163	163	163	归母净利润	88	107	141	181
流动负债合计	326	334	351	364					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	35	155	245	295	成长性				
其他非流动负债	26	26	26	26	营业收入增长率	34.9%	20.9%	24.6%	22.4%
非流动负债合计	61	181	271	321	归母净利润增长率	15.5%	20.6%	32.1%	28.2%
负债合计	388	515	623	686	盈利能力				
所有者权益					毛利率	22.4%	21.7%	22.0%	22.2%
股本	87	87	87	87	四项费用/营收	12.8%	12.5%	12.1%	11.8%
股东权益	953	1,050	1,178	1,344	净利率	6.8%	6.8%	7.2%	7.6%
负债和所有者权益	1,341	1,565	1,801	2,029	ROE	9.3%	10.2%	12.0%	13.4%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	28.9%	32.9%	34.6%	33.8%
净利润	87	105	139	178	营运能力				
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
折旧摊销	38	42	41	39	应收账款周转率	18.0	20.3	24.3	28.1
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	6.1	7.4	9.1	10.7
营运资金变动	-26	-2	8	-1	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	98	145	186	213	EPS	1.02	1.23	1.63	2.09
投资活动现金净流量	-183	40	39	37	P/E	63.9	53.0	40.1	31.3
筹资活动现金净流量	342	111	79	37	P/S	4.4	3.7	2.9	2.4
现金流量净额	258	296	304	287	P/B	5.9	5.4	4.8	4.2

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。