

餐饮供应链行业专题

从千味央厨看速冻面米餐饮市场新蓝海 增持（维持）

2020年07月12日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

投资要点

■ **餐饮高景气度带动 B 端市场，供需双向促进餐饮供应链发展：**中国餐饮零售额 19 年达到 4.67 亿元，高景气带动速冻面米餐饮市场发展。

需求端：1) 餐饮连锁化趋势带来对标准化、规模化的强烈需求，推动速冻供应链步入新的成长轨道；2) 外卖市场高速增长，激发短时配送诉求，赋予快速响应的食材供应商绝佳机遇；3) 团餐企业门店数增长超 22%，为速冻供应链发展注入新活力，打开下沉市场。

供给端：1) 冷库规模攀升，确保速冻食品稳定供给；2) 冷链物流快速发展，运输能力有效提升，为速冻食品跨区域扩张奠定基础。

■ **产品格局：传统品类接近饱和，场景化+新单品驱动新成长。**传统老三样汤圆、饺子和面点占比达 77%，趋向饱和，挖掘细分赛道大单品是破局方向。以千味央厨为例，构建四大类产品，以油炸类为主，烘焙、蒸煮类为辅。产品矩阵纵横两维度拓宽：横向，爆款产品如油条，横向深入细分场景增强单品生命力；纵向，研发助力向火锅、团餐类食材延伸。

■ **B 端经营模式：定制化构筑深厚护城河，通用品助力规模扩张。**速冻面米餐饮市场主要可分为通用品和定制品两类模式。以千味央厨为例：1) **定制品：**收入占比约 35%。该模式下，客户考察时间周期长，但达成稳定合作后，其转换成本高，易形成深度绑定，构建深厚护城河。公司与百胜中国、华莱士、九毛九、海底捞等知名连锁餐饮达成定制化合作，其中，百胜是第一大客户，19 年收入占比 30.7%。2) **通用品：**收入占比约 65%，主要面向中小餐饮。其定制化需求弱而对渠道需求大。因此，以经销模式销售通用品以快速实现规模化。19 年末达到 748 家经销商，数量超过安井食品，迅速辐射中小餐饮企业和团餐、乡厨等终端客户。

■ **细分龙头：千味央厨深耕 B 端脱颖而出。**由思念集团创始人李伟汇聚业内金牌团队，深耕 B2B 十余年，成就速冻面米餐饮市场龙头。18 年获得京东和绝味食品战略投资，布局“互联网+”战略。17-19 年公司营收分别为 5.93/7.01/8.89 亿元，CAGR 达到 22.5%；实现净利润 0.47/0.59/0.74 亿元；CAGR 达到 25.5%。

生产端：以自产为主，近三年自产比例均超过 95%，强化产品力。产能利用率充分，17-19 年产能利用率分别达到 87.4%/100.4%/81.3%，亟待扩充产能。本次募投项目将建设 8 万吨年产能，将充分释放成长空间。

财务视角：受益规模扩张，千味央厨毛利率持续提升，17-19 年毛利率分别为 22.7%/23.8%/24.5%；同时受益 B 端市场低营销费用特点，公司净利率 18-19 年均保持在 8%以上，19 年高于可比平均水平 2.34pct。叠加以销定产高周转，17-19 年分别实现 ROE 16.98%/16.59%/15.79%，显著高于行业均值，展现亮眼的盈利能力。

■ **投资建议：**在餐饮连锁化和外卖、团餐爆发带来的需求推动下，速冻食品等细分赛道的餐饮市场作为新蓝海有望持续高增长。建议关注深耕餐饮市场、占据先发优势的千味央厨；速冻火锅料龙头安井食品以及速冻水饺传统龙头、积极转型 B 端的三全食品；聚焦中式复合调味料餐饮市场的日辰股份及逐步转型 B 端、战略性发力定制餐调的天味食品。

■ **风险提示：**食品安全风险；新冠疫情引起的经营风险；行业竞争加剧的风险；宏观经济风险；

行业走势



相关研究

1、《海底捞国际对比专题：从国际巨头看餐饮连锁发展变迁》2019-12-09

2、《【东吴汤军 社服餐饮】从九毛九国际看连锁餐饮培育与商业化扩张》2019-09-10

内容目录

1. 速冻面米餐饮市场：行业迎来高速成长期，拥抱 B 端新蓝海	5
1.1. 对标海外，速冻产业前景广阔，增长可期	5
1.2. 速冻面米赛道迎来成长期，有望持续高增长	6
1.3. 速冻面米零售市场竞争激烈，餐饮市场新蓝海大有可为	7
1.3.1. 零售市场：三足鼎立，市场竞争激烈	7
1.3.2. 餐饮市场：千位央厨专注深耕成就行业龙头，新蓝海份额提升可期	8
1.4. 餐饮景气度提升带动 B 端市场，供需双向促进餐饮供应链发展	10
1.4.1. 餐饮业成本攀升，提质降本需求凸显	11
1.4.2. 连锁化率提升+外卖爆发，提升对餐饮供应链需求	11
1.4.3. 挖掘下沉市场，团餐、乡厨打开新需求	12
1.4.4. 供给端：冷链物流助力速冻食品供给，为速冻行业发展奠定基础	13
2. 产品格局：传统品类接近饱和，场景化+新单品驱动新成长	14
2.1. 市场产品结构多年未变，传统老三样占比达 77%，趋向饱和	14
2.2. 横向挖掘细分场景、纵向打造创新单品，纵横驱动面米产品丰富度提升	14
2.2.1. 细分领域大单品或成行业成长驱动力，提升产品格局丰富度	14
2.2.2. 横向拓宽：爆款深入不同细分场景，增强单一产品生命力	16
2.2.3. 纵向延伸：研发体系助力细分赛道大单品开发，驱动产品线丰富度提升	16
3. B 端市场营销模式：定制品、通用品各有千秋	18
3.1. 定制化产品厚积薄发，深度绑定大客户，产品力构筑护城河	18
3.2. 通用品模式动如雷霆，实现快速扩张，渠道力抢占市场份额	19
4. 细分龙头：千味央厨深耕 B 端脱颖而出，扩产能打开成长空间	22
4.1. 治理结构：创始人持股集中，股权激励激发员工潜力	22
4.2. 生产模式：自产保证产品力稳定，投扩产能打开未来成长空间	23
4.3. 财务视角：B 端市场盈利能力显优势，以销定产驱动高周转	25
4.3.1. C 端市场利润承压，B 端市场凸显盈利优势	25
4.3.2. 以销定产驱动高周转，叠加高净利，ROE 行业领先	27
5. 投资建议	29
6. 风险提示	29

图表目录

图 1: 规模以上速冻食品企业数量迅速增长.....	5
图 2: 2017 年我国速冻食品人均消费量远低于海外.....	5
图 3: 2014 年-2018 年中国速冻食品产量及增速.....	5
图 4: 13-17 年速冻食品行业规模, 17 年已突破 1,200 亿.....	5
图 5: 速冻食品可分为调制品、面米品和其他三类.....	6
图 6: 2018 年速冻食品市场分类占比, 面米占比过半.....	6
图 7: 速冻面米行业规模持续增长, 18 年达 736 亿元.....	6
图 8: 速冻食品产业链, 下游餐饮渠道空间广阔.....	7
图 9: 对标日本, 我国速冻食品餐饮渠道空间仍大.....	7
图 10: 2018 年速冻面米零售市场三足鼎立, 集中度高.....	8
图 11: 三全食品单价 13-15 年持续下滑.....	8
图 12: 十余年深耕速冻面米, 打造连锁餐饮的中央厨房.....	8
图 13: 千味央厨爆款产品包括油条、芝麻球、猪猪包等.....	9
图 14: 千味央厨致力打造定制化后厨.....	9
图 15: 千味央厨部分知名连锁品牌客户, 覆盖肯德基、必胜客、海底捞、九毛九等知名品牌.....	9
图 16: 京东战略投资, 赋能公司“互联网+”战略.....	10
图 17: 17-19 年公司营收 CAGR 达到 22.5%.....	10
图 18: 2017-2019 年公司归母净利及利润率.....	10
图 19: 中国餐饮零售总额高增长, 2019 年达 4.67 万亿.....	11
图 20: 外出就餐比例从 10 年 25.2% 增至 16 年 32.5%.....	11
图 21: 近 10 年商铺租金持续上升.....	11
图 22: 11 年-19 年住宿和餐饮就业人员工资 CAGR 7.9%.....	11
图 23: 中国餐饮连锁化率迅速提升, 18 年达 9.6%.....	12
图 24: 2019 年中国外卖行业交易规模破 6,000 亿元.....	12
图 25: 团餐市场规模及份额均不断提升.....	13
图 26: 2018 年团餐客户类别占比, 以学校和企业为主.....	13
图 27: 中国冷库容量及冷链运输车保有量持续提高.....	13
图 28: 我国冷库保有量区域占比.....	13
图 29: 2018 年中国速冻面米产品格局依然.....	14
图 30: 2019 年日本前十大速冻食品产量.....	14
图 31: 千味央厨四大产品类别.....	15
图 32: 分品类收入, 油炸类超 5 成, 烘焙、蒸煮逐年提升.....	15
图 33: 千味央厨油条家族.....	16
图 34: 千味央厨研发体系, 定制需求从研发到交付只需 3-6 个月.....	17
图 35: 速冻食品 C 端和 B 端市场特点对比.....	18
图 36: 通用品和定制品生产模式差异.....	18
图 37: 定制品销售收入持续提升, 2019 年增速超 30%.....	19
图 38: 定制品以直营渠道为主, 近三年占比超过 98%.....	19
图 39: 对于定制品和通用品两种模式的渠道策略.....	20
图 40: 通用品收入占比约 65%。19 年增速达 24.5%.....	20
图 41: 经销渠道占比大于 90%, 迅速铺开通用品市场.....	20
图 42: 17 年以来千味央厨经销商数量持续上升.....	21

图 43: 中小经销商数量大, 助力通用品下沉.....	21
图 44: 千味央厨股权结构, 创始人持股达 62.49%.....	23
图 45: 委托加工比例持续下降, 以自产保证产品力.....	24
图 46: 19 年扩产后迅速放量, 产能利用率超 80%.....	24
图 47: 三期厂房达产后预期产能及产能利用率.....	25
图 48: 三期厂房预期折旧情况及对经营成果的影响.....	25
图 49: 千味央厨毛利率持续提升, 净利率 8%以上.....	25
图 50: 19 年横向对比, 千味央厨盈利水平行业领先.....	25
图 51: 直营渠道充分发挥规模效应, 毛利率更高.....	26
图 52: 经销渠道毛利率持续提高.....	26
图 53: 总体费用水平保持稳定.....	26
图 54: 管理人员薪酬及仓储费随规模扩张而增加.....	26
图 55: 千味央厨 ROE 行业领先, 规模扩张导致的周转放缓使 ROE 略有下滑.....	27
表 1: 千味央厨在售产品类别及数量, 突围传统“老三样”.....	15
表 2: 千味央厨产品定价情况一览, 均价在 9-18 元/公斤之间.....	15
表 3: 千味央厨核心技术一览, 研发驱动产品线拓宽, 火锅、团餐类产品技术储备充足.....	17
表 4: 直营渠道以知名品牌为主, 第一大客户百胜中国占比超过 30%.....	19
表 5: 速冻行业主要玩家业务模式对比, 千味央厨专注 B 端市场, 定制品生产构筑竞争壁垒.....	22
表 6: 千味央厨主要管理团队, 均拥有丰富的行业管理经验.....	23
表 7: 募投项目拟投建年产 8 万吨新厂房和总部基地及研发中心建设.....	24
表 8: 千味央厨销售费用率显著低于可比公司, 体现 B 端市场优势.....	27
表 9: 千味央厨净利率和周转率高于行业平均, 驱动行业领先 ROE 水平.....	28

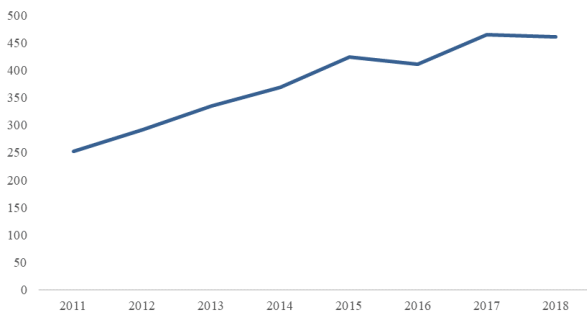
1. 速冻面米餐饮市场：行业迎来高速成长期，拥抱 B 端新蓝海

速冻食品是将各类加工后的新鲜食品进行适当的前期处理和加工，在低温下快速冻结，在-18℃或更低温度下储藏、运输、销售的食物。这类低温处理工艺在保留食物组织中水分和汁液的同时，能有效抑制微生物活性，保持食物风味及营养，延长保质期。

1.1. 对标海外，速冻产业前景广阔，增长可期

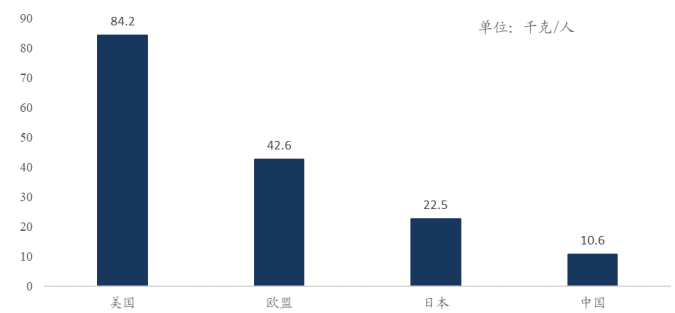
我国速冻食品人均消费量远低于海外，市场空间广阔。中国速冻食品起步于 20 世纪 70 年代，近十年在城镇化步伐加快、居民可支配收入提高的背景下实现快速发展，规模以上速冻食品制造业企业数量从 2011 年的 252 家增加至 2018 年的 461 家。我国 2017 年人均速冻食品消费量为 10.6 千克/人，远低于海外，是美国的八分之一、欧盟的四分之一、日本的二分之一，未来市场空间仍然广阔。

图 1：规模以上速冻食品企业数量迅速增长



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

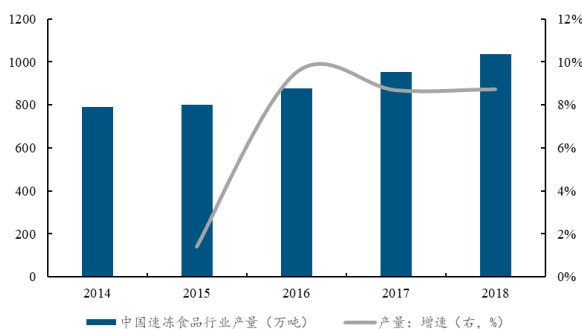
图 2：2017 年我国速冻食品人均消费量远低于海外



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

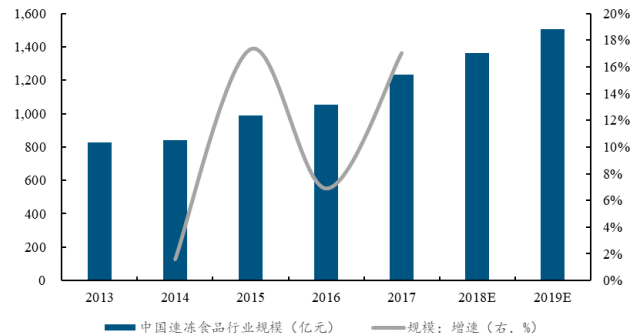
城镇化水平提高，快节奏生活推动速冻产业蓬勃发展。速冻食品行业伴随着城镇化不断推进，消费水平提升以及生活节奏加快而实现快速发展。根据中物联冷链委统计，2018 年全国速冻产业产量超 1,000 万吨，连续三年增长率超过 8%；据 Frost & Sullivan 《中国速冻食品行业概览》，中国速冻食品市场规模从 2013 年的 828 亿元上升至 2017 年的 1,235 亿元，CAGR 达到 10.5%。若按该增长率测算，2018 年、2019 年速冻食品行业市场规模可分别达到 1,365 亿元和 1,508 亿元。

图 3：2014 年-2018 年中国速冻食品产量及增速



数据来源：中物联冷链委，东吴证券研究所

图 4：13-17 年速冻食品行业规模，17 年已突破 1,200 亿



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

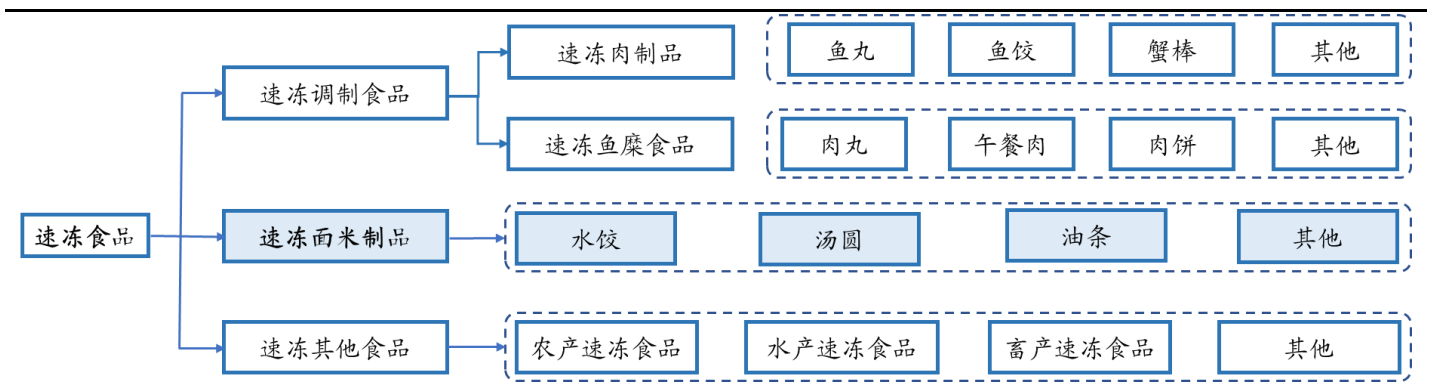
1.2. 速冻面米赛道迎来成长期，有望持续高增长

根据产品品类可分为速冻调制食品（鱼丸、鱼饺等鱼糜食品和肉丸、午餐肉等肉制品）、速冻面米制品（水饺、汤圆、油条等）、其他（农产、水产、畜产等）三类。

（1）速冻调制食品：广泛应用于火锅行业，逐步向麻辣烫、关东煮、烧烤等餐饮形式发展，应用场景丰富。初期具有一定地域属性，例如鱼糜制品主要消费地域为华东、华南沿海地区为主，但经过火锅、麻辣香锅等餐饮的迅速铺开实现全国化，逐步进入家庭消费市场。目前仍以餐饮市场为主要渠道。

（2）速冻面米制品：传统主食替代品，主要包括汤圆、水饺等以家庭消费为主流渠道。但是随着创新力度的加大和消费需求的升级，速冻面米的品类也逐渐丰富，呈现百花齐放的局面，如油条、芝麻球等创新菜品不断成为爆款单品。

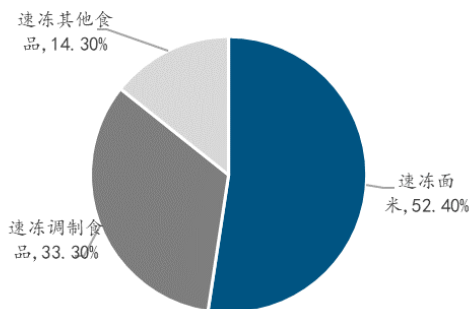
图 5：速冻食品可分为调制食品、面米品和其他三类



数据来源：千味央厨招股书解读，东吴证券研究所

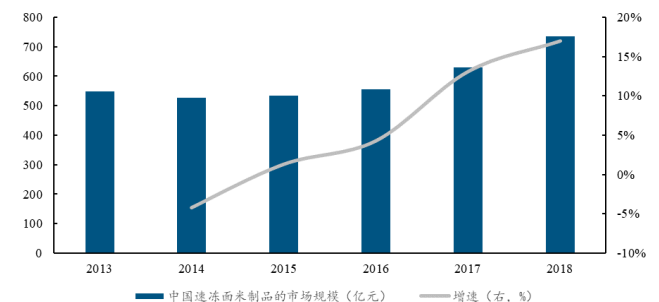
速冻面米市场规模大，占据速冻食品行业半壁江山，18 年市场规模达到 736 亿元。速冻面米制品是速冻食品中规模最大的品类，根据 Frost & Sullivan 统计，2017 年中国速冻面米市场份额占比达到 50.9%；据中国产业信息网统计，2018 年速冻面米份额进一步提升至 52.4%。速冻面米市场在近 5 年中持续提升，据《2018 年中国冷冻冷藏食品工业发展报告》，2018 年速冻面米市场规模达 736 亿元。2017、2018 年市场规模增速分别达到 13%和 17%，进入快速成长期。

图 6：2018 年速冻食品市场分类占比，面米占比过半



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 7：速冻面米行业规模持续增长，18 年达 736 亿元

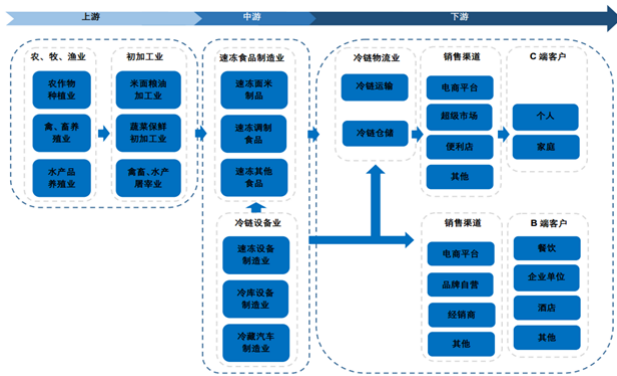


数据来源：Frost& Sullivan，东吴证券研究所

1.3. 速冻面米零售市场竞争激烈，餐饮市场新蓝海大有可为

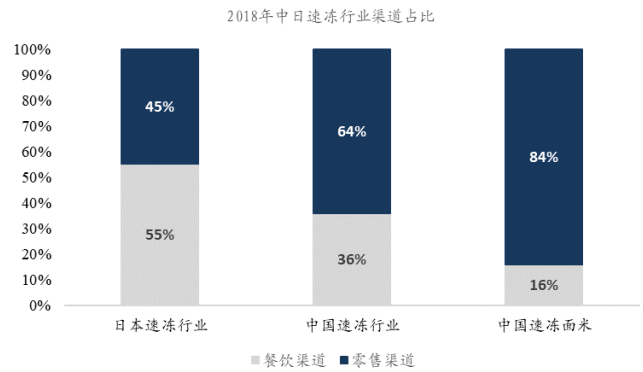
速冻食品产业链成熟，但餐饮渠道仍处早期扩张阶段。产业链上游为原材料供应商，中游为速冻食品制造企业，下游为冷链物流和销售渠道。其中，下游可分为零售市场（C端）和餐饮市场（B端）。零售市场主要面向家庭消费，销售渠道集中于大型商超、零售网点和农贸市场等终端，采用B2C模式；餐饮市场是近年兴起的新领域，随着餐饮行业景气度的持续提升而迅速崛起，成为新蓝海，主要面向餐饮和团餐，通过直接采购、专业批发或经销商配送到门店，采用B2B模式。而专注于B端市场的餐饮供应链企业有望成功卡位，凭借先发优势和专注深耕成就行业的龙头。根据IBIS咨询统计和测算，18年我国速冻食品的餐饮市场占比约36%；而速冻面米的餐饮市场占比仅约16%。对比日本较成熟的速冻产业（餐饮渠道占比55%），我国未来餐饮渠道成长空间大。

图 8：速冻食品产业链，下游餐饮渠道空间广阔



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

图 9：对标日本，我国速冻食品餐饮渠道空间仍大



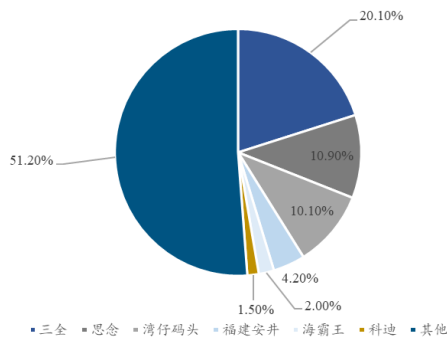
数据来源：日本速冻食品协会，IBIS 咨询，智研咨询，安井食品公告，东吴证券研究所

1.3.1. 零售市场：三足鼎立，市场竞争激烈

速冻面米零售市场三足鼎立格局，行业集中度高。在速冻面米行业传统消费领域，继续保持三全食品、思念食品和湾仔码头“三足鼎立”格局。销售渠道以商超和经销为主，面向零售市场，行业集中度高而稳定。根据欧睿数据显示，2018年速冻面米市场CR3市占率达到41.1%，三全、思念、湾仔码头市占率分别为20.1%、10.9%和10.1%，大幅领先第四名安井的4.2%。

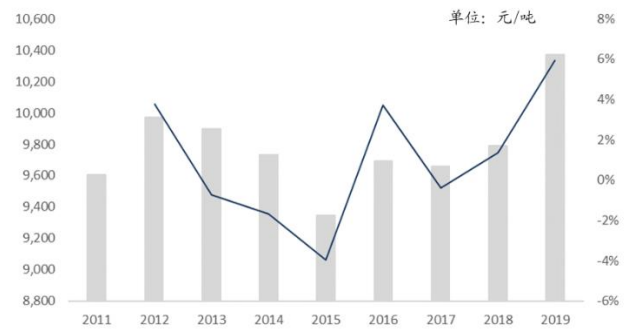
零售端竞争激烈，巨头利润仍然承压。近年来零售业竞争加剧，巨头大打价格战。行业龙头三全食品销售单价在13-15年间持续下滑。同时，商超也把更多费用转嫁给供应商，面米等原材料、人工成本等不断提高，导致速冻面米制品生产企业利润空间受到双重挤压。

图 10: 2018 年速冻面米零售市场三足鼎立，集中度高



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

图 11: 三全食品单价 13-15 年持续下滑



数据来源：三全食品年报，东吴证券研究所

1.3.2. 餐饮市场：千位央厨专注深耕成就行业龙头，新蓝海份额提升可期

速冻面米餐饮市场仍处早期扩张阶段，行业集中度低，相较于零售市场，尚处早期扩张阶段。随着餐饮端对半成品食材的需求日益增强，部分速冻面米制品供应商开始将业务重心转移至餐饮市场，从单一商超渠道向多渠道发展。目前，速冻面米制品餐饮市场呈现出多点开花、竞相绽放的发展景象。例如安井食品于 2018 年底调整经营策略，提出“三剑合璧、餐饮发力”的经营策略和“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的渠道策略组合模式，并推出副品牌“冻品先生”，定位于餐饮食材类，切入餐饮渠道。三全食品也于 2018 年对渠道进行重大战略调整，转型重视 B 端市场。而作为早期参与者的千位央厨，凭借专注于 B2B 业务的十余年深耕，成长为餐饮市场龙头。根据招股说明书申报稿，按 2018 年收入计，千味央厨速冻面米在国内餐饮市场的占有率约为 5.75%。

深耕餐饮市场，千味央厨充分享受行业成长。2006 年思念集团研发出无铝安心油条工业化生产方式，与肯德基展开紧密合作。过程中，思念集团创始人李伟敏锐洞察到米面制品餐饮市场需求庞大而供给远未跟上，并于 2012 年成立千味央厨，专注 B2B。2014 年为进一步打造品牌连锁餐饮的中央厨房，公司开启餐饮定制化服务，模拟餐厅后厨生产企业专用半成品。2016 年成为百胜中国 T1 级别（最高级别）的食品供应商，通过和大客户的深度合作绑定，迅速建立起品牌美誉度，逐步成长为国内速冻面米餐饮市场龙头。2019 年起，公司开始拓展火锅、团餐类食材市场，发展多元化业务。

图 12: 十余年深耕速冻面米，打造连锁餐饮的中央厨房



数据来源：千味央厨官网，千味央厨招股书申报稿，千味央厨公众号，冷冻食品网，东吴证券研究所

专注 B2B 餐配市场，打造规模定制化后厨。千味央厨秉承“只为餐饮、厨师之选”战略定位，生产标准化、定制化餐饮半成品，开发适应后厨设备、厨师操作习惯以及餐饮企业烹制的速冻米面制品，形成油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类产品。

图 13: 千味央厨爆款产品包括油条、芝麻球、猪猪包等

图 14: 千味央厨致力打造定制化后厨



数据来源：千味央厨官网，东吴证券研究所

数据来源：千味央厨官网，东吴证券研究所

与多家知名连锁品牌合作，凸显先发优势。千味央厨主要终端客户为连锁餐饮企业、酒店和团体食堂，深受餐饮企业欢迎，已经成为肯德基、必胜客、海底捞、九毛九、呷哺呷哺等知名连锁餐饮企业的合作伙伴，其中，百胜中国是公司最大的客户，2019 年对百胜销售收入达到 2.7 亿元，占比 30.7%；华莱士和九毛九也分别贡献收入 2,567 万元和 979 万元，占比分别为 2.9%和 1.1%。经过近十年积累，千味央厨在速冻面米制品餐饮企业定制领域已形成较强的市场先发优势。

图 15: 千味央厨部分知名连锁品牌客户，覆盖肯德基、必胜客、海底捞、九毛九等知名品牌



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

京东、绝味战投赋能，加码线上渠道布局，有望进一步提升市场份额。2018 年 12 月底，千味央厨宣布完成 1 亿元融资，由京东领投、绝味食品跟投。公司与京东签订业务战略合作协议，将围绕“京东到家”、“7Fresh”、“新通路业务”、“供应链”方面展开合作。公司借助京东拓展“互联网+”领域，提升渠道营运效率，有望把握餐饮供应链变革风口，进一步提升市场占有率。

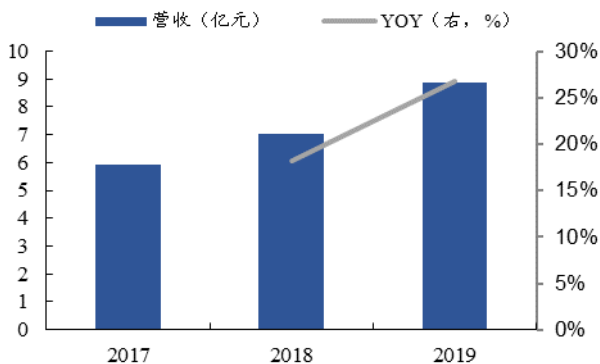
图 16: 京东战略投资, 赋能公司“互联网+”战略



数据来源: 搜狐网, 东吴证券研究所

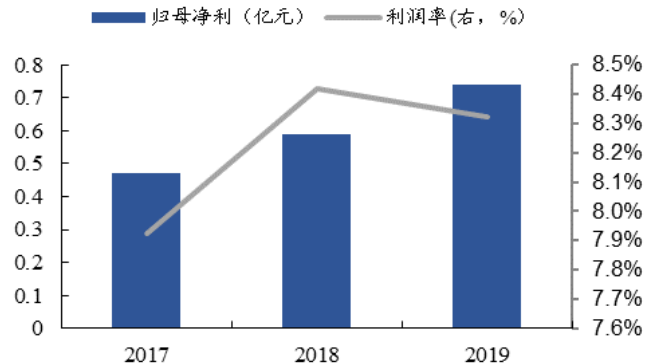
充分发挥先发优势, 驱动营收与净利齐升。2017-2019 年千味央厨营收分别为 5.93/7.01/8.89 亿元, CAGR 达到 22.4%。2019 年油条、蛋挞、芝麻球以及面点类产品均为收入超亿元的品类。营收规模增长带动公司净利从 2017 年的 0.47 亿元提升至 2019 年的 0.74 亿元, 利润率约 8%, CAGR 达到 25.5%。

图 17: 17-19 年公司营收 CAGR 达到 22.5%



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

图 18: 2017-2019 年公司归母净利及利润率

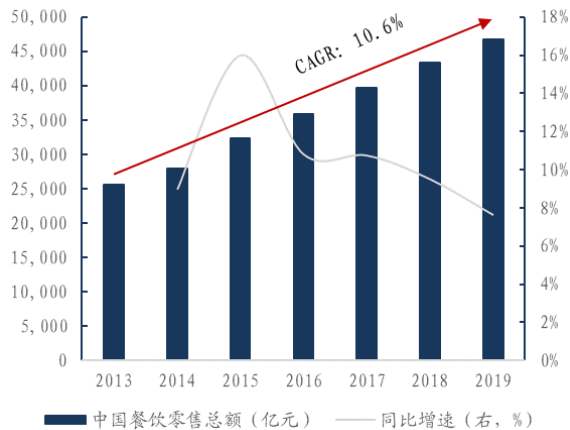


数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

1.4. 餐饮景气度提升带动 B 端市场, 供需双向促进餐饮供应链发展

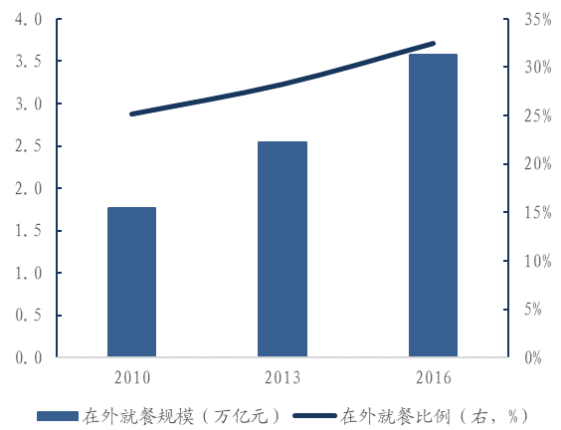
根据国家统计局数据, 我国餐饮零售总额 2019 年达到 4.67 万亿元, 2013-2019 年 CAGR 达到 10.6%。2018 年行业规模达到 4.3 万亿元, 对应年采购规模 1.8 万亿元。城镇化率提升、居民收入水平提升和家庭小型化推动了在外就餐人数和频次的增长。根据贝恩和凯度消费指数发布的《2017 年中国购物者报告》, 外出就餐比例从 2010 年的 25.2% 提升至 2016 年的 32.5%, 提升餐饮行业景气度。

图 19: 中国餐饮零售总额高增长, 2019 年达 4.67 万亿



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 20: 外出就餐比例从 10 年 25.2% 增至 16 年 32.5%

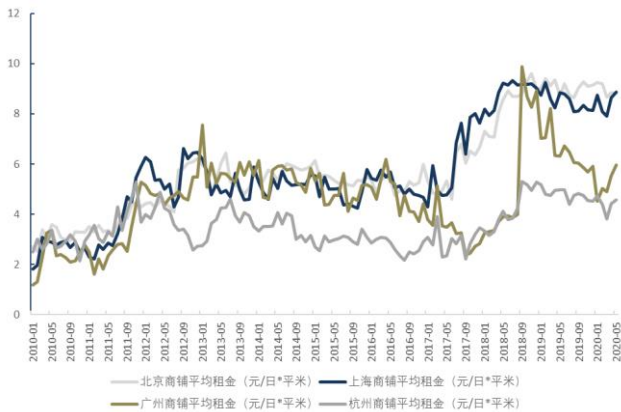


数据来源: 贝恩, 凯度, 东吴证券研究所

1.4.1. 餐饮业成本攀升, 提质降本需求凸显

租金、人工成本持续攀升, 餐饮业提质降本需求凸显, 半成品食材有助成本控制。根据《2019 中国餐饮业年度报告》数据显示, 我国餐饮业主要成本即食材、人力和租金, 占收入比分别为 41.31%、22.41%和 10.26%。尽管餐饮业收入稳定增长, 但成本端价格不断攀升, 人工/租金成本上涨远超其他成本, 大幅压缩餐饮企业盈利空间。因此, 越来越多餐饮企业会选择速冻预制半成品替代部分人工和租金以控制成本。

图 21: 近 10 年商铺租金持续上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 11 年-19 年住宿和餐饮就业人员工资 CAGR 7.9%



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

1.4.2. 连锁化率提升+外卖爆发, 提升对餐饮供应链需求

餐饮企业连锁化发展, 速冻食品餐饮市场有望持续扩容。2017 年美国 CR5 餐饮企业均为连锁快餐类企业, 市占率达 10.55%。而我国餐饮行业连锁化率尽管近年迅速提升, 从 2015 年的 8.7%提升至 2018 年的 9.6%。但对标国际, 美国和日本的餐饮连锁化率分别为 53%和 49%, 我国的连锁化率和标准化程度提升空间仍大。参照过去商超连锁化、规模化促使传统速冻面食制品行业快速发展的过程, 餐饮连锁化将推动速冻食品步入新的成长轨道, 为速冻面食制品企业, 特别是具备研发能力、能提供定制化的速冻面

米企业创造新的商机。餐饮企业标准化、规模化的强烈需求，将倒逼供应链改革，因此，B端餐饮供应商发展可期。

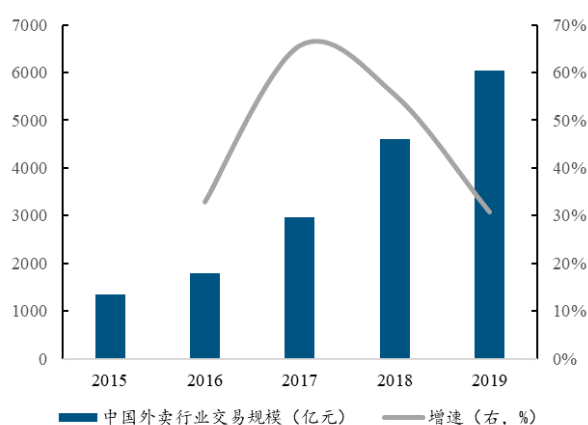
同时，外卖爆发式增长，备餐追求时效性。2015-2019年中国外卖市场规模由1,348亿元增至6,035亿元，CAGR高达45%。外卖的爆发式增长为餐饮业导入源源不断的客流和订单，提升了便捷性要求，配送时间成为影响消费者消费行为的主要因素之一。订单的快速增长+缩短配送时间的诉求，赋予快速响应的食材供应商绝佳的市场机遇，为速冻面米制品提供发展机会。

图 23: 中国餐饮连锁化率迅速提升，2018 年达 9.6%



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图 24: 2019 年中国外卖行业交易规模破 6,000 亿元



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

1.4.3. 挖掘下沉市场，团餐、乡厨打开新需求

团餐市场需求为行业注入新活力。2017年团餐市场规模达1.19万亿元，占整体餐饮行业约30%的市场份额，同比增长5%。2019年，团餐产业发展势头依旧，根据《2019中国餐饮业年度报告》，被调查团餐企业营业额较2017年增长超21.12%，门店数增长超21.72%。据中国饭店协会预计，2020年中国团餐市场份额和市场规模都将再创新高，市场规模接近1.7万亿元。远超餐饮行业整体增速。团餐市场具有需求可预测、标准化高、综合成本低、可复制性强等特点，与速冻食品行业特点相匹配，将为速冻食品行业的发展注入新需求、新活力。

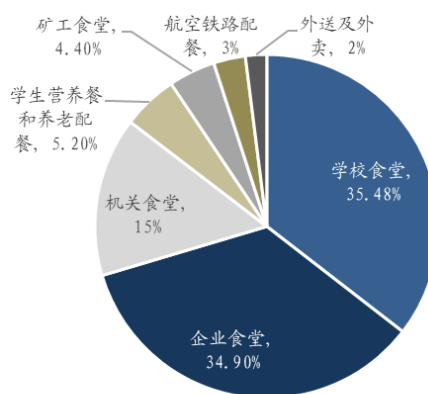
农村家宴市场为行业餐饮渠道下沉奠定基础。农村家宴是我国传统饮食文化的重要组成部分。由于聚餐人数多，原材料采购品种、渠道复杂，乡厨的统一采购、制作能为举办方减少负担，降低食品安全风险。根据千味央厨招股书申报稿，目前农村家宴每桌成本约300-600元，每次约为30-60桌。广阔的农村家宴市场，在食品消费升级大背景下，为速冻食品行业餐饮销售下沉到三、四线城市及农村奠定了基础。

图 25: 团餐市场规模及份额均不断提升



数据来源: 中国饭店协会, 东吴证券研究所

图 26: 2018 年团餐客户类别占比, 以学校和企业为主



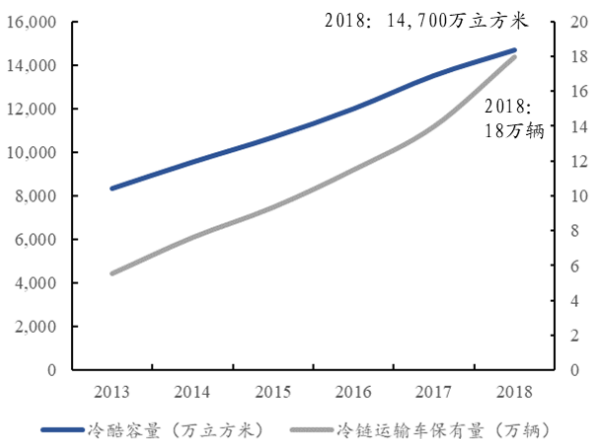
数据来源: 中国烹饪协会, 东吴证券研究所

1.4.4. 供给端: 冷链物流助力速冻食品供给, 为速冻行业发展奠定基础

冷库规模攀升, 确保速冻食品稳定供给。根据中国物流与采购联合会统计分析, 2013-2018 年中国低温仓储冷库容量由 8,345 万立方米增长至 14,700 万立方米, CAGR 近 12%, 打破速冻食品销售的储藏条件壁垒, 速冻食品供给水平提升迅速。

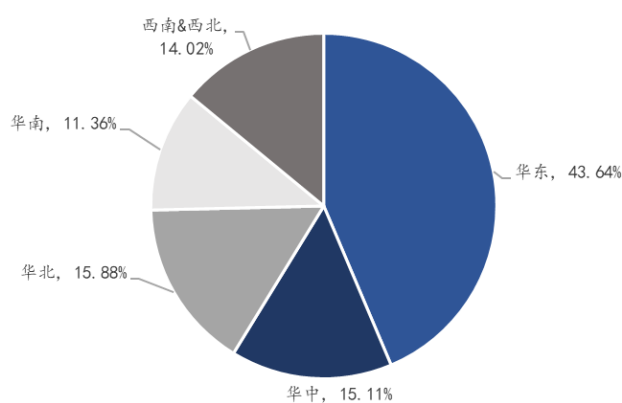
冷链物流快速发展, 运输能力有效提升。2013-2018 年中国公路冷链运输车保有量由 5.52 万辆增长至 18 万辆, CAGR 高达 26.7%。冷链运输量能力持续提升, 为速冻食品跨区域扩张奠定基础。

图 27: 中国冷库容量及冷链运输车保有量持续提高



数据来源: 中国物流与采购联合会, 东吴证券研究所

图 28: 2017 年我国冷库保有量区域占比



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

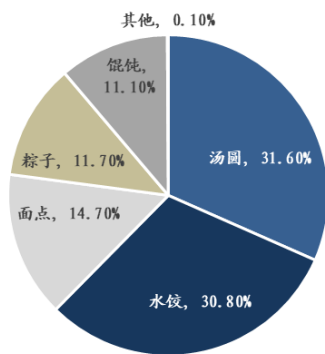
2. 产品格局：传统品类接近饱和，场景化+新单品驱动新成长

2.1. 市场产品结构多年未变，传统老三样占比达 77%，趋向饱和

速冻面米产品起始于主食替代品场景，以饺子、汤圆、面点为主的产品格局已多年未变。传统主食包括米饭、粥、馒头、面条等，速冻面米产品的崛起始于生活节奏加快驱动的方便快捷的主食替代需求。在这种场景下，饺子、汤圆和面点老三样成为市场主流，并且这种格局至今多年未变，2018 年“老三样”分别占比 31.6%、30.8%和 14.7%，合计市占率达到 77.1%，已接近饱和。而老三样基本已经由三全、思念、湾仔码头占据，三者市占率超 40%，新玩家突围空间较小。

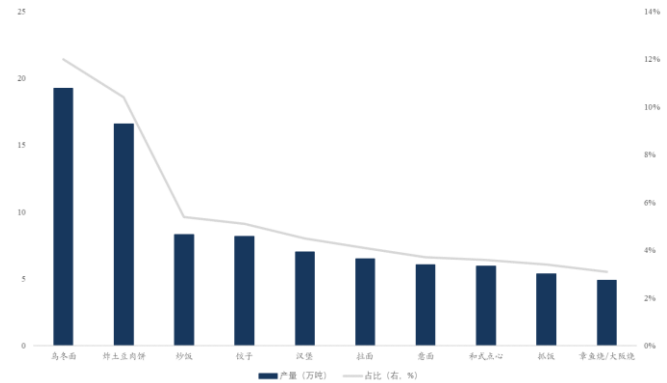
对比日本，日本速冻食品丰富度显著更高，前十大速冻产品包括乌冬面、炸土豆肉饼、炒饭、饺子等，市场占比仅 55%，前二十大产品占比 74%，集中度远低于国内。因此，未来品类丰富度提升仍有可观空间，挖掘现有产品的场景化拓展和创新型品类的打造或是行业新玩家的破局方向。

图 29：2018 年中国速冻面米产品格局



数据来源：安井食品公告，东吴证券研究所

图 30：2019 年日本前十大速冻食品产量



数据来源：日本速冻业协会，东吴证券研究所

2.2. 横向挖掘细分场景、纵向打造创新单品，纵横驱动面米产品丰富度提升

2.2.1. 细分领域大单品或成行业成长驱动力，提升产品格局丰富度

传统面米趋于饱和、竞争激烈，挖掘细分赛道大单品是破局方向。在传统面米市场格局基本确定情况下，对于其他市场参与者寻找传统面米产品外的潜力赛道是突围关键。例如安井食品推出手抓饼、惠发食品推出速冻丸子等。而千味央厨则基于与肯德基合作的安心油条为基础，立足油条类产品，逐步向芝麻球、猪猪包等品类扩展。目前已经构建四大品类产品矩阵，以油炸食品为主，烘焙、蒸煮类占比逐年上升。油炸类产品是公司销售主力，包括芝麻球、油条等，19 年收入约 4.9 亿元，占比达 55%，同比增长 22.3%。同时，产品结构逐年趋于多元化，蒸煮、烘焙类产品 2019 年收入增加至 1.98、1.77 亿元，占比分别达到 22.2%、19.9%，同比增速分别为 29.3%和 30.3%。

表 1: 千味央厨在售产品类别及数量, 突围传统“老三样”

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

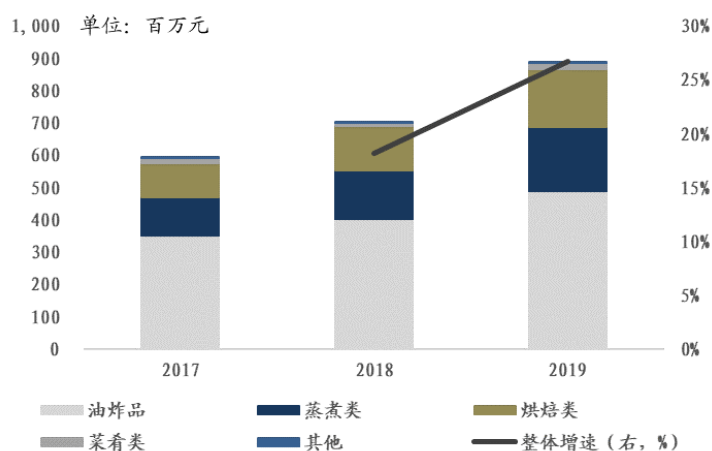
数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

图 31: 千味央厨四大产品类别



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

图 32: 分品类收入, 油炸类超 5 成, 烘焙、蒸煮逐年提升



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

新兴单品竞争激烈程度低于传统面米, 2019 年单价稳中有升。千味央厨在传统面米外构建完善的产品矩阵, 市场竞争激烈程度显著低于传统面米产品, 因此产品售价保持稳中有升。主力油炸类产品售价在 9-10 元/公斤区间, 19 年价格同比上升 3.2%; 而烘焙类产品单价提高约 10.2%, 达到 17.5 元/公斤, 主要是由于 19 年新增“百胜咸蛋黄味冷冻华夫面团”和“33g 迷你原味可颂面团”高单价产品 (平均单价 45.97 元/公斤, 19 年销售额共 703 万元); 蒸煮类产品售价基本保持稳定, 约 10.66 元/公斤。

表 2: 千味央厨产品定价情况一览, 均价在 9-18 元/公斤之间

项目	2018 平均价格	变动幅度	2019 平均价格	变动幅度
油炸类	9.2 元/公斤	0.03%	9.5 元/公斤	3.19%
烘焙类	15.92 元/公斤	8.57%	17.54 元/公斤	10.16%
蒸煮类	10.72 元/公斤	2.56%	10.66 元/公斤	-0.61%
菜肴类及其他	12.42 元/公斤	-0.43%	11.72 元/公斤	-5.65%

数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

2.2.2. 横向拓宽：爆款深入不同细分场景，增强单一产品生命力

依托现有产品深入研究场景化，抢占每个细分市场。与“家庭消费场景较为单一”不同，餐饮业态繁多，形式各异，也产生了不同消费场景下的多样的食材需求，而且餐饮行业对菜单更新速度要求甚高。以千味央厨为例，对于现有的爆款产品，采取场景化的深入研究策略，开发适应不同场景的系列产品，增加单一产品的生命力。以油条为例，公司源于思念和肯德基合作的“安心油条”，而12年千味央厨正式成立后，便开始进行油条细分场景的市场研究，细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖等6大场景，并针对性推出茴香小油条、麻辣烫小油条、火锅涮煮油条、外卖专用油条等多款创新性产品。通过对原有爆款产品的场景化二次研究和开发，将有效占据不同细分市场。

图 33：千味央厨油条家族

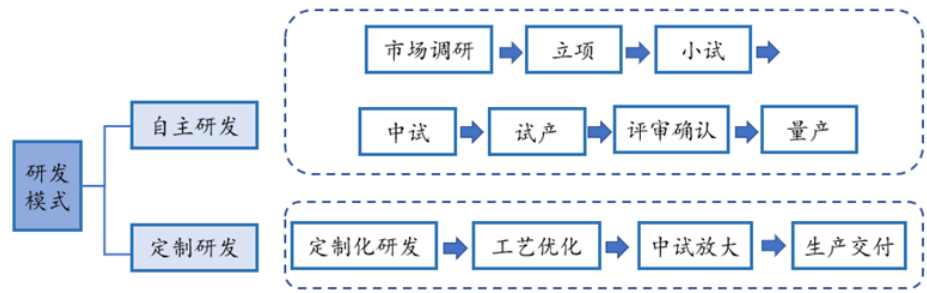


数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

2.2.3. 纵向延伸：研发体系助力细分赛道大单品开发，驱动产品线丰富度提升

高度成熟研发模式将有效促进新产品的研发效率，保证产品矩阵丰富度不断提升。仍以千味央厨为例，公司建立“模拟餐厅后厨”实验室，最大程度还原后厨生产流程，实现菜品制作效率最大化。研发模式以定制研发为主，兼顾自主研发。完善的研发模式带动效率提升，从接受定制要求、研发到生产交付只需3-6个月，2018年公司共完成40多项新产品项目上市。系统化高效率的产品研发生产模式助力客户及时地、更快地挖掘市场需求、推出新单品，抢占市场份额。

图 34: 千味央厨研发体系, 定制需求从研发到交付只需 3-6 个月



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

持续新产品开发, 不断丰富产品矩阵。千味央厨基于市场流行概念和客户需求, 已开发出 300 余种速冻米面食品, 例如注芯油条、墨鱼汁油条、文化流量包、花瓣米糕等。目前已拥有 49 种专利和 9 个在研项目。产品的快速迭代更新满足西式快餐、中式快餐以及乡厨等多种场景应用, 产品矩阵的不断丰富更巩固公司龙头地位。

未来重点拓展火锅类、团餐类食材的产品, 抢占市场先机。火锅类原料具有标准化程度高、品种丰富、市场需求大等特点。千味央厨将充分发挥深耕十余年积累的渠道和研发优势, 开发火锅类产品市场。同时, 也将加快特色点心的研发以满足学校、企事业单位等团膳需求。

表 3: 千味央厨核心技术一览, 研发驱动产品线拓宽, 火锅、团餐类产品技术储备充足

序号	核心技术	来源	功能及创新	产品应用
1	油条纵切技术	自主研发	改变面团切条方式, 减少人工, 增加生产效率	油条类产品
2	油条灌蛋制备方法	自主研发	利用油条进行馅料的灌注, 增加油条风味	蛋芯油条
3	点心(小中包系列)	吸收再创新	外观创新, 根据动物的形象, 做成卡通形状面点	小中包、年猪包
4	包装托盘	吸收再创新	设计创新, 设计出适合生产和运输的托盘	喜宴福猪八宝饭
5	饭团(猪猪饼系列)	吸收再创新	外观创新, 将饭团制作成猪的形象, 造型可爱	喜宴福猪八宝饭
6	麻辣烫油条系列	自主研发	油条创新制作成可用于煮制和火锅涮煮的产品	麻辣烫油条
7	注芯油条制作方法	自主研发	注芯油条的发明创造, 丰富油条系列有促进作用	蛋芯油条
8	注芯油条加工装置	自主研发	油条罐装机的研发, 有利于产品快速规模化生产	蛋芯油条
9	面节高效生产方法	自主研发	压延方式更新, 做到无损压延, 并加快成型效率	捞面面节
10	冷冻土豆粉生产法	自主研发	从结合产品特性设计适配的蒸程, 提高生产效率	土豆宽粉
11	米糕常温短时发酵	自主研发	发酵方式更新, 米糕更短时间内发酵完成	桂花糕等糕类
12	油条高效和面技术	自主研发	结合专用粉的特性, 提高生产效率	油条类产品
13	球类产品高效成型	自主研发	产品配方、设备、工艺的创新, 提升生产效率	芝麻球、地瓜丸
14	新型成型油炸装置	自主研发	生产方式创新, 大幅提高成品率	茴香小油条
15	意大利千层面生产	自主研发	结合产品特性设计适配的蒸程, 提高生产效率	千层面面皮
16	新预调八宝粥调理包	自主研发	生产方式创新, 多种物料加工至同一状态, 保证感官	八宝粥调理包

数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

3. B 端市场营销模式：定制品、通用品各有千秋

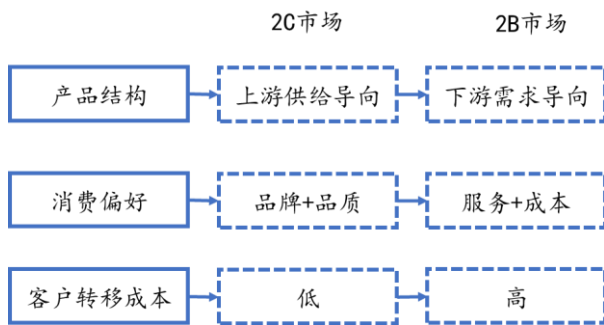
速冻面食餐饮市场的经营模式主要可分为通用品和定制品两类。**通用品**是根据市场需求自主开发，面向全体客户销售的产品。**定制化生产**是以客户为核心，落实其概念化产品的生产模式，通过与餐饮客户深度合作，**根据客户特定需求进行研发和生产**。

3.1. 定制化产品厚积薄发，深度绑定大客户，产品力构筑护城河

新兴 B 端速冻市场与传统零售市场存在较大差异，主要表现为在：**1) 产品结构向下游需求倾斜；2) 服务力及性价比成为主要竞争因素；3) 转移成本高**。而定制化产品生产则是顺应 B 端市场特点的生产模式。定制化产品需要供需双方长期、紧密、深度的合作，相互考察时间周期长，尤其是诸如肯德基、必胜客、海底捞、华莱士、真功夫等大型连锁餐饮企业，会对供应商的硬件设施、研发能力、生产管理和产品质量控制能力进行严格的考察和评价。定制生产本身是一种相互支持和相互依赖的经营模式，而一旦形成稳定合作后，其转换成本高，双方深度绑定，具有长期的稳定性和互赢性，构建起深厚的护城河。

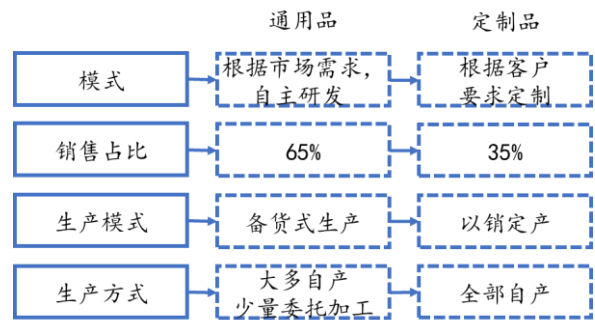
目前除千味央厨外，同行业其他企业仍处于 B 端业务起步阶段，基本只涉及通用品。而千味央厨则精耕餐饮市场，通过创新通用品与定制品相结合的生产模式，适配餐饮企业多元化需求，增强企业服务力，提升客户黏性，构筑竞争壁垒。

图 35: 速冻食品 C 端和 B 端市场特点对比



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

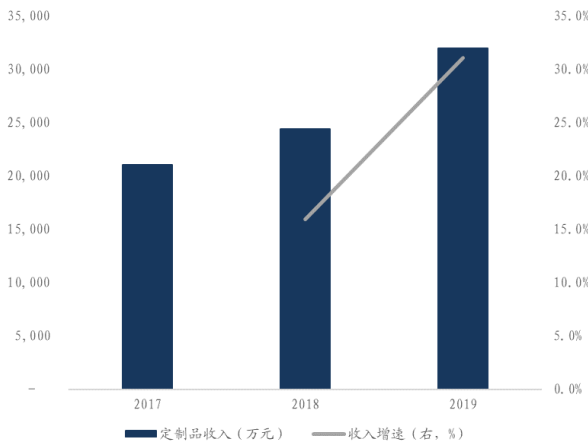
图 36: 通用品和定制品生产模式差异



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

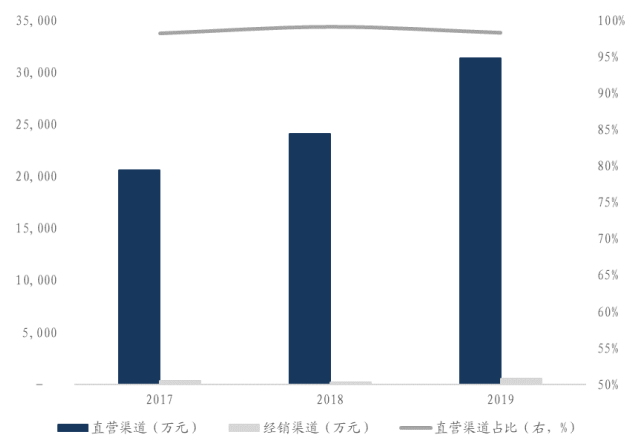
结合定制化模式特点，销售以直营渠道为主。以千味央厨为例，17/18/19 年定制品销售收入分别占公司总收入约 35%，分别实现收入 2.1/2.4/3.2 亿元，2019 年同比增速达 31%。其中，顺应定制化生产模式的业务特性，销售渠道以直营渠道为主。通过直营更好的服务客户需求，延伸客户对最终产品的改进和后续开发需求，以维持和拓展公司目前主要产品的市场空间。**近三年直营渠道占定制品收入均超过 98%。**

图 37: 定制品销售收入持续提升, 2019 年增速超 30%



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

图 38: 定制品以直营渠道为主, 近三年占比超过 98%



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

与大客户建立深度合作关系, 形成竞争壁垒。千味央厨直营客户主要以品牌知名度较高的连锁餐饮客户为主, 2019 年前五大客户包括必胜上海 (百胜中国子公司)、华莱士、佛山麦点 (九毛九子公司)、东莞补给舰供应链 (真功夫子公司) 和永和大王, 合计收入占比达到 36.1%。其中, 2016 年公司成为百胜中国 T1 级别供应商 (最高级别) 后, 即和百胜保持深度的合作关系, 近三年百胜中国都是公司第一大客户, 2019 年收入占比 30.7%; 华莱士、九毛九分别是第二、三大客户, 占比 2.9% 和 1.1%。

另外, 千味央厨直营还在不断开拓商超等 B 端新渠道, 与传统商超 C 端模式相比, 主要差异在: 1) 买断式销售, 由商超自行定价对外销售; 2) 商超需二次加工后在熟食区出售; 3) 商超以自有品牌对外销售。

针对直营客户, 千味央厨仅向华莱士和沃尔玛提供销售返利, 根据华莱士金额测算, 返利比例不超过 5%。2017-2019 年合计返利分别为 96.6/154.9/179.9 万元, 占直营整体收入比例分别为 0.4%/0.7%/0.6%。

表 4: 直营渠道以知名品牌为主, 第一大客户百胜中国占比超过 30%

前 5 大	直营客户	餐饮品牌	销售额	收入占比
1	必胜 (上海) 食品	肯德基、必胜客	27,317	30.7%
2	福建华莱士食品	华莱士	2,567	2.9%
3	佛山麦点食品	九毛九	979	1.1%
4	东莞补给舰供应链管理	真功夫	642	0.7%
5	北京永和大王餐饮	永和大王	583	0.7%

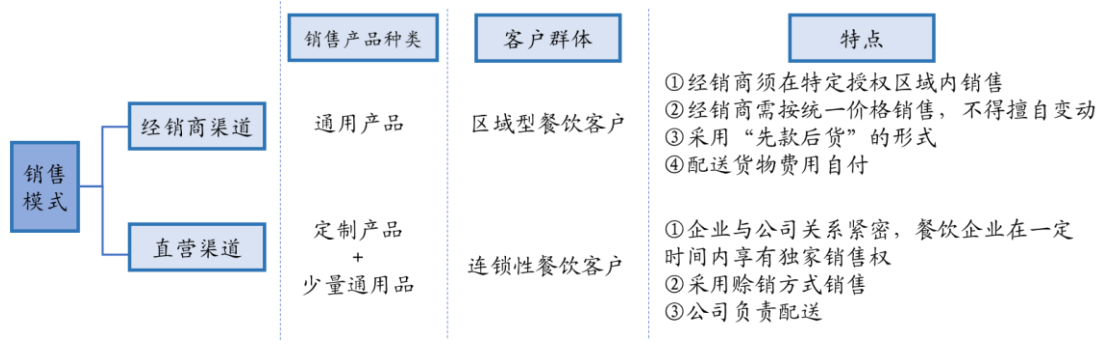
数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

3.2. 通用品模式动如雷霆, 实现快速扩张, 渠道力抢占市场份额

通用品因其标准化程度高, 适用面广的特点更适合于中小餐饮。对于规模较小的连锁餐饮和个体餐饮企业由于自身物流体系欠缺、对产品的定制化需求较低, 而对物流、配送等服务需求最大。因此渠道规模化是餐饮供应链企业对接中小餐饮的核心竞争力,

通过迅速铺开区域性经销商，加速覆盖广大中小餐饮，可以实现通用品的快速扩张，抢占市场份额。

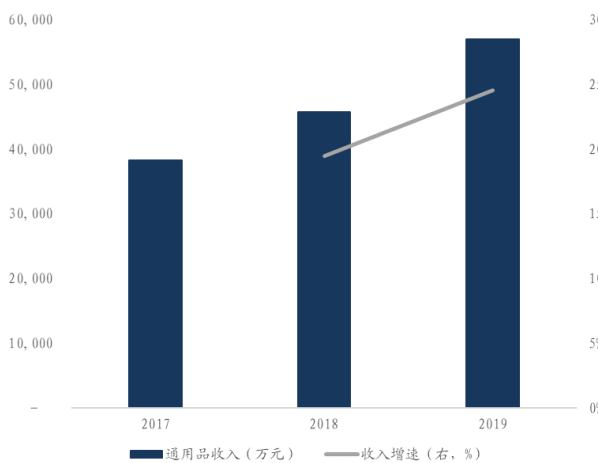
图 39: 对于定制产品和通用品两种模式的渠道策略



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

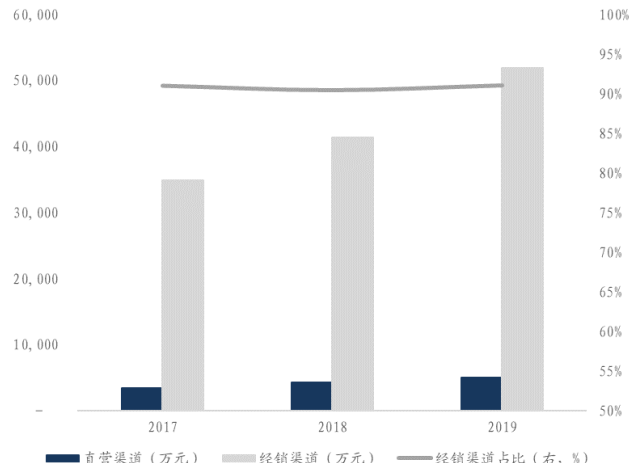
以千味央厨为例，通用品销售以经销渠道为主，近三年占比均超过 90%。近三年通用品销售收入约占千味央厨总收入的 65%，分别实现收入 3.8/ 4.6/ 5.7 亿元，2019 年同比增速达 24.5%。其中，近三年经销渠道占通用品收入均超过 90%。

图 40: 通用品收入占比约 65%。19 年增速达 24.5%



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

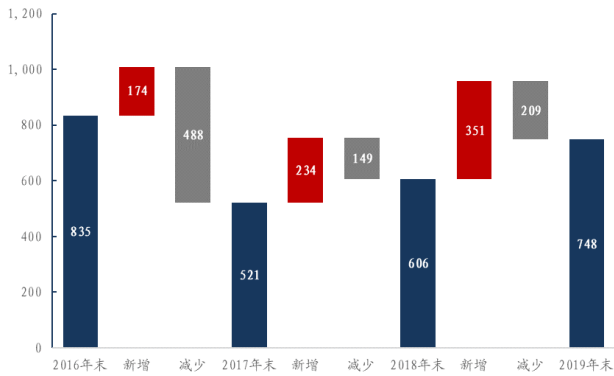
图 41: 经销渠道占比大于 90%，迅速铺开通用品市场



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

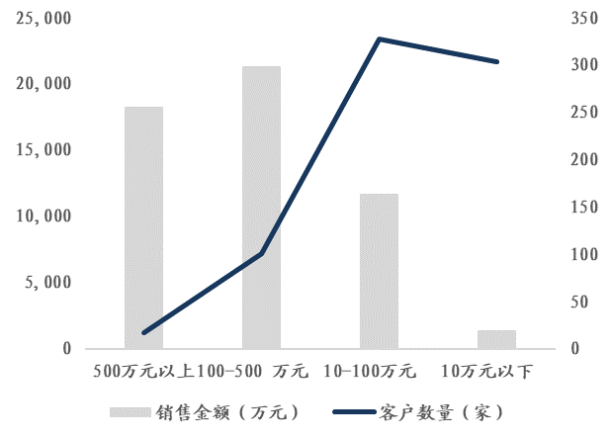
经销商数量持续增长，中小经销商助力通用品下沉。考虑到经销模式：1) 有利于三、四线城市的开发和渗透；2) 通过经销商管理广泛的中小餐饮，降低公司管理成本；3) 经销模式提升对中小餐饮的配送效率；4) 先款后货，盘活现金流，降低仓储成本，千味央厨 17 年以来经销商数量的不断增加，迅速拉动通用品销量。相较行业内其他玩家，千味央厨在经销商数量占据绝对优势，2019 年末达到 748 家，迅速辐射全国各地中小餐饮企业和团餐、乡厨等终端客户。

图 42: 17 年以来千味央厨经销商数量持续上升



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

图 43: 2019 年中小经销商数量大, 助力通用品下沉



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

4. 细分龙头：千味央厨深耕 B 端脱颖而出，扩产能打开成长空间

随着餐饮端对半成品食材的需求日益增强，餐饮市场成为速冻食品新蓝海。目前市场主要玩家包括安井食品（以火锅料为主，面米产品包括手抓饼、核桃包、红糖发糕、桂花糕、手撕红糖馒头等）、三全食品（传统汤圆、水饺、粽子、面点等）、中饮巴比（包子、馒头、粗粮点心等）以及专注 B2B 的千味央厨（油条、芝麻球、猪猪包等）。其中千味央厨自成立起即专注于餐饮 B 端市场，充分把握先发优势，抢占市场份额，其他玩家依然以 C 端市场为主，逐渐向 B 端市场发力。在市场快速成长的背景下，产能或成未来行业竞争的关键因素之一。

表 5：速冻行业主要玩家业务模式对比，千味央厨专注 B 端市场，定制品生产构筑竞争壁垒

公司	经营战略	主要产品	2019 总营收 (亿元)	B 端 占比	销售渠道	经销商数量	生产模式
千味央厨	专注 B 端市场	油条、芝麻球、猪猪包等	8.89	100%	直营+经销	748 家	通用品+定制品
安井食品	餐饮流通渠道为主， 商超电商渠道为辅	速冻火锅料、 手抓饼等面米	52.67	约 55%	经销+商超+ 特通+电商	682 家	自主生产+ 委托加工
三全食品	餐桌美食供应商	速冻汤圆/水 饺、粽子等	59.86	13%	商超+经销 商+零售	-	-
惠发食品	餐饮食材供应	速冻丸子类、 肠类等	12.10	18%	经销+商超+ 终端直销	-	自主生产+ 委托加工
中饮巴比*	连锁门店营销为主， 团体共餐销售为辅	包子、馒头、 粗粮点心等	4.81	10%	直营、加 盟、团餐	15 家直营 +2,784 家加盟	自主生产+ 委托加工

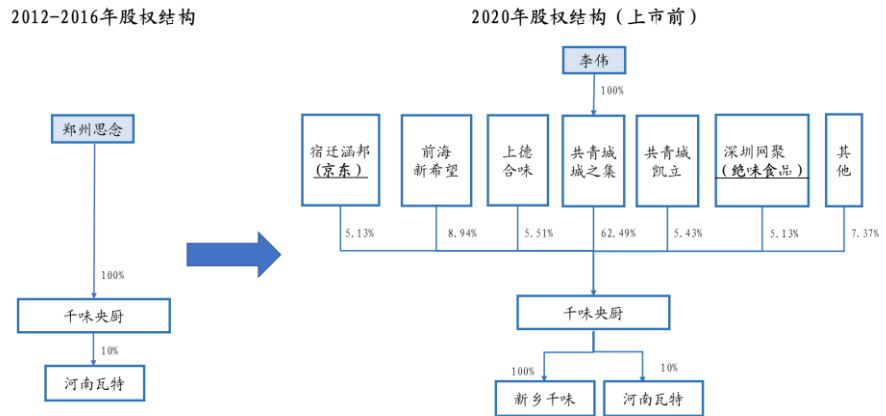
数据来源：千味央厨招股书申报稿，各公司年报，东吴证券研究所

注：因中饮巴比暂未披露 2019 年年报，故以 2019 年中报进行测算分析

4.1. 治理结构：创始人持股集中，股权激励激发员工潜力

千味央厨源自思念集团，创始人持股集中，公司经营治理稳定。公司创始人李伟拥有超过 20 年的行业经验，于 1997 年创立思念食品，经过多年的发展，思念与三全食品、湾仔码头并称为速冻水饺三巨头，并于 2006 年 8 月登陆新加坡交易所，巅峰市值达到 45 亿元。2012 年思念集团退市后，李伟敏锐洞察到餐饮 B 端市场潜力，并成立千味央厨。2016 年出于战略考量，思念集团退出千味央厨，而李伟本人 2017 年起也不再担任思念集团负责人，千味央厨开始独立运营成长之路。在李伟的带领下，公司汇聚了一支速冻食品业内经验丰富的专业管理团队，大多拥有 15 年以上的速冻或餐饮行业工作经验，驱动公司向行业龙头成长。经过三次增资扩大生产规模，目前创始人李伟通过共青城城之集持股达到 62.49%，持股较为集中，公司经营治理稳定。

图 44: 千味央厨股权结构, 创始人持股达 62.49%



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

持股平台激励充分，齐心打造餐饮供应龙头品牌。上市前持股平台共青城凯立持有公司 5.43% 股份，其中，0.6% 已经给予千味央厨核心团队，剩余部分将不断提供员工股权激励。广泛的高管、核心技术人员持股将充分调动员工积极性，激励管理层专注于业务提升，驱动餐饮供应龙头品牌打造。

表 6: 千味央厨主要管理团队, 均拥有丰富的行业管理经验

序号	姓名	职务	职业履历	持股比例
1	孙剑	董事长/ 新乡千味执行董事	2000 年起进入郑州思念，曾任营销副总经理；曾任一生缘食品销售总经理及郑州中部大观地产副总经理，拥有近 20 年速冻业工作经历	0.36%
2	白瑞	董事/总经理/ 新乡千味执行董事	2004 年加入郑州思念，曾任结算部经理、资管部经理、营销中心副总经理助理，拥有超过 15 年速冻业工作经历	0.08%
3	王植宾	董事/副总经理/财务总监	2005 年加入郑州思念，曾任总成本会计、审计部经理，熟悉速冻、餐饮业	0.07%
4	王珊珊	董事	京东战略投资部投资总监	-
5	徐振江	副总经理/董事会秘书	历任河南宋河酒业总裁助理、洛阳杜康总经理助理、骏域基金投资总监，拥有丰富的食品饮料行业经验	0.06%
6	钟辉	副总经理	2002 年加入郑州思念，任湘南区销售主管；后曾与郑州可口可乐、三全食品、漯河联泰食品、好想你等任职，拥有近 20 年的行业经验	0.06%
7	王向阳	监事会主席	1999 年加入郑州思念，任质量技术总监，超过 20 年行业技术经验	0.09%

数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

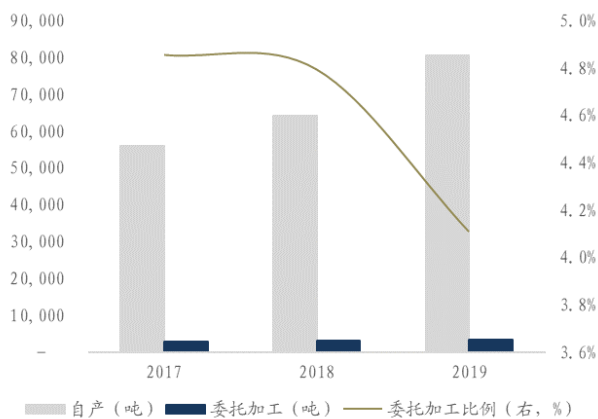
4.2. 生产模式：自产保证产品力稳定，投扩产能打开未来成长空间

速冻面米产品生产模式主要包括自产和委托加工两类。对于餐饮市场而言，自产更优，可保证产品力稳定。以千味央厨为例，其定制品完全通过自产，仅少量通用品通过委托加工生产。2017-2019 年委托加工产量分别为 2,854/3,237/3,457 吨，占比持续下降，三年占比仅 4.9%/ 4.8%/ 4.1%。通过高比例自产，保证产品质量和品控的稳定，塑造公

公司产品力形象，进一步深化合作。

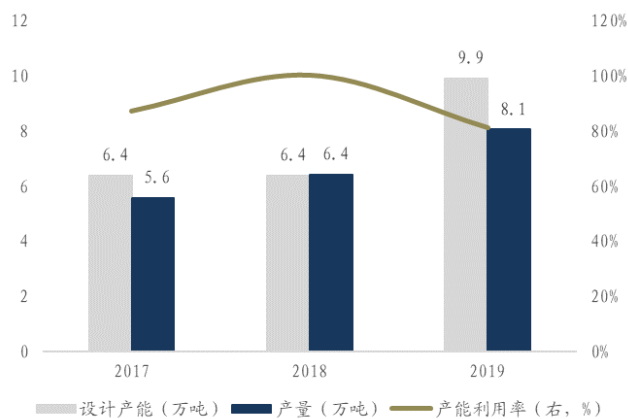
行业高成长背景下，产能决定未来成长空间。千味央厨 2017-2019 年设计产能分别为 6.4/6.4/9.9 万吨，产能利用率分别达到 87.4%/100.4%/81.3%。2019 年二期厂房落地，新增产能 3.5 万吨。扩产后，迅速放量，2019 年产能利用率达到 81.3%。在行业迅速扩张背景下，公司产能利用充分。拟通过首次公开募股融资扩产，若成功发行并扩充产能，将释放增量需求，保持业绩增长。

图 45: 委托加工比例持续下降，以自产保证产品力



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

图 46: 19 年扩产后迅速放量，产能利用率超 80%



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

千万央厨欲通过首次发行打破产能瓶颈，拟发行不超过 2,128 万股，主要用于新乡千位央厨三期厂房建设和总部基地及研发中心建设项目，分别投入 3.77 亿元和 3,237 万元。

表 7: 募投项目拟投建年产 8 万吨新厂房和总部基地及研发中心建设

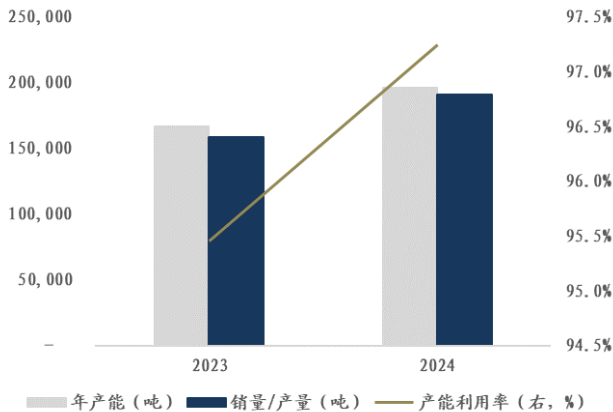
序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入 (万元)	建设期	建设内容
1	新乡千味央厨食品加工建设项目（三期）	37,682.39	37,682.39	24 个月	食品加工车间 30,000 平方米、立体冷库 23,760 平方米，形成年产 8 万吨速冻面米制品的产能
2	总部基地及研发中心建设项目	5,979.98	3,236.61	24 个月	改建研发中心 900 平方米，配备先进研发设备，增加专业研发人才 8 名；改建总部 2,400 平方米
合计		43,662.37	40,919.00		

数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

其中，新乡千味央厨三期厂房将形成年产 8 万吨速冻面米制品的生产规模，包括食品加工车间 30,000 平方米、立体冷库 23,760 平方米。项目建设周期为 24 个月，建成后将有效扩大公司生产规模，打破公司的产能瓶颈，同时明显提高公司生产的自动化水平，更好的保证产品质量和生产稳定性。根据千味央厨招股书申报稿，预期 2023 年和 2024 年公司产能将分别达到 16.64 万吨和 19.60 万吨，产能利用率可达 95.5% 和 97.3%。根据招股说明书测算，预计达产后，预计将新增年收入 8.37 亿元，对应年净利润 6,699 万元，

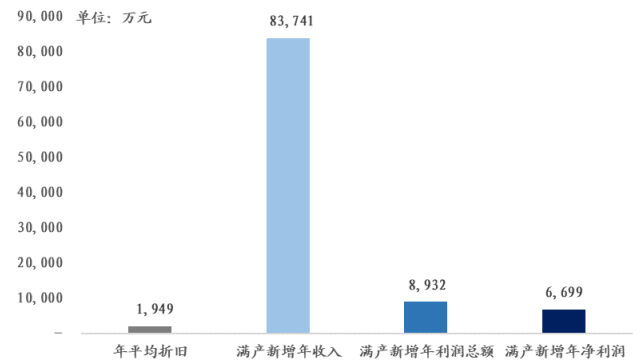
将充分释放公司成长空间。

图 47: 三期厂房达产后预期产能及产能利用率



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所
注: 24 年 19.6 万吨产能由一期厂房 6.8 万吨、二期 4.8 万吨、三期 8 万吨构成

图 48: 三期厂房预期折旧情况及对经营成果的影响



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

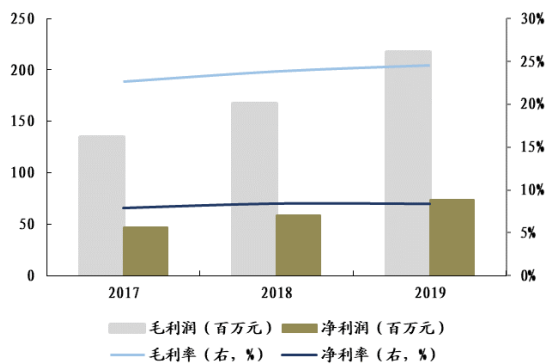
4.3. 财务视角: B 端市场盈利能力显优势, 以销定产驱动高周转

4.3.1. C 端市场利润承压, B 端市场凸显盈利优势

受益 B 端市场低营销费用, 千味央厨净利率领先行业。近三年千味央厨营收规模不断扩张, 规模效应驱动毛利率持续提升, 17-19 年毛利率分别为 22.6%/23.8%/24.5%。净利率 2018 和 2019 年均保持在 8% 以上。横向比较, 千味央厨专注 B 端市场, 因此相较于 C 端市场, 毛利率较低。但相应的营销费用相对 C 端也更低, 因此净利率领先行业。

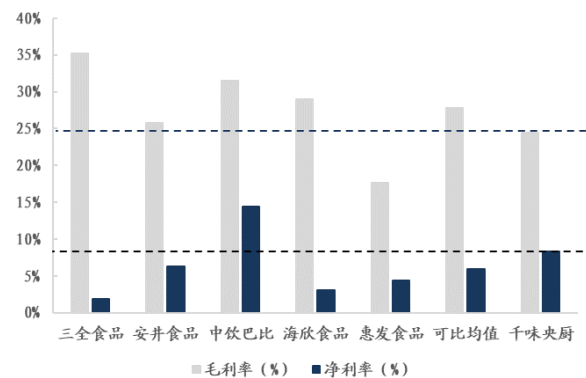
17-19 年千味央厨净利率水平分别高于可比公司平均水平 4.24pct、3.62pct 以及 2.34pct。

图 49: 千味央厨毛利率持续提升, 净利率 8% 以上



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 东吴证券研究所

图 50: 19 年横向对比, 千味央厨盈利水平行业领先



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 各公司年报, 东吴证券研究所

注: 中饮巴比暂未披露 19 年年报, 按 19 年中报数据

直营渠道盈利能力强, 经销渠道盈利随经销商数量增加稳步提高。千味央厨主营业务毛利率维持稳定高水平, 17-19 年分别为 27.95%/28.41%/29.33%。由于直营渠道主要

面对知名连锁餐饮品牌，采购量较大，有利于形成规模效应，因此毛利率高于公司整体。经销渠道利润随着经销商数量增加而迅速提升带动毛利率稳步提高，2019 年经销毛利率达到 21.06%，超过惠发食品，并逐渐向安井食品靠近。

图 51: 直营渠道充分发挥规模效应，毛利率更高

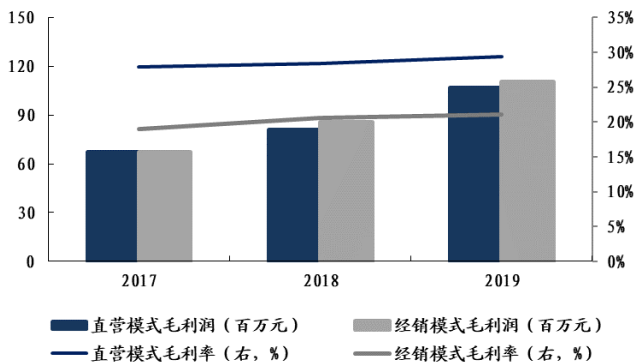
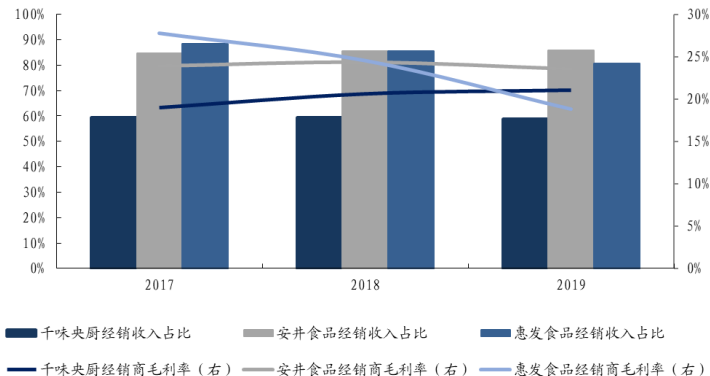


图 52: 经销渠道毛利率持续提高



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

数据来源：千味央厨招股书申报稿，各公司年报，东吴证券研究所

注：中饮巴比暂未披露 19 年年报，按 19 年中报数据

公司治理效率高，费用率保持稳定。17-19 年整体费用率保持在 13% 以下，每年总体费用提升水平低于 1.5pct。其中，管理费用占比超过 50%，且 17-19 年管理费用率上升 1.52pct。主要是由于公司快速扩张驱动仓储费用增加及管理人员增加导致的薪酬上升。管理开支上升趋势与当前公司业务扩张需求相符，预期业务稳定后会逐步回落。

图 53: 总体费用水平保持稳定

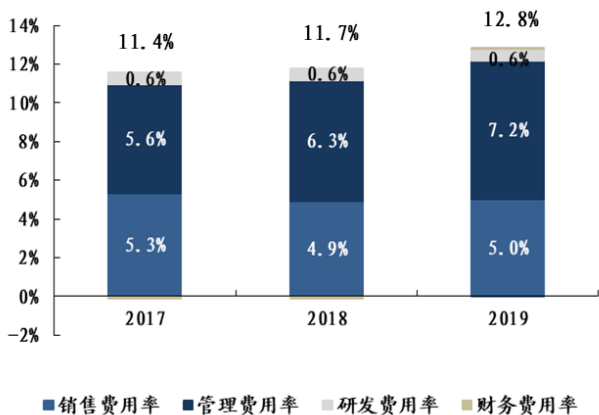
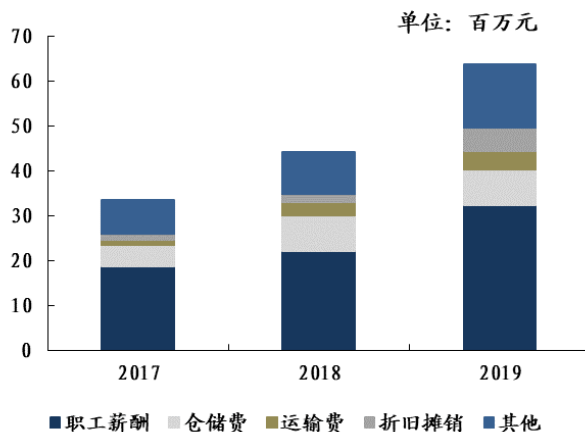


图 54: 管理人员薪酬及仓储费随规模扩张而增加



数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

数据来源：千味央厨招股书申报稿，东吴证券研究所

销售费用率体现 B 端市场优势，显著低于可比公司。由于千味央厨深耕 B 端市场，因此营销费用较低，无需支出大额商场推广及广告宣传费，17 年-19 年千味央厨销售费用率保持在 5% 左右，低于行业平均 10pct，显著优于可比公司。

表 8: 千味央厨销售费用率显著低于可比公司, 体现 B 端市场优势

可比公司	2017	2018	2019
三全食品	27.69%	28.57%	26.59%
安井食品	14.07%	13.43%	14.07%
中饮巴比	7.72%	8.83%	9.26%*
海欣食品	23.92%	22.46%	20.76%
惠发食品	5.95%	5.73%	6.29%
均值	15.87%	15.80%	15.39%
千味央厨	5.32%	4.90%	5.00%

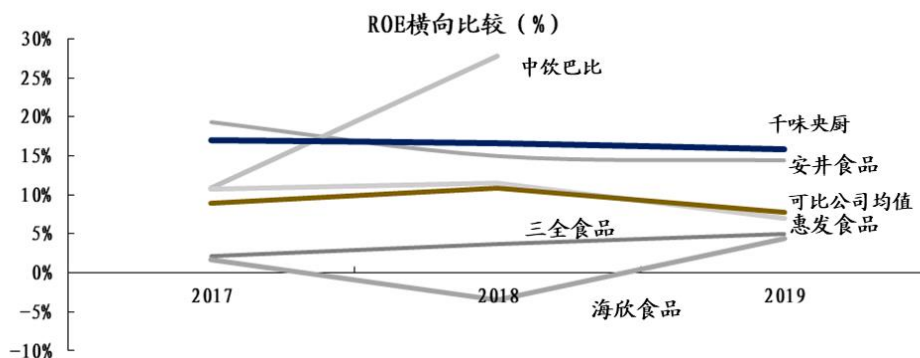
数据来源: 千味央厨招股书申报稿, 各公司年报, 东吴证券研究所

注: 因中饮巴比暂未披露 2019 年年报, 故以 2019 年中报进行测算分析

4.3.2. 以销定产驱动高周转, 叠加高净利, ROE 行业领先

千味央厨 ROE 行业领先, 规模扩张导致的周转放缓使 ROE 略有下滑。千味央厨 17-19 年分别实现 ROE 16.98%/ 16.59%/ 15.79%, ROE 略有下滑, 主要是由于规模扩张后, 公司周转效率略有放缓。横向比较, 千味央厨 ROE 显著高于行业, 仅次于中饮巴比, 展现较强的盈利能力。

图 55: 千味央厨 ROE 行业领先, 规模扩张导致的周转放缓使 ROE 略有下滑



数据来源: 千味央厨招股书申报稿, Wind, 东吴证券研究所

以杜邦分析拆解, 千味央厨净利及周转率均领先行业, 驱动高 ROE。由于 B 端市场的低销售费用特点, 千味央厨盈利能力领先行业。周转率方面, 由于经销渠道先款后货、而直营渠道信用期不超过 3 个月, 因此资金周转效率高; 同时定制品以销定产的生产模式和生产、采购的精细化管理下, 存货周转效率也高于行业平均。在高净利和高周转驱动下, 千味央厨 ROE 显著高于行业均值。

杠杆率低于行业平均，加杠杆空间充分。千味央厨权益乘数 1.56，低于行业均值，仅高于海欣食品。存在充分的加杠杆空间，有望助力扩张提速。

表 9：千味央厨净利率和周转率高于行业平均，驱动行业领先 ROE 水平

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

数据来源：千味央厨招股书申报稿，Wind，东吴证券研究所

5. 投资建议：关注餐饮 2B 市场优势突出企业

随着我国餐饮连锁化以及外卖、团餐市场快速增长，餐饮 B 端市场有望迎来新的成长机会。对标美国、日本 53%和 49%的餐饮连锁化率，2018 年我国连锁化率仅为 9.6%，具备较强提升空间，专注于 B 端市场的餐饮供应链企业有望抓住需求扩张机遇，凭借先发优势和专注深耕成就行业龙头。

当前餐饮 2B 市场方兴未艾，除速冻面米外，企业降本增效的需求也将大幅驱动中式复合调味料等细分领域的 B 端市场发展，有望成为高成长板块。

速冻面米 B 端市场建议关注深耕餐饮市场、占据先发优势的千味央厨；速冻火锅料龙头安井食品以及速冻水饺传统龙头、积极转型 B 端的三全食品；中式复合调味料 B 端市场建议关注聚焦餐饮市场、研发能力凸显的日辰股份及战略性发力定制餐调、自 C 端逐步转型 B 端的天味食品。

6. 风险提示

食品安全风险。由于餐饮行业流动中间环节较多，可能因人员操作失误、物流操作不当等原因，出现食品安全问题，将对公司声誉和经营业绩产生重大不利影响。

新冠疫情引起的经营风险。本次疫情对餐饮行业影响重大，如果疫情持续反复，将直接影响防疫管控措施及消费者外出就餐需求，对餐饮行业经营产生重大不利影响，进而影响餐饮供应链整体表现。

行业竞争加剧风险。尽管当前速冻面米的 B 端市场仍处于早期快速扩张阶段，但随着速冻面米行业市场竞争的不断深入，国内外竞争者均在逐步进入 B 端市场，行业可能面临竞争加剧，利润下降的风险。

宏观经济波动风险。若经济下行，消费者外出就餐、外卖及高端产品消费需求可能下降，将导致行业整体下滑。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

