

食品饮料

证券研究报告

2021年07月22日

“超级后厨”第一股，上市力争多维度进化

2021年7月8日，干味央厨成功过会，公司作为餐饮链重要加工企业，产品覆盖油炸类、蒸煮类、烘焙类产品，历经8年发展成为连锁餐饮的“超级后厨”。

专注速冻米面制品，营收、净利润稳定增长。2017-2019 公司营业收入持续增长，由 2017 年的 5.93 亿增长至 2019 年的 8.89 亿，CAGR22.43%，2019 增速同比增加 8.64pcts。伴随规模逐渐扩大，公司盈利不断增长，2019 公司净利润 0.74 亿，同比增长 26.32%，近两年增速保持稳定，且整体高于收入增速，公司盈利水平不断提升。2020 年 H1，由于新冠疫情对我国餐饮行业造成冲击，公司速冻米面制品主要面向餐饮客户，受到严重冲击。公司营业收入同比下降 8.04%，归母净利润同比下降 26.26%。2020 年下半年起，伴随国内疫情的有效控制以及客户的持续拓展，公司业绩有望实现快速恢复。

油炸品占主导，产品矩阵多元化布局。公司产品主要包括油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大品类，2019 油炸品贡献主营收入超 50%，保持核心地位。公司近三年油炸类产品占比逐步下降，烘焙、蒸煮品占比不断提升，油炸品占主营比由 2017 年的 59.43%下降至 2019 年的 55.34%。其他品类占比逐步上升，继公司成为肯德基蛋挞皮的供应商后，新增华夫饼、可颂面包等烘焙类产品供应，烘焙类产品实现快速增长。2019 公司针对客户需求增加虾米饺、撒尿肉丸等菜肴类产品，2019 菜肴类大幅增长 124.52%，公司产品布局向多元化迈进。

核心单品支撑公司毛利，盈利水平不断提升。2017-2019，公司三大单品油炸类、烘焙类和蒸煮类毛利率稳定上升，带动整体盈利水平提高。分品类看，截至 2019 年蒸煮品和烘焙产品毛利率最高，分别为 26.92%和 26.7%，期间费用保持稳定，管理费用率受薪酬增加小幅增长。我们认为这与公司未来产品多元化布局方向一致，将资源投放更多地倾向于高毛利品类以此提升产品结构竞争力。

经销模式占主体，不同产品着力不同渠道。公司主要采取直营和经销模式进行销售，直营以定制为主，主要面向餐饮客户；经销客户以通用产品销售为主。2019 公司直营收入占比 41.02%，经销收入占比 58.98%，直营渠道毛利率显著高于经销，主要系直营渠道面向餐饮，采购量大、单位运输成本低、广告促销费用低。目前公司直营模式主要供给品牌知名度较高的大型连锁餐饮客户，公司与这些客户合作程度深，涵盖菜单设计、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全方面，形成了较强的规模和优质客户优势。我们认为未来直营收入占比还会继续攀升。

上市募资投放产能，未来创收可期。公司拟投入募集资金 40919 万元、总投资 43662.37 万于新乡食品加工项目和总部研发中心建设项目。研发项目主要支持产品的开拓和创新，新乡食品加工项目 24 个月达产后将形成 8 万吨速冻米面制品，预期创收 8.1 亿元，利润 0.67 亿元。辅助高产销率、高产能利用率以及营收的快速增长，我们预计 2022 年底正式投产后，其设计收入将逐步实现。

风险提示：食品安全和质量风险；“新冠疫情”引致的经营风险；原材料价格上涨风险；过度依赖大客户风险；行业竞争加剧风险。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

薛涵 联系人
xuehana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:饮料个股机会精挑细选，白酒主逻辑仍为主线》2021-07-19
- 2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:强推次高端逻辑持续演绎，接力式发展进行时》2021-07-19
- 3 《食品饮料-行业研究周报:次高端强势贯穿全年，必选大众品待数据改善》2021-07-12

内容目录

1. 脱胎思念食品，专注 B 端餐饮客户	4
1.1. 速冻食品起家，股权结构稳定	4
1.2. 业绩维持高增速，产品多元布局推升毛利继续走高	5
1.3. 募资扩产缓解产能瓶颈	8
2. 产品矩阵多元化布局，直营经销两翼齐飞	9
2.1. 成立八年持续创新，产品矩阵稳步扩张	9
2.2. 大客户为主的渠道结构，经销渠道有待进一步改善	11
3. 社会效率持续提升，预制米面行业前景光明	13
3.1. B 端连锁化的加速带来速冻行业的天花板的快速拉高	13
3.2. 面米制品餐饮渠道增速较快，公司持续发力 B 端	15
3.3. 稳定性和成长性兼具，看好公司未来发展	16
4. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司股权结构清晰（2020-12-29）	5
图 3：营业收入（亿元）及增速	5
图 4：归母净利润（亿元）及增速	5
图 5：业绩拆分（按品类）	6
图 6：按品类收入增速	6
图 7：干味央厨毛利率变化	6
图 8：干味央厨单品毛利率变化	6
图 9：干味央厨期间费用率	7
图 10：干味央厨管理、销售费用率	7
图 11：可比公司净利率	7
图 12：公司应收账款周转率	7
图 13：存货周转率	7
图 14：资产负债率	8
图 15：ROE（%，摊薄）	8
图 16：公司产能扩张计划	8
图 17：公司产品工艺流程图	9
图 18：公司产品品类	10
图 19：公司渠道毛利率	11
图 20：公司直营模式主要客户	12
图 21：公司经销商规模构成	12
图 22： 外卖行业交易规模及增速	13
图 23：我国速冻食品行业规模及增速	13
图 24：速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品，处于餐饮供应链上游	13

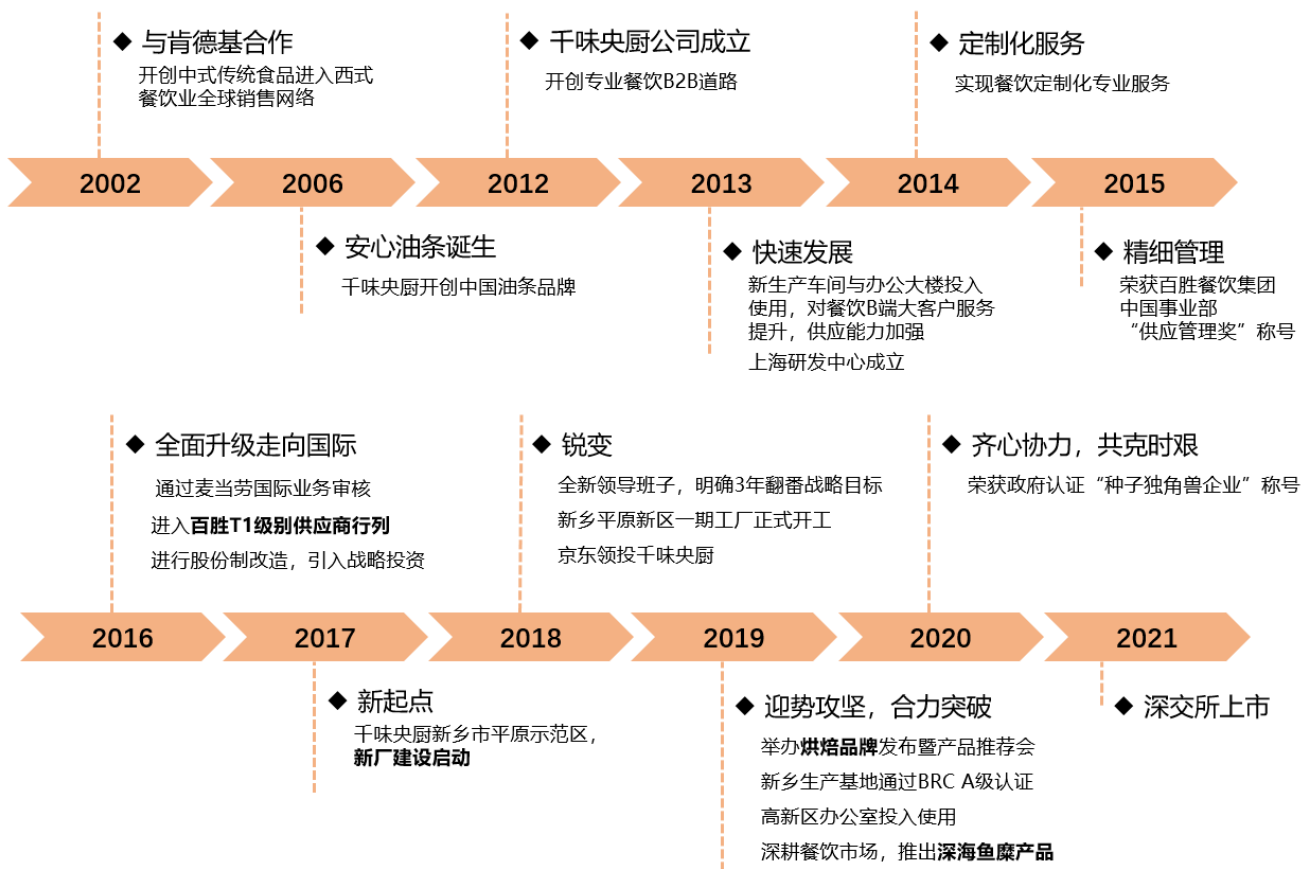
图 25: 2019 年餐饮行业收入 46721 亿元, 13-19 年 CAGR 达 10.7%	14
图 26: 就业人员平均工资:住宿和餐饮业(元)	14
图 27: 2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍	14
图 28: 我国餐饮行业较为分散, 集中度不高	14
图 29: 我国餐饮行业连锁化率不高, 提升空间较大	14
图 30: 速冻食品和速冻面米制品市场规模	15
图 31: 公司主要客户	15
图 32: 可比公司餐饮渠道毛利率	16
图 33: 公司未来增长点	17
表 1: 公司管理层	5
表 2: 公司产品产销量	8
表 3: 各产品品类 SKU	9
表 4: 公司主要产品的销售额(万元)及价格变动情况	10
表 5: 公司直营模式以定制品为主, 经销模式以通用品为主	11
表 6: 公司前五大直营客户(占直营收入比重)	11
表 7: 公司经销商数量	12

1. 脱胎思念食品，专注 B 端餐饮客户

1.1. 速冻食品起家，股权结构稳定

公司脱胎思念食品，2012 年由思念食品设立，是国内最早面向 B 端餐饮企业的速冻米面食品企业之一，数年来公司专注于 B2B 餐饮市场，为酒店、团体食堂、零售熟食、外卖、乡厨等客户供应速冻产品，并成为肯德基、海底捞、华莱士、真功夫等国内外知名餐饮企业的供应商，致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案。2016 年和思念食品股权分割，2017 年公司开始在新乡投资建设新厂，一期于 2018 年正式投产，二期于 2019 年正式投产，两期共投资 4.3 亿元。公司于 2020 年 2 月完成搬迁工作，彻底解决经营独立性和租赁资产产权瑕疵问题，2020 年，公司递交招股说明书，旨在上市募集资金进一步增加产能，于 2021 年正式过会。

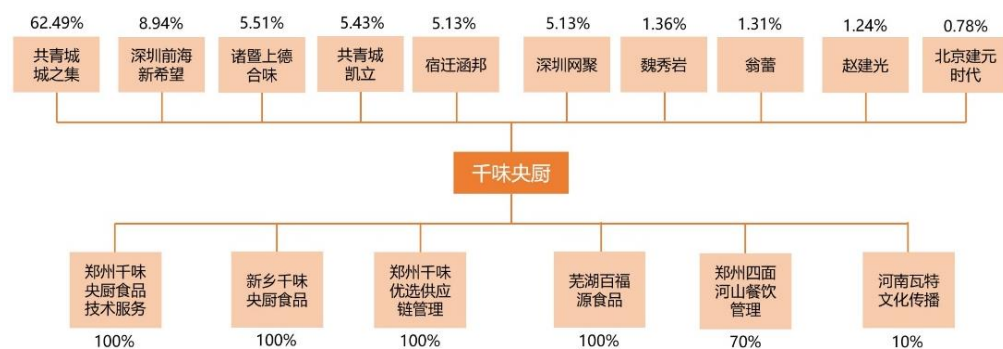
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

股权结构稳定，京东、绝味加持。2016 年，公司股权被全部转让于由思念食品创始人李伟控制的郑州集之城，将公司从思念体系中独立出来，专注拓展餐饮渠道市场。2017 年，李伟将所持的思念食品全部股权，转让给职业经理人王鹏等。至此，思念和干味央厨彻底脱钩。目前，公司控股股东为共青城城之集（持股 62.49%），共青城城之集 100% 股权为李伟持有，公司实际控制人为李伟。此后，公司多次引入外部投资者，2018 年末，公司获得由京东（宿迁涵邦）和绝味食品（网聚资本）跟投的亿元融资，所占股权比例约 10%。

图 2：公司股权结构清晰（2020-12-29）



资料来源：Wind，天风证券研究所

高管速冻米面行业经验丰富。实际控制人李伟并未在公司担任职务，董事长孙剑、董事总经理白瑞、董事副总财务总监王植宾，均具备多年速冻米面制品行业经验，专业实力雄厚。公司现任董事长孙剑于 2000 年加入思念食品，于思念食品工作 10 年，后于 2018 年加入干味央厨。公司现任总经理白瑞于 2004 年加入思念食品，于 2012 年加入干味央厨。公司 5 位核心技术人员，均在思念食品担任过研发工作。因此在研发和生产方面，公司均可以借鉴思念食品的丰富经验。

表 1：公司管理层

姓名	职务	简介
孙剑	董事长	曾在思念食品工作 10 年，最高职务为营销中心副总经理
白瑞	董事、总经理	曾在思念食品工作 7 年，最高职务为营销中心副总经理助理
王植宾	董事、副总经理、财务总监	曾在思念食品工作 7 年，最高职务为审计部经理
徐振江	副总经理、董事会秘书	曾在媒体、实体企业、投资机构工作多年

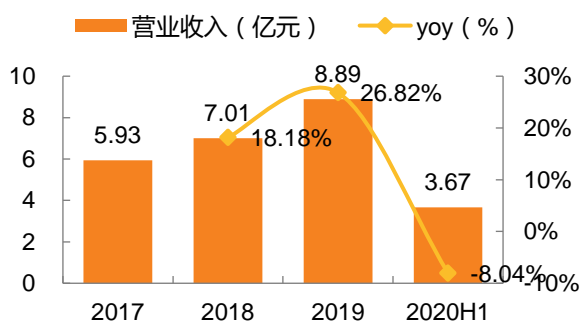
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 业绩维持高增速，产品多元布局推升毛利继续走高

营收、净利润稳定增长，疫情影响下业绩短期波动。2017-2019 年，伴随公司业务的持续拓展，公司营业收入从 5.93 亿元增长到 8.89 亿元，CAGR+22.43%。伴随规模逐渐扩大，公司盈利不断增长，公司归母净利润从 0.47 亿元增长到 0.74 亿元，CAGR+26.17%，实现快速稳步增长。近两年增速保持稳定，且整体高于收入增速，公司盈利水平不断提升。

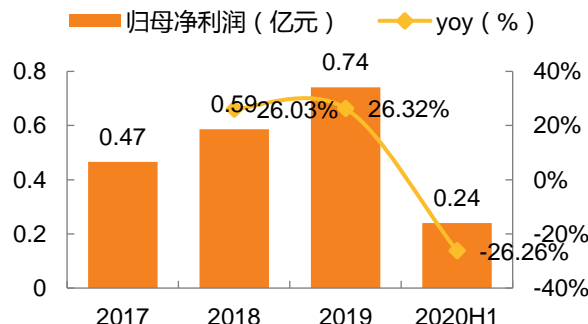
2020 年 H1，由于新冠疫情对我国餐饮行业造成冲击，公司速冻米面制品主要面向餐饮客户，受到严重冲击。其中，2020 年 H1 百胜中国和九毛九的营业收入分别同比下降 17.43% 和 23.25%，公司营业收入同比下降 8.04%，归母净利润同比下降 26.26%。2020 年下半年起，伴随国内疫情的有效控制以及客户的持续拓展，公司业绩有望实现快速恢复。

图 3：营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

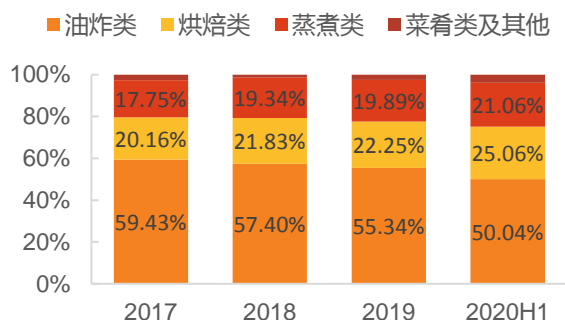
图 4：归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

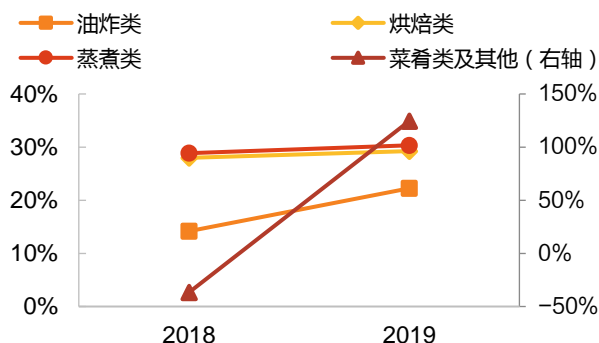
油炸类产品为主，烘焙蒸煮类呈结构性高增长。公司产品主要包括油炸类（油条类&油炸点心类）、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他，2020年H1分别占比50%/25%/21%/4%，17-19年复合增速分别为18%/29%/30%/19%。2020年H1，油炸品贡献主营收入超50%，保持核心地位。近三年公司油炸类产品占比逐步下降，烘焙、蒸煮品占比不断提升，公司在第二、三大产品品类上逐渐加大布局和投入，致力于多元产品战略落地。油炸品占主营比由2017年的59.43%下降至2019年的55.34%。继公司成为肯德基蛋挞皮的供应商后，逐步在百胜中国系统推出烘焙类新品，公司新增华夫饼、可颂面包等烘焙类产品供应，烘焙类产品实现快速增长。其他品类占比逐步上升，2019年公司针对客户需求增加虾米饺、撒尿肉丸等菜肴类产品，2019菜肴类大幅增长124.52%，公司产品布局向多元化迈进。

图 5：业绩拆分（按品类）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

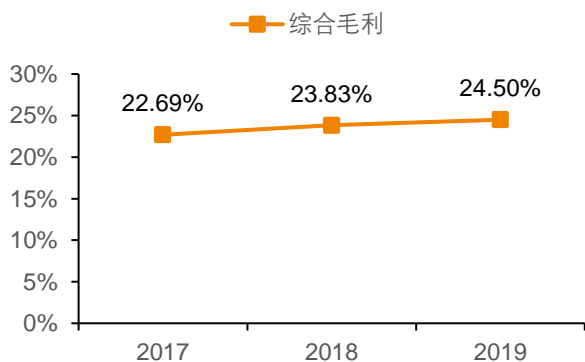
图 6：按品类收入增速



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

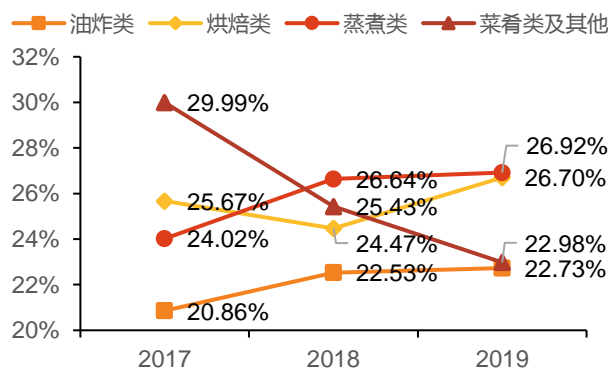
三大核心品类支撑公司毛利，盈利水平不断提升。2017-2019，公司三大单品油炸类、烘焙类和蒸煮类毛利率稳定上升，带动整体盈利水平提高。从贡献程度看，2017-2019三大核心品类对公司毛利贡献分别为96.47%、98.48%和97.63%。分品类看，截至2019年蒸煮品和烘焙产品毛利率最高，分别为26.92%和26.7%，我们认为这与公司未来产品多元化布局方向一致，将资源投放更多地倾向于高毛利品类以此提升产品结构竞争力。2020年H1，受疫情影响，公司毛利率为23.47%（还原至2019年收入会计准则），较2019年下降1pct。

图 7：干味央厨毛利率变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 8：干味央厨单品毛利率变化

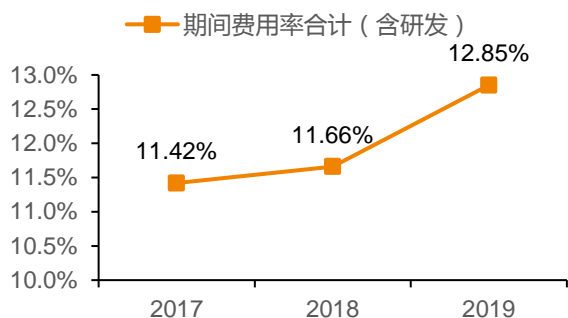


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

期间费率稳定，管理费用率略有上升。2017-2019公司期间费用率保持稳定在12%左右，2019同比增加1.19pcts，主要系管理费用率提升。近三年公司管理费用率持续提升，主要系1)公司管理人员增加导致工资薪酬增加；2)销售规模增大导致租赁的仓库数量、面积有所增加；3)新乡食品加工建设项目的折旧摊销增加；4)产成品、原材料在工厂和仓库之间的调拨费等运输费用有所增加。与同行业相比，公司管理费率高于三全食品和安井食品，低于惠发食品、中饮巴比等，处行业中间水平。受销售模式和客户结构差异影响，公司直营客户以连锁餐饮为主，广告宣传费较低，销售费率整体偏低，维持在5%附近。

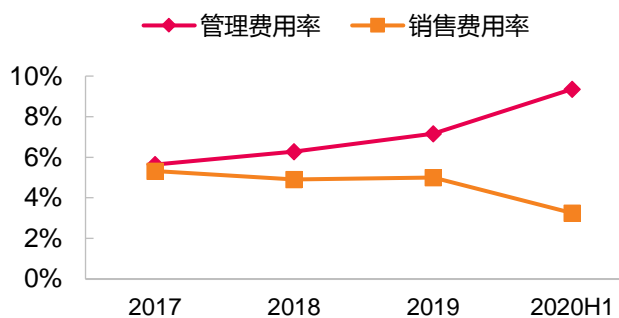
2017至2019年，公司净利率从7.85%增长到8.33%，与同行业相比处于较高水平，原因是公司针对B端客户，销售费用只需包括运输费、职工薪酬，不包括市场推广费、商场进场费、销售促销费等C端客户相关的费用，因此销售费用较低。2020年H1，公司净利率有所下降，主要原因系新乡食品加工建设项目2019年下半年和2020年上半年转入固定资产金额较多，故2020年1-6月新增固定资产折旧较上年同期增加约700万元，导致2020年上半年净利润下降比率大于营业收入，导致管理费用率大幅提升，净利率有所下滑。

图 9：千味央厨期间费用率



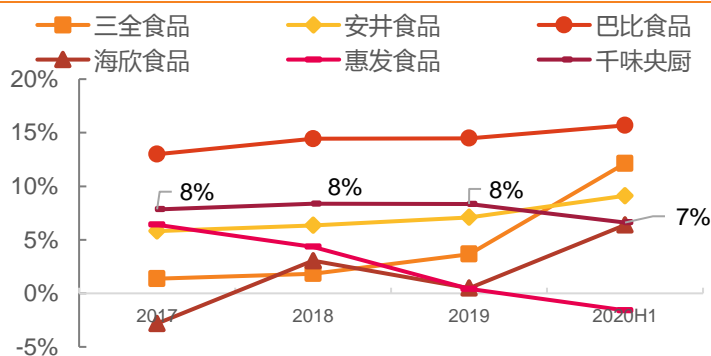
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：千味央厨管理、销售费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

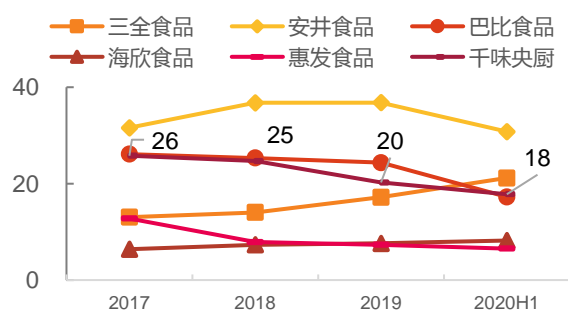
图 11：可比公司净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

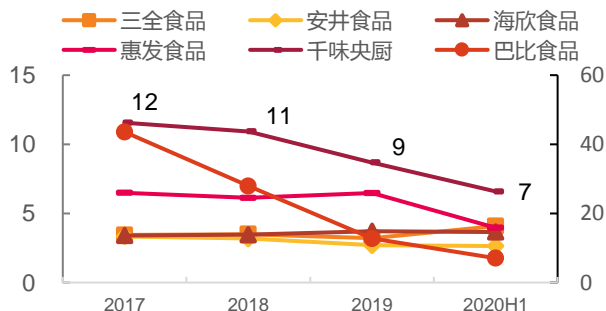
回款能力较强，资产变现能力短期减弱。2017-2020年H1，公司应收账款周转率较高，回款能力和应收账款控制水平较强，在同行业可比公司中处于较高水平，仅次于安井食品和中饮巴比，有所下降原因是连锁餐饮客户等大型直营客户销售金额持续增加，此类客户拥有不超过3个月的信用期。在此期间，公司存货周转率较高但呈下降趋势，原因是销售规模增长，公司增加成品及原材料备货。公司资产负债率处于较低水平，在同行业公司中，公司资产负债率指标处于行业中上游水平。2017-2019年，公司ROE保持15%左右，2020年H1，由于资产周转率的大幅下降，公司ROE有所下降。

图 12：公司应收账款周转率



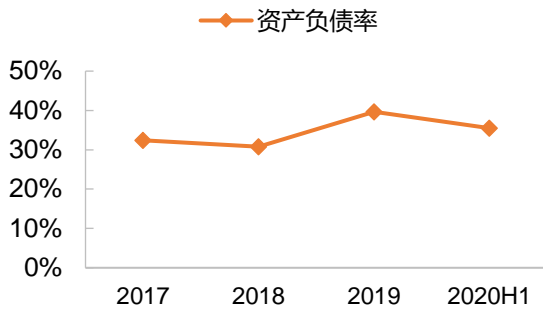
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：存货周转率



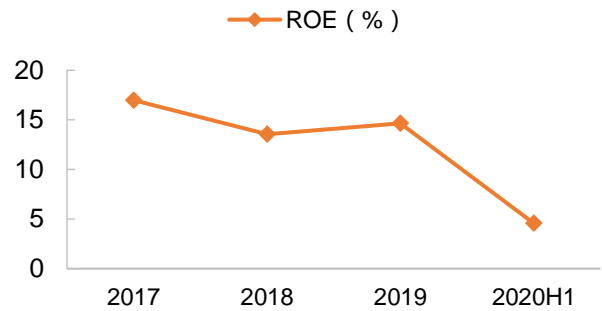
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 14: 资产负债率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 15: ROE (%，摊薄)



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

1.3. 募资扩产缓解产能瓶颈

2017-2019 年, 公司产销率保持稳定, 2017 年, 公司产能利用率为 87.37%, 由于速冻面米制品行业存在季节性, 每年 8 月至次年 2 月为消费旺季, 因此公司在旺季实际上是供不应求状态。2018 年, 公司产能利用率达到 100%, 由于产能不足, 公司的营收增长受到制约。2019 年, 公司新设全资子公司新乡干味使产能增长 55%, 产能利用率降为 81.29%, 仍为较高水平, 因此公司需要募集资金继续扩大产能。2020 年 H1, 公司产能利用率降至 43%, 产销率超过 100%, 原因是公司英才街厂区关停, 在关停前大量备货以应对春节旺季销售需求, 以及受“新冠疫情”影响节后复工延迟、开工率不足, 短期承压。

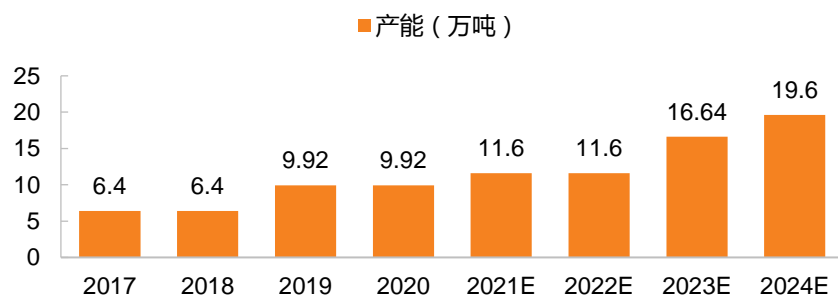
表 2: 公司产品产销量

	2017	2018	2019	2020H1
产能 (吨)	64000	64000	99200	62000
产量 (吨)	55918	64254	80645	26832
销量 (吨)	54875	63550	76599	31020
产能利用率	87%	100%	81%	43%
产销率	98%	99%	95%	116%

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

2017 年到 2019 年, 公司产量 CAGR 为 20.09%, 销量 CAGR 为 18.15%。按照募投项目计划, 公司本次 IPO 计划募集资金 4.09 亿元, 主要用于新乡食品加工建设项目 (3.77 亿元) 和总部基地及研发中心建设 (0.32 亿元) 两个项目, 并计划涉足速冻调制食品, 原因有两方面。一是公司 100 万元以下的中小经销商客户占 84.22% (2019 年), 该类经销商以销售海鲜、速冻调制食品为主, 对速冻调制食品的进货稳定性和销售连续性高于速冻面米制品。二是公司直营客户存在多样化需求, 速冻调制食品与速冻面米制品可搭配食用。如果项目顺利实施, 公司产能可在 2024 年前满足每年 20% 的销量增长需求。

图 16: 公司产能扩张计划



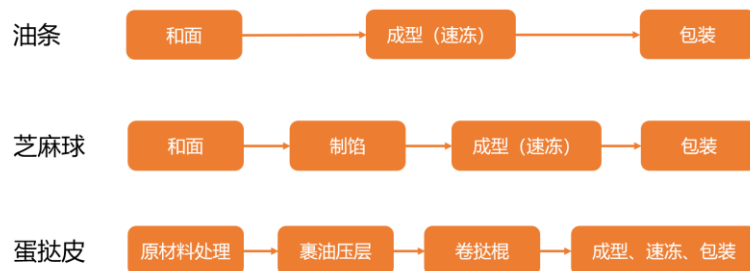
资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

2. 产品矩阵多元化布局，直营经销两翼齐飞

2.1. 成立八年持续创新，产品矩阵稳步扩张

聚焦差异化小众单品，自动化生产工艺成熟。公司于 2012 年成立至今，始终将主营业务聚焦在餐饮速冻面米制品供应领域。与思念食品不同的是，思念食品主要产品为水饺、汤圆、粽子等，而公司的主要产品为油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸、卡通包等。因此在具体产品上，公司专注于相对更加小众新颖且适合 B 端售卖的单品。公司主要产品工艺与所有速冻米面制品类似，包括制皮、制馅、成型、速冻、包装，均可实现自动化生产。公司通过自主研发弥补速冻面米制品生产的自动化设备不足，如蛋挞切块机、自动油条生产线、芝麻球全自动生产线等，从而保证创新产品快速量产、成本可控进而抢占市场。

图 17：公司产品工艺流程图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

多元化产品战略，强研发助力矩阵持续扩张。公司产品主要包括油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大品类，其中油炸类产品收入占比超 50%，保持核心地位。从 2017 年到 2020 年 H1，油炸类产品占比逐步下降，烘焙类、蒸煮类占比不断提升，公司在烘焙、蒸煮品类上逐渐加大布局和投入，致力于多元产品战略落地。2019 年公司针对客户需求增加虾米饺、撒尿肉丸等菜肴类产品，该类产品收入实现一定的增长，公司产品矩阵持续扩张。

截止 2020 年 H1，公司共 319 个 SKU，油炸/烘焙/蒸煮/菜肴类及其他分别为 87/45/147/40 个。另一方面，公司依托现有产品进行场景化的深入研究，研发出适应不同消费场景的系列产品。以油条为例，公司从 2012 年开始进行油条细分场景下的市场研究，细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景，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。

表 3：各产品品类 SKU

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-6 月
油炸类	61	72	90	87
烘焙类	33	38	49	45
蒸煮类	84	105	139	147
菜肴类及其他	15	9	27	40
合计	193	224	305	319

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

目前公司销售主要以各品类核心大单品为主，2019 年前十大单品占比超 50%。分品类来看，油炸类系列产品主要包括油条类和油炸点心，其中干味 260g 芝麻球、KFC 冷冻油条、干味 400g 香芋地瓜丸、干味 450g 香脆油条、干味 1200g 安心大油条、干味 300 克脆皮香蕉为主要产品，2019 年销售额均超千万，销售额占比分别为 10%/8%/6%/5%/2%/2%/2%，合计占比 35%。公司目前烘焙类产品主要以 1*18*16 蛋挞皮、百胜原味冷冻华夫面团两大单品为主，2019 年销售额占比分别为 10%/3%，近年来增速较快，有望成为公司未来增

长的新发力点。

图 18: 公司产品品类

1、油炸类

(1) 油条



1、油炸类

(2) 油炸点心



2、烘焙类



4、菜肴类及其他



3、蒸煮类



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 4: 公司主要产品的销售额（万元）及价格变动情况

项目	2017		2018		2019		2020 年 1-6 月	
	销售额	销售额	价格变动幅度	销售额	价格变动幅度	占比	销售额	
1*18*16 蛋挞皮	7,097	7,953	1.92%	9,107	1.30%	10%	3,955	
千味 260g 芝麻球	8,539	8,955	0.28%	9,034	2.16%	10%	3,740	
KFC 冷冻油条（60g）	-	4,498	-	6,815	0.53%	8%	2,641	
千味 400g 香芋地瓜丸	-	4,638	-	5,015	0.10%	6%	1,931	
千味 450g 香脆油条	3,634	3,931	-2.39%	4,345	0.97%	5%	1,366	
百胜原味冷冻华夫面团	-	1,196	-	2,805	0.08%	3%	895	
千味 360g 卡通猪猪包	615	1,850	-1.34%	2,672	2.21%	3%	1,140	
千味 1200g 安心大油条	-	927	-	1,963	-3.89%	2%	822	
千味 300 克脆皮香蕉	2,137	1,866	-0.08%	1,757	2.55%	2%	485	
百胜 360g 蛋芯油条	-	-	-	1,629	-	2%	-	
合计	22,022	35,814	-	45,142	-	51%	16,971	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 大客户为主的渠道结构，经销渠道有待进一步改善

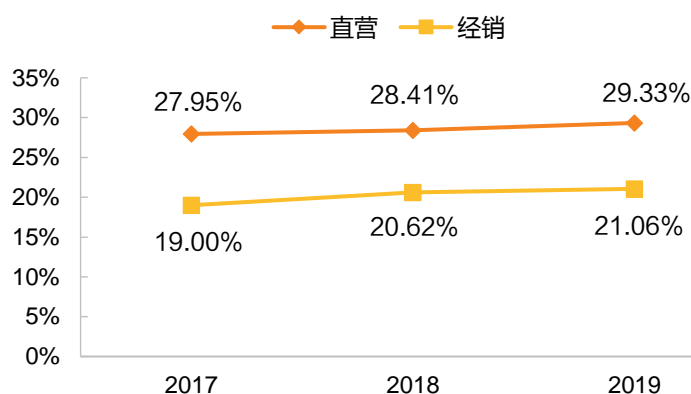
公司销售模式清晰，直营经销两翼齐飞。从 2017 年到 2019 年，公司经销/直销模式收入分别占比 60%/40%左右且较为稳定，目前直营模式主要以定制品为主，经销模式以通用品为主。公司直营和经销渠道毛利率与公司总体毛利率趋势一致，稳步上升，且由于直营渠道面向餐饮，采购量大、单位运输成本低、广告促销费用低，2019 直营渠道毛利率高于经销 8pcts 左右。

表 5: 公司直营模式以定制品为主，经销模式以通用品为主

		2017	2018	2019
直营	定制品	34.8%	34.5%	35.3%
	通用品	5.8%	6.2%	5.7%
经销	定制品	0.6%	0.3%	0.6%
	通用品	58.8%	59.0%	58.4%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 19: 公司渠道毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

直营模式以定制品为主，大客户粘性较强。目前公司直营模式主要供给品牌知名度较高的大型连锁餐饮客户，公司与这些客户合作程度深，涵盖菜单设计、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全方面，因此产品为满足客户个性化需求的定制品。知名餐饮连锁企业一旦与供应商达成合作，除非有重大食品安全问题，否则不会轻易更换供货商，因此公司已形成了较强的规模和优质客户优势。以肯德基为例，公司从最早向其提供蛋挞皮开始，到现在产品延伸到安心油条、华夫饼、冷冻面团、烙饼、牛角包、酥饼等多个品类。随着大客户自身规模的扩大，以百胜为例，根据百胜中国 CEO 屈翠容对彭博表示，2020 年新开店目标为 800-850 家，预计公司直营收入持续增长。

表 6: 公司前五大直营客户 (占直营收入比重)

		2017		2018		2019		2020H1	
1	必胜 (百胜中国)	74%	必胜 (百胜中国)	74%	必胜 (百胜中国)	75%	必胜 (百胜中国)	69%	
2	华莱士	6%	华莱士	8%	华莱士	7%	华莱士	11%	
3	永和大王	5%	麦点 (九毛九)	3%	麦点 (九毛九)	3%	海之雁贸易 (海底捞)	3%	
4	麦点 (九毛九)	3%	补给舰 (真功夫)	2%	补给舰 (真功夫)	2%	沃尔玛	3%	
5	补给舰 (真功夫)	3%	富泰华 (富士康)	2%	永和大王	2%	补给舰 (真功夫)	2%	
小计		91%		89%		88%		89%	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：公司直营模式主要客户



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

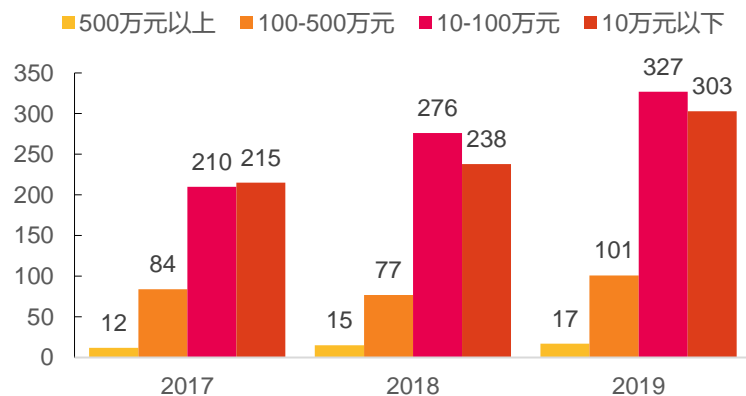
经销模式以通用品为主，经销商质量进一步优化。经销模式主要供给餐饮商户、团餐食堂、酒店、乡厨、社区团购等中小型客户，这些客户的个性化需求不高，因此公司标准化的通用品足以满足需求，同时公司需要借助经销商的渠道优势和管理能力，将产品销售到这些客户当中。经销商模式在一定程度上可以弥补直营模式无法大规模开拓中小客户的不足，开辟更广阔的三四线领域。从 2017-2019 年，公司经销商客户数量从 521 家增加到 748 家，与公司收入增速基本保持同一步调，经销渠道拓展顺利。2017 年，公司经销商减少 488 家，原因是公司加强经销商管理、规范第三方回款，清退个人经销商、无资质经销商，经销商质量进一步优化。从 2019 年经销商构成来看，100 万以下的经销商占据经销商体系的 84%，小商制模式明显。

表 7：公司经销商数量

	2017	2018	2019	2020H1
期初经销商	835	521	606	748
新增经销商	174	234	351	180
减少经销商	488	149	209	207
期末经销商	521	606	748	721

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 21：公司经销商规模构成



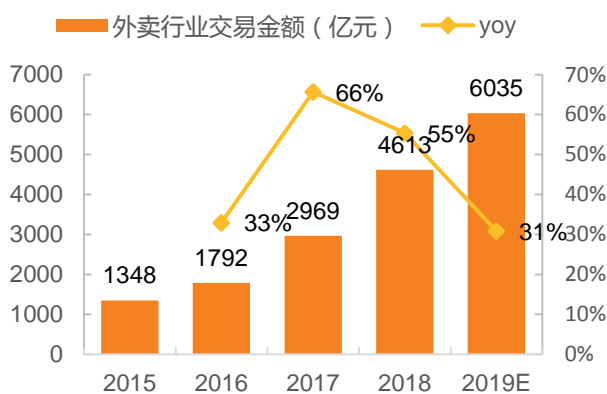
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 社会效率持续提升，预制米面行业前景光明

3.1. B 端连锁化的加速带来速冻行业的天花板的快速拉高

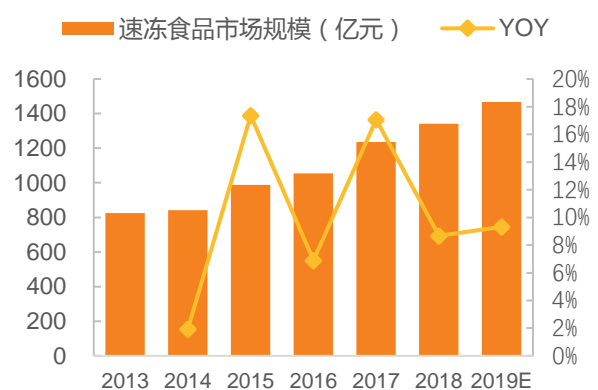
在 2020 年 1 月 16 日年度策略报告《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中，我们阐述了“中国消费百年时钟”理论，并指出当前我国处于第三消费时代。在这一阶段，消费进入存量阶段，处在“调结构”的初级阶段。**我们认为在消费时钟背景下，除消费升级外，还需牢牢把握效率提升主线。**伴随着人们生活节奏的加快和压力的增加，消费已经呈现出便捷化的趋势，各种提升效率的新业态不断出现，例如 B 端的中央厨房，C 端的外卖、盒马等，都在不同程度满足了消费者便利性的追求。**消费者对于便捷化的需求使得速冻食品行业近年来持续升温，实现快速增长。**

图 22： 外卖行业交易规模及增速



资料来源：Trustdata、前瞻产业研究院、天风证券研究所

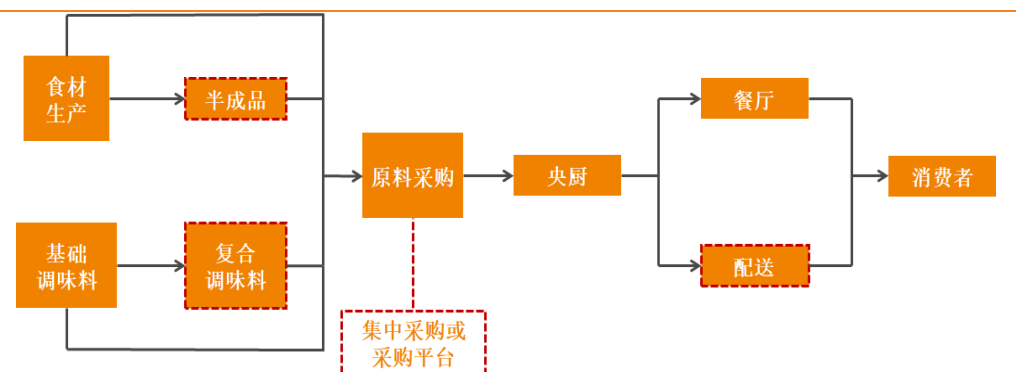
图 23： 我国速冻食品行业规模及增速



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品，处于餐饮供应链上游。餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含上游原料生产、采购、央厨、餐厅或配送消费。目前由于餐饮连锁化率的不断提升，对产业链的运营效率提出了更高的要求，各个环节之间的关系在逐步拉近，如央厨需求从原始食材到半成品，从基础调味料到复合调味料，包括从统一采购平台的兴起，央厨到消费者之间的配送，均将各个环节的联系变得更加紧密。同其他环节相比，速冻食品产品差异度较小，可迅速拉高行业天花板。

图 24： 速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品，处于餐饮供应链上游

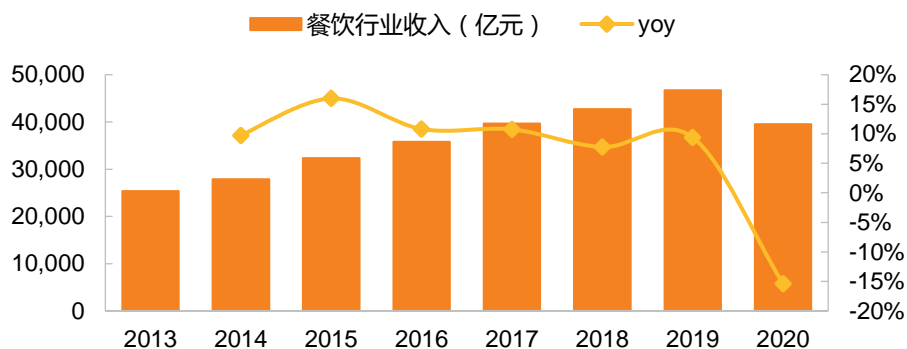


资料来源：天风证券研究所

餐饮行业的快速发展拉动了对速冻食品的需求，人工成本&租金&食材供应标准的持续提升进一步拉动需求。根据前瞻产业研究院数据，我国餐饮行业 2019 年收入 46721 亿元，2013-2019 年 CAGR 达 10.7%，2020 年，受新冠疫情影响，餐饮收入有所下滑，预计 2021 年起将迅速恢复，预计 2021-2022 年将按 10%的复合年增长率增长。

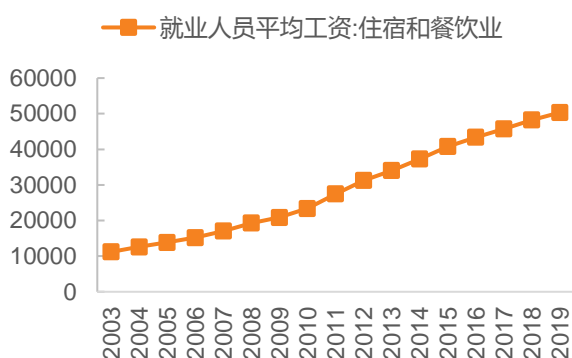
餐饮行业食材成本约占比 30%-40%，餐饮行业的快速发展带动了对速冻食品食材的需求。根据中国饭店协会发布的《2019 中国餐饮业年度报告》，原材料、销售管理财务费用、以及人力成本在餐饮行业成本中占比最大，目前原材料、房租和人力成本是近几年是上升最快的三大成本。2019 年住宿&餐饮行业平均工资是 2009 年工资的 2.4 倍，2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍，工资成本和租金的上升导致餐饮行业出现去大厨化现象、以及减少后厨面积，选择使用半成品。

图 25：2019 年餐饮行业收入 46721 亿元，13-19 年 CAGR 达 10.7%



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 26：就业人员平均工资:住宿和餐饮业（元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 27：2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍

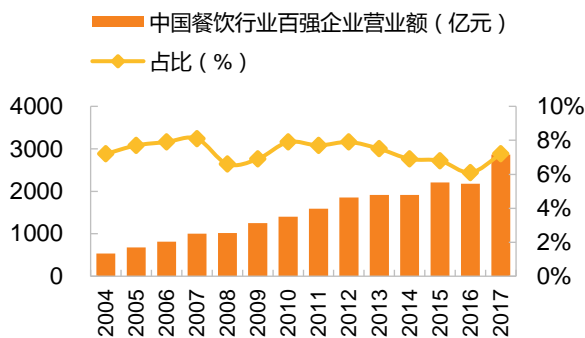


资料来源：Wind、天风证券研究所

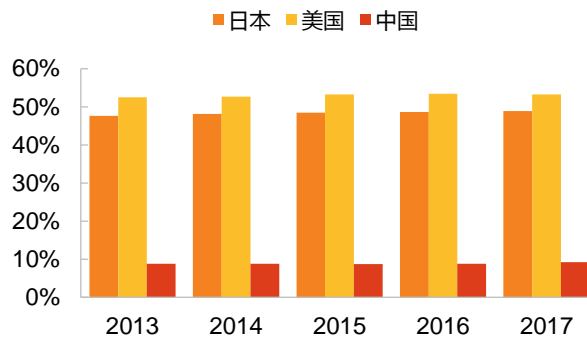
我国餐饮行业连锁化率增长空间较大，有望进一步拉高速冻行业天花板。2018 年，51%的百强企业以直营+特许的方式扩大连锁规模，餐饮企业连锁化动力较强，通过成为连锁企业需要进行标准化扩张以实现规模效应从而降低成本。餐饮龙头扩张过程中提高连锁化率伴随着对食材供应标准的提高，而速冻半成品厂商具备成本优势、标准化程度高，大量使用速冻半成品可以有效满足餐饮行业的需求。对比美国和日本，我国餐饮行业的连锁化率仍较低，随着未来餐饮市场的不断成熟，连锁化率提升空间仍较大，有望进一步拉高速冻行业的天花板。

图 28：我国餐饮行业较为分散，集中度不高

图 29：我国餐饮行业连锁化率不高，提升空间较大



资料来源: 中国烹饪协会, 中华商业信息网等, 天风证券研究所

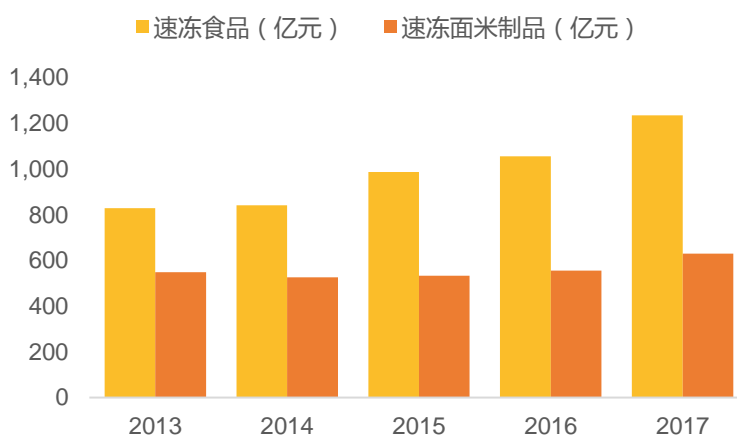


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

3.2. 面米制品餐饮渠道增速较快, 公司持续发力 B 端

公司所处的速冻食品行业, 可分为速冻调制食品、速冻面米制品、速冻其他食品三类, 公司的主营产品为速冻面米制品。产品方面, 餐饮企业的需求呈现多样化的态势, 对汤圆和水饺这样的传统产品的需求已趋于稳定。针对不同餐饮应用场景的细分领域, 开始出现对特色新品的需求, 如油条、芝麻球、卡通包等。根据 Frost & Sullivan 《中国速冻食品行业概览》测算, 从 2013 年到 2017 年, 速冻食品市场规模从 828 亿元增长到 1235 亿元, CAGR 达到 10.51%。其中, 速冻面米制品市场规模从 549 亿元增长到 629 亿元, CAGR 达到 3.46%。2018 年, 我国速冻面米制品餐饮渠道收入为 122 亿元, 公司营业收入为 7.01 亿元, 仅占比 6%。预计未来五年, 速冻面米制品餐饮渠道收入复合增速为 21%, 远超速冻面米制品行业整体复合增长率。

图 30: 速冻食品和速冻面米制品市场规模



资料来源: 招股说明书, Frost & Sullivan 《中国速冻食品行业概览》, 天风证券研究所

持续聚焦餐饮客户, 多年深耕形成先发优势。公司坚持“只为餐饮, 厨师之选”的战略定位, 只做 B 端业务, 在进入百胜 T1 级别供应商行列后, 领先于行业其他竞争对手, 公司成为知名餐饮客户的供应商, 一方面有利于持续与百胜中国研发合作新品, 另一方面多年积累的品牌优势有利于拓展其他优质客户。

公司计划未来净利润年均复合增长率保持两位数以上, 在油条类、蛋挞类、芝麻球类、面点类的基础上, 新增 3-5 个超亿元的品类。产品端, 公司拥有专利 49 项, 由于速冻面米制品和速冻调制食品的研发具有一定可借鉴性, 未来公司如加强其他品类的研发, 可避免过度依赖单一品类的风险, 目前公司已推出烘焙类、深海鱼糜类产品, 丰富品类矩阵, 逐步成为一站式餐饮供应链企业。

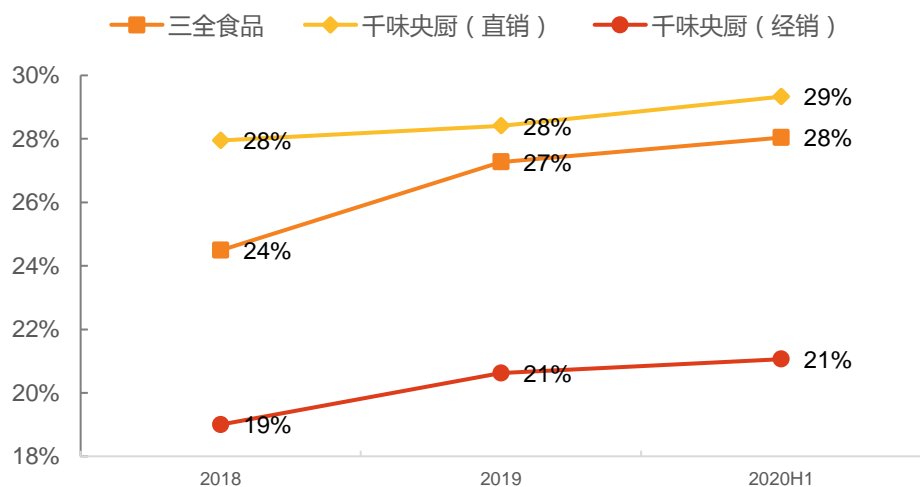
图 31: 公司主要客户



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司大客户模式成熟，经销商模式有待提升。目前，国内餐饮渠道速冻食品公司主要以干味央厨和三全食品为主，2019年，三全食品餐饮市场营收达到7.84亿元，同比增长40.45%，并在餐饮市场推出茴香小油条、馅饼、点心等新品。2019年，公司营收达到8.89亿元，同比增长26.82%，餐饮市场营收体量略超三全。从销售渠道来看，公司直营大客户与经销商并进，而三全经销商为主。公司整体毛利率水平低于三全，我们认为原因在于：1) 公司大客户占比远高于三全，长期稳定合作关系使毛利率略低于同类公司，未来有望通过持续拓展高毛利单品稳步提升直销渠道整体毛利率；2) 另一方面来看，公司经销商渠道目前小商制明显，效率可能相对较低，在公司加强经销商管理、规范第三方回款，清退个人经销商、无资质经销商，经销商质量进一步优化后，未来有进一步提升空间。

图 32：可比公司餐饮渠道毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 稳定性和成长性兼具，看好公司未来发展

我们认为公司未来成长兼具稳定性与成长性，稳定性来源于与大客户的长期合作伙伴关系，成长性来源于餐饮行业对于效率持续提升的需求以及老客户在产品品类上的持续拓展：

一方面，老客户合作关系稳固，规模品类双拓展带动公司规模及盈利双提升。目前公司与大客户均为长期合作伙伴关系，以肯德基为例，公司从最早向其提供蛋挞皮开始，到现在产品延伸到安心油条、华夫饼、冷冻面团、烙饼、牛角包、酥饼等多个品类，合作关系紧密，品类持续拓展，且伴随高毛利产品的推出，公司盈利能力持续提升，我们认为公司有望成为大客户的一体化餐饮链供应商。此外，从老品类来看，随着大客户自身规模的扩大，以百胜为例，公司2020年新开店目标为800-850家，预计公司老品收入将伴随大客户的拓展持续增长。

另一方面，餐饮企业效率提升诉求不断拉升行业天花板，公司有望持续受益行业新客户的增加。《中国餐饮大数据 2020》报告指出，当前我国餐饮市场规模已突破 4.6 万亿元，预计预制米面占有率为 5%，未来餐饮端预制米面行业空间至少为 2300 亿，2018 年，我国速冻面米制品餐饮渠道收入为 122 亿元，预制米面与其他预制菜品不同，极少作为连锁餐饮及小餐饮企业特色菜品，但费时费力，预制米面品类可迅速提升餐饮企业的效率，因此伴随餐饮企业对效率提升的诉求日益增加，行业天花板有望持续拉升。公司作为行业内专注餐饮市场预制米面的龙头公司，有望持续受益新客户的增加及行业规模的扩大。

图 33：公司未来增长点



资料来源：天风证券研究所

4. 风险提示

食品安全和质量风险：公司主营业务为面向餐饮企业的速冻面米制品的研发、生产和销售。由于食品流通过程中需经历较多中间环节，且公司的速冻面米制品需要全程冷链储运，一旦公司因人员操作疏忽、物流公司操作不当或者在运输过程中发生偶发性事件等原因，将可能出现食品安全问题。

“新冠疫情”引致的经营风险：公司速冻面米制品主要面向餐饮行业客户，“新冠疫情”对我国餐饮行业造成了严重的冲击。疫情防控常态化下餐饮行业的复苏发展仍将面临众多挑战，从而对公司的经营带来较大的不确定性。

原材料价格上涨风险：公司生产所需的主要原材料为大宗农产品，包括面粉、糯米粉、食用油、白砂糖等，受大宗商品价格波动影响。

过度依赖大客户风险：第一大客户百胜中国及其关联方占公司营业收入比例较高。公司作为百胜中国 T1 级供应商，与百胜中国合作关系稳定。但公司未来仍存在百胜中国减少订单甚至终止合作导致公司经营业绩下滑的风险。

行业竞争加剧风险：我国速冻面米制品行业竞争激烈，随着市场竞争的不断深入，行业市场份呈现逐步集中的趋势。公司竞争对手主要为国内外上市公司及拟上市公司、外商投资企业，资金实力雄厚，或将面临行业竞争力下降的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com