

干味央厨 (001215)

柔性定制成就舌尖万味，服务能力领跑业界央厨

百胜相伴“亦师亦友”，业绩向上，油条霸主雏形初现。公司2002年开始与肯德基合作，开创了中式传统食品进入西式餐饮业全球销售网络的先河；相互守望十余载，公司脱颖而出并于16年进入百胜T1级供应商行列，系全国米面类唯一入围最优供应商。17-20年，公司营收持续增长，从5.93亿元增长到9.44亿元，CAGR+16.74%。伴随规模扩大，公司归母净利润从0.47亿元增长到0.77亿元，CAGR+18.26%。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，其中油炸类收入占比超50%，保持核心地位；油条品类在油炸大类营收占比约60%，随着工业化油条的加速渗透，预计每年实现超过30%的增长，系公司业绩增长的重要驱动力。

定制化生产模式，践行“只为餐饮，厨师之选”的服务理念。公司提供定制化服务过程中，并非将自研产品直接供应餐企客户，而是换位思考，以提供产品解决方案形式满足其真实需求；即公司以B端客户定制需求为起点开展研发、生产、销售等具体经营活动。随着年轻人外出就餐率的提升以及餐饮连锁化趋势，B端供应链规模将随下游餐饮市场继续扩容而保持增长；同时大型连锁餐饮企业的脱颖而出，也将其背后优质供应商从幕后带到台前，这批顶尖供应商将充分享受到大B客户作为灯塔、风向标下的市场红利。

成熟大B客户既给公司带来业绩稳定性，又构筑行业壁垒。大B客户店面扩张等内生性增长可以为公司带来成长的稳定性。同时，成熟的大B连锁餐饮企业具备一套严苛的供应商审核和管理机制来保证供应链的安全与稳定，包括公司自评与聘请第三方外评共同考核供应商资质，而该机制无形中成为竞争对手短时难以突破的供应壁垒。更重要的是，在大B深度合作中，头部连锁餐企对公司产品研发优势、运营管理体系的培育，既为公司横向品类拓展、纵向下沉兼容打下基础，也是公司基业长青的重要支撑。

卡位工业化油条细分赛道，即食烘焙类值得展望。目前油条市场仍具有增量空间，随着工业化油条加速渗透，公司目前不大的体量以及强大的竞争优势，我们预计公司在油条品类上仍具有广阔发展空间。同时，即食烘焙类产品差异化进入餐饮蓝海市场，有望成为公司第二增长曲线。

盈利预测：预计公司2021-2023年实现营收12.16/15.69/20.31亿元，同比增长29%/29%/29%；实现归母净利润0.97/1.28/1.68亿元，同比增长26.93%/31.17%/31.67%；EPS分别为1.14/1.50/1.97元。根据行业可比公司安井食品和立高食品，2021年平均估值为66，给予公司2021年65倍PE，对应目标价为74.1元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：食品安全和质量风险；“新冠疫情”引致经营风险；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；短期股价波动风险。

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	58.09元
目标价格	74.1元

基本数据

A股总股本(百万股)	85.10
流通A股股本(百万股)	21.28
A股总市值(百万元)	5,492.62
流通A股市值(百万元)	1,373.41
每股净资产(元)	9.69
资产负债率(%)	39.81
一年内最高/最低(元)	64.54/18.85

作者

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

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

薛涵 联系人
xuehana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	889.28	944.37	1,215.94	1,569.45	2,031.02
增长率(%)	26.82	6.20	28.76	29.07	29.41
EBITDA(百万元)	119.79	117.33	147.65	184.89	238.24
净利润(百万元)	74.12	76.59	97.21	127.51	167.90
增长率(%)	26.32	3.33	26.93	31.17	31.67
EPS(元/股)	0.87	0.90	1.14	1.50	1.97
市盈率(P/E)	66.70	64.55	50.86	38.77	29.44
市净率(P/B)	12.18	8.49	5.14	4.54	3.93
市销率(P/S)	5.56	5.23	4.07	3.15	2.43
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.56	22.96	16.87

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 青出于蓝，百胜相伴亦师亦友	4
1.1. 虚心学习，扎实做事，稳扎稳打，一路向上	4
1.2. 油条霸主雏形初现，产品布局持续丰富	6
1.3. 实控人高瞻远瞩，管理层目标明确	9
2. 换位思考，成为餐饮连锁最佳伴侣的不二法门	10
2.1. “不是我有什么，而是客户需要什么”	10
2.2. 安心做好份内之事，不与下游抢生意	11
2.3. 守住属于自己的利润空间，慢就是快	12
3. 规模优势建立壁垒，争做米面类解决方案第一供应商	15
3.1. 综合优势使得油条成为较高性价比产品	15
3.2. 大 B 的开发进入成熟期，入场券一票难求	16
3.3. 餐饮风向标还看大 B，干味央厨面对小 B 有话语权	17
4. 单品利器势如破竹，多品协同成就第二曲线	18
4.1. 工业化油条将加速替代，干味央厨将独享红利	18
4.2. 烘培类接力油炸类，力争第二增长曲线	19
4.3. 服务定制能力+柔性生产能力，产品扩张天花板未显	20
5. 盈利预测	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司与百胜中国携手共进 20 载	4
图 2：公司目前服务的大 B 客户	5
图 3：餐饮产业集中化趋势明显	5
图 4：我国餐饮连锁化率与外出就餐率仍有较大成长空间(20 年)	5
图 5：就业人员平均工资:住宿和餐饮业（元）	6
图 6：2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍	6
图 7：业绩拆分（按品类）	6
图 8：按品类收入增速	6
图 9：公司产品品类	7
图 10：公司股权结构清晰（2021-9-6）	9
图 11：干味央厨各职能员工结构	10
图 12：安井食品各职能员工结构	10
图 13：定制生产模式与通用品是生产模式对比	10
图 14：餐企成本结构中食材依旧是主体	11
图 15：B 端餐企供应链具有万亿市场规模	11
图 16：B 端客户对不同类型的供应商偏好程度	12

图 17: 营业收入 (亿元) 及增速	12
图 18: 归母净利润 (亿元) 及增速	12
图 19: 公司未来盈利水平保持稳定的逻辑	13
图 20: 干味央厨期间费用率	14
图 21: 干味央厨管理、销售费用率	14
图 22: 可比公司净利率	14
图 23: 公司应收账款周转率	15
图 24: 存货周转率	15
图 25: 资产负债率	15
图 26: ROE (平均)	15
图 27: 油炸大类营收 (亿元) 及增速	16
图 28: 油条大单品增速放缓, 全 sku 仍保持高速增长	16
图 29: 2019 年餐饮行业收入 46721 亿元, 13-19 年 CAGR 达 10.7%	16
图 30: 百胜中国具有极其严苛的供应商管理机制以确保食品安全	17
图 31: 灯塔效应, 降维扩张逻辑	17
图 32: 公司综合毛利率, 20 年还原毛利率为 24.27%	18
图 33: 公司渠道毛利率, 20 年数据受会计政策和疫情影响	18
图 34: 油条品类较强的可塑性可覆盖多重消费场景	19
图 35: 我国烘焙类食品人均消费同他国相比, 仍有较大发展空间	19
图 36: 公司烘焙类具有相对较高的毛利率	19
图 37: 烘焙类产品渠道结构占比	20
图 38: 烘焙类直营和经销渠道毛利率相差不大	20
图 39: 公司具有五大核心竞争优势	21
表 1: 各产品品类 SKU	7
表 2: 公司主要产品的销售额 (万元) 及价格变动情况	8
表 3: 公司产品产销量	8
表 4: 公司管理层简介	9
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)	13
表 7: 立高食品与干味央厨对比	20
表 8: 业绩拆分	21
表 9: 可比公司估值	22

1. 青出于蓝，百胜相伴亦师亦友

1.1. 虚心学习，扎实做事，稳扎稳打，一路向上

百胜中国系公司“良师益友”，公司亦不负所望，携手共进，续写辉煌。近十年，我国头部餐饮企业连锁化、标准化发展带动了餐饮供应链产业的成长、成熟，并孕育了一批优秀的供应商，其中百胜之于干味就是经典的例子。百胜集团 1987 年进入中国，93 年在上海成立中国事业部，目前在中国市场拥有肯德基、必胜客和塔可贝尔三个品牌，并完全拥有东方既白、小肥羊和 COFFii & JOY 连锁餐厅品牌。

公司 2002 年开始与肯德基合作，开创了中式传统食品进入西式餐饮业全球销售网络的先河；相互守望十余载，公司凭实力脱颖而出并于 16 年进入百胜 T1 级别供应商行列，系全国米面类唯一入围最优供应商。发展至今，公司从最早供应肯德基的蛋挞皮延伸到安心油条、华夫饼、冷冻面团、烙饼、牛角包、酥饼等多个品类，并多年斩获百胜考评供应商的多项大奖。公司在多年的发展中，在产品、原料、生产、质量的管控，精准把握 B 端客户的需求、搭建公司研发室打造研发优势、搭建餐饮客户对接的管理体系方面都形成了较强的优势。十年磨一剑，公司只为成为 To B 顶级供应商；“学以致用”，公司面向中、小 B 客户时，既是服务也是赋能，带动餐饮行业向前。

图 1：公司与百胜中国携手共进 20 载



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

知所先后近乎道，优先供应各消费场景内的大 B 餐企。陪跑 20 载，18-20 年，公司第一大客户百胜中国及其关联方占公司营业收入比例分别为 30%、31%和 23%，占直营收入比重分别为 74%、75%和 66%。火锅场景中，公司顺利通过龙头海底捞供应商考核，并于 20 年实现近 2100 万的营收；随着公司与海底捞得到合作加深，公司或将围绕优势产品不断提出最匹配客户的解决方案，预计今年海底捞业务或将同比实现数倍的销售增长。烘焙场景下，公司在肯德基蛋挞供应的基础上，目前通过软曲奇产品切入瑞幸供应体系，且产品面市后迅速放量，预计蛋挞、曲奇会成为公司烘焙类的主要产品。未来公司或将依托于肯德基、瑞幸等入围即食烘焙品，打造第二增长曲线。

图 2：公司目前服务的大 B 客户



资料来源：招股说明书，公司调研，天风证券研究所

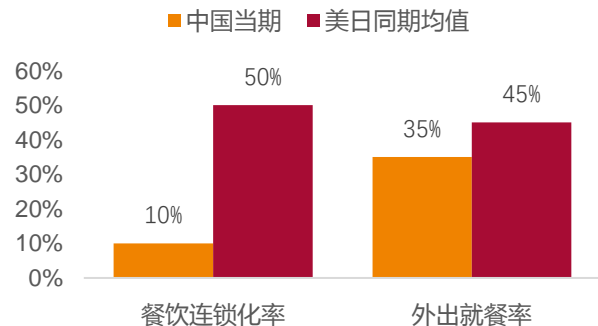
餐饮连锁化趋势驱动公司快速发展。据《2021 中国餐饮产业生态白皮书》公布，2020 年我国餐饮连锁化率仅约为 10%，同期美日均值约为 50%，疫情导致下游被动去中小 B 产能，而公司服务的大 B 客户逆势扩张，如海底捞 20 年新开 544 家门店创纪录；截至 2021 年 6 月底，肯德基在中国 1500 座城市经营超过 7600 家门店，16-20 年平均每年新增门店 485 家，而 20 年疫情下逆势大幅扩张，新增门店 632 家，带动公司实现内生性增长。此外，当前我国外出就餐率约 35%，同期美日均值约为 45%，下游餐饮大盘仍有成长空间。总之，下游餐饮行业总盘扩容与马太效应下大 B 快速发展带动公司业绩持续增长。

图 3：餐饮产业集中化趋势明显

	餐饮企业	供应链	信息技术服务
基因	餐饮基因	工业基因	互联网基因
横向	连锁化	部分细分品类、赛道竞争格局清晰	并购加速
纵向	向上：生态型餐企	向下：渗透餐饮、食品领域	上下同步：打通产业链

资料来源：央广网，天风证券研究所

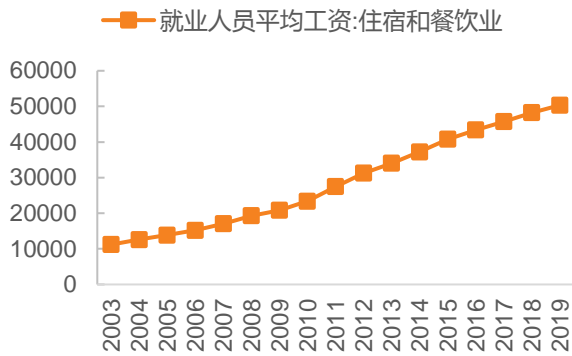
图 4：我国餐饮连锁化率与外出就餐率仍有较大成长空间(20 年)



资料来源：央广网，天风证券研究所

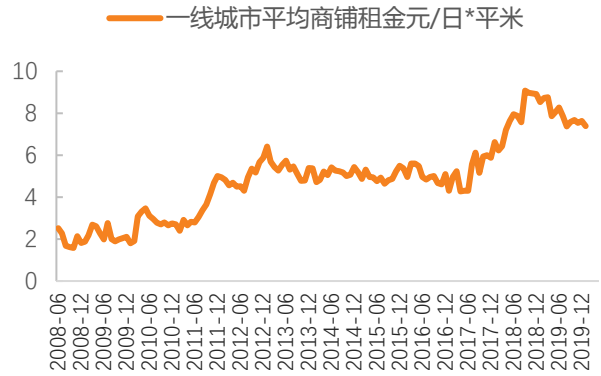
降本提效需求进一步拉动需求。米面食品于很多餐饮企业属于低性价比品项，主要系加工过程依赖人力，挤占后厨面积。据公司市场调研，一家餐厅中米面制品主食类营收占比约 5%，但在成本端占到 10%左右，我们认为近几年快速增长的人工成本与房屋租金成本将进一步拉动米面类产品餐饮端需求。2019 年住宿&餐饮行业平均工资是 2009 年工资的 2.4 倍，2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍，工资成本和租金的上升导致餐饮行业出现去大厨化现象、以及减少后厨面积，选择使用半成品，进一步拉动餐饮端速冻米面需求。

图 5：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 6：2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍

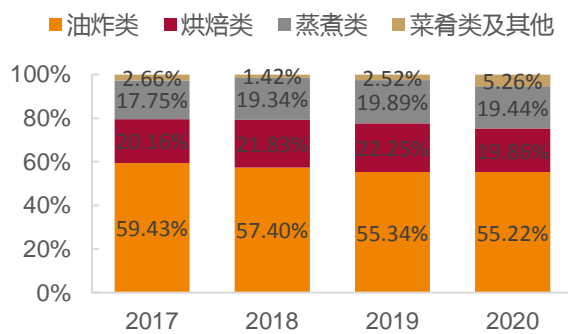


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 油条霸主雏形初现，产品布局持续丰富

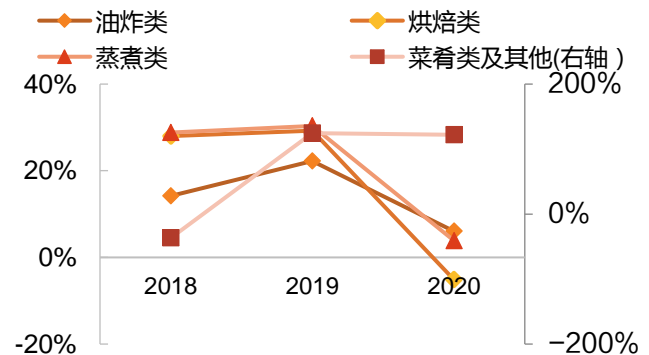
公司油炸类产品为主，烘焙蒸煮类呈结构性增长。公司产品矩阵主要包括油炸类（油条类&油炸点心类）、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他，2020 年分别占比 55%/20%/19%/5%，17-20 年营收复合增速分别为 14%/16%/20%/47%。2020 年，油炸品贡献主营收入超 55%，保持核心地位。17-19 年公司油炸类产品占比逐步下降，烘焙、蒸煮品占比不断提升。公司在第二、三大产品品类上逐渐加大布局和投资，致力于多元产品战略落地。油炸品占主营比由 2017 年的 59.43%下降至 2020 年的 55.22%。

图 7：业绩拆分（按品类）



资料来源：wind，招股说明书、天风证券研究所

图 8：按品类收入增速



资料来源：wind，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。截止 2020 年，公司共 368 个 SKU，油炸/烘焙/蒸煮/菜肴类及其他分别为 95/56/166/51 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。

继公司成为肯德基蛋挞皮的供应商后，百胜中国逐步推出烘焙类新品，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，2020 菜肴类大幅增长 121.79%，公司产品布局向多元化迈进。

表 1: 各产品品类 SKU

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年
油炸类	61	72	90	95
烘焙类	33	38	49	56
蒸煮类	84	105	139	166
菜肴类及其他	15	9	27	51
合计	193	224	305	368

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，其中油条系核心油炸大类中的核心品类。2020 年前十大单品占比近 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，2020 年销售额均超千万，销售额占比分别为 10%/7%/6%/5%/3%/2%，合计占比 32%。油条品类在油炸大类营收占比约 60%，随着工业化油条的加速渗透，预计每年能够实现超过 30% 的增长，系公司基本盘业务，业绩增长的重要驱动力。

图 9: 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 2：公司主要产品的销售额（万元）及价格变动情况

项目	2018		2019		2020 年		占比
	销售额	价格变动幅度	销售额	价格变动幅度	销售额	价格变动幅度	
1*18*16 蛋挞皮	7,953	1.92%	9,107	1.30%	8,664.30	1.50%	9.17%
千味 260g 芝麻球	8,955	0.28%	9,034	2.16%	9,830.79	-0.09%	10.41%
KFC 冷冻油条（60g）	4,498	-	6,815	0.53%	6,503.15	0.65%	6.89%
千味 400g 香芋地瓜丸	4,638	-	5,015	0.10%	5,272.30	4.29%	5.58%
千味 450g 香脆油条	3,931	-2.39%	4,345	0.97%	4,460.20	1.23%	4.72%
百胜原味冷冻华夫面团	1,196	-	2,805	0.08%	1,729.94	-4.12%	1.83%
千味 360g 卡通猪猪包	1,850	-1.34%	2,672	2.21%	2,747.64	1.09%	2.91%
千味 1200g 安心大油条	927	-	1,963	-3.89%	2,611.47	5.52%	2.77%
千味 300 克脆皮香蕉	1,866	-0.08%	1,757	2.55%	1,515.17	0.49%	1.60%
百胜 360g 蛋芯油条	-	-	1,629	-	-	-	-
合计	35,814	-	45,142	-	43335	-	45.89%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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的状态。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千味使产能增长 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，公司产能利用率降至 60%，原因是公司英才街厂区关停，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 3：公司产品产销量

	2017	2018	2019	2020
产能（吨）	64000	64000	99200	128000
产量（吨）	55918	64254	80645	77330.01
销量（吨）	54875	63550	76599	76728.09
产能利用率	87%	100%	81%	60.41%
产销率	98%	99%	95%	99%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2018 年到 2020 年，公司产量 CAGR 为 9.70%，销量 CAGR 为 9.88%。按照募投项目计划，公司本次 IPO 计划募集资金 2.82 亿元，主要用于新乡食品加工建设项目（2.50 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），该类经销商以向中小餐饮门店销售海鲜、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。

1.3. 实控人高瞻远瞩，管理层目标明确

实控人李伟助力公司战略愿景，充分授权，实现平衡发展。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，自此，公司正式从思念体系中独立出来。2017年，李伟将所持的思念食品全部股权，转让给以思念食品第二大股东王鹏为主的管理层。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46.86%)，共青城城之集100%股权为李伟持有。大股东李伟不担任公司任何职务，但会帮助确定公司大方向，充分授权高管团队，实现公司内部平衡稳定，外部攻城略地、快速发展。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，至今，合计股权比例约8%。

图 10：公司股权结构清晰（2021-9-6）



资料来源：Wind，天风证券研究所

管理层行业经验丰富，持股平台激励向前。实际控制人李伟并未在公司担任职务，董事长孙剑、总经理白瑞、董事副总财务总监王植宾，均具备多年速冻面食制品行业经验，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，并通过前海新希望间接持有公司约456000股。公司现任总经理白瑞于2004年加入思念食品，后于2012年加入干味央厨，并通过共青城凯立间接持有公司股份约48500股。其他重要管理层也都通过共青城凯立间接持有公司股份，且共青城凯立持股平台共计持有公司发行后约4.08%的股份。同时，公司高管多年共同奋斗经历、屡创佳绩，反映公司管理层团队默契与稳定。

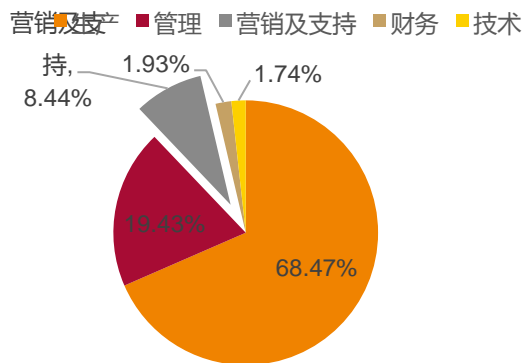
表 4：公司管理层简介

姓名	职务	简介	间接持股比例
孙剑	董事长	曾在思念食品工作10年，现任公司董事长，新乡干味执行董事	0.72%
白瑞	董事、总经理	曾在思念食品工作7年，历任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	0.08%
王植宾	副总经理、财务总监	曾在思念食品工作7年，历任郑州思念总成本会计、高级审计员、内审经理、审计部经理	0.07%
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	0.06%
王向阳	生产总监、监事会主席	曾在思念食品工作13年，最高职务为质量技术总监	0.09%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

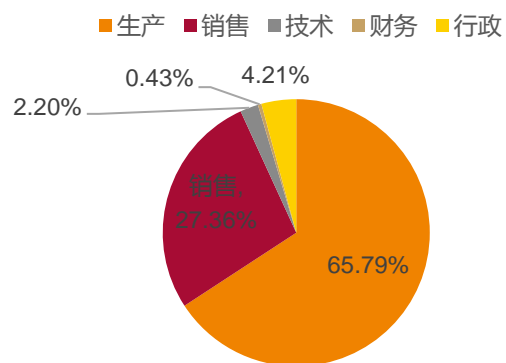
公司以大B定制产品为主，生产人员占比高。截至20年末，公司在册员工人数达2074，生产人员达1420名，占总员工数68.5%，营销及支持人员175名，占比8.4%。对比速冻行业龙头安井食品，20年末在职人数达13225，其中销售人员达3619名，占总员工数27.4%，公司主要以渠道为推力，深耕小B领域，经销商体系完备，销售人员占比高。公司深耕大B端，致力于为大B提供最佳解决方案，柔性生产使得生产人员占比较高，伴随小B端经销商体系的优化，营销人员占比或将进一步提升。

图 11：千味央厨各职能员工结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：安井食品各职能员工结构



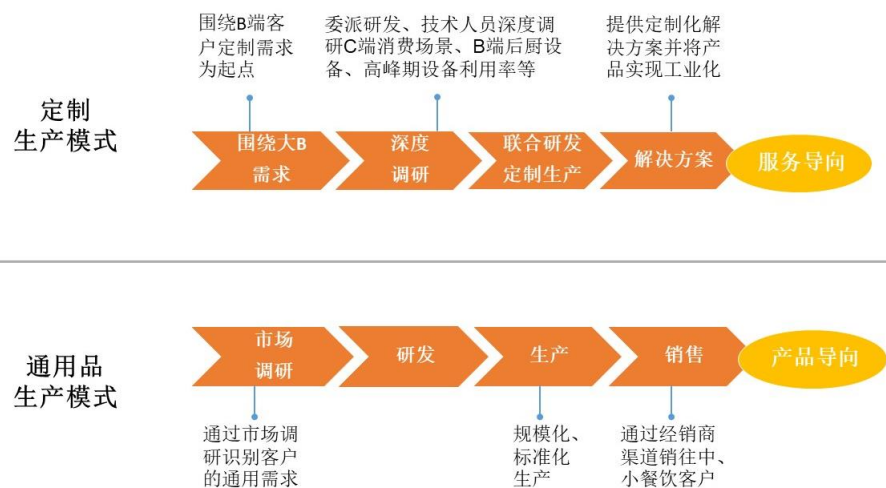
资料来源：安井 20 年报，天风证券研究所

2. 换位思考，成为餐饮连锁最佳伴侣的不二法门

2.1. “不是我有什么，而是客户需要什么”

换位思考，逆向推导，践行服务理念。公司提供定制化服务过程中，并非将自研产品直接供应餐企客户，而是换位思考，以提供产品解决方案形式满足其真实需求。公司以 B 端客户定制需求为起点开展研发、生产、销售等具体经营活动；具体而言，先委派研发、技术人员深度调研 C 端消费场景、B 端后厨设备、高峰期设备利用率等，在持续、双向、深度沟通过程中，将具有针对性的定制化提案实现工业化，或通过“模拟厨房”实现客户产品个性化。总之，公司一直在践行赋能 B 端的服务理念。

图 13：定制生产模式与通用品生产模式对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

定制模式下，公司柔性化生产能力强。不同于传统食品制造商在规模化、机械化生产上的效率优势，公司柔性制造上具备更高的活跃度，例如，服务小组上午加工完某类客户的产品后，只需更换生产线上部分设备，下午就可实现生产其他客户的产品。生产高柔性主要系 B 端客户产品更新速度快且逐步上新、推广，同时公司定制服务提供差异化产品也需要柔性制造，还有配合模拟厨房研发试验等内部需求。在产品多元化、细分化的发展趋势下，公司经过近十年的行业耕耘能够兼顾生产效率与生产车间灵活性，即车间内生产线只需要更换部分设备即可快速生产其他类型的产品，以加强公司快速响应、供应稳定的核心能力。

2.2. 安心做好份内之事，不与下游抢生意

公司定制、通用品生产模式并行，大、小 B 端齐发力。公司生产模式主要分为通用品生产和定制品生产。其中，通用品主要为公司根据市场需求自主开发的产品，面向全体 B 端客户销售，一般通过经销商渠道在中、小 B 端实现放量，所以是产品导向；供给角度看，通用品也主要由公司自产，少量对外委托加工。而定制品主要是与大 B 客户联合研发或根据客户要求做工艺定制、包装定制，均由公司自产；同时，定制生产模式围绕大 B 端需求出发，提供针对性的解决方案，所以属于服务导向。从 2018 年到 2020 年，公司经销/直销模式收入分别占比 60%/40%左右且较为稳定。

表 5：公司直营模式以定制品为主，经销模式以通用品为主

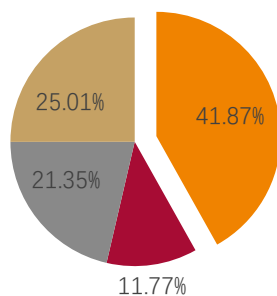
		2018	2019	2020
直营	定制品	34.5%	35.3%	30%
	通用品	6.2%	5.7%	5.7%
经销	定制品	0.3%	0.6%	1.0%
	通用品	59.0%	58.4%	63.2%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

深耕 B 端，秉承“只为餐饮，厨师之选”的战略定位。不同于安井等食品制造商 B、C 端双向发力，公司专注具有万亿规模的 B 端餐饮供应链，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；而且不与下游抢生意，一是赋能大 B 客户提供差异化产品，二是规避因 C 端产品质量问题造成 B 端断供的风险。随着年轻人外出就餐率的提升以及餐饮连锁化趋势，B 端供应链规模将随下游餐饮市场继续扩容而保持增长；同时大型连锁餐饮企业的脱颖而出，也将其背后优质供应商从幕后带到台前，这批顶尖供应商将充分享受到大 B 客户灯塔效应下的市场红利。

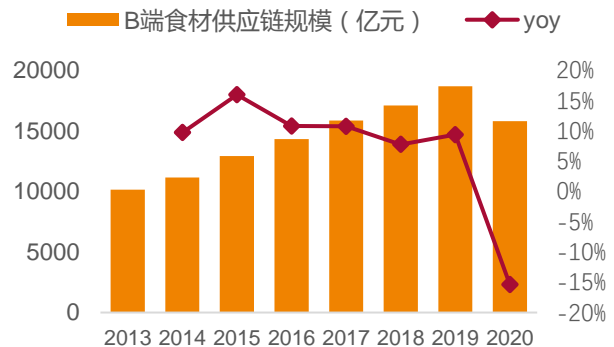
图 14：餐企成本结构中食材依旧是主体

■ 原材料成本 ■ 房租及物业成本 ■ 人力成本 ■ 其他



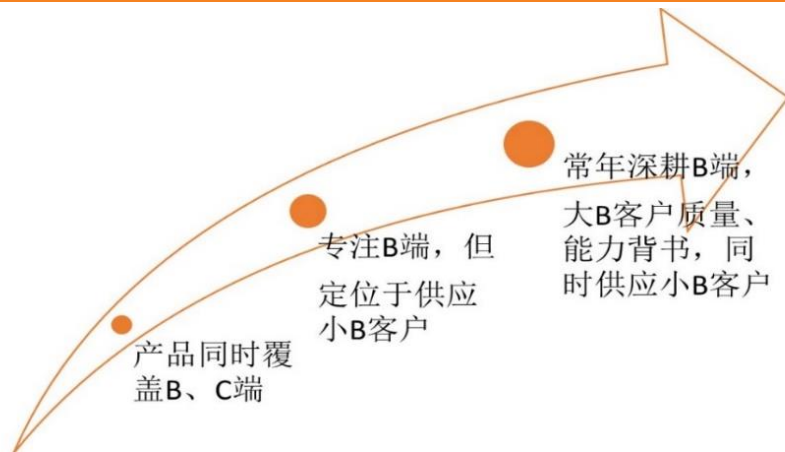
资料来源：《2020 年中国餐饮白皮书》，天风证券研究所

图 15：B 端餐企供应链具有万亿市场规模



资料来源：前瞻产业研究，国家统计局，天风证券研究所

图 16: B 端客户对不同类型的供应商偏好程度

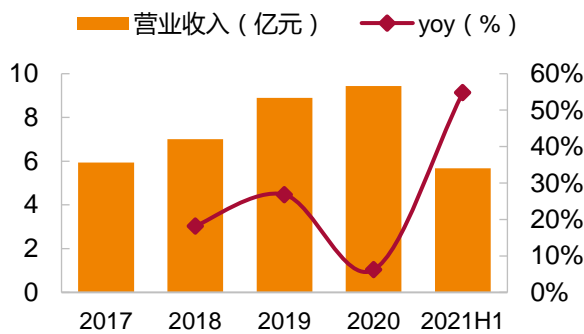


资料来源: 天风证券研究所

2.3. 守住属于自己的利润空间，慢就是快

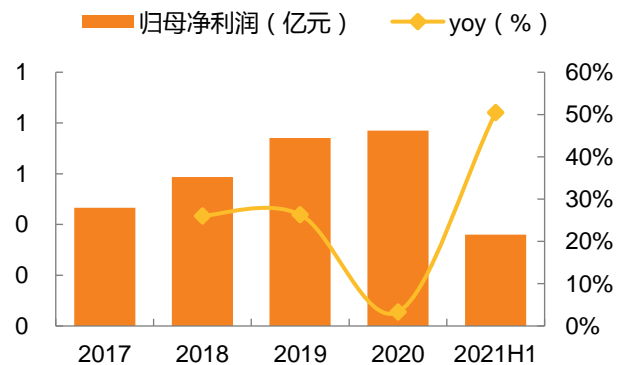
营收、净利润稳定增长，疫情影响下业绩短期波动。2017-2020 年，伴随公司业务的持续拓展，公司营业收入从 5.93 亿元增长到 9.44 亿元，CAGR+16.74%。伴随规模逐渐扩大，公司盈利不断增长，公司归母净利润从 0.47 亿元增长到 0.77 亿元，CAGR+18.26%，实现快速稳步增长。剔除 2020 年疫情影响，公司增速保持稳定，且整体高于收入增速，盈利水平不断提升。2020 年 H1，由于新冠疫情对我国餐饮行业的影响，公司主要面向餐饮客户，受到严重冲击：营业收入同比下降 8.04%，归母净利润同比下降 26.26%。伴随国内疫情的有效控制以及客户的持续拓展，公司业绩快速恢复，2021 年 H1 公司实现营收 5.68 亿元，同比增长 54.80%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比增长 50.51%。

图 17: 营业收入（亿元）及增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

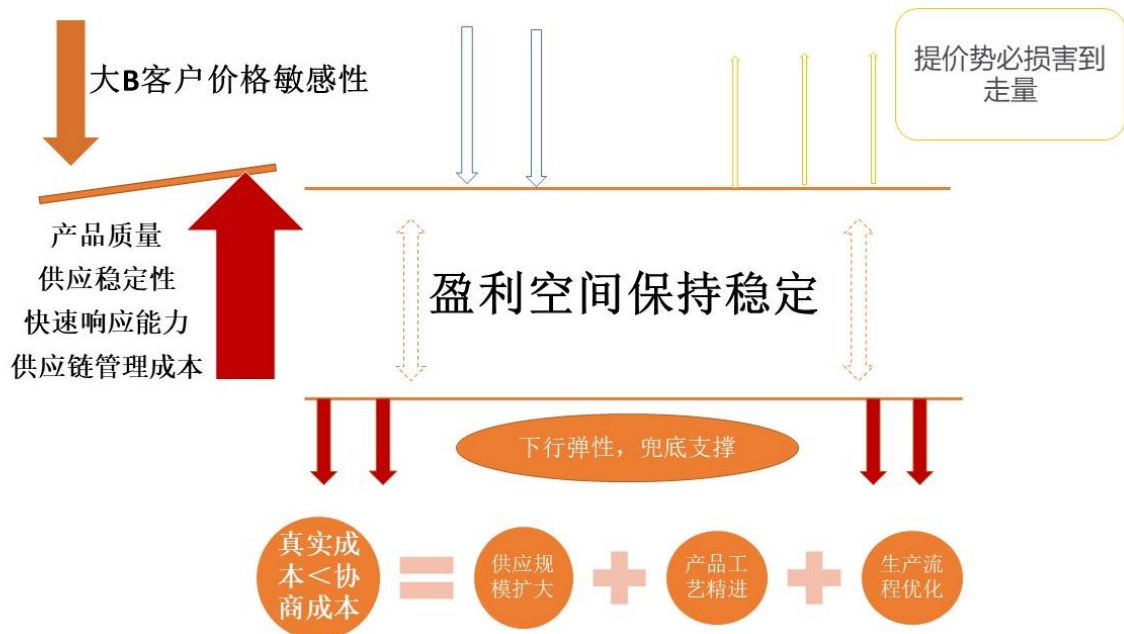
图 18: 归母净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

预计未来公司盈利能力保持稳定。据公司测算，即使公司渠道让利 5%，对公司综合毛利率的影响小于 1pct，这也是预计公司未来净利率 7-8% 的原因，当然具体数值取决于费用控制，但不会大幅变动。一方面，利润率大幅增长势必会损害到销售量；另一方面，大 B 客户对产品质量、差异性、供应稳定性、上游反应速度重视程度高于价格，更换主供应商带来的管理成本，决定大 B 不会过度压制公司利润空间，相反大 B 客户净利率还略高出小 B 端。同时，大 B 定价多采取成本加成法和竞价法，随着公司供应规模的扩大、产品工艺的精进，生产过程的优化，真实成本或低于协商成本，无疑为公司盈利水平保留一定余地。

图 19：公司未来盈利水平保持稳定的逻辑



资料来源：天风证券研究所

定制服务下大客户粘性强，持续稳步增长、慢就是快。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。同时，大B客户严苛、长久的审核周期，虽限制初期快速增长，但为公司建立核心壁垒，未来发展将充分受益。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，2020年百胜中国新开店门店数为1306家，同比增长14%，远超15-20年复合增速8%，带动公司业绩持续增长。

表 6：公司前五大直营客户（占直营收入比重）

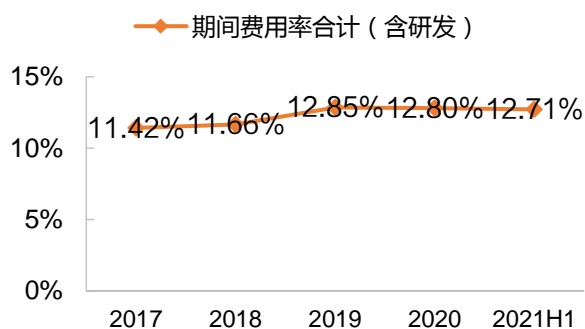
	2017		2018		2019		2020	
1	百胜中国	74%	百胜中国	74%	百胜中国	75%	百胜中国	66%
2	华莱士	6%	华莱士	8%	华莱士	7%	华莱士	12%
3	永和大王	5%	麦点（九毛九）	3%	麦点（九毛九）	3%	海之雁贸易（海底捞）	6%
4	麦点（九毛九）	3%	补给舰（真功夫）	2%	补给舰（真功夫）	2%	补给舰（真功夫）	2%
5	补给舰（真功夫）	3%	富泰华（富士康）	2%	永和大王	2%	麦点（九毛九）	2%
小计		91%		89%		88%		87%

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。2017-2020 公司期间费用率保持稳定在 12%左右，控费得当下，2020 同比下降 0.05pct。近几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，公司直营客户以餐饮为主，广告宣传费较低，销售费率整体偏低。

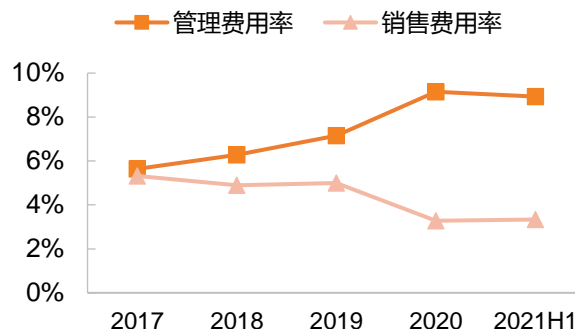
2017 至 2020 年，公司净利率从 7.85% 增长到 8.11%，与同行业相比处于较高水平，原因是公司只针对 B 端客户，销售费用主要包括运输费、职工薪酬，不包括市场推广费、商场进场费、销售促销费等 C 端客户相关的费用，因此销售费用较低。2020 年，公司净利率同比有所下降，主要原因系新乡食品加工建设项目 2019 年下半年和 2020 年转入固定资产资产金额较多，故 2020 年新增固定资产折旧较上年同期增加约 2200 万元，导致 2020 年净利润增幅小于营业收入，导致管理费用率大幅提升，净利率有所下滑。

图 20：干味央厨期间费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

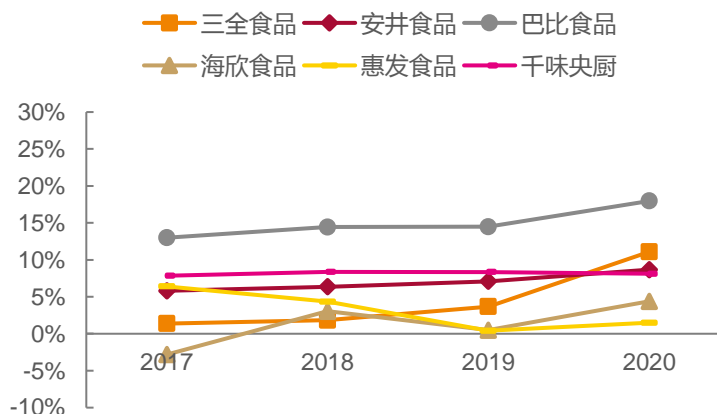
图 21：干味央厨管理、销售费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：管理费用已包含研发费用

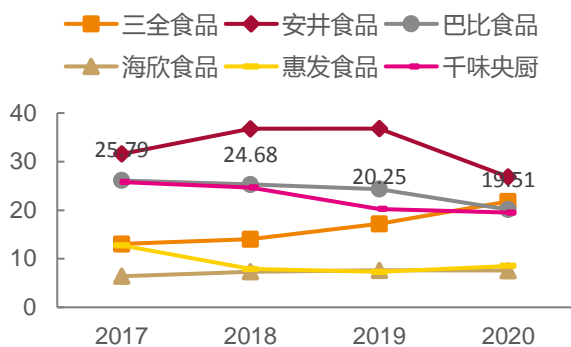
图 22：可比公司净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

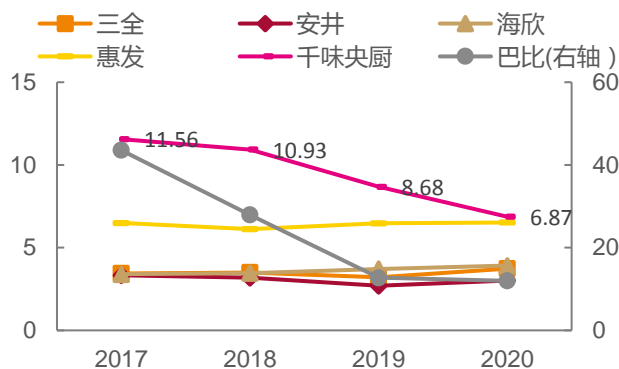
回款能力较强，资产变现能力短期减弱。2017-2020 年，公司应收账款周转率较高，回款能力和应收账款控制水平较强，在同行业可比公司中处于较高水平，仅次于安井食品和中饮巴比，有所下降原因是连锁餐饮客户等大型直营客户销售金额持续增加，此类客户拥有不超过 3 个月的信用期。在此期间，公司存货周转率较高但呈下降趋势，原因是销售规模增长，公司增加成品及原材料备货。2017-2020 年，公司平均 ROE 保持 15% 以上。

图 23：公司应收账款周转率



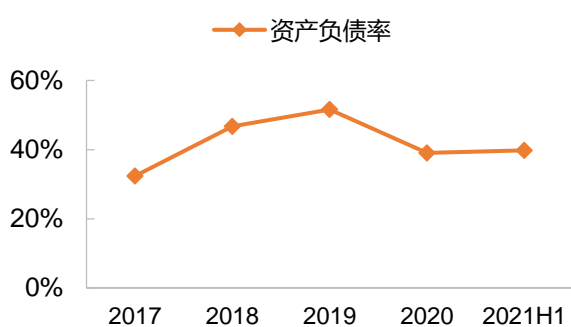
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：存货周转率



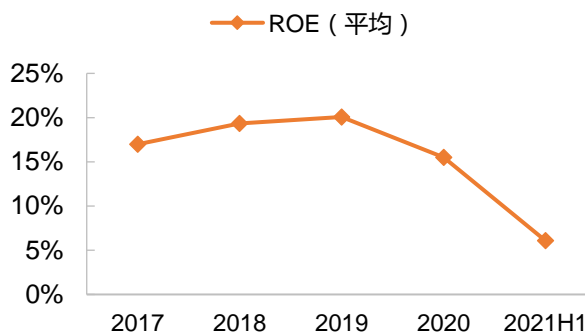
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 25：资产负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：ROE (平均)



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

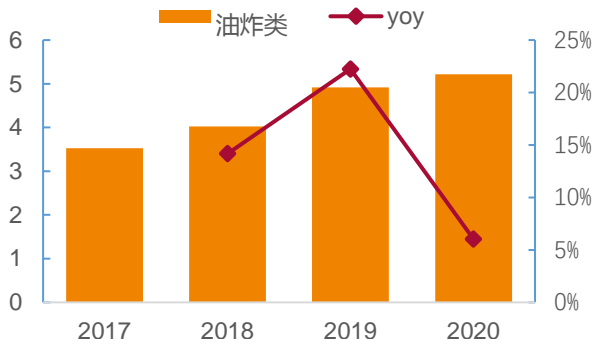
3. 规模优势建立壁垒，争做米面类解决方案第一供应商

3.1. 综合优势使得油条成为较高性价比产品

油条业务系公司基本盘，也是未来重要着力点。公司油炸大类产品销售收入占比约 55%，其中油条系公司主打产品，同时售往大 B 客户的油条毛利率更高。在 20 年公司十大单品中，油条类独占其三，其中包括 60 克 KFC 冷冻油条、千味 450g 香脆油条、千味 1200g 放心大油条，合计销售规模过亿，约占总营收的 14.4%，并于 17-20 年实现年复合增长 55%；20 年受疫情影响，油条大单品增速放缓，但据公司调研，油条全 SKU 基本能保持年化超过 30% 的增长，是公司业务持续成长的重要推力。

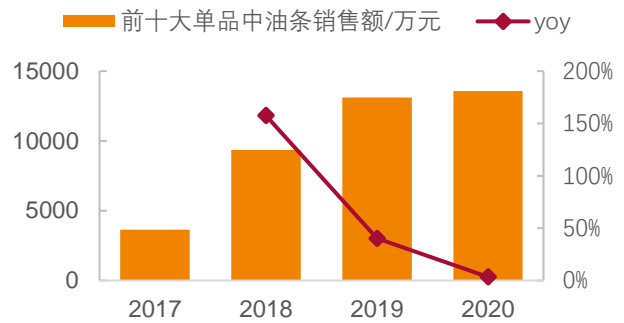
公司凭借多年行业积淀，立志成为油条霸主。油条品类规模效应明显，高度工业化与长期学习曲线培育公司较大的成本优势与质量优势。成本端，公司已凭借高产能利用率保持成本优势；技术壁垒端，公司既注重油条产品本身的专利保护，又部分通过共同开发、供应锁定期构筑生产设备壁垒；质量端，公司作为百胜米面制品类唯一的 T1 级供应商，接受全国餐饮供应链中严苛的资质考评。总之，较高性价比与大 B 客户灯塔效应有望成就公司龙头地位。

图 27：油炸类营收（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 28：油条大单品增速放缓，全 sku 仍保持高速增长

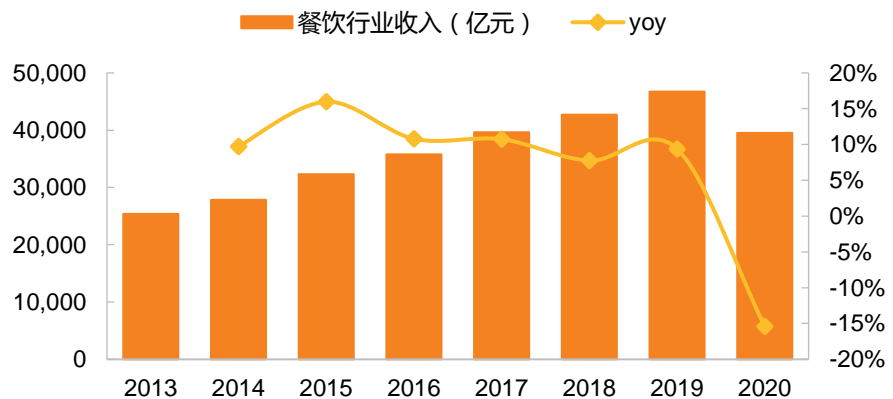


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：19 年统计数据已剔除仅供应 1 年的百胜 360g 蛋芯油条

油条品类以点带面，不断扩张新品类。公司长期陪跑百胜等顶级客户，伴随成长的不单单是业绩规模，更是一种研发理念、运营管理的软实力。在餐饮业持续发展、连锁化、标准化趋势下，公司深耕 B 端服务、基于油条赛道的辨识度，已在全国餐饮供应体系中占据一席之地。一方面，公司对接大 B 客户时，凭借优势供应地位，不断横向扩张、卡位下游大客户的创新品类，如仅 2018 年，公司为肯德基研发上新 7 支单品；另一方面，公司凭借研发、工业化能力，赋能客户降本提效，以高性价比产品替代客户原自供产品，实现结构性增长。

图 29：2019 年餐饮行业收入 46721 亿元，13-19 年 CAGR 达 10.7%



资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，华经情报网，天风证券研究所

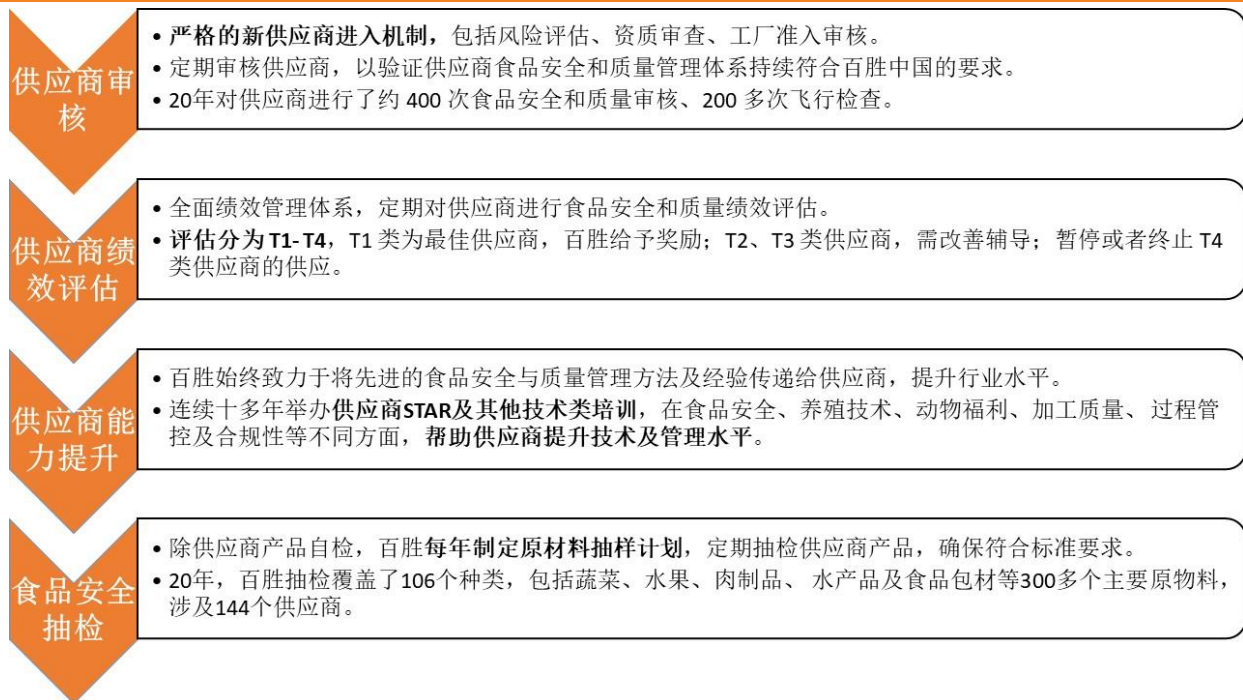
3.2. 大 B 的开发进入成熟期，入场券一票难求

同质产品难突围，定制服务赋差异。公司对每类大 B 客户都组建了对应的跨职能服务小组，包括总经理、研发、质控、生产、市场、销售等人员，如西式组面向肯德基、华莱士等客户。在具体服务过程中，该团队一般起步于调查 C 端消费场景，再研究 B 端后厨实际运营，逆向思维洞悉其真实需求，最终提供定制化、差异化的富有可行性的解决方案。而其他产品方向雷同的竞争对手，即使具备较强的生产能力，也难以突破这层客户粘性，这是由大 B 客户差异化的需求与控制供应链管理成本共同决定。同时，公司提供的米面制品系 B 端客户核心菜品中配菜属性，非核心利润点，故公司提前占位，上市后先发优势明显，而其他预制菜供应商欲凭借后发优势突围，同样十分困难。

成熟大 B 客户既带来业绩稳定性，又构筑行业壁垒。大 B 客户内生性增长即店面扩张可以为公司带来成长的稳定性。同时，成熟的大 B 连锁餐饮企业具备一套严苛的供应商管理机制来保证供应链的安全与稳定，包括公司自评与聘请第三方外评共同考核供应商资质，而

该机制无形中成为竞争对手短时难以突破的供应壁垒，即其他食品制造商要想进入大 B 餐企的供应体系须经历一个长达数年且十分严苛的审核过程。

图 30：百胜中国具有极其严苛的供应商管理机制以确保食品安全

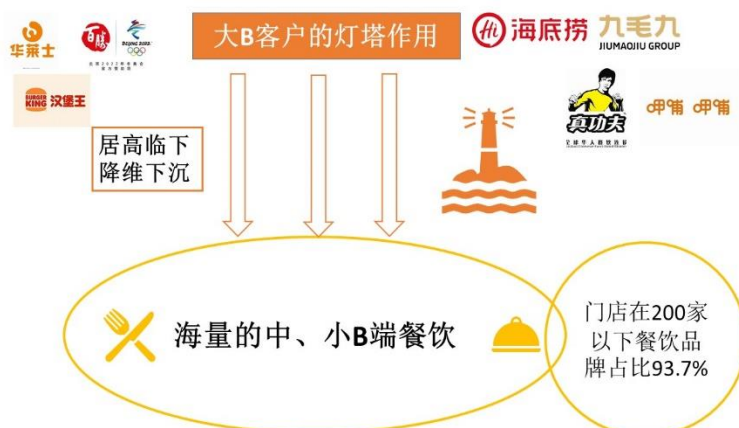


资料来源：百胜《2020 年可持续发展报告》，天风证券研究所

3.3. 餐饮风向标还看大 B，干味央厨面对小 B 有话语权

与大 B 客户联合研发，降维扩张。中国目前餐饮市场的产品创新，主要依托大 B 连锁餐饮企业来完成，小 B 餐企一直处于跟随、模仿状态，例如百胜为更好适应中国消费者口味，每年制定产品创新目标，并打造了一支强大的研发团队。与其联合研发过程中，百胜团队负责判断并研发出适合门店销售的单品、爆品，公司一边接手实现工业化生产，一边在产品创新前沿学习研发理念、技术，慢慢沉淀公司研发优势。同时，大 B 餐饮企业在市场中具备灯塔作用，尤其对供应体系不完善、供应链管理投入有限又渴望标准化、连锁化发展的中小 B 餐饮企业，大 B 的上游厂商即被视为行业的锚，公司无疑会成为供应链中优先选择。公司供应的大 B 餐饮企业还具备远高于市场平均水平的考核标准，且重重考验是对公司竞争优势最好的锻造，我们预计公司对供应大 B 的产品稍改配方、规格等，再去中、小 B 端推广、放量，无疑是“降维打击”。

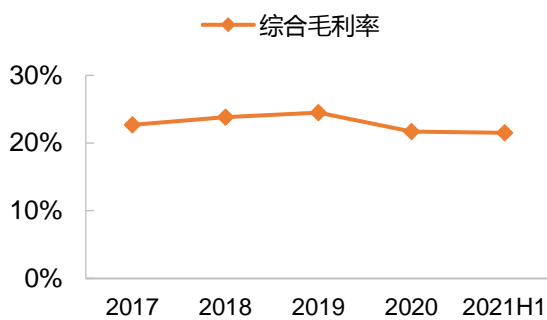
图 31：灯塔效应，降维扩张逻辑



资料来源：红餐网，天风证券研究所

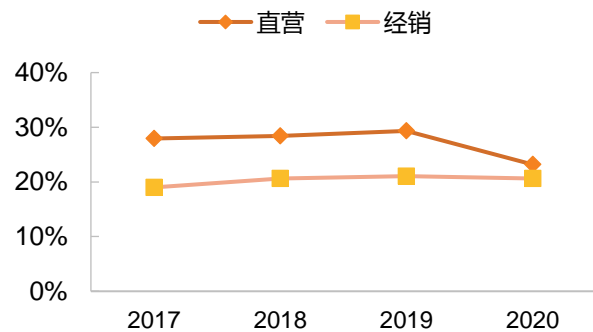
公司大 B 业务具有更高毛利率，更大的盈利空间。不同于一般产业逻辑，即下游大客户压制公司产业链地位，削弱议价权，事实上，公司面向大 B 的直营渠道毛利率常年高出经销渠道约 8pcts，20 年受疫情和会计政策调整影响扭曲了真实情况，还原至统一口径，公司 20 年实现综合毛利率 24.27%，与 19 年总体持平，故我们预计 20 年公司大 B 业务依旧具有较大的盈利空间。同时，图 34 中经销商渠道还包括相对高毛利率的配销商渠道，而配销商是为一些账期不符合公司标准但又有合作意愿的大 B 客户提前垫资，公司仍为其提供直营定制服务，但后续账务问题由客户与相应配销商对接，所以我们预计真实大、小 B 客户盈利空间差距会更大。**大 B 业务高盈利空间主要系大 B 客户价格敏感性相对较低，更强调供应商产品质量、供给稳定性与反应速度，故产品溢价对其影响微乎其微。**

图 32：公司综合毛利率，20 年还原毛利率为 24.27%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：公司渠道毛利率，20 年数据受会计政策和疫情影响



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 单品利器势如破竹，多品协同成就第二曲线

4.1. 工业化油条将加速替代，干味央厨将独享红利

卡位工业化油条细分赛道，发展空间广阔。受限于复杂的自制工序以及自制较低的性价比，很多 B 端客户暂时放弃具有文化基础、口味较好的油条品类，油条赛道仍具有增量空间。目前餐饮端，工业化油条通过提升效率、大幅降低加工难度正加速渗透，不断蚕食自制油条份额，每年自然增长率约 20%。公司油条品类每年基本能实现超过 30% 的增长，并凭借质量、成本、大 B 背书等优势不断提升集中度；同时，以目前公司油条销售规模的行业天花板远未触及，所以我们预计公司在油条品类上仍具有广阔发展空间。

油条较强的可塑性可覆盖多重消费场景。公司油条品类具有 40 余款 SKU，占据油炸类 SKU 数的半壁江山，丰富的 SKU 内容可以覆盖多类 B 端客户以及多重 C 端消费场景。例如，定制的麻辣烫油条通过生物酶技术达到了客户不吸汤汁的要求；公司研发的外卖油条不仅能加快出餐速度，还能通过生物技术保证送达后的产品鲜度；还有供应肯德基部分门店的鸡蛋灌油条等。同时，公司只需对供应大 B 的产品稍变配方、规格等，即可相对轻松地入主小 B 客户的供应链，而且客户分层有利于消化产能，如部分大 B 端淘汰的产品可销往小 B 客户。

图 34：油条品类较强的可塑性可覆盖多重消费场景

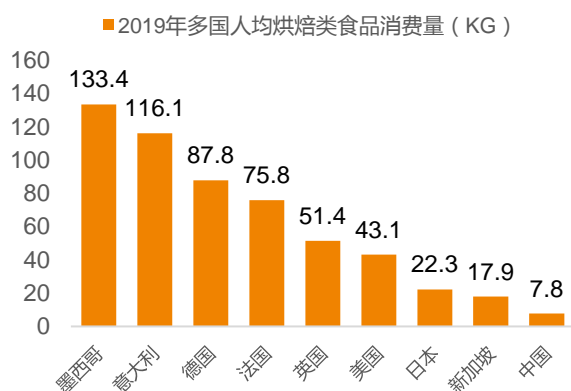


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 烘焙类接力油炸类，力争第二增长曲线

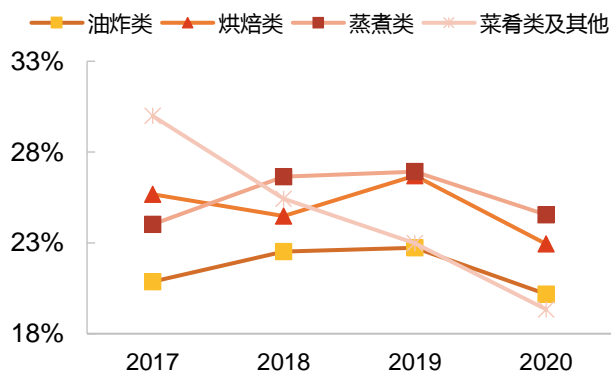
烘焙类处孵化、培育阶段，成熟后未来可期。公司目前烘焙类产品主要以 1*18*16 蛋挞皮、百胜原味冷冻华夫面团两大单品为主，20 年总销售额占比分别为 9%/2%，且增速较快，17-19 年 CAGR 达 28.6%，但烘焙品类丰富度不足，仅十几个品项，生产车间较小，经销商渠道开拓不足，总体处于初级阶段。相较于其他品类，烘焙类又具有相对较高的毛利率，同时餐饮板块烘焙类市场相对空白，适合公司利用现有定制化特色去孵化培育，待业务成熟后有望成为公司未来增长的新发力点。

图 35：我国烘焙类食品人均消费同他国相比，仍有较大发展空间



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 36：公司烘焙类具有相对较高的毛利率

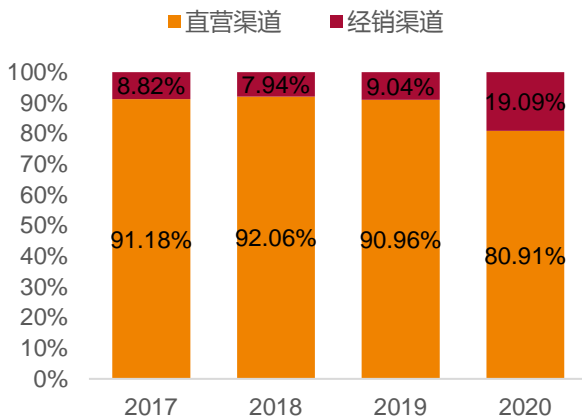


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：20 年会计政策调整，还原综合毛利率与 19 年相比总体持平

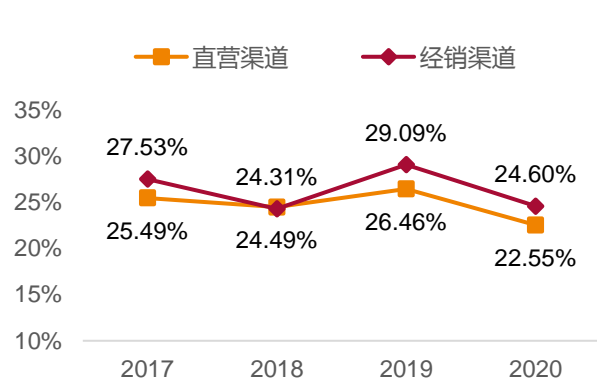
差异化竞争，布局餐饮即食成品细分市场。公司烘焙类产品集中在餐饮即食产品，主要通过直营渠道售往大 B 客户，包括销往肯德基的葡式蛋挞、供应瑞幸的软曲奇等；因产品结构差异，经销商渠道毛利率略高于直销渠道。对比烘焙龙头立高食品，公司定位 B 端餐饮企业，并通过定制服务供应成品，未来力图打通产品、市场、渠道三关。而立高烘焙类食品供应以原材料、半成品为主，具有更高的毛利率，目标客户多为烘焙店，且下游烘焙店终端成品定位为 C 端大众市场；渠道端，立高还拥有一支覆盖全国的经销商队伍，未来积极开拓餐饮、商超、便利店等渠道，其中餐饮端或与干味形成正面竞争。

图 37：烘焙类产品渠道结构占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：烘焙类直营和经销渠道毛利率相差不大



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 7：立高食品与干味央厨对比

	立高食品（冷冻烘焙食品）	干味央厨（烘焙类）
发展路线	标准化	定制化
产品加工程度	主要以原材料、半成品为主	主要以全熟、即食品为主
目标客户	烘焙店为主	大型连锁餐饮企业
19 年毛利率	41.66%	26.70%
渠道结构	直营占比 22%，经销占比 78%	直营占比 81%，经销占比 19%
渠道战略	开发餐饮、商超、便利店等渠道	大力拓展经销商渠道

资料来源：立高、干味招股说明书、立高 20 年报，天风证券研究所

4.3. 服务定制能力+柔性生产能力，产品扩张天花板未显

公司发展业务紧扣服务，具有五大竞争优势：第一，公司背靠大客户，品质背书，大 B 餐企灯塔效应明显。第二，公司长期行业积淀下培育了较强的专业服务素养，对客户需求、发展方向、后厨设备、市场部理念等具有清晰深刻的认知。第三，公司运营效率高，柔性制造快速满足客户需求，即终端需求爆发时，B 端客户对供应速度有较高要求；同样，在面对食品安全等问题时，B 端会要求供应商快速响应找出问题根源并提供解决方案。第四，公司凭借先发优势，已在部分产品端取得阶段性技术领先。最后，公司提供定制化服务时，销售、产品、市场、研发等部门同步介入，综合服务素质较强。

图 39：公司具有五大核心竞争优势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 To B 无边界，产品相比渠道具有更高天花板。公司虽然供应米面制品，但业务开展始终围绕餐饮客户需求，对大 B 提供定制化服务、赋能差异化，所以公司从不给自身设边界，只要 B 端客户需求在、信任在，全力设计最优提案。据公司统计，全国 500 家门店以上的连锁餐饮客户有 300 多家，公司通过经销商等渠道触及的大 B 客户 30-40 家，占比约 1/10，仍具备继续拓展的空间。产品端，只要公司始终占据供应链制高点，在最严苛的考评体系中始终保持顶级供应商地位，未来新品类供应上将始终有公司的一席之地。

5. 盈利预测

我们假设：

1. 随着工业化油条市场加速渗透，大 B 端拓展、连锁大 B 内生性增长以及公司在小 B 经销端上放量等，公司以油条为代表的油炸类业务将持续快速增长，即食烘焙类快速抢占餐饮端蓝海市场，有望成为公司第二条增长曲线。
2. 鉴于大 B 客户对公司的高黏性与低价格敏感度，在原材料价格波动可控与经营效率提升下，公司未来毛利率、净利率总体保持稳定，利润与收入高度同步、快速提升。
3. 伴随新建产能的逐步投产，公司产销量有望稳步上升，进而带动收入和利润的持续增长。

表 8：业绩拆分

分产品	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	701	889	944	1216	1569	2031
yoy+	18%	27%	6%	29%	29%	29%
油炸类	402	492	521	678	881	1146
yoy	14%	22%	6%	30%	30%	30%
烘焙类	153	198	188	240	307	393
yoy	28%	29%	-5%	28%	28%	28%
蒸煮类	136	177	184	220	264	317
yoy	29%	30%	4%	20%	20%	20%
菜肴类及其他	10	22	50	75	112	168
yoy	-37%	125%	122%	50%	50%	50%
其他业务收入	0	1	2	3	5	7
yoy	-17%	86%	229%	50%	50%	50%
毛利率	24%	24%	22%	24%	24%	24%
油炸类	23%	23%	20%	23%	23%	23%

烘焙类	24%	27%	23%	24%	25%	26%
蒸煮类	27%	27%	25%	27%	27%	27%
菜肴及其他	25%	23%	19%	20%	20%	20%
其他业务收入	96%	88%	98%	95%	95%	95%

资料来源：wind、天风证券研究所

预计公司 2021-2023 年实现营收 12.16/15.69/20.31 亿元，同比增长 29%/29%/29%；实现归母净利润 0.97/1.28/1.68 亿元，同比增长 26.93%/31.17%/31.67%；EPS 分别为 1.14/1.50/1.97 元。根据行业可比公司安井食品和立高食品，2021 年平均估值为 66，给予公司 2021 年 65 倍 PE，对应目标价为 74.1 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司代码	可比公司	PE (19A)	PE (20A)	PE (21E)	PE (22E)	PE (23E)
603345.SH	安井食品	36.6	75.6	54.1	40.9	32.1
300973.SZ	立高食品	-	-	77.8	60.8	44.8
行业均值				66.0		

资料来源：Wind、天风证券研究所；截止 9.20，PE 来源于 wind 一致性预期

6. 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，行业市场份额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。

短期股价波动风险：公司系为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	79.03	117.41	544.88	663.21	894.96
应收票据及应收账款	44.56	52.25	61.17	5.00	80.63
预付账款	6.72	10.88	4.41	18.03	12.33
存货	99.10	116.17	101.33	199.50	167.70
其他	33.98	36.43	30.56	40.53	37.40
流动资产合计	263.39	333.13	742.34	926.26	1,193.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	342.23	542.52	548.67	574.69	599.64
在建工程	151.88	1.23	36.74	70.04	72.02
无形资产	39.44	39.24	38.05	36.87	35.68
其他	41.31	39.47	35.72	36.75	32.53
非流动资产合计	574.86	622.45	659.17	718.36	739.87
资产总计	838.25	955.58	1,401.52	1,644.62	1,932.89
短期借款	30.00	15.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	127.87	141.80	170.62	238.95	298.00
其他	172.64	147.74	196.88	253.76	328.17
流动负债合计	330.51	304.55	367.50	492.71	626.17
长期借款	0.00	54.77	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	101.97	13.92	72.35	62.75	49.68
非流动负债合计	101.97	68.69	72.35	62.75	49.68
负债合计	432.48	373.24	439.86	555.46	675.85
少数股东权益	0.00	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.05)
股本	57.28	63.82	85.10	85.10	85.10
资本公积	145.17	238.62	499.46	499.46	499.46
留存收益	348.49	518.53	876.58	1,004.09	1,171.99
其他	(145.17)	(238.62)	(499.46)	(499.46)	(499.46)
股东权益合计	405.77	582.34	961.66	1,089.17	1,257.05
负债和股东权益总计	838.25	955.58	1,401.52	1,644.62	1,932.89

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	74.12	76.57	97.21	127.51	167.90
折旧摊销	19.05	33.98	19.52	21.86	24.26
财务费用	0.97	4.12	0.16	(4.96)	(6.40)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(34.99)	(96.66)	161.04	48.53	89.02
其它	27.27	79.76	(0.01)	(0.01)	(0.02)
经营活动现金流	86.41	97.76	277.92	192.93	274.76
资本支出	253.76	169.87	1.57	89.60	63.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(445.99)	(264.46)	(61.57)	(169.60)	(113.07)
投资活动现金流	(192.23)	(94.59)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	30.00	73.74	1.32	1.77	2.36
股权融资	(0.74)	96.60	281.96	4.96	6.40
其他	(1.32)	(135.14)	(73.74)	(1.32)	(1.77)
筹资活动现金流	27.94	35.21	209.54	5.40	6.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(77.87)	38.38	427.47	118.33	231.75

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	889.28	944.37	1,215.94	1,569.45	2,031.02
营业成本	671.41	739.33	926.09	1,192.96	1,540.82
营业税金及附加	7.46	8.92	9.73	14.13	18.28
营业费用	44.48	31.02	58.37	78.47	101.55
管理费用	63.67	79.23	86.33	111.43	144.20
研发费用	5.35	7.20	7.30	9.42	12.19
财务费用	0.74	3.40	0.16	(4.96)	(6.40)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.59)	(0.93)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.66)	(23.81)	0.00	0.00	0.00
营业利润	98.43	100.01	127.97	168.00	220.39
营业外收入	0.86	2.18	1.10	1.38	1.55
营业外支出	1.90	2.07	1.54	1.83	1.81
利润总额	97.39	100.13	127.54	167.55	220.13
所得税	23.27	23.55	30.33	40.04	52.25
净利润	74.12	76.57	97.20	127.50	167.88
少数股东损益	0.00	(0.02)	(0.01)	(0.01)	(0.02)
归属于母公司净利润	74.12	76.59	97.21	127.51	167.90
每股收益(元)	0.87	0.90	1.14	1.50	1.97

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.82%	6.20%	28.76%	29.07%	29.41%
营业利润	26.94%	1.61%	27.96%	31.28%	31.18%
归属于母公司净利润	26.32%	3.33%	26.93%	31.17%	31.67%
获利能力					
毛利率	24.50%	21.71%	23.84%	23.99%	24.14%
净利率	8.33%	8.11%	7.99%	8.12%	8.27%
ROE	18.27%	13.15%	10.11%	11.71%	13.36%
ROIC	57.57%	25.07%	19.56%	32.45%	41.74%
偿债能力					
资产负债率	51.59%	39.06%	31.38%	33.77%	34.97%
净负债率	-12.08%	-7.50%	-56.52%	-60.73%	-71.01%
流动比率	0.80	1.09	2.02	1.88	1.91
速动比率	0.50	0.71	1.74	1.48	1.64
营运能力					
应收账款周转率	20.54	19.51	21.44	47.44	47.44
存货周转率	11.49	8.77	11.18	10.43	11.06
总资产周转率	1.22	1.05	1.03	1.03	1.14
每股指标(元)					
每股收益	0.87	0.90	1.14	1.50	1.97
每股经营现金流	1.02	1.15	3.27	2.27	3.23
每股净资产	4.77	6.84	11.30	12.80	14.77
估值比率					
市盈率	66.70	64.55	50.86	38.77	29.44
市净率	12.18	8.49	5.14	4.54	3.93
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.56	22.96	16.87
EV/EBIT	0.00	0.00	34.06	26.04	18.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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