



公司研究 | 深度报告 | 千味央厨 (001215.SZ)

# 千味央厨系列深度之客户篇：从大客户视角看 公司发展潜力

## 报告要点

千味央厨是国内最早为餐饮、酒店、团体食堂等B端市场提供速冻面米制品解决方案的供应商之一，一直致力于 B2B 餐饮市场中速冻面米制品的研发、生产、销售。公司业务以服务大客户起家，形成了当前服务B端客户为主、直营、经销渠道共同发展的格局。未来公司将充分发挥自身在大客户领域的优势，积极开疆拓土、巩固优势。

## 分析师及联系人



董思远

SAC : S0490517070016



范晨昊

SAC : S0490519100003



徐爽

SAC : S0490520030001



朱梦兰

SAC : S0490522050003



石智坤



陈硕旸

千味央厨 (001215.SZ)

## 千味央厨系列深度之客户篇：从大客户视角看公司发展潜力

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

### 大客户为本，铸就特色竞争优势

千味央厨是国内最早为餐饮、酒店、团体食堂等 B 端市场提供速冻面米制品解决方案的供应商之一，一直致力于 B2B 餐饮市场中速冻面米制品的研发、生产、销售。公司业务以服务大客户起家，形成了当前服务 B 端客户为主、直营、经销渠道共同发展的格局。直营模式是公司和部分餐饮企业客户直接签约、直接合作的销售模式，客户主要是全国性的品牌连锁餐饮企业。过去 5 年中，除了 2020 年疫情影响下大客户增速慢于中小客户，其余年份直营模式收入占比基本保持在 40%左右。公司前五大客户收入占比稳中有降，对百胜中国的依赖程度逐渐降低，2021 年收入贡献已不足 20%。在服务好现有大客户的同时，逐步开拓新兴小吃、快餐、咖啡、茶饮连锁类客户，扩大客户的数量和规模。

### 大客户为公司成长带来三大动力，奠定成长基石

大客户为公司带来的成长动力主要体现在三个方面：(1) 门店高速扩张快速打开业务，过去几年公司主要客户的门店规模持续增长；肯德基和海底捞过去 5 年平均每年门店净增数量为 589、253 家；(2) 产品深度合作提升合作收益，一方面是存量产品对其他竞品的替代所带来的渗透率提升，另一方面是增量新品的覆盖面扩大；从客户报表数据看，公司在大部分客户的供应链体系中扮演越来越重要的角色。(3) 标杆效应带动中小客户拓展，从公司已经建立合作的客户来看，基本上都是各个领域的头部品牌，具备较强的行业影响力；除 2020 年疫情影响外，公司经销收入增速保持和直营业务接近的增速，经销商数量和平均收入呈提升趋势。

### 立足客户需求，如何看待半成品的赋能？

相较于传统的通用品生产模式，定制模式是目前餐饮速冻面米制品生产企业较为新型的经营模式。根据速冻面米制品生产企业与餐饮企业合作关系的紧密程度，定制模式又具体分为“定制研发+定制生产”模式。从客户视角看，(1) 产品需求方面，预制半成品在帮助企业控制原料进货成本，减少后厨使用面积，降低人工成本和房租成本方面成效显著，帮助餐饮企业实现降本增效的效果。(2) 供应选择方面，通常准入门槛较高，需要经过多次线下审厂，有些客户还需要在门店端进行一定产品测试才最终决定；此外合作过程中的监督也相当全面，头部公司采取对供应商分级的方式来进行激励及更新。(3) 采购决策方面，头部企业通常都有完善的流程标准，采购流程一般由总部统一协调。

### 携手共同成长，看好公司引领行业发展

公司将充分发挥自身在大客户领域的优势，积极开疆拓土、巩固优势。首先，公司将深耕细作，围绕客户需求，开发更多产品；其次，在既有大客户之外，公司将密切关注餐饮市场崛起的连锁“新秀”；此外，公司将持续加大对供应中小餐饮企业的经销商的合作力度。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.04/1.40/1.91 亿元，EPS 分别为 1.21/1.61/2.20 元，对应当前股价 PE 分别为 41/31/23X，剔除股份支付影响，备考归母净利润分别为 1.15/1.53/1.97 亿元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、新客户拓展不及预期；
- 2、餐饮修复不及预期；行业竞争加剧等。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	49.86
总股本(万股)	8,663
流通A股/B股(万股)	2,128/0
资产负债率	28.49%
每股净资产(元)	11.32
市盈率(当前)	106.43
市净率(当前)	4.41
近12月最高/最低价(元)	75.35/18.85

注：股价为 2022 年 6 月 10 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究

- 《千味央厨 2021 年报&2022 年一季报点评：逆势稳健增长，产销发力打开空间》2022-04-29
- 《提价转嫁成本压力，盈利稳健可期》2021-12-04
- 《股权激励目标收入三年翻倍，彰显长期发展信心》2021-11-07



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

大客户为本，铸就特色竞争优势 .....	6
专注于大客户，全方位打造服务能力 .....	6
不止于百胜，大客户矩阵逐步丰富 .....	8
三大优势助力公司拓展大客户 .....	10
大客户为公司成长带来三大动力，奠定成长基石 .....	12
动力一：门店高速扩张快速打开业务 .....	12
动力二：产品深度合作提升合作收益 .....	13
动力三：标杆效应带动中小客户拓展 .....	15
立足客户需求，如何看待半成品的赋能？ .....	17
大 B 起家型企业具备更强的场景理解能力 .....	17
客户视角看千味，高质量合作如何形成？ .....	18
携手共同成长，看好公司引领行业发展 .....	23

## 图表目录

图 1：公司部分直营大客户 .....	6
图 2：公司直营占比基本维持在 40%左右 .....	6
图 3：公司直营收入在疫情后重回高速增长 .....	6
图 4：直营销售中烘焙类产品收入占比最高 .....	7
图 5：直营模式的毛利率高经销模式 .....	7
图 6：公司组织架构 .....	7
图 7：公司销售人员人效持续提高 .....	8
图 8：公司生产人员人效提升迅速 .....	8
图 9：公司大客户数量快速增长 .....	8
图 10：公司产品销售量结构逐渐均衡 .....	8
图 11：公司前五大客户历年收入之和及占比 .....	9
图 12：公司第一大客户百胜中国收入占比变化 .....	9
图 13：公司直营模式中百胜中国以外客户收入占比快速提高 .....	9
图 14：公司部分直营客户收入增速加快 .....	9
图 15：新式茶饮和咖啡近年来受到一级市场关注 .....	10
图 16：中国仓储会员超市行业规模有望继续增长 .....	10
图 17：公司研发投入持续 .....	11
图 18：公司产品创新延伸能力强 .....	11
图 19：公司部分核心客户门店数量情况（单位：家） .....	12
图 20：公司部分其他客户门店近 3 年开业及当前在营数（单位：家） .....	12
图 21：2021 年中国餐饮行业融资类型分布（按数量） .....	13
图 22：2021 年中国餐饮行业融资类型分布（按金额） .....	13
图 23：公司部分核心客户门店平均营业收入变化（单位：万元） .....	13
图 24：公司部分核心客户门店平均营业成本变化（单位：万元） .....	13

图 25: 2018-2020 年公司对百胜中国、华莱士的独家供货销售情况.....	14
图 26: 公司已经与百胜、真功夫签订了长期有效的框架合同 .....	14
图 27: 公司部分核心客户向公司采购金额占营业成本比例 .....	15
图 28: 公司部分核心客户店均向公司采购金额 (单位: 万元) .....	15
图 29: 公司经销收入保持与直营接近的增速 .....	16
图 30: 公司经销商数量及质量均稳步提升 .....	16
图 31: 公司下游客户的毛利率面临一定压力 .....	19
图 32: 受访餐饮企业人力成本、房租相关开支同比增长最快 .....	19
图 33: 百胜中国供应商体系以质量为先 .....	20
图 34: 华士食品原材料采购流程 .....	21
图 35: 老乡鸡原材料采购流程.....	21
图 36: 老乡鸡米面制品及油条采购单价 (元/kg) .....	22
图 37: 千味央厨主要产品销售均价 (元/kg) .....	22
表 1: 公司 2021 年持续推进的主要研发项目 .....	14
表 2: 公司在各个领域拓展头部客户 (标红加粗的品牌为公司客户) .....	15
表 3: 两类不同的餐饮半成品企业单品生命周期分析 .....	17
表 4: 两类不同的生产模式对比 .....	18
表 5: 部分餐饮半成品产品加工制作流程 .....	18
表 6: 餐饮门店单店模型假设.....	19
表 7: 原材料成本以及人工、房租及物业成本优化幅度对餐厅经营利润的提升影响 .....	20

## 大客户为本，铸就特色竞争优势

千味央厨定位于 B 端市场速冻面米制品解决方案供应商，成长稳健。千味央厨是国内最早为餐饮、酒店、团体食堂等 B 端市场提供速冻面米制品解决方案的供应商之一，一直致力于 B2B 餐饮市场中速冻面米制品的研发、生产、销售。公司业务以服务大客户起家，形成了当前服务 B 端客户为主、直营、经销渠道共同发展的格局。

图 1：公司部分直营大客户

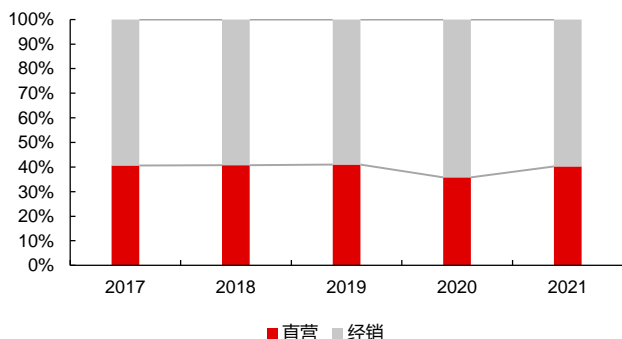


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

## 专注于大客户，全方位打造服务能力

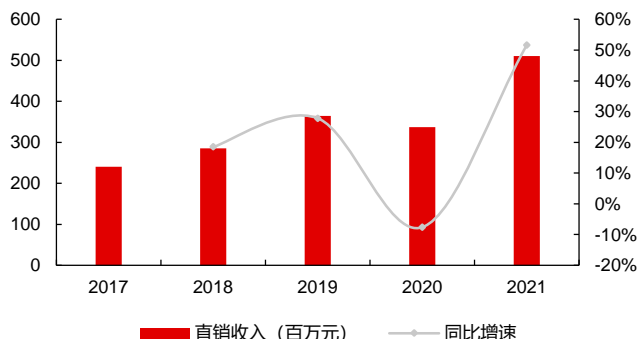
直营模式是公司和部分餐饮企业客户直接签约、直接合作的销售模式，客户主要是全国性的品牌连锁餐饮企业。公司针对该类客户的消费群体及菜单提供产品设计、产品开发、产品销售、技术支持、干线物流运输以及后续服务，以建立长期合作的同盟关系。公司与餐饮客户定期研讨产品升级方向，调整供应产品的配方、口感、包装等要素，共同讨论解决方案及新品提案，同时对产品的后续加工条件、餐饮企业的后厨布局设计提供建议。过去 5 年中，除了 2020 年疫情影响下大客户增速慢于中小客户，其余年份直营模式收入占比基本保持在 40% 左右。

图 2：公司直营占比基本维持在 40% 左右



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：公司直营收入在疫情后重回高速增长

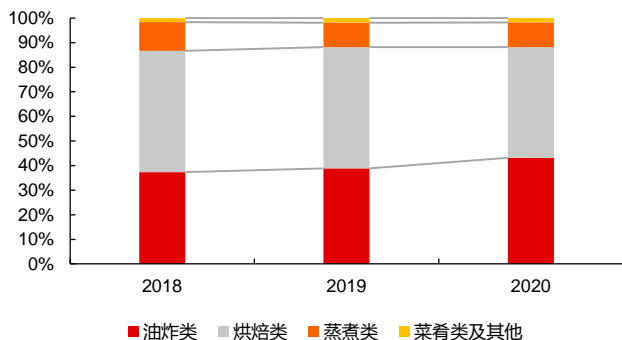


资料来源：公司公告，长江证券研究所

直营模式下公司销售非油炸类产品占比更高，整体毛利率高于经销模式。2018-2020 年公司直营模式销售的烘焙类产品占比分别为 49.39%、49.34%、45.05%，是最主要的销售品类；对比而言，经销模式下烘焙类销售收入占比不足 10%，而公司优势的油

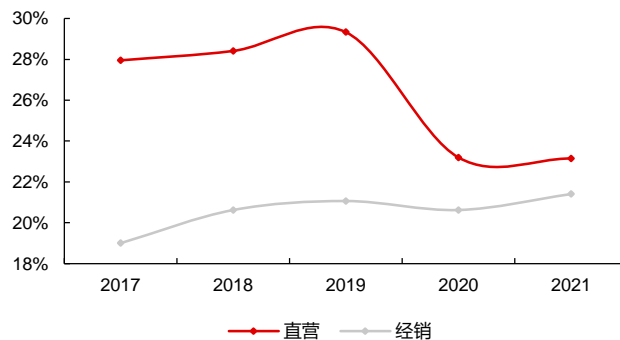
炸类占比超过 60%。毛利率对比看，公司直营模式毛利率普遍高于经销模式，2020 年直营与经销模式的毛利率差异缩小主要是自 2020 年开始公司承担的直营客户运输费调整计入当期主营业务成本。

图 4：直营销售中烘焙类产品收入占比最高



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 5：直营模式的毛利率高于经销模式

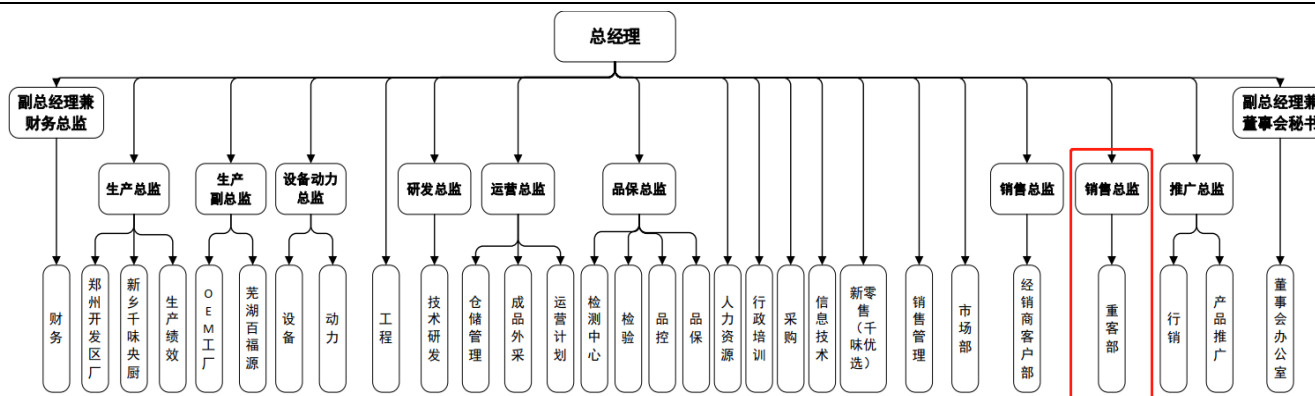


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司内部树立“大客户优先”理念，从组织架构上予以匹配。直营大客户的需求具有多样化，而且时常具有临时性的特点，公司内部形成对接大客户的内部小组，公司董事长和总经理为小组负责人，确保内部组织能够快速响应大客户的需求。

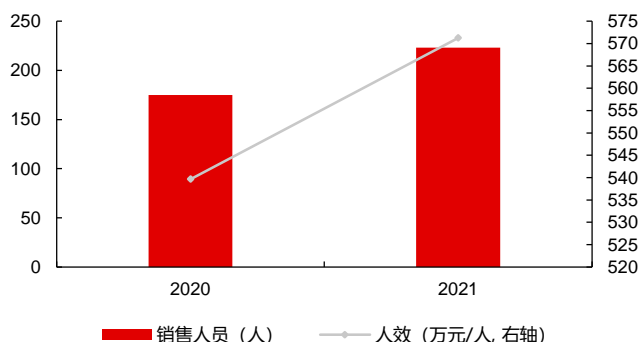
公司营销中心下设重客部、经销商客户部、渠道拓展部、行销部及产品管理部等，大客户的重要性凸显。重客部主要负责为百胜中国、华莱士、九毛九、真功夫、海底捞等直营客户提供服务；经销商客户部主要服务于区域型餐饮客户，依托经销商进行销售；渠道拓展部主要负责拓展新零售等新业务；行销部主要负责营销中心在渠道和客户开发、服务提升方面的工作要求，并结合各区域的实际情况跟进落地；产品管理部负责产品管理和品牌推广等工作。

图 6：公司生产经营层面组织架构



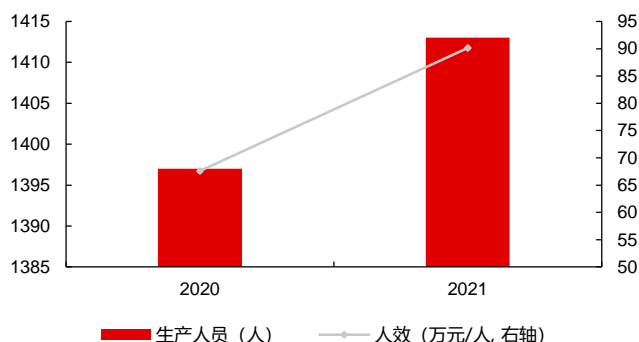
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：公司销售人员人效持续提高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：公司生产人员人效提升迅速



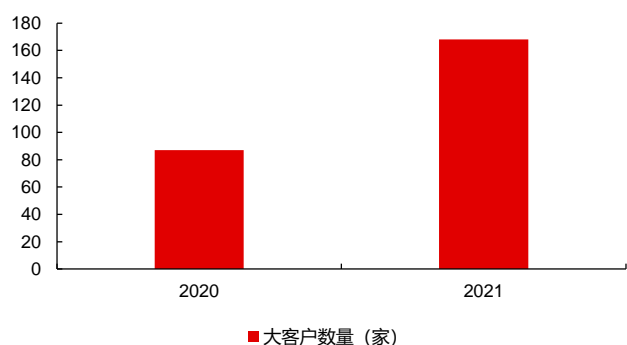
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 不止于百胜，大客户矩阵逐步丰富

在服务好现有大客户的同时，逐步开拓新兴小吃、快餐、咖啡、茶饮连锁类客户，扩大客户的数量和规模。

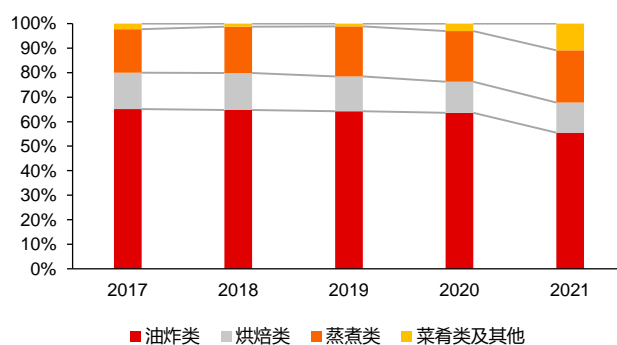
- 客户覆盖面：**2021 年公司加大了对大客户的开发力度，除考虑客户自身的销售规模和门店数量外，公司把一些成长性较高、未来发展潜力大的餐饮企业也纳入大客户管理体系中，因此公司大客户数量在 2021 年有较大规模增长，截至到 2021 年 12 月底，公司大客户数量为 168 家，相比 2020 年年底的 87 家，增幅达到 93.10%。
- 产品覆盖面：**公司和主要客户的合作时间久，对客户的运营情况和需求把握比较准确。因此在现有产品的基础上，努力拓展供应的品类，除了速冻面米制品以外，还争取获得如烘焙类产品、预调理食品、蔬菜类产品等多品类产品的供应权。围绕客户的需求来确定公司的生产运营，挖掘现有客户潜力和供应份额。

图 9：公司大客户数量快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：公司产品销售量结构逐渐均衡

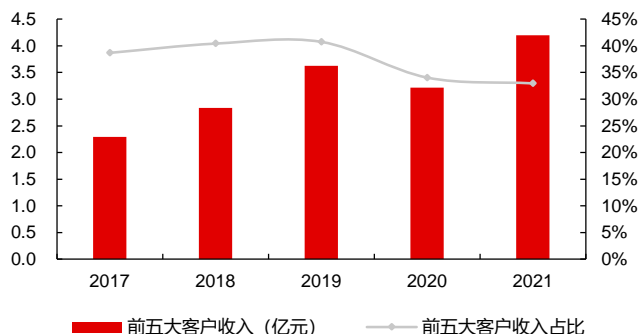


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司前五大客户收入占比稳中有降，对百胜中国的依赖程度逐渐降低。2019 年及之前年份，公司前五大客户的收入贡献占比基本在 40%左右，有小幅提升趋势；2020-2021 年，随着公司新拓客户的业务起量，以及原有客户存量业务受疫情影响，公司前

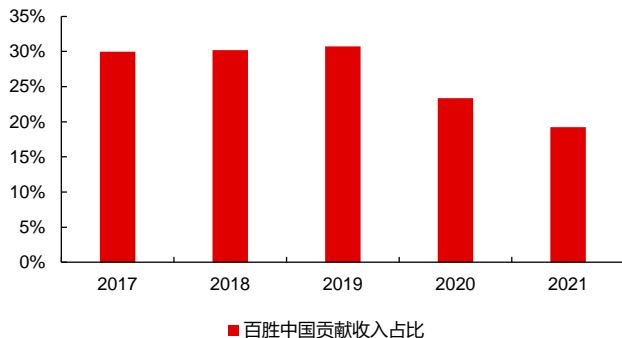
五大客户的收入占比有下降趋势。其中百胜中国作为公司的第一大客户，收入占比已经从疫情前的 30% 左右降至 2021 年的 20% 以下，依赖程度明显降低。

图 11: 公司前五大客户历年收入之和及占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

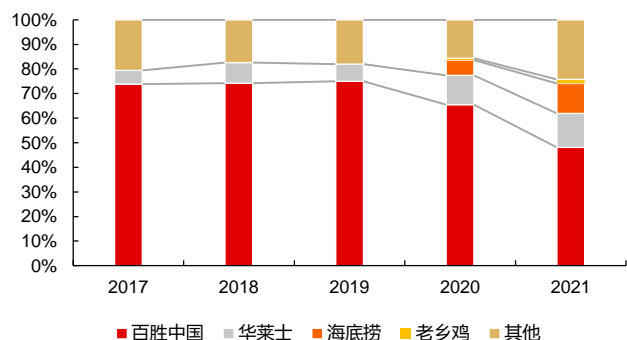
图 12: 公司第一大客户百胜中国收入占比变化



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

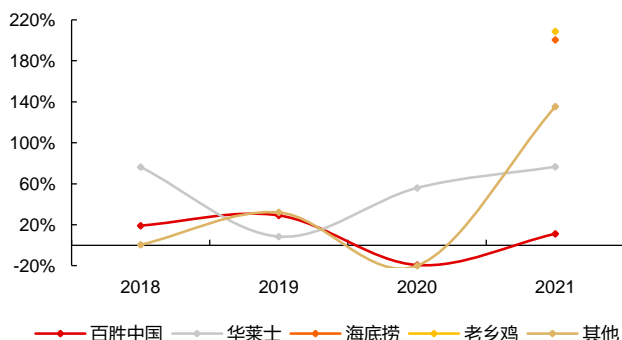
在百胜中国之外，公司其他大客户增长势头良好。直营渠道中，百胜中国的占比从之前的超过 70% 逐步降低至 2021 年的 50% 左右，华莱士、海底捞、老乡鸡等客户贡献与日俱增。从 2021 年各主要客户贡献收入增速看，老乡鸡和海底捞增速均超过 200%，华莱士和其他直营客户的增长势头也快于公司直营业务收入以及整体收入增速。

图 13: 公司直营模式中百胜中国以外客户收入占比快速提高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 14: 公司部分直营客户收入增速加快

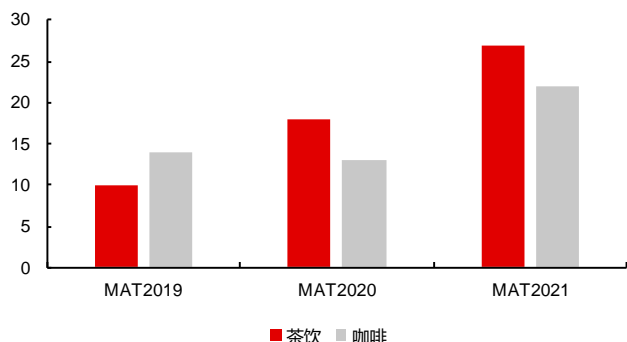


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

除了传统餐饮业态外，新渠道的拓展也充满想象空间。餐饮新业态方面，2021 年线下茶饮和咖啡品牌的融资事件数均超过 20 件，对比前两年接近翻倍，资本集中押注头部品牌，Manner、挪瓦咖啡、霸王茶姬完成 3 次及以上融资<sup>1</sup>；随着饮品+点心/小吃的组合逐渐受欢迎，茶饮及咖啡门店将产生更大的速冻本成品需求。非餐饮渠道方面，近年来新零售渠道发展火热，仓储会员超市带来新的成长机会，尤其是烘焙类产品需求较大。

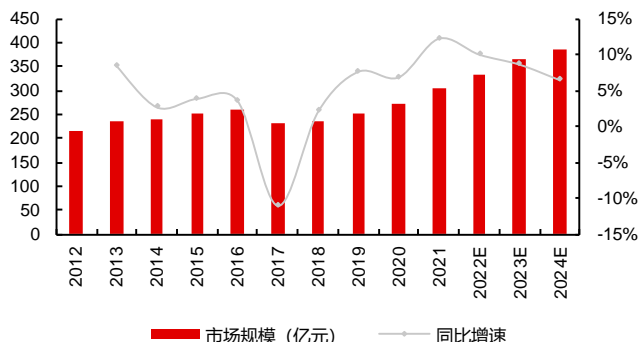
<sup>1</sup> <https://www.yicai.com/news/101297665.html>

图 15: 新式茶饮和咖啡近年来受到一级市场关注



资料来源: CBNDATA, 长江证券研究所

图 16: 中国仓储会员超市行业规模有望继续增长



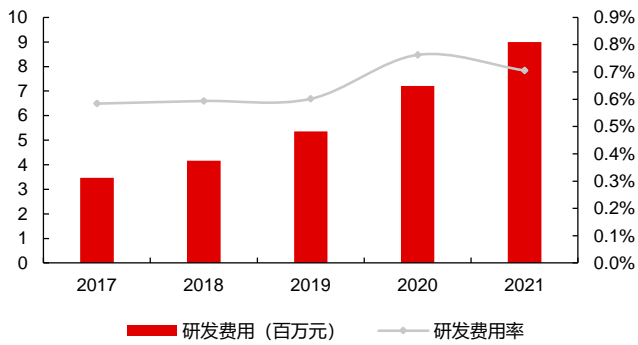
资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

## 三大优势助力公司拓展大客户

公司拓展大客户主要基于研发优势、产品优势和客户优势。

- 研发与创新:** 公司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; 同时, 研发团队持续创新开发适合西式快餐、中式快餐以及乡厨等不同市场需求的速冻面米制品, 能够将客户的概念化需求快速转化为符合高质量、标准化要求的生产, 如“注芯油条”、“墨鱼汁油条”、“文化流量包”、“花瓣米糕”等。
- 产品与品质:** 公司根据餐饮不同的消费场景, 开发不同的产品, 并根据公司已形成的四大核心产品线, 继续加大研发、生产和销售的效率和规模提升, 深度挖掘市场机会。公司继续围绕油条、油炸糯米类、蒸煎饺、烘焙类四大优势产品线, 稳固自身在油条产品上的领先地位, 同时加大其他大单品的开发和推广力度, 争取在未来 3-5 年内形成 3-5 个亿元核心大单品。此外, 公司从原材料的采购、加工、质检、运输等各个环节严加控制, 公司内部执行严格的质量管控机制, 并建立了完善的质量管理体系, 保证食品安全和稳定的产品质量。
- 服务与客户:** 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; 同时, 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、酥饼多个品类。

图 17：公司研发投入持续



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：公司产品创新延伸能力强



资料来源：千味央厨招股说明书，长江证券研究所

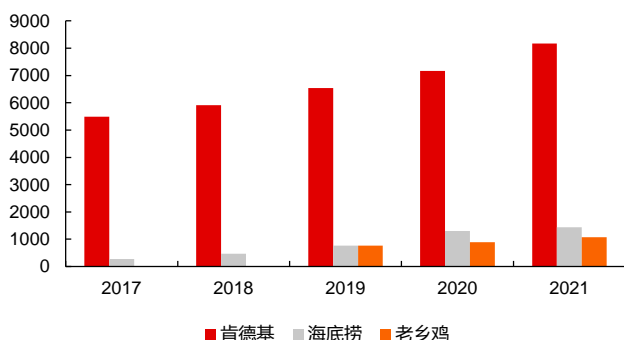
## 大客户为公司成长带来三大动力，奠定成长基石

公司以大客户业务起家，客户数量和质量不断提升。大客户为公司带来的成长动力主要体现在三个方面：（1）门店高速扩张快速打开业务，过去几年公司主要客户的门店规模持续增长；肯德基和海底捞过去 5 年平均每年门店净增数量为 589、253 家，肯德基和海底捞过去 5 年平均每年门店净增数量为 589、253 家；（2）产品深度合作提升合作收益，一方面是存量产品对其他竞品的替代所带来渗透率提升，另一方面是增量新品的覆盖面扩大；从客户报表数据看，公司在大部分客户的供应链体系中扮演越来越重要的角色。（3）标杆效应带动中小客户拓展，从公司已经建立合作的客户来看，基本上都是各个领域的头部品牌，具备较强的行业影响力；除了 2020 年疫情影响外，公司经销收入增速保持和直营业务接近的增速，且经销商数量和平均收入均呈现提升趋势。

### 动力一：门店高速扩张快速打开业务

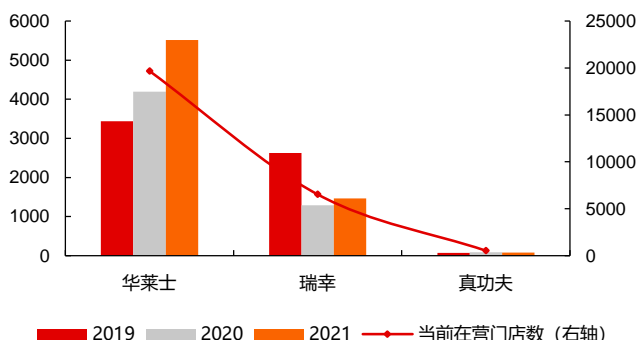
大客户的门店高速扩张是公司业务发展的第一大动力。肯德基和海底捞过去 5 年平均每年门店净增数量为 589、253 家，到 2021 年底分别达到 8168、1443 家；老乡鸡过去 2 年平均每年门店净增数量 152 家，2021 年底达到 1073 家；此外公司客户华莱士、瑞幸开店速度则更快。公司的产品销售将随着下游客户的门店扩张而实现快速成长。

图 19：公司部分核心客户门店数量情况（单位：家）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 20：公司部分其他客户门店近 3 年开业及当前在营数（单位：家）



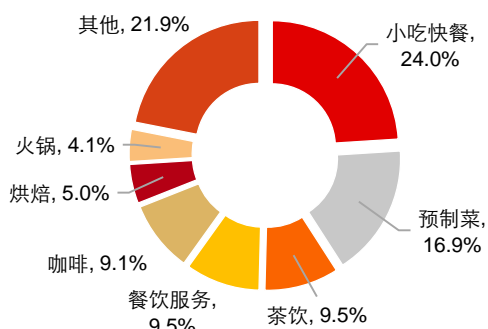
资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

注：数据更新日期为 2022 年 5 月 4 日

餐饮企业除了日常运营之外的主要开始便是门店扩张及供应链建设，因此是否获得新的融资是衡量餐饮企业未来扩张潜力的重要指标之一。根据 NCBD 数据<sup>2</sup>，2021 年餐饮行业发生融资事件超 240 起，平均每 3 天就有 2 笔融资；全年已披露金额超 300 亿元。从融资数量来看，小吃快餐与食品饮料（含预制菜）的数量最多，占比分别为 24.0%、16.9%；在小吃快餐中，粉面与卤味熟食成最大热门。融资金额来看，咖啡与茶饮两大品类最“吸金”；其中，进入咖啡领域的金额占总金额的 21.4%；茶饮领域占比为 16.0%；小吃快餐占比为 13.1%。上述热门赛道有望成为餐饮半成品行业未来关注的方向。

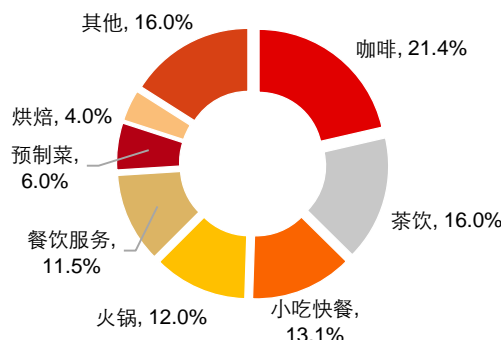
<sup>2</sup> NCBD | 2021—2022 年中国餐饮行业投融资报告 资本 机构 企业 (sohu.com)

图 21：2021 年中国餐饮行业融资类型分布（按数量）



资料来源：NCBD，长江证券研究所

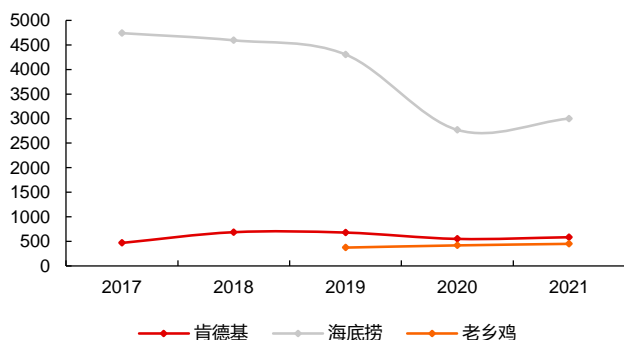
图 22：2021 年中国餐饮行业融资类型分布（按金额）



资料来源：NCBD，长江证券研究所

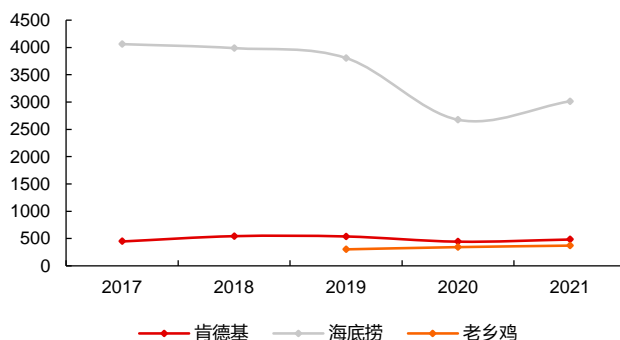
由于餐饮品牌平均单店收入、成本数据相对稳定，无法永续高增长。我们以当年的营业收入或营业成本作为分子，以年初年末门店数量平均值作为分母，可计算出各餐饮品牌的门店平均年收入及年成本。趋势上看，肯德基和老乡鸡相对稳定，疫情期间肯德基略有影响但老乡鸡逐渐增长；海底捞由于业态的特点及内部管理原因，门店的收入、成本规模在 2020 年之后下降较多，2021 年有缓慢爬升。

图 23：公司部分核心客户门店平均营业收入变化（单位：万元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 24：公司部分核心客户门店平均营业成本变化（单位：万元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

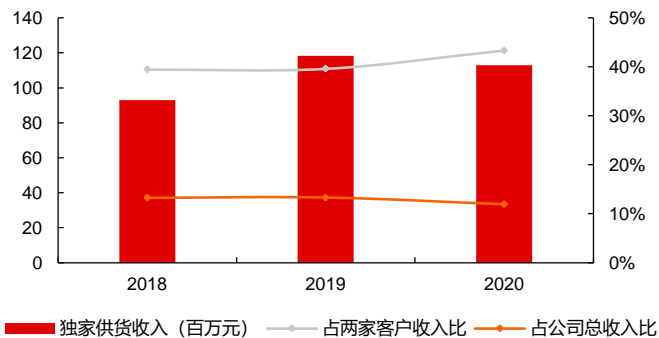
考虑到门店扩张存在天花板，因此对于公司来说，另一个重要指标是提升客户单店层面对公司产品的采购额，更多需要依靠新产品的助力。

## 动力二：产品深度合作提升合作收益

大客户的增量需求挖掘是公司成长的第二大动力，具体体现在两个方面：

- (1) **存量产品的渗透率提升**：定制生产模式下，双方一旦形成合作关系，即形成了一个紧密的合作共赢体。双方一般会通过不断增加新产品的合作，保持这种商业合作关系，进而又强化这种合作关系，对于其他供应商可能形成一定替代作用。举例来看，2018-2020 年，公司向百胜中国销售的油条类产品均为独家供货，向华莱士销售的主要产品均为独家供货，销售价格以双方议价确定为主且较为稳定，独家供应产品的毛利率高于非独家供应产品。公司通常采用“框架性合同+订单”的模式，即通常与直营、经销客户签署框架合同，以建立长期稳定的合作关系。

图 25：2018-2020 年公司对百胜中国、华莱士的独家供货销售情况



资料来源：千味央厨招股说明书，长江证券研究所

图 26：公司已经与百胜、真功夫签订了长期有效的框架合同



资料来源：千味央厨招股说明书，长江证券研究所

(2) **增量新品的覆盖面扩大：**为了推动业务增长、提高经营效益，餐饮企业对新品上市的时间压力越来越大，因此对定制研发企业的研发速度要求也越来越高。一般情况下客户通常会要求公司在 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。公司在快速研发方面保持了良好的记录，2018 年完成 40 多项新产品上市，其中为肯德基研发并上市了 7 个新品，得到了客户的肯定。公司具备较强的研发能力，足以适应下游客户的新增需求。2021 年以来公司继续推进新品的研发，在油条、春卷、烘焙、蒸煎饺等领域均实现了突破。

表 1：公司 2021 年持续推进的主要研发项目

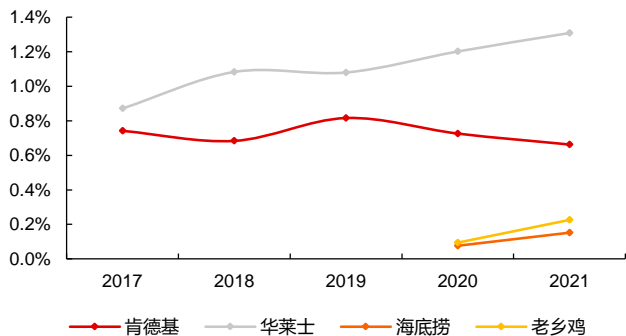
项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
油条类	实现全自动工业化油条生产线，提升产品品质，增加利润，提高产品竞争力	试验阶段	从原料到包装整体成本精进	作为主力品种，继续对油条工业化生产进行技术研究，保持行业领先地位
油炸制品	实现全自动工业化春卷生产线，提升产品品质，增加利润，提高产品竞争力	中试阶段	春卷平台成功搭建，以头部西式快餐为灯塔客户，拓展腰部西式快餐	丰富产品品类，新型的生产方式，自动化、规模化生产
烘焙类	丰富现有烘焙产品线，提升产品价值，差异化创新	试产阶段	多品类投产，产品品类更加丰富，平台持续开发	烘焙类预烤产品，进行技术升级，能够极大降低门店的运营成本，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：公司公告，长江证券研究所

基于上述两类措施，公司在大部分客户的供应链体系中扮演越来越重要的角色。从部分核心客户向公司采购金额占营业成本比例来看，除了肯德基的采购占比呈现波动震荡外，华莱士、海底捞、老乡鸡采购公司的产品金额占比持续提升<sup>3</sup>，其中华莱士在 2021 年已超过 1%。而若剔除其他成本开支影响，仅观察客户对公司产品的依赖程度，肯德基、海底捞和老乡鸡店均向公司的采购（全年总采购额除以各品牌年初年末平均开业门店数）额持续提升，尤其是海底捞提升最快，2021 年已超过 4 万元。

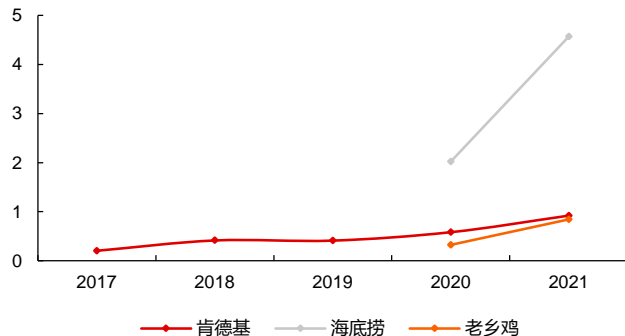
<sup>3</sup> 公司向百胜中国的销售主要针对肯德基，因此本报告在计算采购占比、单店采购额时均已肯德基单一品牌数据为基础，与真实情况略有差异，仅供参考

图 27：公司部分核心客户向公司采购金额占营业成本比例



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 28：公司部分核心客户店均向公司采购金额（单位：万元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

注：店均采购额=客户全年采购额/客户门店年初年末平均值

凭借自身的研发能力、生产能力以及服务能力，公司与主要大客户的合作日益加深，但单一品牌或公司成长有自身天花板，因此拓展更多下游客户，是公司实现长期稳健发展的保证。

### 动力三：标杆效应带动中小客户拓展

基于和大客户的合作进一步拓展中小客户是公司成长的第三动力。作为速冻面米企业，可以通过与大型连锁餐饮企业的合作，塑造公司的品牌和商誉；可以掌握速冻面米新产品研发的最新进展，积蓄和提升公司的研发实力。同时，可以利用客户的产品市场拓展本公司的产品市场，实现了客户利益与资源的共享。从公司已经建立合作的客户来看，基本上都是各个领域的头部品牌，具备较强的行业影响力。

表 2：公司在各个领域拓展头部客户（标红加粗的品牌为公司客户）

店数排名	火锅	炸鸡汉堡	快餐	酸菜鱼	咖啡
1	<b>海底捞</b>	<b>华莱士</b>	<b>老乡鸡</b>	鱼你在一起	<b>瑞幸咖啡</b>
2	王婆大虾	正新鸡排	黄蜀郎鸡公煲	<b>太二酸菜鱼</b>	星巴克
3	<b>呷哺呷哺</b>	<b>肯德基</b>	吉野家	江鱼儿酸菜鱼	麦当劳麦咖啡
4	小龙坎	麦当劳	赛百味	小鱼号酸菜鱼米饭	挪瓦咖啡
5	谭鸭血老火锅	叫了只炸鸡	虾点·川香水煮	董小姐一人一份酸菜鱼	幸运咖
6	虾吃虾涮	叫了个炸鸡	大米先生	鱼的错	Tims 咖啡
7	贤合庄卤味火锅	德克士	乡村基	酸小七果味酸汤鱼	太平洋咖啡
8	德庄火锅	派乐汉堡	失控猫元气烧肉饭	爱鱼者酸菜鱼饭	COSTA
9	蜀大侠	享哆味汉堡炸鸡	<b>真功夫</b>	鱼拿酸菜鱼	Manner
10	洞氮胡记羊肉馆	贝克汉堡	超意兴快餐	鼎记无骨酸菜鱼	上岛咖啡

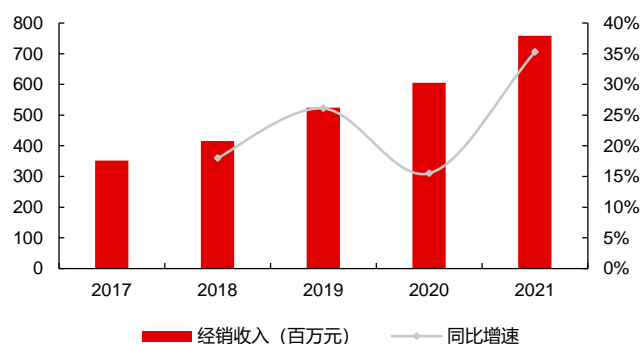
资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

注：数据更新日期为 2022 年 5 月 4 日

中小客户的稳健增长主要体现在经销渠道。除了 2020 年疫情影响外，公司经销收入增速保持和直营业务接近的增速，且经销商数量和平均收入均呈现提升趋势。大客户的合作为公司带来了诸多优势，包括：

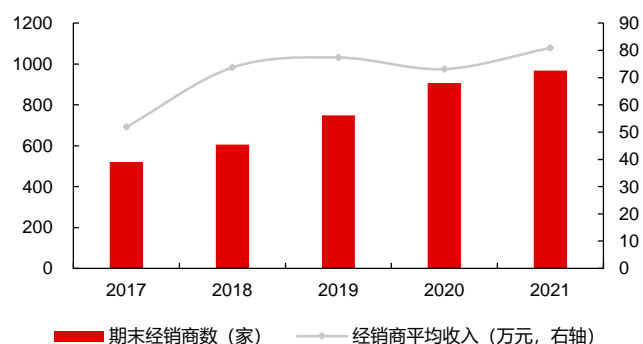
- (1) **品牌效应**：由于大客户拥有行业内领先的供应链体系，因此被头部品牌采纳的供应商通常在品质、服务等方面是领先行业平均水平的，在行业内可以起到一定的品牌背书作用，降低了中小客户的选择成本。
- (2) **研发赋能**：餐饮行业的主要创新趋势由头部企业引领，因为他们拥有更大的规模、更丰富的客群、更深刻的行业理解，基于和大客户的合作，公司可以进一步提升自身创新能力，同时基于已有产品进行的面向中小客户的产品改进的边际开支也要显著更低。
- (3) **生产效率**：大客户订单确保了一定的业务体量，使得公司在面对其他中小型供应商时有更强的生产规模效应；此外，由于不同客户的品类的品质要求不同，部分供应给大客户的产品可以进行微调供应给其他客户，可以降低公司的残次品率。

图 29：公司经销收入保持与直营接近的增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：公司经销商数量及质量均稳步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 立足客户需求，如何看待半成品的赋能？

定制化模式符合大客户需求，半成品核心价值在于成本的优化。相较于传统的通用品生产模式，定制生产模式是目前餐饮速冻面米制品生产企业较为新型的经营模式。根据速冻面米制品生产企业与餐饮企业合作关系的紧密程度，定制生产模式又具体分为“定制研发+定制生产”模式。从客户视角看，（1）产品需求方面，预制半成品在帮助企业控制原料进货成本，减少后厨使用面积，降低人工成本和房租成本方面成效显著，能够简化公司管理流程、降低公司的管理成本，最终帮助餐饮企业实现降本增效的效果。（2）供应选择方面，通常准入门槛较高，需要经过多次线下审厂，有些客户还需要在门店端进行一定产品测试才最终决定；此外合作过程中的监督也相当全面，头部公司采取对供应商分级的方式来进行激励及更新。（3）采购决策方面，头部企业通常都有完善的流程标准流程，采购流程一般由总部统一协调。

## 大 B 起家型企业具备更强的场景理解能力

不同公司成长路径各有千秋。回溯典型企业发展历史，餐饮半成品企业多数是以单一品类起家，不断改造精进，成为细分领域的龙头，随后不断加大客户覆盖面以及新品研发。以单一品种而言，大 B 起家型企业在单品的早中期发展阶段成长相对容易，因为有大 B 客户以销定研、以销定产的扶持，但在单品渗透率达到一定程度后有可能面临增长失速的问题，因此需要考验新品研发及小 B 渠道拓展管理的能力。小 B 起家型的企业通常初创期发展较为困难，但一旦进入成长、成熟期，其优秀的渠道管控能力可以帮助其快速成长，后期若新品研发能够蓄力，则第二、第三增长曲线潜力不逊大 B 起家型。

表 3：两类不同的餐饮半成品企业单品生命周期分析

单品生命周期	大 B 起家型	小 B 起家型
初创期	难度较小，大 B 订单可满足早期需求	难度较大，小 B 需求散、小、稳定性差
成长期	难度较小，伴随大 B 客户的门店拓展或自身产品渗透率提升而较快成长	难度适中，形成一定产品力和渠道力后，下游市场拓展将逐渐容易，同时溢价能力优势渐显
成熟期	难度较大，原有大 B 增长乏力，利润率被下游锁死，因此需要研发新品继续铺设大 B，或拓展其他 B 端客户，渠道管控能力需要验证	难度较小，产品被市场验证叠加已经相对成熟的终端管控能力，使得企业可以快速提高产品渗透率，并保持较好的利润率
稳定/二次成长期	难度适中，若原有大 B 客户维持会继续增长，则新品的试错成本将降低，有望快速在市场推广	难度适中，过往单品已经建立起一定规模体量的中小 B 客户基础，原有渠道依旧可以复用

资料来源：长江证券研究所

相较于传统的通用品生产模式，定制生产模式是目前餐饮速冻面米制品生产企业较为新型的经营模式。定制生产是餐饮行业专业分工的产物，有效降低了餐饮企业的生产运营成本，餐饮企业可以将有限的人力、物力、财力聚焦于产品研发、餐厅运营及服务水平的提升，最终为消费者带来更为安全和物美价廉的产品和服务。定制生产模式与通用品生产模式之间存在较大的差异，主要体现为：

表 4：两类不同的生产模式对比

	通用模式	定制模式
需求产生	根据调研结果来识别出客户的通用需求	以定制客户的定制需求为起点开展
考察期	较短	较长时期的互相考察过程
经营过程	一般只与客户保持常规的沟通，以确保满足客户的通用需求	需要与定制客户保持持续不断的、双向的、深度的沟通
主导方	速冻企业	速冻企业和客户双方
客户排他性	可以直接销售	不能直接销售，通常需要进行一定更改

资料来源：千味央厨招股说明书，长江证券研究所

根据速冻面食制品生产企业与餐饮企业合作关系的紧密程度，定制生产模式又具体分为“定制研发+定制生产”模式：

- “定制研发+定制生产”模式：**餐饮企业按照科学化分工、专业化生产、共享共赢的理念把研发、采购、加工、烹饪环节整体或部分移出，交给有现代化生产管理经验和采购优势的生产企业负责。由速冻企业根据餐饮企业的定制需求进行产品研发，并由餐饮企业向速冻企业提供技术支持和信息反馈。在产品研发成功的基础上按照客户的订单进行定制生产，定制生产的产品全部销售给定制客户。
- “工艺标准+定制生产”模式：**餐饮企业根据自身的业务要求，将其生产环节中的一个或多个产品通过合同的形式委托给更专业化、更具比较生产优势的速冻企业生产。接受委托的速冻企业按客户指定的工艺技术标准进行生产，最终把受托生产的产品全部销售给委托客户。

## 客户视角看千味，高质量合作如何形成？

### 产品需求：分工专业替代，效率有望提升

餐饮半成品食材的突出特点是“两易一高”：易二次加工、易保存、高标准化程度。首先，由于半成品已经在工厂内完成前期预制，因此在餐饮门店销售时仅需简单加工，节省人工和时间消耗；其次，相对于生鲜产品，餐饮半成品在低温下保质期通常为 6-18 个月，时间显著更长；此外，餐饮半成品的标准化程度明显更高，有助于连锁餐饮企业的品质把控。

表 5：部分餐饮半成品产品加工制作流程

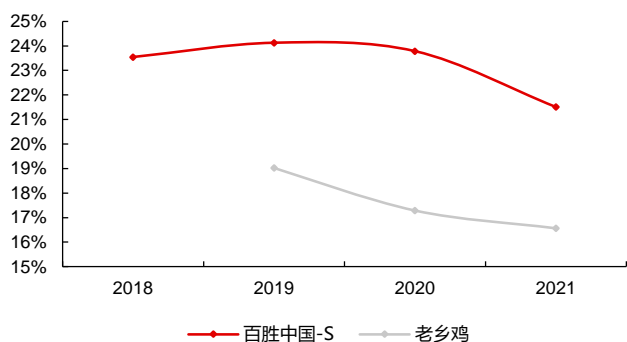
	产品	加工方法
千味央厨	早餐大油条	无需解冻，175℃炸制 90-120 秒
	芝麻球	无需解冻，油温 160℃-170℃时，炸 5-6 分钟待产品浮起后，升高油温，炸至产品呈金黄色即可食用
	红枣南瓜糕	直接开袋，带托放入蒸柜或蒸笼内，沸水加热 10-12 分钟即可出餐
	蒸煎饺	蒸柜预热至 80 度以上，把产品拆袋倒入垫有笼布（硅胶笼布）的托盘中，入蒸柜蒸制 10 分钟，即可出餐
立高食品	预烤原味可颂	无需解冻，普通烤箱 3-5 分钟复热后食用
	蛋挞系列	蛋挞皮常温解冻，加入 8 分满挞液，烤箱上下火 200℃，烘烤约 25 分钟即可出炉
	麻薯胚系列	无需解冻，烤箱预热 5 分钟，取出紫薯放置烤盘上，上火 170℃、下火 130℃，烘烤约 20 分钟即可

甜甜圈系列	无需解冻，烤箱预热 5 分钟，甜甜圈放入烤箱，上下火 180℃，烘烤 3 分钟即可	
慕斯蛋糕系列	最适宜的解冻温度是 2-8℃，若自然常温解冻，在 1 小时内食用口感最佳	
巴比食品	现包现售产品	馅料送至门店后，门店根据包点制作要求，现场制作、醒发、蒸制，统一的馅料保证门店口味统一。
	成品产品	掌握冷冻面团技术，成品配送至门店后只需解冻醒发便可直接蒸制

资料来源：公司官网，淘宝旗舰店，长江证券研究所

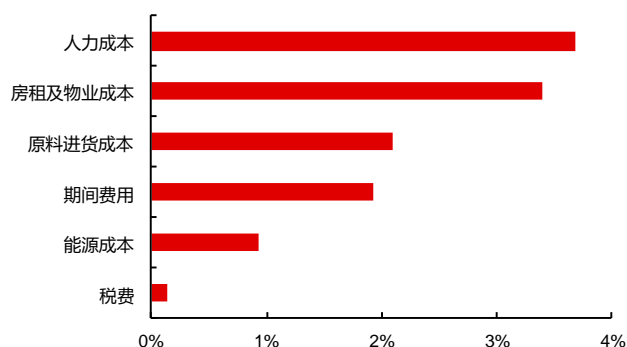
“工业化替代手工”趋势方兴未艾。预制半成品在帮助企业控制原料进货成本，减少后厨使用面积，降低人工成本和房租成本方面成效显著，能够简化公司管理流程、降低公司的管理成本，最终帮助餐饮企业实现降本增效的效果。未来餐饮企业在核心菜品上仍然会坚持门店加工，以保持正宗、独特的工艺和口感，但一些非核心的产品如面米制品，则倾向于利用三方中央厨房，减少在门店手工操作。面米制品往往是非核心产品，标准化程度高，质量也较为稳定，是餐饮企业工业化产品替代手工产品的最先选择。

图 31：公司下游客户的毛利率面临一定压力



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：受访餐饮企业人力成本、房租相关开支同比增长最快



资料来源：中国饭店协会《2021 中国餐饮业年度报告》，长江证券研究所

注：参与调研的企业共计 116 家

在未来疫情缓和之后，餐饮半成品所带来的利润弹性可能更大。我们对一般的应用餐饮半成品的餐饮门店模型进行测算。在不使用餐饮半成品的情况下，假设餐饮门店全年营业收入 1000 万元，门店经营利润率为 10%，当原材料成本降低 1%、人工及房租开支降低 1%时，门店经营利润将提升 7.7%。由此可以看出，餐饮半成品的应用将为餐厅带来可观的利润弹性。

表 6：餐饮门店单店模型假设

	数额 (万元)	营业收入占比
营业收入	1000	100%
原材料成本	400	40%
人力成本	250	25%
房租及物业成本	120	12%
能源成本	30	3%
外卖提成	100	10%
门店经营利润	100	10%

资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

表 7：原材料成本以及人工、房租及物业成本优化幅度对餐厅经营利润的提升影响

		人工、房租及物业成本				
		1%	2%	3%	4%	5%
原材料成本	1%	7.7%	11.4%	15.1%	18.8%	22.5%
	2%	11.7%	15.4%	19.1%	22.8%	26.5%
	3%	15.7%	19.4%	23.1%	26.8%	30.5%
	4%	19.7%	23.4%	27.1%	30.8%	34.5%
	5%	23.7%	27.4%	31.1%	34.8%	38.5%

资料来源：长江证券研究所

注：测算以假设的单店模型为基础，仅供参考

### 供应选择：准入门槛较高，合作监督全面

**百胜中国：**百胜与 800 多家独立供应商合作，与十大供应商中的八名维持超过 12 年的长期业务关系。百胜品质保证部门定期对食品及饮料供应商进行事先通知或突击的实地审查，以评估供应商管理体系是否有效，并对供应商的食品安全及质量表现进行全面评估。根据评估结果，百胜根据供应商的表现将其划分为 T1、T2 及 T3，其中 T1 为优，T3 为有待改善。

图 33：百胜中国供应商体系以质量为先



资料来源：物流指闻，长江证券研究所

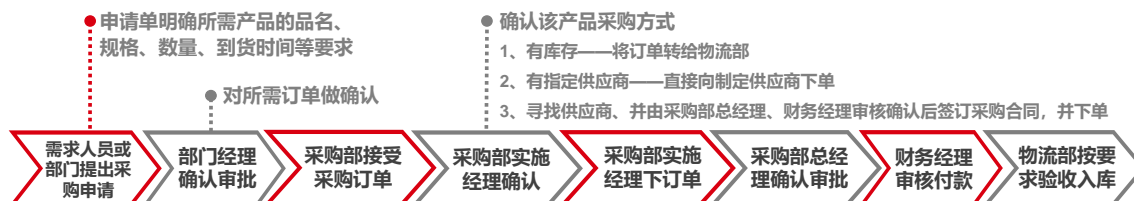
**海底捞：**通过严格的筛选程序审慎选择及管理供应商质量。采购部门会在餐厅或产品开发部门提出采购新型食材需求时进行全面的市场分析。根据市场分析通常会通过招标程序选择第三方供应商。海底捞的选择标准包括供应商及供应商品的法律及监管资质、质量及检验结果、供应商的生产能力、价格及整体管理以及供应商的运营质量。海底捞会进行详细的尽职调查，包括在订立采购协议前检查供应样品及供应商的设施。即使在订立采购协议后，食材于餐厅通过最终质量及口味测试后方开始下订单。海底捞根据供货质量、服务、价格及交货时效性于每个季度评估各供应商的表现。各供应商获评为 A 级（最高）、B 级或 C 级（最低）。

**老乡鸡：**需求部门提出次年度产品需求，经逐级审批后，采购部门制定年度供应商开发明细。采购部和需求部门联合对供应商资质进行线上审核，如需线下审厂应联合安全部、研发部等部门共同参与，并由采购总监审批是否通过。审厂通过的供应商如需提供样品，由技术或需求部门检测并出具测试报告，确定产品标准。符合条件的供应商方可准入。各区域需要准入新供应商时，须由公司采购部安排食品安全人员对供应商的资质及现场进行审核，审核合格后，各分支机构方可签订采购合同进行统一采购。

## 采购决策：标准流程操作，总部统一协调

**华士食品：**采购审批管理包含采购需求申请审批、采购申请审批、采购审核、财务审核及总经理批准等内容。其中采购需求审批由部门经理对需求物资的必要性、需求物资的种类、规格、数量、需求日期及物资的技术要求与标准审批并签字确认；由采购实施部门经理对采购申请单采购数据量、价格、采购方式、供应商、库存、必要的技术标准供货周期进行审批并签字。

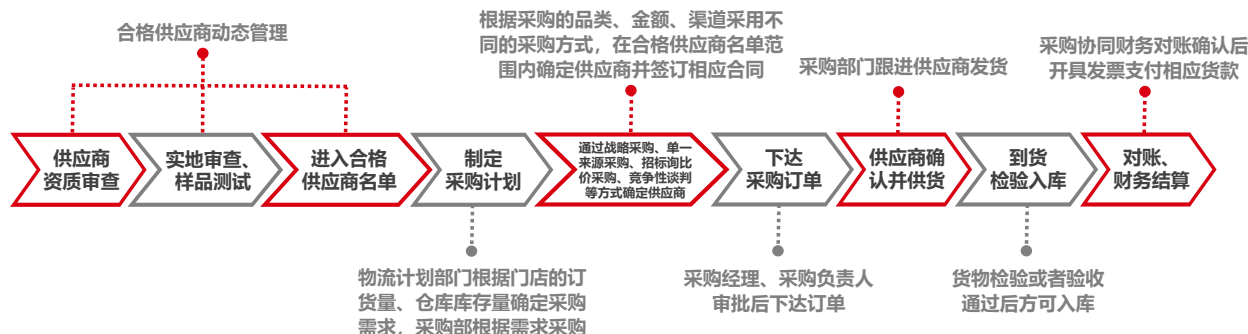
图 34：华士食品原材料采购流程



资料来源：华士食品公开转让说明书，长江证券研究所

**老乡鸡：**终端门店原材料由公司统一采购并安排第三方物流配送或由供应商直送。公司统一采购是指由公司采购部门统一集中负责供应商管理与评估、采购价格管理、采购招投标管理，负责汇集各分子公司采购申请并进行调整，形成公司集中采购计划。公司在新拓展区域设置了采购分支机构，公司采购部负责对采购分支机构的供应商准入进行合规管理。

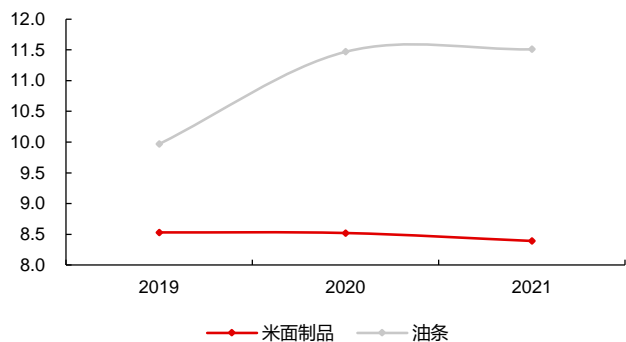
图 35：老乡鸡原材料采购流程



资料来源：华士食品公开转让说明书，长江证券研究所

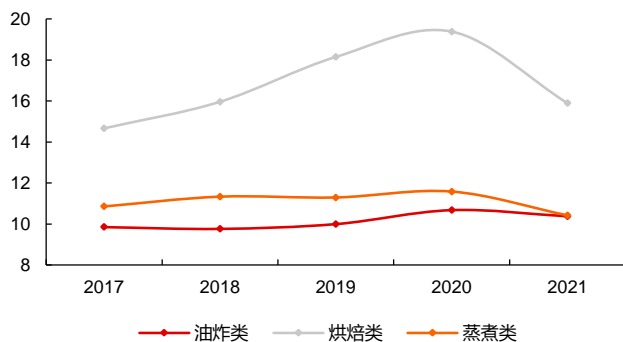
老乡鸡的原材料采购单价与千味央厨销售均价均相对稳定。从趋势变化看，米面制品的单价变化幅度相对较小，老乡鸡 2019-2021 年米面制品的采购单价分别为 8.53、8.52、8.39 元/kg，油条采购单价分别为 9.97、11.47、11.51 元/kg，而千味央厨视角看，其 2019-2021 年油炸类产品平均售价分别为 10.00、10.67、10.38 元/kg。

图 36: 老乡鸡米面制品及油条采购单价 (元/kg)



资料来源: 老乡鸡招股说明书, 长江证券研究所

图 37: 千味央厨主要产品销售均价 (元/kg)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**海底捞:** 海底捞通常就长期的食材供应与供应商订立标准一年期框架协议。总部下的采购部集中管理供应商及为所有餐厅采购, 采购主管负责不同地区不同食材、设备及其他易耗品采购及定价的整体管理。海底捞通常为每类主要食材维持超过两名合格供应商以避免对单一供应商的依赖。

## 携手共同成长，看好公司引领行业发展

**首先，深耕细作，围绕客户需求，开发更多产品。**百胜中国是公司开发相对比较成熟的客户，是公司深耕大客户的样板，未来公司将围绕海底捞、华莱士、老乡鸡等大客户，不断提升服务能力，满足客户多种需求，有针对性的研发、上新各类产品，拓宽产品线。

**其次，在既有大客户之外，公司将密切关注餐饮市场崛起的连锁“新秀”。**公司下一步将加大开发区域性连锁餐饮企业客户，争取未来 3-5 年之内，有一批合作紧密、业务量大的餐饮连锁新秀客户，给公司未来的业务发展带来源源不断的动力。

**此外，公司将持续加大对供应中小餐饮企业的经销商的合作力度。**中国各地都有规模庞大的中小餐饮企业，各地也有庞大的乡厨队伍，他们大多数不是公司化运营，但主导了中国广大的农村和乡镇的红白喜事宴席，产品的需求量大。公司的产品研发、物流配送、财务结算体系并不支撑和该类型的餐饮企业、乡厨的直接合作。公司下一步将加大开发餐饮经销商的力度，主要选择为餐饮客户服务的经销商进行合作，把公司现有的成熟产品，通过经销商销售到更多的中小餐饮门店和乡厨。

**盈利预测及投资建议：**预计 2022-2024 年公司归母净利分别为 1.04/1.40/1.91 亿元，EPS 分别为 1.21/1.61/2.20 元，对应当前股价 PE 分别为 41/31/23X，剔除股份支付影响，备考归母净利分别为 1.15/1.53/1.97 亿元，维持“买入”评级。

**财务报表及预测指标**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>1274</b>	<b>1588</b>	<b>1967</b>	<b>2452</b>	货币资金	332	372	513	706
营业成本	989	1232	1521	1901	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>285</b>	<b>355</b>	<b>446</b>	<b>552</b>	应收账款	62	0	0	0
%营业收入	22%	22%	23%	22%	存货	162	0	0	0
营业税金及附加	12	14	18	22	预付账款	5	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	32	24	24	24
销售费用	42	53	66	75	<b>流动资产合计</b>	<b>593</b>	<b>396</b>	<b>537</b>	<b>730</b>
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	107	145	172	196	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	8%	9%	9%	8%	固定资产合计	606	606	606	606
研发费用	9	11	14	17	无形资产	38	38	38	38
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	5	4	0	-3	递延所得税资产	5	5	5	5
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	98	98	98	98
加：资产减值损失	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>1341</b>	<b>1143</b>	<b>1284</b>	<b>1477</b>
信用减值损失	0	0	0	0	短期贷款	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	144	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>112</b>	<b>133</b>	<b>181</b>	<b>248</b>	应付职工薪酬	11	0	0	0
%营业收入	9%	8%	9%	10%	应交税费	18	0	0	0
营业外收支	2	2	2	3	其他流动负债	139	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>134</b>	<b>183</b>	<b>251</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>326</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
%营业收入	9%	8%	9%	10%	长期借款	35	35	35	35
所得税费用	26	31	42	58	应付债券	0	0	0	0
净利润	87	103	141	193	递延所得税负债	19	19	19	19
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>88</b>	<b>104</b>	<b>140</b>	<b>191</b>	其他非流动负债	7	7	7	7
少数股东损益	-1	-1	1	2	<b>负债合计</b>	<b>388</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>87</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.25</b>	<b>1.21</b>	<b>1.61</b>	<b>2.20</b>	归属于母公司所有者权益	954	1058	1198	1389
<b>现金流量表 (百万元)</b>					少数股东权益	0	-1	0	2
	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>股东权益</b>	<b>953</b>	<b>1057</b>	<b>1197</b>	<b>1390</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>98</b>	<b>42</b>	<b>142</b>	<b>194</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>1341</b>	<b>1143</b>	<b>1284</b>	<b>1477</b>
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	0	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-183	2	2	3	每股收益	1.25	1.21	1.61	2.20
其他	0	0	0	0	每股经营现金流	1.14	0.48	1.64	2.24
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-183</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	市盈率	46.57	41.36	30.89	22.62
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.29	4.08	3.61	3.11
股权融资	349	0	0	0	EV/EBITDA	28.54	30.53	22.02	15.32
银行贷款增加 (减少)	212	0	0	0	总资产收益率	6.6%	9.1%	10.9%	12.9%
筹资成本	-7	-4	-4	-4	净资产收益率	9.3%	9.9%	11.7%	13.8%
其他	-256	0	0	0	净利率	6.9%	6.6%	7.1%	7.8%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>299</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	资产负债率	28.9%	7.6%	6.7%	5.9%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影</b>	<b>215</b>	<b>40</b>	<b>141</b>	<b>193</b>	总资产周转率	0.95	1.39	1.53	1.66

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**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。

## 办公地址

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。