

千味央厨 (001215.SZ)

餐饮供应链高景气, 公司渠道有望持续扩张

核心观点:

- **餐饮供应链行业景气度高, 央厨市占率有望提升。**(1)行业空间: 在房租和人工成本上涨压力下, 餐饮企业采购标准化食材以实现降本增效。餐饮供应链本质是第三方中央厨房, 为无力建设中央厨房的中小企业提供标准化食材。测算 21 年我国餐饮食材规模约 2 万亿元, 其中团餐/外食早餐食材规模约 7467/3520 亿元, 参考日本经验测算对应供应链空间超 700/330 亿元。(2)竞争格局: 21 年 B 端速冻米面行业收入 CR3 仅 22.51%, 前三安井/三全/央厨市占率仅 7.79%/7.78%/6.95%。
- **千味央厨产品创新力强、渠道拓展空间大。**公司 ROE 在 11-20%, 相比安井(15%+)和立高(20%+)较低。随着产品渠道结构改善、新建产能投产, 公司 ROE 有望提升至 20%+。(1)公司管理层团队系思念出身, 具备销售、财务、管理等多方面人才; 销售团队薪酬水平较高、人均创收高。(2)产品创新力强, 打造油条、芝麻球、蒸煎饺、地瓜丸、挞皮等多个亿级大单品。(3)渠道绑定核心客户与经销商, 拓展空间大。
- **公司渠道持续扩张, 收入增速有望维持 20%+。**公司 22H1 直营/经销占比 34%/66%。(1)直营渠道: 预计 22-24 年收入复合增速 15%+。其中, 核心客户百胜新品开发快, 对应收入增速 10%+; 面对其他大 B, 公司成熟品类扩展新客户、新开发客户加强品类拓展, 对应收入增速 20%+。(2)经销渠道: 预计 22-24 年收入复合增速 30%+。扶持大商拓展早餐团餐渠道: 渠道价盘稳定, 利润分配合理, 保障铺货顺利进行。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年公司营业收入 14.79/19.16/23.95 亿元, 同比增长 16.10%/29.56%/24.99%; 归母净利润 0.93/1.38/1.87 亿元, 同比增长 4.59%/49.10%/35.85%; PE 为 61/41/30 倍。给予 23 年 45 倍 PE, 合理价值 71.65 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**渠道扩张不及预期。品类扩张不及预期。食品安全风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	944	1,274	1,479	1,916	2,395
增长率 (%)	6.20	34.89	16.10	29.56	24.99
EBITDA (百万元)	139	167	178	249	316
归母净利润 (百万元)	77	88	93	138	187
增长率 (%)	3.33	15.51	4.59	49.10	35.85
EPS (元/股)	1.20	1.02	1.07	1.59	2.16
市盈率 (x)	-	57.00	61.18	41.03	30.20
ROE (%)	13.15	9.28	8.84	11.65	13.66
EV/EBITDA (x)	-	28.54	30.97	21.94	16.86

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

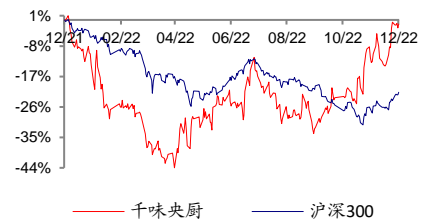
公司评级

公司评级	买入
当前价格	65.33 元
合理价值	71.65 元
前次评级	买入
报告日期	2022-12-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	86.64/45.22
总市值/流通市值 (百万元)	5660/2954
一年内最高/最低 (元)	67.15/37.43
30 日日均成交量/成交额 (百万)	1.18/72.69
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	39.18/31.03

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

千味央厨 (001215.SZ): 新产品	2022-10-25
叠加新渠道, Q3 业绩持续稳健增长	
千味央厨 (001215.SZ): 产品渠道扩张, 结构升级支撑盈利能力	2022-08-26
联系人: 廖承帅	021-38003800

liaochengshuai@gf.com.cn

目录索引

一、餐饮供应链行业景气度高，央厨市占率有望提升	5
(一) 餐饮供应链行业高景气，下游团餐和早餐市场渗透空间大	5
1. 团餐市场：21 年食材规模 7467 亿元，对应供应链空间超 700 亿元	7
2. 外食用早餐市场：21 年食材规模 3520 亿元，对应供应链空间超 330 亿元	7
(二) 竞争格局分散且尚未稳定，千味央厨市占率有望提升	9
二、千味央厨产品创新力强、渠道拓展空间大	10
(一) 千味央厨 ROE 在 11-20%，未来 3 年有望提升至 20%+	10
(二) 千味央厨具备优秀团队，发展潜力较大	13
(三) 千味央厨产品创新力强、渠道拓展空间大	14
三、公司渠道持续扩张，收入增速有望维持 20%+	17
(一) 大 B 直营渠道：预计 22-24 年收入复合增速 15%+	18
(二) 小 B 经销渠道：预计 22-24 年收入复合增速 30%+	19
四、盈利预测和投资建议	20
五、风险提示	21

图表索引

图 1: 10-21 年我国餐饮行业收入复合增速达 9.30%	5
图 2: 我国餐饮行业食材成本占营收比例达 41.90%	5
图 3: 餐饮供应链加工程度不断加强	6
图 4: 我国餐饮供应链子行业增速较快	6
图 5: 16-21 年我国团餐市场规模 CAGR14.25%	7
图 6: 我国团餐企业按收入规模划分的数量占比	7
图 7: 16-21 年我国外食早餐市场规模 CAGR7.40%	8
图 8: 中式早餐仍为主流品类	8
图 9: 21 年我国 B 端速冻米面行业收入 CR3 仅 22.51%	10
图 10: 千味央厨菜肴类和烘焙类收入占比提升、经销渠道收入占比提升, 产品渠道结构优化	11
图 11: 2020 年以后千味央厨产品和渠道结构改善, 整体毛利率稳步上行	11
图 12: 千味央厨销售费用率较低 (%)	12
图 13: 千味央厨管理费用率较高 (%)	12
图 14: 千味央厨总资产周转率有望稳中向上 (次)	12
图 15: 千味央厨库存周转率较高 (次)	12
图 16: 千味央厨应收账款周转率不断提升 (次)	12
图 17: 千味央厨固定资产周转率短期下降 (次)	12
图 18: 千味央厨销售团队人均薪酬较高 (万元/人)	14
图 19: 千味央厨经销渠道人均创收高 (万元/人)	14
图 20: 千味央厨产品创新能力强, 新品开发较快	15
图 21: 千味央厨油条和蒸煎饺两大单品收入增长较快	15
图 22: 2021 年千味央厨渠道组织架构	16
图 23: 千味央厨大经销商增长较快	16
图 24: 2017 年-2022 前三季度千味央厨收入和净利润	17
图 25: 2017-2022H1 千味央厨分产品收入占比	17
图 26: 2017-2022H1 千味央厨直营渠道收入	18
图 27: 2017-2022H1 千味央厨经销渠道收入	18
图 28: 2021 年千味央厨大 B 直营客户梯队	18
图 29: 2021 年千味央厨直营渠道以大 B 客户为主	18
表 1: 餐饮供应链各子行业规模及相关测算 (亿元)	6
表 2: 预计 2021 年团餐/早餐市场对供应链空间超 700/330 亿元	8
表 3: 餐饮供应链行业主要渠道对比	9
表 4: 千味央厨与可比公司的 ROE 比较和拆分	10
表 5: 2021 年千味央厨与其他公司的产品力对比	15
表 6: 2021 年千味央厨与行业其他公司渠道能力对比	16
表 7: 千味央厨主要大 B 直营客户销售额 (单位: 万元)	19
表 8: 千味央厨经销渠道主要大单品出厂价 (单位: 元/kg)	20

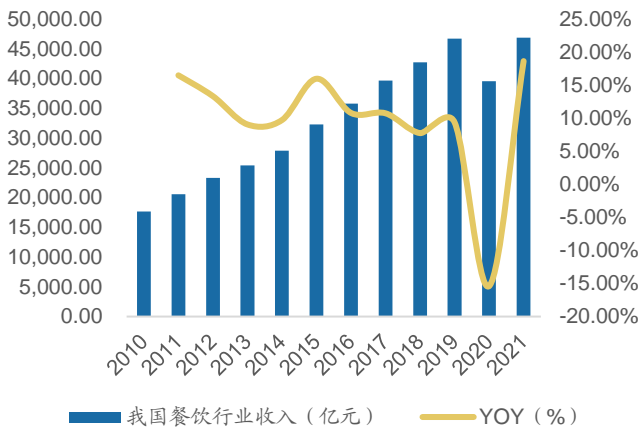
表 9: 千味央厨盈利预测.....	20
表 10: 可比公司估值对比 (截止 2022 年 12 月 9 日收盘价)	21

一、餐饮供应链行业景气度高，央厨市占率有望提升

（一）餐饮供应链行业高景气，下游团餐和早餐市场渗透空间大

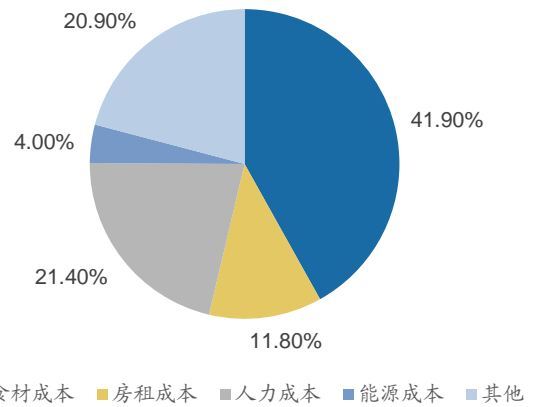
2021年我国餐饮食材规模约2万亿元，预计未来5年超2.5万亿元。根据国家统计局，2021年我国餐饮行业收入4.69万亿元，10-21年复合增速达9.30%。餐饮行业收入快速增长推动上游食材供应链的规模增长。根据中国连锁经营协会，我国餐饮行业的食材成本、房租成本、人力成本、能源成本分别占营收比例为41.9%、11.8%、21.4%、4.0%。测算可得2021年我国餐饮食材规模约2万亿元，预计未来与餐饮行业收入增速保持一致，假设未来5年餐饮行业以及食材收入复合增速均为5%，则26年我国餐饮食材规模超2.5万亿元。

图 1: 10-21年我国餐饮行业收入复合增速达9.30%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 2: 我国餐饮行业食材成本占营收比例达41.90%

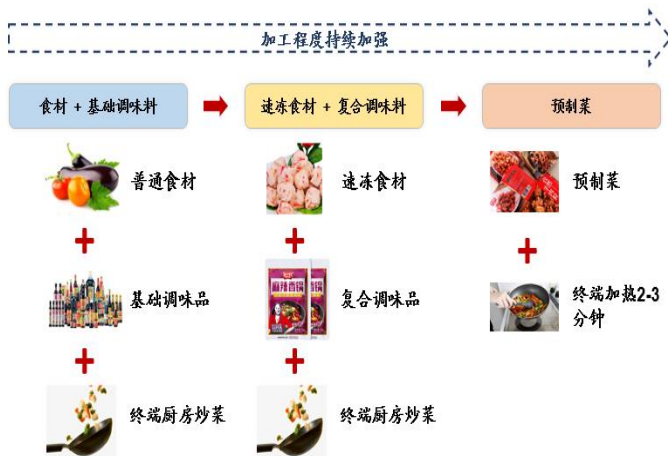


数据来源：中国连锁经营协会《2021年中国连锁餐饮行业报告》，广发证券发展研究中心

万亿餐饮供应链变革，预计速冻/复调/预制菜/冷冻烘焙21-26年行业规模CAGR分别达10%/10%/20%/20%以上。近年来我国房租和人工成本不断提升，倒逼餐饮企业采购速冻/复调/预制菜/冷冻烘焙等食材，以实现降本增效。餐饮供应链本质是第三方中央厨房，为无力建设中央厨房的中小企业（规模不经济）提供标准化食材。速冻/复调/预制菜/冷冻烘焙大幅减少了厨师的人工费用、节省了厨房空间的租赁费，且提高了烹饪效率，将逐步替代新鲜食材+基础调味品的传统餐饮供应链。

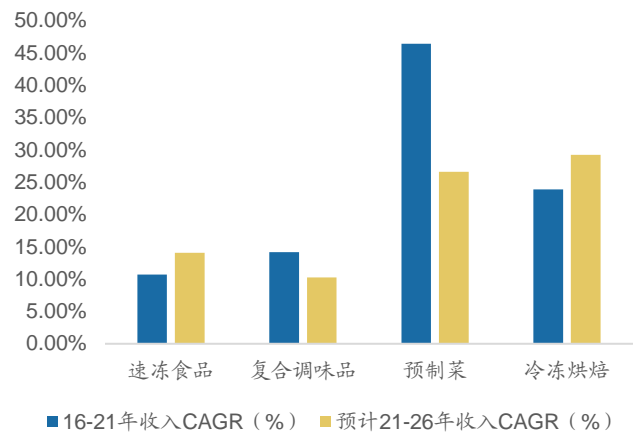
根据我们的餐饮供应链系列报告系列五，在B端餐饮供应链大趋势不改、食材标准化逐步推进以及冷链配送日渐完善，C端社会生活节奏加快、家庭规模减小的背景下，我们仍然维持行业高景气度的判断：（1）速冻：尚处成长期，预计21-26年行业规模CAGR为10%+。（2）复调：尚处成长期，预计21-26年行业规模CAGR为10%+。（3）预制菜：处于初创期，预计21-26年行业规模CAGR为20%+。（4）冷冻烘焙：处于初创期，预计21-26年行业规模CAGR为20%+。

图 3: 餐饮供应链加工程度不断加强



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 4: 我国餐饮供应链子行业增速较快



数据来源: Frost&Sullivan、前瞻产业研究院、Wind、荷兰合作银行《中国冷冻面团行业的现状与未来》、安琪烘焙大讲堂, 广发证券发展研究中心

表 1: 餐饮供应链各子行业规模及相关测算 (亿元)

子行业	细分行业	2021 年行业规模			21-26 年 CAGR (E)			26 年行业规模 (E)			行业发展阶段
		B 端	C 端	合计	B 端	C 端	合计	B 端	C 端	合计	
速冻食品	速冻火锅料	336	198	534	12.00%	10.00%	11.28%	593	318	911	成长期, 13-19 年 CAGR 约 12%
	速冻米面	132	692	824	5.00%	8.00%	7.54%	168	1017	1185	成熟期, 19-20 年 CAGR 约 4-5%
	预制菜	318	79	397	25.61%	30.41%	26.63%	993	300	1293	初创期, 16-21 年 CAGR 约 46%
	合计	786	969	1755	17.42%	11.02%	14.07%	1754	1635	3389	16-21 年速冻行业 CAGR 约 11%
复合调味品	火锅底料	82	96	178	12.00%	15.00%	13.65%	145	193	338	成长期, 16-21 年 CAGR 约 15%
	中式复调	35	148	183	10.00%	15.00%	14.10%	57	297	354	成长期, 16-21 年 CAGR 约 16%
	鸡精	186	80	265	8.00%	8.00%	8.00%	273	117	390	成熟期, 18-21 年 CAGR 约 11%
	西式复调	138	35	173	8.00%	8.00%	8.00%	203	51	254	成熟期, 18-21 年 CAGR 约 10%
	其他	165	41	206	8.00%	8.00%	8.00%	242	61	303	—
	合计	606	399	1005	8.70%	12.48%	10.26%	920	718	1638	16-21 年复调行业 CAGR 约 14%
冷冻烘焙	—	111	—	111	29.21%	—	29.21%	400	—	400	初创期, 13-21 年 CAGR 约 24%

数据来源: Frost&Sullivan、前瞻产业研究院、Wind、荷兰合作银行《中国冷冻面团行业的现状与未来》、安琪烘焙大讲堂, 广发证券发展研究中心

团餐和早餐市场是除西餐以外最易实现食材标准化的餐饮细分市场。参考日本经验, 根据《日本冷冻食品工业的发展及其分析》, 1955-1965年日本速冻食品行业逐渐进入成长期, 速冻食品在机关、团体、学校等团餐市场渗透率不断提升, 至1965年日本速冻食品总产量达2.65万吨, 其中To B业务占比达80%。团餐和早餐作为餐饮里品类丰富度相对较低、对上菜效率要求高且需要规模化供应的市场, 在日本最先被标准化食材渗透。

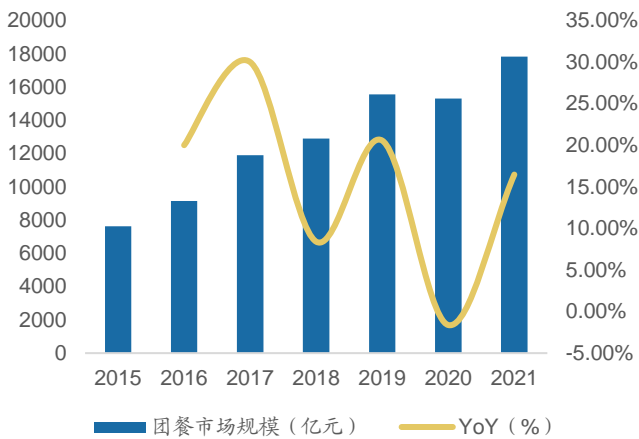
21年以来千味央厨凭借油条和蒸煎饺等大单品, 围绕团餐和早餐渠道加速扩张。根据我们测算, 21年下游团餐/外食用早餐食材规模约7467/3520亿元。参考日本经验与渠道属性, 预计21年团餐/外食用早餐的供应链空间超700/330亿元。

1.团餐市场：21年食材规模7467亿元，对应供应链空间超700亿元

2021年我国团餐食材规模约7467亿元，预计未来5年超1.5万亿元。根据《2022中国团餐行业发展报告》，2021年我国团餐市场规模1.78万亿元，16-21年CAGR为14.25%，占我国餐饮市场比例已达38%。按照前文食材成本在营收占比41.9%，测算可得21年我国团餐食材规模约7467亿元。参考《2022中国团餐行业发展报告》，假设未来5年团餐市场以及食材收入复合增速均为15%，则26年我国餐饮食材规模超1.5万亿元。

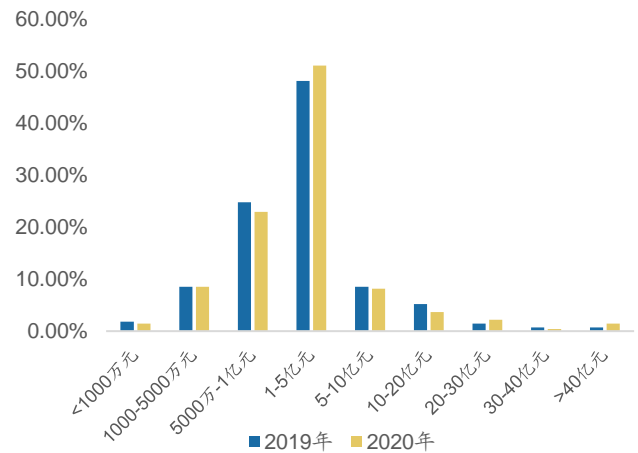
我国团餐市场存在规模化企业少、地域分散、标准化程度低的特点。根据中国烹饪协会、中国饭店协会和红餐网，我国团餐市场企业数量已超过10万家，但2020年百强团餐企业市占率仅为6.7%，较美国前十强市占率80%、日本和韩国前十强市占率60%仍有较大差距。2020年我国80%以上的团餐企业收入在5亿元以下。团餐市场规模化企业较少，较难自建中央厨房，餐饮供应链有望提供标准化食材满足中小团餐企业的降本增效需求。

图 5：16-21年我国团餐市场规模CAGR14.25%



数据来源：《2022中国团餐行业发展报告》，广发证券发展研究中心

图 6：我国团餐企业按收入规模划分的数量占比



数据来源：中国饭店协会、红餐网，广发证券发展研究中心

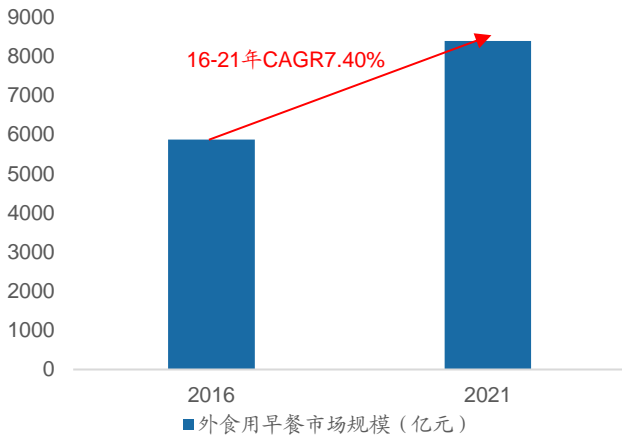
2.外食用早餐市场：21年食材规模3520亿元，对应供应链空间超330亿元

2021年我国外食用早餐食材规模约3520亿元，预计未来5年超1.5万亿元。根据英敏特预测，2021年我国外食早餐市场规模超8400亿元，16-21年复合增速达7.40%。按照前文食材成本在营收占比41.9%，测算可得21年我国团餐食材规模约3520亿元。参考英敏特预测的早餐市场21-26年复合增速7.7%，预计26年我国早餐食材规模超1.5万亿元。

早餐市场具备客单价低、利润薄、连锁化率较低、要求出餐速度快的特点。(1) 根据英敏特，70%的消费者在早餐车上购买早餐的花费仅为3-9元。(2) 根据中国烹饪协会《中国早餐市场分析》，全国连锁早餐企业2000家左右，早餐网点大多在

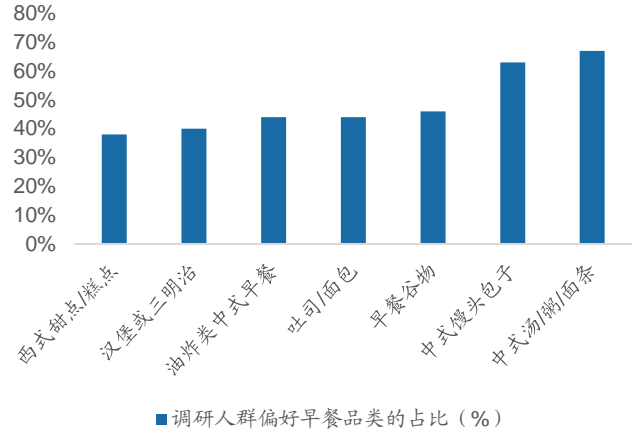
100个以内，超过200个网点的仅140家左右，仅占7%，连锁化程度较低。餐饮供应链企业作为专业第三方中央厨房，能够提高早餐终端的盈利能力，且满足早餐较高的出餐效率。（3）目前我国早餐市场仍以中式早餐为主。根据英敏特，尽管西式早餐具备便捷性优势，但偏好中式早餐的人群占比仍处于较高水平，其中中式汤、粥、面条、馒头、包子等最受欢迎。

图 7: 16-21年我国外食早餐市场规模CAGR7.40%



数据来源: 英敏特, 广发证券发展研究中心

图 8: 中式早餐仍为主流品类



数据来源: 英敏特, 广发证券发展研究中心

预计2021年团餐/早餐市场对应供应链空间超700/330亿元。假设条件如下: (1) 在餐饮供应链行业终局时, 由于团餐/早餐在产品结构上相对于一般餐饮SKU较少且更易实现规模化生产, 预计团餐/早餐终局渗透率高于预制菜在餐饮端渗透率。(2) 参考19年日本预制菜在餐饮端渗透率为9.30%, 保守预计我国团餐/早餐市场终局渗透率为9.30%。根据我们的餐饮供应链系列四报告, 19年日本餐饮端预制菜规模5543.54亿日元, 而餐饮市场规模为333184亿日元, 食材采购成本占比25%, 预计餐饮食材规模为83296亿日元。测算得日本预制菜在餐饮端渗透率为9.30%。综上测算得2021年团餐/早餐市场对应供应链空间超700/330亿元。

表 2: 预计2021年团餐/早餐市场对应供应链空间超700/330亿元

下游渠道	市场规模 (亿元)	食材规模 (亿元)	预计终局渗透率 (%)	对应供应链空间 (亿元)
外食用早餐	8400	3520	保守估计 9.30%	超 330
团餐	17820	7467	保守估计 9.30%	超 700

数据来源: 《2022 中国团餐行业发展报告》、英敏特、中国连锁经营协会、日本冷冻协会等, 广发证券发展研究中心

早餐和团餐渠道易守难攻, 注重产品高性价比和稳定性。根据红餐网和中国烹饪协会, 我国有近500万家夫妻早餐店和约2000家连锁早餐企业。而团餐面对学校、公司等团体机构, 下游终端同样数目众多且极其分散, 导致渠道扩张较为困难。夫妻早餐店、连锁早餐企业和团体机构对价格敏感度高, 在包子油条等传统中式面点上要求价格便宜、产品质量较好、品质和口感稳定统一。因此团餐和早餐终端一般

不轻易更换供应商，渠道易守难攻，具备一定粘性。目前千味央厨在油条、芝麻球等大单品上已经具备性价比优势，并逐渐拓展包子等基础面点品类，有望在早餐和团餐渠道持续扩张。

表 3: 餐饮供应链行业主要渠道对比

渠道		团餐	早餐	宴席	一般中式连锁餐饮	西餐	
产品属性	产品结构	预制菜肴为主，面点、烘焙等点心为辅	油条、芝麻球、蒸煎饺、包子等面点为主	烘焙、面点等	火锅料、面点、预制菜肴等	预制菜肴、烘焙、速冻食材等	
	产品力	高性价比和稳定性	低价优先，高性价比	低价优先，高性价比	高性价比、稳定性、产品创新	高性价比、稳定性，定制化开发能力	
渠道属性	渠道壁垒	较高，具备一定粘性	较高，具备一定粘性	一般	较高，考虑客流不轻易更换菜品供应商	较高，下游终端马太效应强，大 B 供应商稳定	
	渠道盈利能力	较强	较强	较强	较强	较强	
千味央厨	产品结构	已具备油条、芝麻球、蒸煎饺、地瓜丸等亿级大单品，21 年开始面对团餐早餐加快拓展，22 年开发包子等基础面点品类		芝麻球、地瓜丸等	针对不同场景的油条品类、地瓜丸	油条、挞皮等，新品开发较多（例如 22Q3 在肯德基推出法风烧饼和红豆派）	
	产品力	大单品策略，在油条、芝麻球等产品规模效应强、性价比高			多年百胜 T1 供应商，定制开发能力强		
	渠道结构	以小 B 为主，面对学校和公司食堂等	面对中式连锁早餐店以及夫妻店等	面对北方乡村宴席等	以连锁火锅店、快餐店为主	以百胜中国为首的大型连锁为主	
	经销商盈利能力	较强，毛利率 10%+				—	—
	经销商周转率	较快，经销商库存为 15-30 天左右				—	—

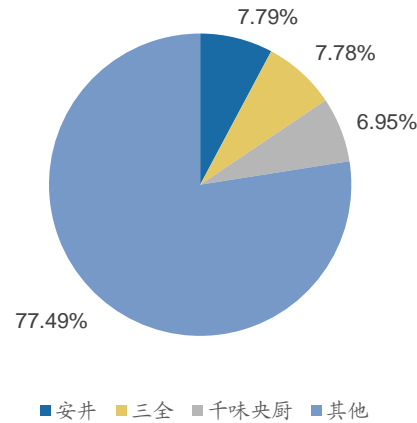
数据来源：Wind、公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）竞争格局分散且尚未稳定，千味央厨市占率有望提升

21年我国B端速冻米面行业收入CR3仅22.51%。千味央厨产品以油条、芝麻球、地瓜丸等速冻米面为主（21年占比71.91%），公司在速冻米面的主要对手分别为安井、三全、思念等全国化企业，以及正大、雍运等区域中小企业。根据Wind和前瞻产业研究院数据测算，21年我国B端速冻米面行业收入CR3仅22.51%，安井/三全/央厨市占率7.79%/7.78%/6.95%处于前三位，其他区域企业规模较小。

此外，公司烘焙类和菜肴类产品所处市场仍处于初创期，且与龙头渠道重叠度低、竞争较少。公司烘焙类产品以挞皮为主，主要以直营模式供应百胜中国，与冷冻烘焙龙头立高食品无明显竞争关系。公司菜肴类产品以蒸煎饺为主，面对早餐和团餐渠道，细分渠道市场无明显龙头。

图 9：21年我国B端速冻米面行业收入CR3仅22.51%



数据来源：Wind、前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

二、千味央厨产品创新力强、渠道拓展空间大

（一）千味央厨 ROE 在 11-20%，未来 3 年有望提升至 20%+

千味央厨ROE在11-20%，相比于其他企业较低，主要源于净利率和周转率较低。根据Wind，19/20/21年千味央厨ROE分别为20.07%/15.50%/11.52%。与其他餐饮供应链企业比较，立高食品凭借较高的总资产周转率和净利率，近三年ROE维持在20%以上。安井食品具备较高净利率和权益乘数，近三年ROE维持在15%以上。千味央厨ROE较低的主要原因是：（1）低毛利产品占比较高，净利率较低。（2）新建产能转固但产能利用率下降，总资产周转率较低。（3）由于规模较小和直营渠道占比较高，央厨对上下游占款少，权益乘数较低。

表 4：千味央厨与可比公司的ROE比较和拆分

公司	ROE (%)				所属餐饮供应链子行业	2021 年 ROE 分解		
	2019	2020	2021	平均		净利率 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
千味央厨	20.07	15.50	11.52	15.70	速冻米面、冷冻烘焙、预制菜	6.94	1.11	1.50
安井食品	15.58	18.79	15.58	16.65	速冻火锅料、速冻米面、预制菜	7.36	1.17	1.81
立高食品	46.74	41.35	21.47	36.52	冷冻烘焙、烘焙原料	10.05	1.61	1.33
三全食品	10.25	29.41	20.58	20.08	速冻米面、预制菜	9.23	1.10	2.02
惠发食品	0.91	3.51	-21.87	—	速冻火锅料	-8.35	1.15	2.28
海欣食品	0.86	8.75	-4.26	—	速冻火锅料	-2.22	1.09	1.76
平均值	15.74	19.55	17.29	22.24		8.40	1.21	1.78

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：计算平均值时剔除负值，全文ROE均指平均净资产收益率

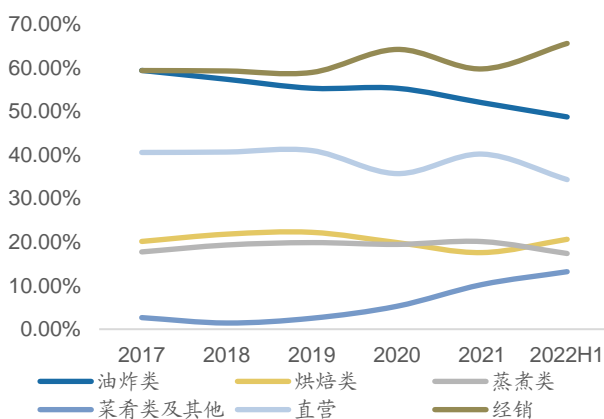
餐饮供应链行业ROE源于规模效应下较高的净利率，以及高效率下较高的资产周转率。随着产品和渠道结构改善、新建产能逐渐投产，千味央厨ROE有望提升至20%+。2021年千味央厨总资产周转率1.11次，低于立高的1.61次和安井的1.17次；净利率6.94%，低于立高的10.05%和安井的7.36%。

(1) 2020年以后产品和渠道结构持续改善，推动毛利率和净利率上行。①产品上，公司在优势产品油炸类产品进行结构调整，削减芝麻球等低毛利产品占比，推动油炸类产品毛利率不断提升；逐渐向烘焙类和菜肴类等高毛利新品发力。②渠道上，公司向经销渠道倾斜资源，经销渠道毛利率和收入占比不断提升。

(2) 预计费用率维持稳定。①公司销售费用率较低，一方面公司以大B餐饮客户为主，相比于三全和安井不需要投入商超销售费用、广告宣传费用等；另一方面规模效应下销售费用率稳中有降。②公司管理费用率较高且不断提升，主要由于管理人员数量增长、新乡基地建设项目的折旧摊销增加导致。

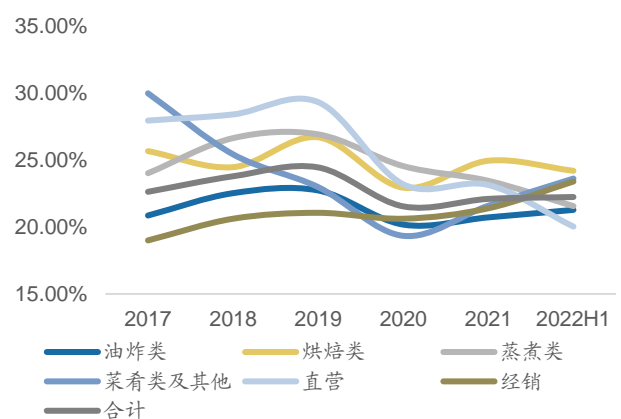
(3) 伴随新建产能投产以及渠道扩张，总资产周转率有望稳中向上。①从存货控制看，公司库存周转率较高，主要由于采购端以面粉、糯米粉、食用油、白砂糖等大宗农产品为主，肉制品很少，无需考虑市场情况囤货。销售端以大B客户为主，且新增经销商渠道周转较快。根据公司招股说明书，公司经销商期末库存为15-30天左右。②从现金流控制看，公司应收账款周转率不断提升，主要由于渠道结构上“先款后货”的经销占比提升，直营客户占比下降。③从生产效率看，近年来公司固定资产周转率下降，主要由于新建产能转固但产能利用率下降。伴随行业景气度回暖和公司渠道扩张节奏加快，我们预计公司收入规模增长下产能利用率有望回升，推动固定资产周转率回升。

图 10: 千味央厨菜肴类和烘焙类收入占比提升、经销渠道收入占比提升，产品渠道结构优化



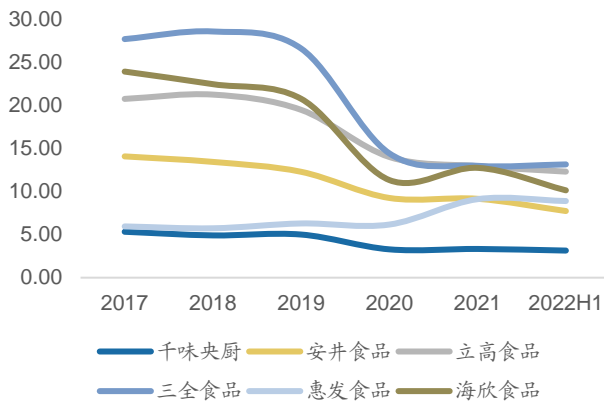
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 2020年以后千味央厨产品和渠道结构改善，整体毛利率稳步上行



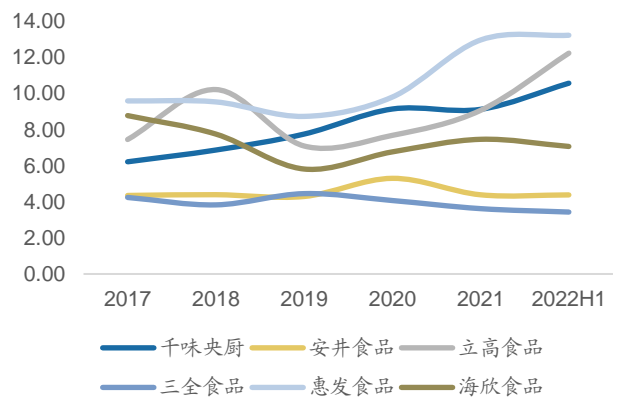
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 千味央厨销售费用率较低 (%)



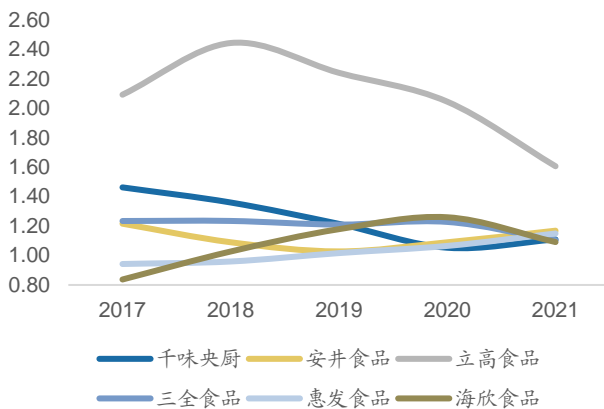
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 千味央厨管理费用率较高 (%)



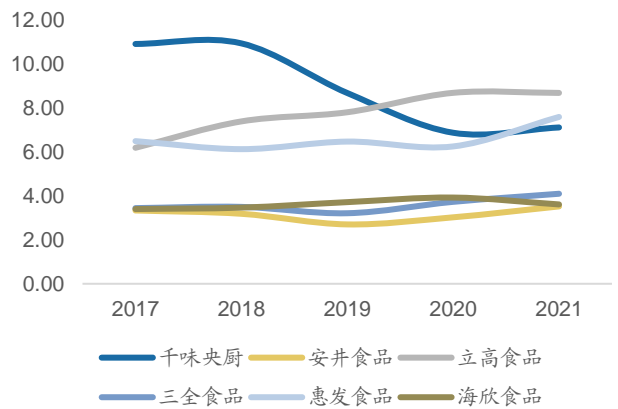
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 千味央厨总资产周转率有望稳中向上 (次)



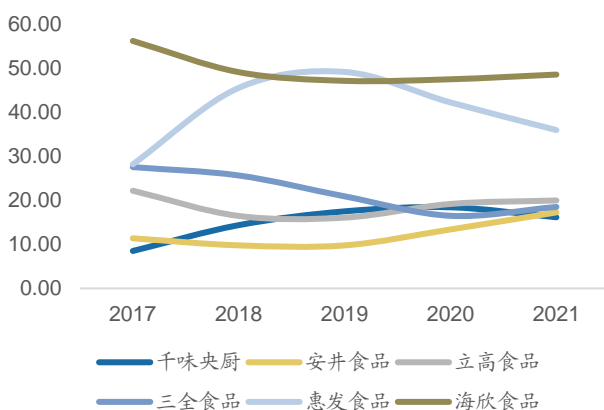
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 千味央厨库存周转率较高 (次)



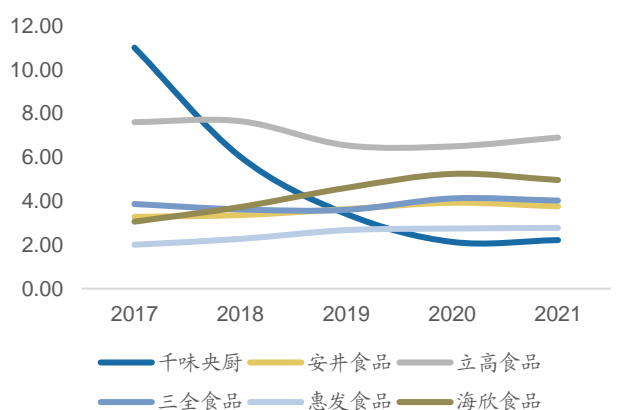
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 千味央厨应收账款周转率不断提升 (次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 千味央厨固定资产周转率短期下降 (次)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）千味央厨具备优秀团队，发展潜力较大

管理层团队系思念出身，具备销售、财务、管理等多方面人才。（1）公司系郑州思念创立后独立。公司于2012年由郑州思念出资成立，于2016年为专注速冻米面餐饮渠道市场从思念体系脱离。截至2022年10月，公司实际控制人李伟控股46.01%，前海新希望控股6.58%，其他股东控股5%以下。（2）公司股权与经营权分离，具备较强专业能力的管理团队，管理效率高。公司上市后给予管理层股权激励以提高团队积极性。根据公司《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，2021年12月公司向孙剑董事长、白瑞总经理、王植宾、徐振江等80名核心人员授予限制性股票156.84万股。

表1：千味央厨管理层团队系思念出身，具备销售、财务、管理等多方面人才

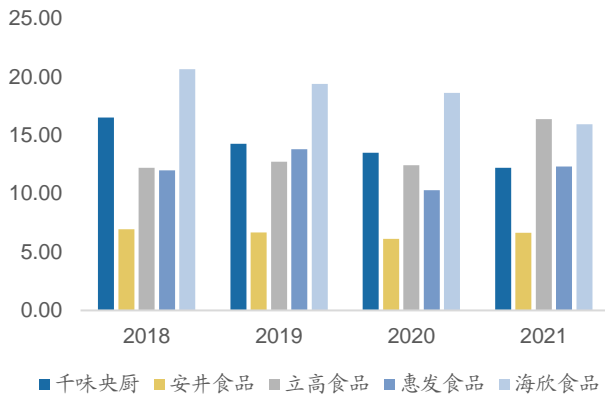
姓名	职务	性别	年龄	学历	持股数量 (万股)	持股比 例	简介
孙剑	董事长	男	50	本科	16.29	0.19%	95年至00年任河南省天隆实业业务员;00年至10年历任郑州思念业务代表,上海公司经理,香港公司经理,营销中心副总;10年至13年任河南一生缘食品销售总经理;13年至18年任郑州中部大观地产副总;18年至今在本公司工作,现任公司董事长,新乡千味央厨执行董事,芜湖百福源食品执行董事
白瑞	总经理, 董事	女	47	硕士	10.74	0.12%	97年至00年任河南冠联装饰工程公司财务部会计;00年至04年任海信科龙电器河南分公司会计主管;04年至11年历任郑州思念结算部经理,资金管理部经理,营销中心副总经理助理;12年至今在本公司工作,现任公司董事,总经理,新乡千味央厨经理
王植宾	副总, 财务总监, 董事	男	43	本科	9.77	0.11%	02年至03年任宏大集团财务部会计;03年至05年任郑州章光101生发科技公司财务部会计;05年至12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;12年至今在本公司工作,现任公司董事,副总经理,财务总监
徐振江	副总, 董秘, 董事	男	38	硕士	12.69	0.15%	05年至06年任广州南方人物周刊实习记者;06年至10年历任河南商报社记者,经济新闻部主任;10年至11年任河南宋河酒业总裁助理;11年至13年任洛阳汝祖杜康销售公司总经理助理;13年至15年,任河南骏域基金投资总监;15年至今在本公司工作,现任公司副总经理兼董秘,北京七十二餐网络科技监事,河南瓦特文化传播公司董事,郑州农淘电子商务公司监事
叶威	董事	男	34	硕士	—	—	09年至今任京东集团副总裁,京东零售大商超全渠道事业群食品生鲜事业部总裁

数据来源：公司2022年半年报，广发证券发展研究中心

销售团队薪酬水平较高、人均创收高。根据Wind，18-21年公司销售人员分别为63、87、156、223人，公司配合经销渠道拓展不断增加销售团队规模。（1）公司销售团队薪酬水平较高，吸引人才加快渠道拓展。根据Wind，18-21年公司销售团队人均薪酬分别为16.52、14.27、13.51、12.22万元/人，在行业内处于较高水平。

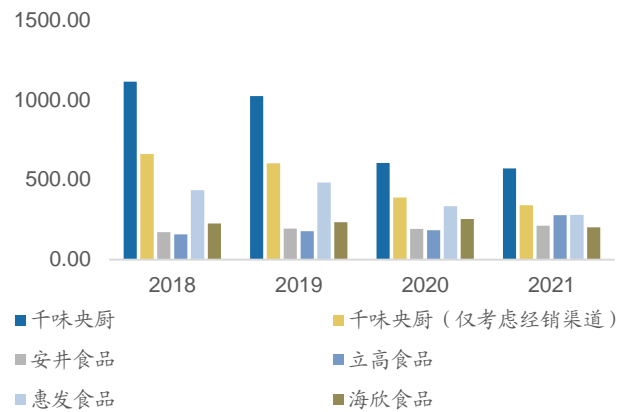
(2) 公司销售团队人均创收高。根据Wind, 18-21年公司销售团队人均创收分别为1113.02、1022.16、605.37、571.25万元/人, 大幅高于行业其他公司。一方面, 公司直营客户占比相对同行较高, 不需要大量销售人员维系客户。另一方面, 公司绑定大经销商的高效打法使得经销渠道人均创收同样较高。假设按经销渠道收入除以销售人员数目保守计算, 18-21年公司经销渠道销售团队人均创收分别为659.82、602.44、388.11、340.34万元/人, 仍处于行业较高水平。

图 18: 千味央厨销售团队人均薪酬较高 (万元/人)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 千味央厨经销渠道人均创收高 (万元/人)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 仅考虑经销渠道时人均创收=经销渠道收入/销售人员数目

(三) 千味央厨产品创新力强、渠道拓展空间大

产品创新力强, 不断打造大单品。(1) 公司产品创新能力强, 能满足大B客户的定制化需求, 并围绕不同消费场景布局新品。以核心大单品油条为例, 公司自12年起对油条的火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大细分场景研究, 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。(2) 公司采取大单品策略, 已经具备油条、芝麻球、蒸煎饺、地瓜丸、挞皮等多个亿级大单品。根据公司22年半年报, 公司22H1油条、蒸煎饺收入增速分别为7.37% (除百胜中国外增幅为27.26%)、202.81%, 油条和蒸煎饺凭借高性价比优势在终端胜出。此外公司仍积极拓展主食类面点和预制菜品类, 有望成为新增长点。

对比行业内各公司, 千味央厨具备差异化产品优势, 且产品力强。(1) 产品结构: 公司以油条、蒸煎饺、芝麻球等产品为主, 与龙头企业安井、三全、立高等具备结构性差异。(2) 产品力: 对于下游终端客户, 大B客户考虑菜品丰富度具备定制需求, 需要餐饮供应链公司具备较强的产品创新能力和稳定性, 小B客户则更加注重产品性价比。公司多年供应百胜中国等高标准大B客户, 具备强产品创新能力和高质量稳定性, 且在油条、蒸煎饺等细分大单品形成高品质中等价位的性价比优势。

图 20: 千味央厨产品创新能力强, 新品开发较快

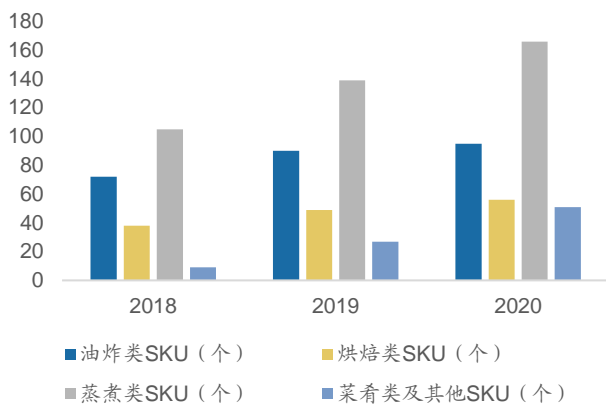
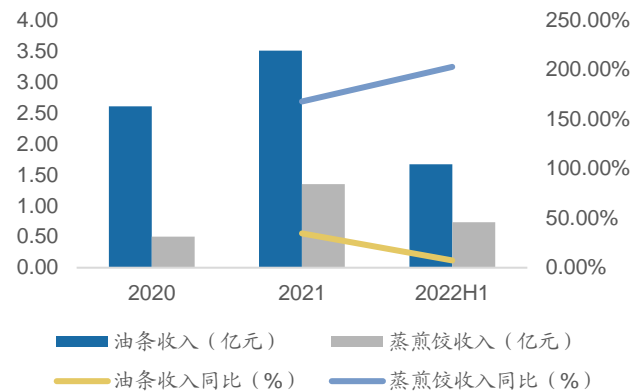


图 21: 千味央厨油条和蒸煎饺两大单品收入增长较快



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司 2021 年报、公司 2022 年半年报, 广发证券发展研究中心

表 5: 2021年千味央厨与其他公司的产品力对比

公司	2021 年产品结构	产品力		
		产品创新力	产品性价比	产品质量稳定性
千味央厨	收入占比: 油炸类 51.85%, 烘焙类 17.53%, 蒸煮类 20.06%, 菜肴类及其他 10.22% 大单品: 油条 3.51 亿元, 蒸煎饺 1.35 亿元, 此外还有芝麻球、地瓜丸、挞皮等多个亿级大单品	定制开发能力强, 每年上新 50 个 SKU 左右	在油条、蒸煎饺等细分单品具备性价比优势	自动化水平高, 产品稳定性强
安井食品	收入占比: 火锅料 60.61% (肉制品 23.10%, 鱼糜制品 37.51%), 速冻米面 22.15%, 预制菜 15.41% 大单品: 公司大单品打造能力强, 具备 10 个以上亿级大单品。其中, 火锅料具备撒尿肉丸、霞迷饺以及其他丸之尊和锁鲜装系列产品, 速冻米面有核桃包、流沙包、馒头等, 预制菜有千页豆腐、蛋饺、小酥肉、小龙虾等	产品创新力强, 13-15 年新品对收入贡献在 20% 以上	产品“高质中高价”, 在撒尿肉丸、千页豆腐、鱼丸等多个单品具备高性价比	以小 B 火锅料起家, 自动化水平高, 产品稳定性强
立高食品	收入占比: 冷冻烘焙 61.00%, 烘焙原料 38.91% (其中, 奶油 16.70%, 水果制品 7.75%, 酱料 6.52%, 其他 7.94%) 大单品: 公司专注大单品策略, 具备甜甜圈、挞皮、麻薯等多个亿级大单品	产品创新力强, 每年上新 50 个 SKU 以上	供应链管理效率高, 在甜甜圈、挞皮等大单品具备高性价比	以烘焙店渠道起家, 自动化水平高, 产品稳定性强
三全食品	收入占比: 速冻米面 86.87%, 速冻调制 (涮烤等新产品) 10.74%, 冷藏及短保类 1.77% 大单品: 速冻米面主要包括汤圆、水饺、粽子几大单品, 合计收入 42.13 亿元, 占比 61.05%。涮烤等新产品开发牛肉丸、酥肉、肉肠等大单品	产品创新力较强, 自热米饭等新品动销欠佳	在汤圆、水饺、粽子等具备高性价比	自动化水平高, 产品稳定性强

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

渠道绑定核心客户与经销商, 未来拓展空间大。 (1) 在直营渠道上 (21年收入占比40%), 公司凭借先发优势和强产品力绑定大B客户, 例如肯德基、必胜客、海底捞、华莱士、真功夫等大型连锁餐饮企业。 (2) 在经销渠道上 (21年收入占比

60%)，公司绑定核心大经销商，通过培训和补贴的方式与大商共同成长，且渠道利润在行业内处于较高水平。21年以来大商收入增速高于经销渠道整体收入增速、占比不断提升。(3)在区域上，公司2021年在北区、南区收入增速分别为21.01%、41.76%，基础面点新品偏主食属性，且较为适应南方口味，华南地区增长明显。

对比行业内各公司，千味央厨直营渠道先发优势明显、经销渠道向早餐团餐拓展，渠道拓展空间大。

图 22: 2021年千味央厨渠道组织架构

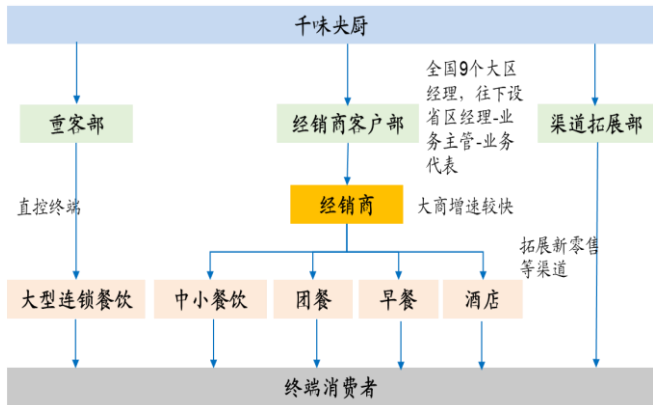
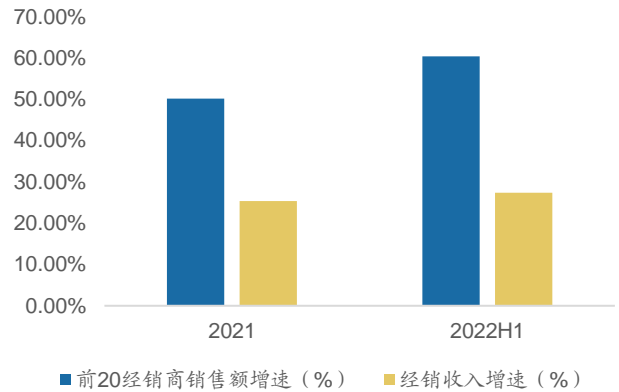


图 23: 千味央厨大经销商增长较快



数据来源: 千味央厨招股说明书, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 2021年千味央厨与行业其他公司渠道能力对比

公司	渠道结构		B 端渠道情况		
	B 端	C 端	直销	经销	渠道覆盖程度
千味央厨	接近 100%	占比很小	先发优势明显, 具备百胜中国、华莱士、海底捞、瑞幸等大 B 客户	经销商 968 个, 大商为主, 继续拓展团餐和早餐市场	华东华中占比超 50%, 华南发展较快, 拓展空间大
安井食品	60%	40%	占比小于 3%, 具备呷哺呷哺、海底捞、彤德菜、永和大王等大 B 客户	经销商 1652 个, 多年发展占据地方优商大商, “贴身支持”模式加强经销商粘性, 渠道优势大	实现全国化, 根据地市场 (福建、江苏、浙江、安徽) 已渗透至县级, 华南华北华中东北等重点市场市级和县级代理, 弱势市场省级或市级代理
立高食品	100%	0%	直销以商超渠道为主, 具备山姆、Tims、奈雪、星巴克等大 B 客户	经销以烘焙店、餐饮渠道为主, 客户超过 2700 家, 终端客户超 5 万家, 在冷冻烘焙行业内优势大	烘焙店渠道在华南华东市场龙头地位稳固、外埠市场拓展空间大; 商超渠道以山姆、盒马等为主; 餐饮渠道发展快且空间很大
三全食品	17%	83%	绿标直销占比 20%, 与肯德基、永和大王、味千、海底捞等多家大 B 餐饮客户合作	绿标经销占比 80%, 面对小 B, 发展团餐、酒店、快餐、早餐市场	18 年开始成立绿标重点发展, 整体增长较慢

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、公司渠道持续扩张，收入增速有望维持 20%+

千味央厨2021年收入12.74亿元，17-21年复合增速达21.05%。公司2022年前三季度收入10.30亿元，同比增长16.02%。（1）17-20年公司收入增长一方面由于绑定大商拓展经销渠道，经销渠道17-20年收入复合增速19.79%。另一方面百胜中国、华莱士等直营客户的油炸类和烘焙类产品销量稳健增长，直营渠道17-20年收入复合增速11.86%。（2）21年以来公司围绕团餐和早餐渠道加速扩张。公司给予大商补贴和销售政策支持，经销渠道21年/22H1收入增速25.35%/27.41%；另一方面围绕海底捞、华莱士、老乡鸡等大客户拓展品类，增加烘焙类和菜肴类产品供应，并在2021年起降低大客户标准，扩大大客户覆盖范围（前5大直营客户收入占比从17年91%下降至21年77%），直营渠道21年/22H1收入增速51.62%/-4.61%（系疫情对百胜影响较大导致20年基数较低以及22H1负增长）。分渠道看，2022H1公司直营渠道、经销渠道收入占比分别为34.36%、65.64%。分产品看，2022H1公司油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他的收入占比分别为48.59%、20.58%、17.33%、13.16%。

千味央厨2021年归母净利润0.88亿元，17-21年复合增速达17.41%。公司2022年前三季度归母净利润0.70亿元，同比增长23.12%。17-22Q3公司净利率分别为7.85%、8.37%、8.34%、8.11%、6.85%、6.70%，净利率21年和22Q3较低主要由于公司管理人员数量增加导致管理费用率提升。17-22Q3公司毛利率分别为22.69%、23.83%、24.50%、21.71%、22.36%、22.71%，20年下降系会计准则调整影响，受益于产品结构改善公司实际毛利率不断提升。

图 24：2017年-2022前三季度千味央厨收入和净利润

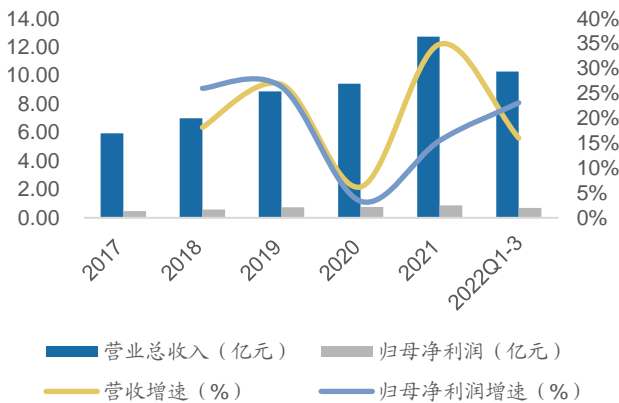
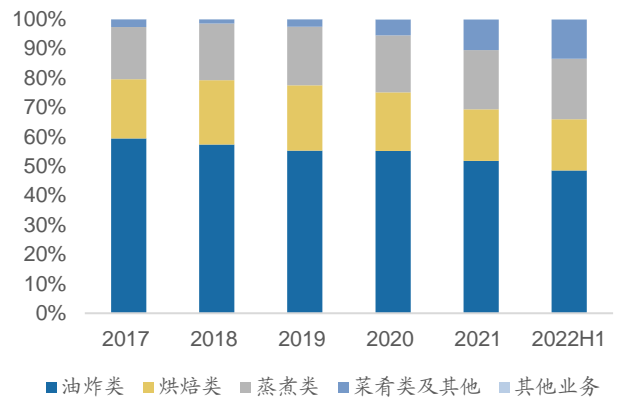


图 25：2017-2022H1千味央厨分产品收入占比



数据来源：千味央厨财报，广发证券发展研究中心

数据来源：千味央厨财报，广发证券发展研究中心

图 26: 2017-2022H1千味央厨直营渠道收入

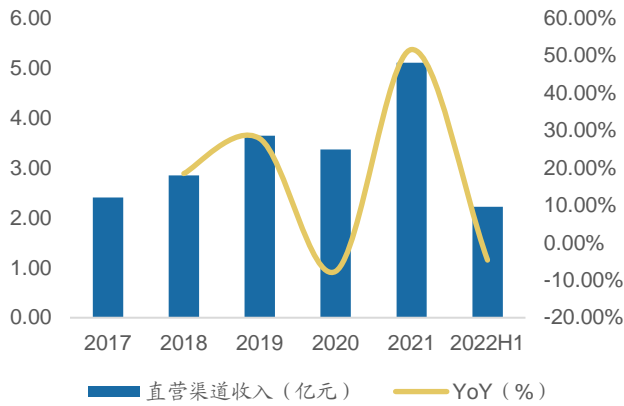
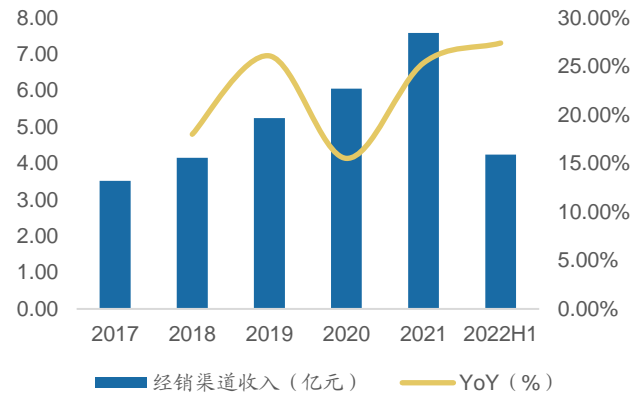


图 27: 2017-2022H1千味央厨经销渠道收入



数据来源: 千味央厨财报, 广发证券发展研究中心 注: 2020 年和 2022H1 受疫情影响百胜中国等线下门店收入短期下降

数据来源: 千味央厨财报, 广发证券发展研究中心

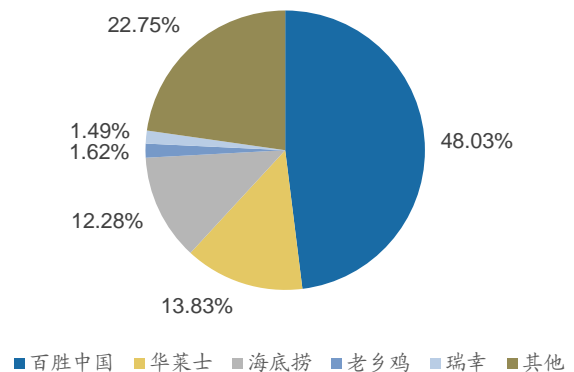
(一) 大 B 直营渠道: 预计 22-24 年收入复合增速 15%+

扩客户+上新品, 预计22-24年直营渠道收入复合增速15%+。根据红餐网, 21 年中式/西式快餐行业规模6426/2310亿元, 17-21年复合增速仅2.62%/3.06%, 行业增速逐渐放缓。截至22年6月, 前三名华莱士、肯德基、麦当劳门店数已达20000、8500、4700家以上, 西式快餐格局稳定, 中式快餐连锁化率不断提升。(1) 来自百胜中国收入: 预计22-24年收入复合增速10%+。存量市场下百胜走向本土化策略, 推出中式新品速度较快, 例如肯德基21年通过“早安·城市味道”计划推出热干面、胡辣汤等大量中式菜肴。千味央厨产品定制化开发能力强, 22Q3在肯德基推出法风烧饼和红豆派动销良好, 预计百胜新品拓展推动公司收入稳健增长。(2) 其他大B: 预计22-24年收入复合增速20%+。中式快餐、新式茶饮以及餐饮连锁企业仍具备大量客户尚未拓展, 且老乡鸡(门店数1100+)、瑞幸(门店数6000+)等新开发客户年销售规模仍在1000万以下, 公司有望通过成熟品类扩展新客户、新开发客户加强品类拓展, 实现较快增长。

图 28: 2021年千味央厨大B直营客户梯队



图 29: 2021年千味央厨直营渠道以大B客户为主



数据来源: 千味央厨 21 年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 千味央厨 21 年报, 广发证券发展研究中心

表 7: 千味央厨主要大B直营客户销售额 (单位: 万元)

主要大 B 客户	2017	2018	2019	2020	2021
百胜中国	17770	21175	27317	22067	24527
YOY (%)	—	19.16%	29.01%	-19.22%	11.15%
华莱士	1344	2369	2567	4000	7061
YOY (%)	—	76.23%	8.37%	55.82%	76.51%
海底捞	—	—	—	2087	6269
YOY (%)	—	—	—	—	200.44%
老乡鸡	—	—	—	268	827
YOY (%)	—	—	—	—	208.75%
瑞幸	—	—	—	—	763
YOY (%)	—	—	—	—	—
九毛九面馆、 太二酸菜鱼等	775	896	979	583	—
YOY (%)	—	15.57%	9.27%	-40.47%	—
永和大王	1197	—	583	—	—
YOY (%)	—	—	—	—	—
真功夫	716	570	642	665	—
YOY (%)	—	-20.51%	12.71%	3.59%	—

数据来源: 公司招股说明书、公司2021年报, 广发证券发展研究中心 注: 公司仅披露前5大直营客户销售规模, 导致部分数据缺失

(二) 小 B 经销渠道: 预计 22-24 年收入复合增速 30%+

早餐和团餐渠道持续扩张, 预计22-24年经销渠道收入复合增速30%+。

(1) 下游早餐和团餐市场赛道宽广, 供应链竞争格局分散。由前文可知, 外食早餐和团餐市场合计食材规模超万亿元, 对应供应链空间保守估计千亿元以上。根据Wind和前瞻产业研究院, 公司主业B端速冻米面的行业CR3仅22.51%, 此外预制菜和冷冻烘焙行业集中度同样较低。

(2) 扶持大商拓展渠道, 持续优化经销商结构。由于下游终端众多且分散, 21年起公司增加销售团队人数, 培育核心大经销商。预计公司持续贯彻大商策略, 在资源扶持上从头部经销商, 逐渐向腰部经销商转移, 持续优化经销商结构。

(3) 渠道价盘稳定, 利润分配合理, 保障铺货、动销顺利进行。根据公司招股说明书, 千味央厨主要大单品260g芝麻球、400g香芋地瓜丸、450g香脆油条在经销渠道出厂价稳定。以油条为例测算, 18-20年公司450g香脆油条出厂价稳定在12.22元/kg, 按36g/根的规模折合每根0.44元, 按渠道加价率20%计算, 终端拿货价在0.53元左右, 而夫妻店、中小B的油条终端售价大多在1-2元/根, 肯德基、永和大王等大B连锁油条终端售价在3-6元/根左右, 渠道各环节利润空间充足。

(4) 成熟大单品具备性价比优势，积极拓展基础面点品类。从目前放量单品看，公司油条、芝麻球和蒸煎饺等在终端拿货价较对手低、质量更好，放量较快。根据Wind，公司22H1油条、蒸煎饺收入增速分别为7.37%（除百胜中国外增幅为27.26%）、202.81%。预计公司围绕早餐和团餐场景持续开发新品，包子等新品有望贡献增量。

表 8：千味央厨经销渠道主要大单品出厂价（单位：元/kg）

经销渠道出厂价	原始含税价（不考虑买赠、返利影响）			实际不含税价（买赠、返利调整后）		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
千味 260g 芝麻球	9.23	9.23	9.23	7.84	8.03	8.01
千味 400g 香芋地瓜丸	9.75	9.75	9.75	8.19	8.14	8.56
千味 450g 香脆油条	12.22	12.22	12.22	10.19	10.33	10.45
千味 360g 卡通猪猪包	17.01	17.01	17.01	13.98	14.61	14.53
千味 1200g 安心大油条	10.47	10.39	10.39	8.64	8.40	8.76

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心 注：采用披露经销商出厂价计算出厂价平均值

四、盈利预测和投资建议

在餐饮供应链高景气度的背景下，公司产品创新力强、渠道扩展空间大，收入和业绩有望实现较快增长。分渠道进行预测：

(1) 直营渠道：①预计收入22-24年复合增速15%+。假设如下：核心客户百胜新品开发快，对应收入增速10%+；面对其他大B，公司成熟品类扩展新客户、新开发客户加强品类拓展，对应收入增速20%+。②2020年以来油脂、面粉等原材料价格高企，随着公司原材料成本下降，叠加产品结构改善以及规模效应，预计22/23/24年公司直营渠道毛利率分别为24.5%/25%/25.5%。

(2) 经销渠道：①预计22-24年收入复合增速30%+。假设如下：公司扶持大商拓展早餐团餐渠道：渠道价盘稳定，利润分配合理，保障铺货动销顺利进行。成熟大单品具备性价比优势，积极拓展基础面点品类。②随着原材料成本下降、产品结构改善和规模效应，预计22/23/24年公司经销渠道毛利率分别为22.5%/23.5%/24%。

(3) 其他业务：收入占比很小，保守预测不增长。

表 9：千味央厨盈利预测

百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
直营渠道						
收入（百万元）	364.51	336.78	510.62	525.93	631.12	725.79
YoY（%）		-7.61%	51.62%	3.00%	20.00%	15.00%
成本（百万元）	257.60	258.67	392.45	397.08	473.34	540.71
毛利（百万元）	106.90	78.11	118.17	128.85	157.78	185.08
毛利率（%）	29.33%	23.19%	23.14%	24.50%	25.00%	25.50%

经销渠道						
收入(百万元)	524.12	605.45	758.96	948.70	1280.75	1664.97
YoY (%)		15.52%	25.35%	25.00%	35.00%	30.00%
成本(百万元)	413.72	480.62	596.51	735.24	979.77	1265.38
毛利(百万元)	110.40	124.83	162.45	213.46	300.98	399.59
毛利率 (%)	21.06%	20.62%	21.40%	22.50%	23.50%	24.00%
其他业务						
收入(百万元)	0.65	2.14	4.32	4.32	4.32	4.32
YoY (%)		228.64%	101.73%	0.00%	0.00%	0.00%
合计						
收入(百万元)	889.28	944.37	1,273.90	1478.96	1916.19	2395.08
YoY (%)		6.20%	34.89%	16.10%	29.56%	24.99%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

我们预计22-24年公司营业收入分别为14.79/19.16/23.95亿元, 同比增长16.10%/29.56%/24.99%; 实现归母净利润分别为0.93/1.38/1.87亿元, 同比增长4.59%/49.10%/35.85%; PE为61/41/30倍。参考可比公司估值与公司成长性, 给予23年45倍PE, 合理价值71.65元/股, 维持“买入”评级。

表 10: 可比公司估值对比 (截止2022年12月9日收盘价)

证券简称	证券代码	收盘价(元)	EPS (元/股)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
安井食品	603345.SH	167.23	3.68	4.62	5.84	45.44	36.20	28.64
立高食品	300973.SZ	94.73	0.91	2.13	2.88	104.10	44.47	32.89
平均值	/	/	-	-	-	74.77	40.34	30.76

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 以上盈利预测来自我们预测

五、风险提示

渠道扩张不及预期。若公司在早餐和团餐等渠道扩张不及预期, 将影响收入、业绩增长。

品类扩张不及预期。若公司新产品推出速度放缓, 或新产品动销不及预期, 将影响收入、业绩增长。

食品安全风险。食品饮料行业历史出现数次食品安全事故, 对涉事公司收入业绩影响较大。若公司出现食品安全问题, 将影响收入、业绩增长。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	333	593	519	665	879
货币资金	117	332	230	300	430
应收及预付	63	67	84	109	136
存货	116	162	171	219	272
其他流动资产	36	32	34	37	40
非流动资产	622	747	828	883	914
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	543	606	681	729	754
在建工程	1	30	30	30	30
无形资产	39	38	37	37	36
其他长期资产	39	73	80	87	94
资产总计	956	1,341	1,347	1,548	1,792
流动负债	305	326	239	303	360
短期借款	15	15	43	53	52
应付及预收	142	144	186	239	297
其他流动负债	148	168	10	10	10
非流动负债	69	61	61	61	61
长期借款	55	35	35	35	35
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	26	26	26	26
负债合计	373	388	300	364	421
股本	64	87	87	87	87
资本公积	239	546	547	547	547
留存收益	280	368	461	599	786
归属母公司股东权益	582	954	1,047	1,185	1,372
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	956	1,341	1,347	1,548	1,792

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	98	98	13	189	242
净利润	77	87	93	138	187
折旧摊销	34	52	66	73	77
营运资金变动	-28	-50	-142	-23	-26
其它	15	10	-3	2	3
投资活动现金流	-95	-183	-140	-126	-107
资本支出	-95	-183	-140	-126	-107
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	35	299	25	6	-5
银行借款	109	212	28	10	-1
股权融资	0	349	0	0	0
其他	-74	-262	-3	-4	-4
现金净增加额	38	215	-102	70	130
期初现金余额	79	117	332	230	300
期末现金余额	117	332	230	300	430

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	6.2%	34.9%	16.1%	29.6%	25.0%
营业利润增长	1.6%	11.5%	3.9%	55.5%	35.9%
归母净利润增长	3.3%	15.5%	4.6%	49.1%	35.9%
获利能力					
毛利率	21.7%	22.4%	23.4%	24.1%	24.6%
净利率	8.1%	6.8%	6.3%	7.2%	7.8%
ROE	13.2%	9.3%	8.8%	11.6%	13.7%
ROIC	12.2%	8.7%	7.5%	10.5%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	28.9%	22.3%	23.5%	23.5%
净负债比率	64.1%	40.7%	28.7%	30.7%	30.7%
流动比率	1.09	1.82	2.17	2.20	2.44
速动比率	0.68	1.31	1.41	1.43	1.64
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.95	1.10	1.24	1.34
应收账款周转率	18.07	20.46	20.28	20.28	20.28
存货周转率	8.13	7.86	8.66	8.74	8.80
每股指标 (元)					
每股收益	1.20	1.02	1.07	1.59	2.16
每股经营现金流	2	1	0	2	3
每股净资产	9.12	11.01	12.08	13.67	15.83
估值比率					
P/E	-	57.00	61.18	41.03	30.20
P/B	-	5.29	5.41	4.78	4.13
EV/EBITDA	-	28.54	30.97	21.94	16.86

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	944	1,274	1,479	1,916	2,395
营业成本	739	989	1,133	1,455	1,806
营业税金及附加	9	12	13	17	23
销售费用	31	42	52	67	84
管理费用	79	107	155	184	223
研发费用	7	9	13	16	20
财务费用	3	5	-1	0	-1
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	112	116	180	245
营业外收支	0	2	5	0	0
利润总额	100	113	121	180	245
所得税	24	26	28	42	58
净利润	77	87	93	138	187
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	77	88	93	138	187
EBITDA	139	167	178	249	316
EPS (元)	1.20	1.02	1.07	1.59	2.16

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 田荣振：高级分析师，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 徐锡联：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。