

千味央厨 (001215.SZ)

创新发展差异化，细分品类大未来

核心观点:

- **小而美的餐供龙头。**公司餐饮基因深厚，服务百胜起家，凭借优秀的产品研发能力及突出的供应链管理深度绑定百胜中国、华莱士、海底捞等大型连锁餐饮企业，开发出油炸/烘焙/蒸煮/菜肴四大类产品。通过服务大 B 客户，公司已成功摸索出一套定制化服务模式，构建起集产品研发、品控、柔性生产等一体的综合竞争优势，并依托大 B 端的灯塔效应，通过经销渠道下沉供应团餐/早餐/乡厨等小 B 市场。
- **大 B 端变化几何？**餐供厂商的渠道竞争已进入精细化运作、稳收争利的新阶段，大 B 端成为各大厂商竞争高地。短期：大 B 易守难攻，公司先发优势较强，同行业追赶仍需时间，此外高响应效率、需求匹配精准的综合实力帮助公司构筑更高竞争壁垒；中长期：大 B 商业模式增长更多与客户开店进展及新品推进情况匹配，起到稳基石作用。考虑大 B 餐饮供应链空间仍较为可观，公司具备持续获取大客户订单的能力，我们测算得 2023-2025 年公司大 B 收入 CAGR 约 18%。
- **小 B 端增长潜力如何？**大小 B 渠道增长更多依赖经销商终端获客能力+大单品的可复制性，因此小 B 端较大 B 端而言前期积累期较长，但是长期成长天花板高，决定企业成长的上限。我们认为公司在小 B 发展逻辑顺畅，不仅可依靠大 B 背书发展中小 B 客户，其自身在经销商培育上也有一套差异化的打法，在高复制性的品类上具备研发优势。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年营收为 19.0/23.4/28.1 亿元；归母净利润 1.4/2.1/2.6 亿元，对应 PE 35/23/19X。参考可比公司估值，考虑公司大 B 端壁垒显著，小 B 渠道力在快速成长期，给予 24 年 25 倍 PE 估值，合理价值 52 元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**原材料价格波动风险；草根调研数据存在偏差风险；食品安全风险；B 端市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1274	1489	1900	2338	2813
增长率 (%)	34.9%	16.9%	27.7%	23.0%	20.3%
EBITDA (百万元)	167	186	257	348	420
归母净利润 (百万元)	88	102	139	207	257
增长率 (%)	15.5%	15.2%	36.4%	48.5%	24.6%
EPS (元/股)	1.25	1.20	1.40	2.08	2.59
市盈率 (P/E)	46.57	54.63	34.85	23.46	18.83
ROE (%)	9.3%	9.6%	11.7%	14.8%	15.6%
EV/EBITDA	28.54	29.49	17.74	12.91	10.32

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

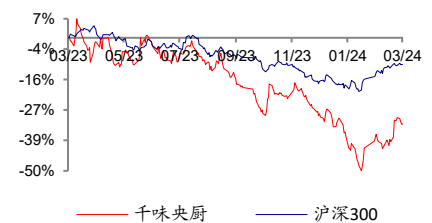
公司评级

当前价格	48.75 元
合理价值	52 元
前次评级	买入
报告日期	2024-03-22

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	99.39/45.87
总市值/流通市值 (百万元)	4845.31/2235.95
一年内最高/最低 (元)	77.36/36.03
30 日日均成交量/成交额 (百万)	1.31/59.28
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-3.71/-17.94

相对市场表现



分析师:

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002



furong@gf.com.cn

分析师:

吴思颖



SAC 执证号: S0260523120012



wusying@gf.com.cn

分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

请注意，符蓉、吴思颖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): 大 B 渠道延续高增长, 23Q3 业绩符合预期	2023-10-27
千味央厨 (001215.SZ): 餐饮修复+新品放量, 下半年业绩有望继续高增长	2023-09-05
千味央厨 (001215.SZ): 大 B 客户复苏强劲, 23Q1 业绩符合预期	2023-04-27

目录索引

一、公司概况：小而美的餐供龙头	5
二、大 B：稳增长基石，空间可观	8
（一）资源深厚，筑高渠道壁垒	8
（二）基石稳健，横纵延伸扩张	9
三、小 B：高成长上限，差异化突破	15
（一）能力外溢，助力小 B 开发	15
（二）聚焦资源，厂商深度融合	16
（三）高效匹配，精准突破渠道	17
（四）研发为基，产品实力领先	18
四、盈利预测及估值	21
五、风险提示	23

图表索引

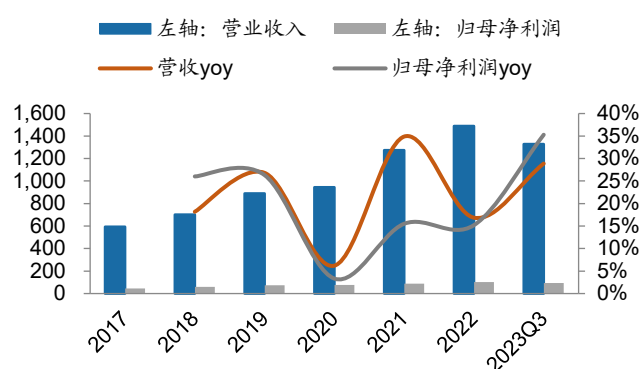
图 1: 公司营收及利润表现 (百万元, %)	5
图 2: 公司盈利能力 (%)	5
图 3: 公司分产品营收占比 (%)	5
图 4: 公司分产品毛利率 (%)	5
图 5: 千味央厨发展历程	6
图 6: 千味央厨分渠道营收 (百万元, %)	7
图 7: 千味央厨分产品销售模式构成	7
图 8: 公司分渠道营收占比 (%)	7
图 9: 公司分渠道毛利率 (%)	7
图 10: 千味央厨前五大直营客户营收贡献	8
图 11: 千味央厨大客户构成	8
图 12: 千味向百胜渠道销售额与百胜收入增速趋同	8
图 13: 肯德基门店数及同店收入变动 (家, %)	8
图 14: 海底捞门店数及营收 (家, 亿元)	9
图 15: 核心大 B 客户占公司营收比重 (%)	9
图 16: 2023 年大 B 恢复显著好于小 B	9
图 17: 百胜中国供应商评级体系	10
图 18: 大 B 业务拓展模式	12
图 19: 百胜中国一亿美元俱乐部榜单	12
图 20: 千味央厨主要大 B 客户合作情况	12
图 21: 2021-2023 年餐饮行业不同业态连锁化率	13
图 22: 整体餐饮连锁化率	13
图 23: 百胜中国开店目标 (家)	14
图 24: 海底捞及华莱士仍处相对发展阶段	14
图 25: 千味央厨经销商数量 (家)	16
图 26: 主要速冻企业经销商数量对比	16
图 27: 主要速冻米面企业销售费用率对比	17
图 28: 主要速冻米面企业销售人员对比 (位)	17
图 29: 千味央厨销售部门组织架构	17
图 30: 前 20 大经销商销售额 (亿元, %)	17
图 31: 千味央厨针对不同场景推出相应产品	18
图 32: 中国团餐各细分市场预测 (亿元)	18
图 33: 主要速冻米面企业研发费用率对比 (%)	19
图 34: 公司各品类 SKU 数目 (个)	19
图 35: 千味央厨油条产品发展历程	20
图 36: 千味央厨与可比公司的预测 PE (未来 12 个月)	22

表 1: 百胜中国部分供应商	11
表 2: 2025 年千味央厨大 B 端收入有望达 10 亿元.....	14
表 3: 千味央厨产品及渠道特点.....	15
表 4: 主要速冻企业经销商运营模式对比	16
表 5: 千味央厨核心高管情况	19
表 6: 千味央厨蒸煎饺解决方案.....	20
表 7: 主营业务拆分及假设（百万元，%）	21
表 8: 可比公司估值对比（截至 2024 年 3 月 21 日收盘价）	22

一、公司概况：小而美的餐供龙头

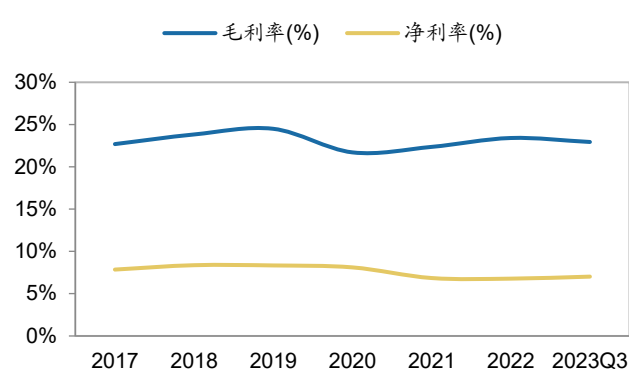
B端速冻米面领跑者，深耕餐供定制服务。千味央厨成立于2012年4月，前身为思念集团餐饮部，秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于为酒店、宴席、团餐等消费场景的餐饮企业提供全方位解决方案。经过多年发展，公司凭借优秀的产品研发能力及突出的供应链管理体系，深度绑定百胜中国、华莱士、海底捞等大型连锁餐饮企业。2022年，公司共实现营业收入/归母净利润14.9/1.0亿元，2017-2022年营业收入/归母净利润CAGR分别为达20.2%/17.0%。此外，公司毛利率及净利率也保持相对稳定，毛利率/净利率波动范围分别在21%-25%/6%-9%之间。

图1：公司营收及利润表现（百万元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

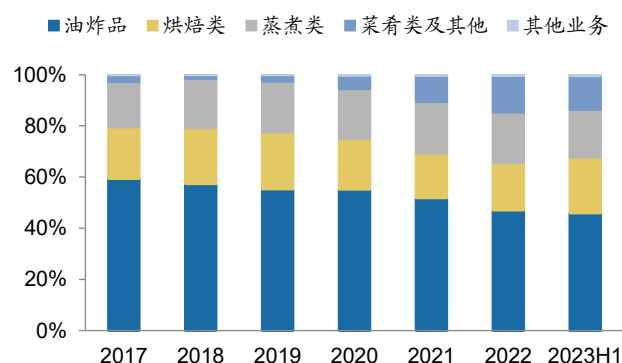
图2：公司盈利能力（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

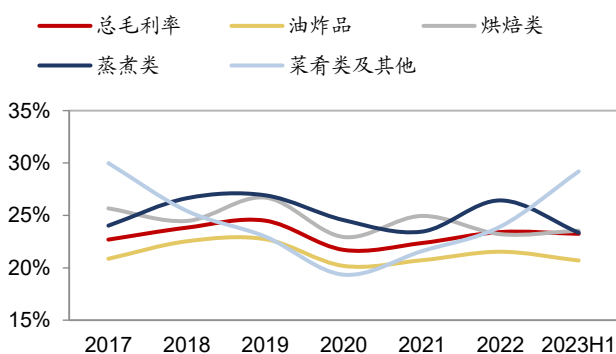
油炸产品为基，产品矩阵逐步完善。公司产品主要分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类四大类，2023H1营收占比分别45.9%/21.8%/18.7%/13.2%。其中油炸品是公司的主力产品，2017-2022年油炸品营业收入CAGR为14.7%，随着公司不断丰富产品结构，低毛利的油炸类产品占比持续下降，烘焙、菜肴类等高毛利产品占比有所提升，带动整体毛利率水平优化。目前，公司在售SKU多达600余种。传统大单品油条、蛋挞、芝麻球等优势突出，市场表现依旧强劲，后续推出的蒸煎饺、春卷、烧麦、米糕、大包子等产品也在陆续放量，持续成为公司新的业绩增长点。

图3：公司分产品营收占比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：公司分产品毛利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

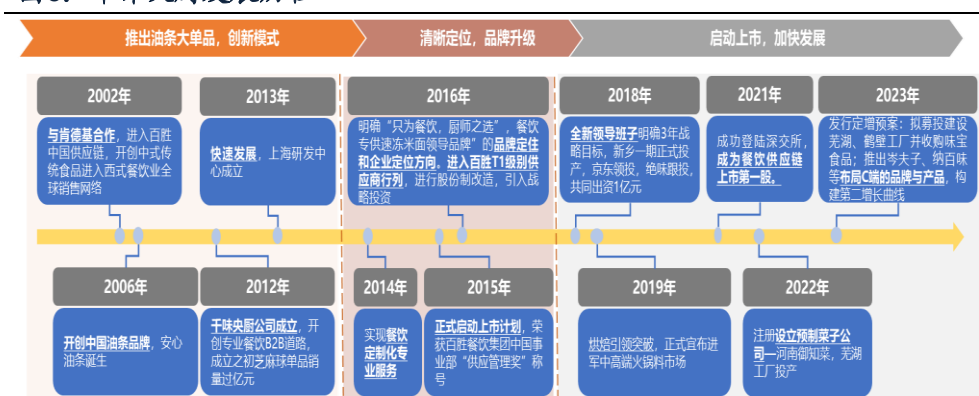
差异竞争小而美，不急不徐行稳致远。从千味央厨的发展路径来看，餐饮基因深厚，通过服务大B餐饮客户，成功摸索出一套定制化服务模式，构建起集产品研发、品控、柔性生产等一体的综合竞争优势，并依托大B端的灯塔效应，通过经销渠道下沉供应团餐、早餐、乡厨等小B市场。总而言之，对千味央厨而言“慢就是快”，因其定制化的To B经营模式，虽短期不易爆发式扩张，但长期可以稳扎稳打实现持续的增长。其发展历程可划分为以下几个阶段：

（1）起步积累期（2006-2012年）：2006年，思念受百胜中国委托，顺利研发了中国第一根工业化冷冻油条，并将该产品成功供应至百胜旗下的肯德基，由此逐渐成为百胜中国速冻米面产品的核心供应商；2012年，思念食品退市，为了不影响大客户的业务，特将对百胜中国提供餐饮定制产品的业务划分出来，千味央厨随之从思念集团独立。

（2）快速发展期（2013-2016年）：依托百胜供应商的品牌优势，千味央厨积极寻求其他大型餐饮连锁企业的合作，逐渐进入华莱士、海底捞、真功夫的供应体系，并在2014年实现餐饮定制化服务；2016年公司进行品牌升级，明确了“只为厨饮、厨师之选”、“餐饮专供速冻面米领导品牌”的品牌定位和企业定位方向，引入战略投资者，同时完成与思念食品的股权交割，并在2017年获得百胜中国T1级别的供应商资格。

（3）独立成长期（2017-至今）：差异化的发展策略，帮助公司在市场快速立足。2018年千味央厨全新领导班子到位，同年获得京东（宿迁涵邦）和绝味食品（深圳网聚）1亿元的投资，公司发展驶入快车道，并于2021年成功上市；2022年公司成立子公司“御知菜”，进军预制菜领域；2023年公司收购同为百胜T1供应商味宝食品，在强化百胜协作关系的同时，进军茶饮赛道。

图5：千味央厨发展历程



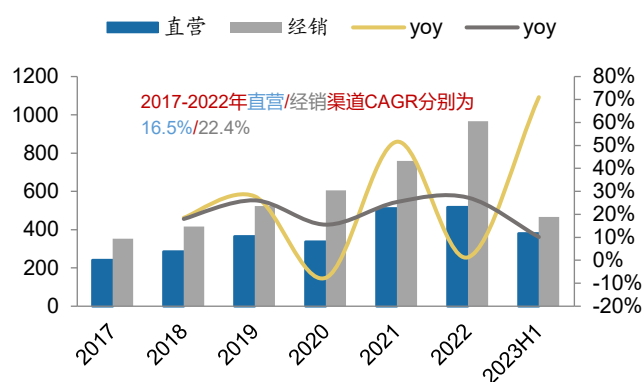
数据来源：千味央厨官网，广发证券发展研究中心

大小B双管齐下，依次推进。更加专注B端市场的战略定位，使得千味央厨开展业务的两大核心渠道集道分别为直营和经销。其中，直营渠道即大B渠道，主要指针对大型连锁餐饮企业等客户销售定制化产品，由公司直接签约合作；经销渠道即小B渠道，主要指公司通过经销商作为中介，对接中小餐饮企业、团餐（自助餐）和乡村宴席等客户，以销售通用类产品为主。

(1) 大小B双轮驱动互为补充：整体而言，公司直营：经销渠道营收占比约为2:3，而近年随着千味发力小B渠道，经销渠道占总营收的比重有所提升，由2017年的59.3%增加至2022年的65.1%。2023年直营渠道占比有所回升，主要得益于餐饮业恢复，餐饮头部品牌复苏快于社会餐饮。因此，一定程度上公司大小B渠道可相互补充支持，抗风险能力较单一渠道类型更强。

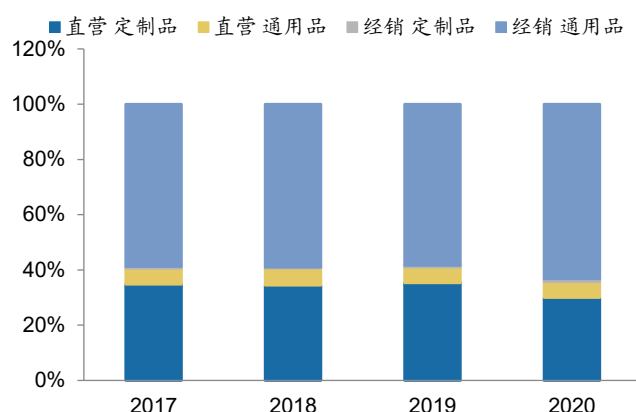
(2) 大部分情况下大B端毛利率高于小B：通常情况下，公司直销渠道毛利率高于经销模式，其主要系经销模式下，公司会考虑根据经销商所在区域的实际情况给予相应的资源匹配，因此留下可调整的毛利空间较大。与之相对应的，直销模式下公司凭借业内的高知名度及较强的规模、优质客户优势，可享有一定溢价权，同时定制服务的毛利率高于通用品。

图6：千味央厨分渠道营收（百万元，%）



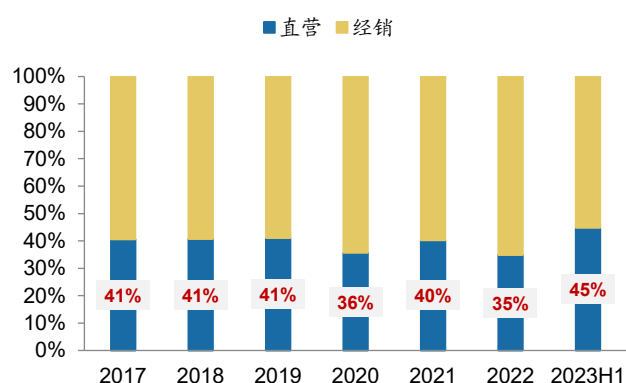
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：千味央厨分产品销售模式构成



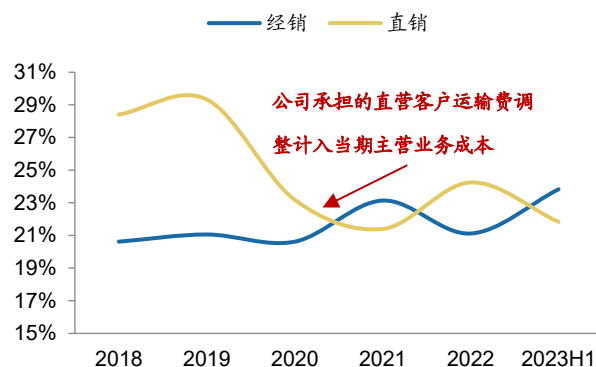
数据来源：千味央厨招股说明书，广发证券发展研究中心

图8：公司分渠道营收占比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：公司分渠道毛利率（%）



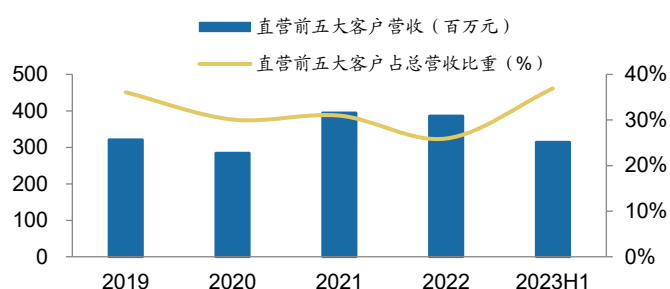
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、大 B：稳增长基石，空间可观

（一）资源深厚，筑高渠道壁垒

差异产品切入市场，构筑渠道壁垒。千味央厨自成立起便选择以米面制品切入市场，由于这部分产品大多属于大型连锁餐饮的非核心原料，因此品牌方更倾向外采该部分服务，公司快速积累了一批优质客户资源，与肯德基、必胜客、海底捞、华莱士、真功夫、九毛九、呷哺呷哺等诸多海内外知名连锁餐饮企业建立了深度合作关系，大B渠道营收稳步增长。2021年起，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，公司将部分成长性较高、未来发展潜力大的餐饮企业也纳入大客户管理体系中。截至到2022年12月底，公司大客户数量达154家。我们根据不同客户的年销售额贡献将公司的核心大客户分为三大梯队，分别是：年销售额超过2亿元的百胜中国，年销售额0.5亿元-2亿元的华莱士和海底捞，以及0.5亿元以下的老乡鸡、瑞幸等客户。

图10：千味央厨前五大直营客户营收贡献



数据来源：公司招股说明书，2021-2022 年报，广发证券发展研究中心

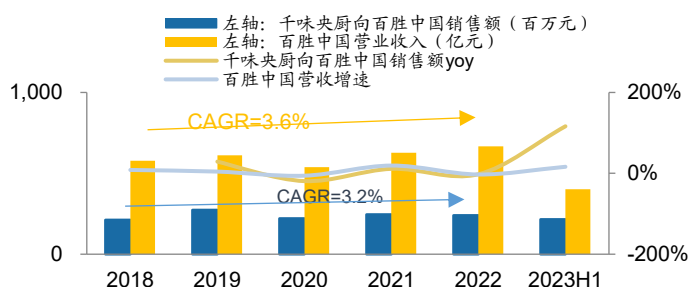
图11：千味央厨大客户构成



数据来源：公司 2022 年年报，广发证券发展研究中心

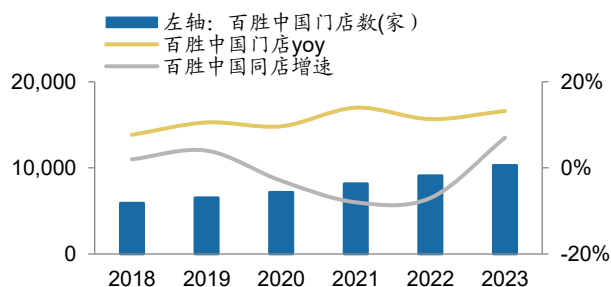
第一梯队：自创始以来便开始服务的百胜中国（肯德基）。公司主要向肯德基提供油条、挞皮、法风烧饼等产品，是公司最为核心的大B客户。受益于百胜中国自身不断拓店及公司新品持续推进，2018-2022年公司向百胜中国的销售额由2.12亿元增长至2.40亿元，CAGR为3.16%，其中2022年因客观因素影响，肯德基部分门店经营时间受限，增速有所放缓。2023年百胜单店同比恢复叠加门店稳定增长，截至2023H1，百胜中国渠道实现营收2.14亿元，占公司总营收的比重达25.4%。

图12：千味向百胜渠道销售额与百胜收入增速趋同



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：肯德基门店数及同店收入变动（家，%）

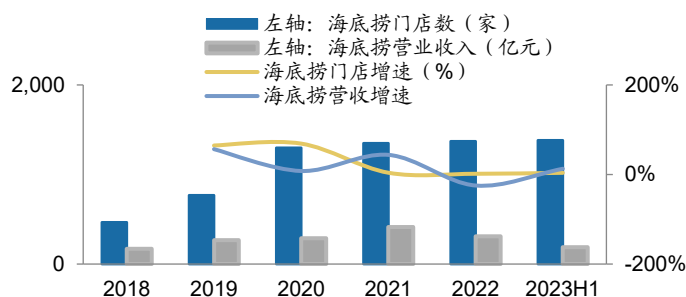


数据来源：百胜招股说明书、2020-2023 年报，广发证券发展研究中心

第二梯队：华莱士及海底捞等增长潜力充足的客户。华莱士、海底捞作为公司发力的重点客户，2023H1年营收贡献分别为5,988/2,611万元，占总营收比重分别为7.0%/3.1%，其中华莱士为公司合作多年的大B客户，营业额及开店数均维持高增，公司主要向其提供派、地瓜丸等产品；2020年公司进入海底捞供应链体系，主要供应咸蛋黄火锅茴香小油条、咸蛋黄注芯火锅油条等产品，2023年底开始供应卤制品等产品，进一步延伸产品边界，未来增量空间广阔，2024年销售额存在破亿的潜力。

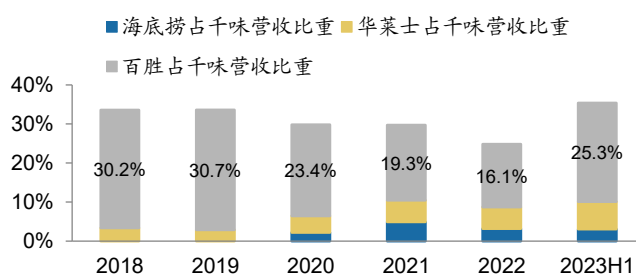
第三梯队：老乡鸡、瑞幸等持续开展的新兴客户。随着公司研发力、服务力等综合能力的持续提升，公司不断拓展与新大B客户的合作关系。自2021年通过曲奇类产品进入瑞幸咖啡供应链后，公司持续以烘焙品类为抓手，针对快速成长的茶饮、咖啡、商超渠道做重点开发及突破，未来有望构建新一批增长潜力大、合作深入的新兴连锁客户，创造大B端的全新增长极。

图14：海底捞门店数及营收（家，亿元）



数据来源：海底捞 2018-2022 年报，海底捞 2023 半年报，广发证券发展研究中心

图15：核心大B客户占公司营收比重（%）

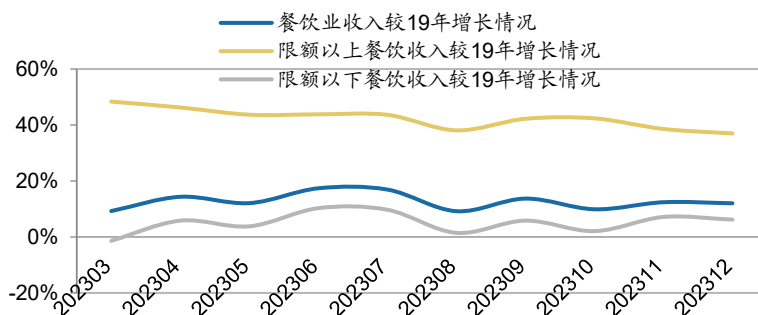


数据来源：千味央厨招股说明书，千味央厨 2021、2022 年年报，2023 半年报，广发证券发展研究中心

（二）基石稳健，纵横延伸扩张

大B市场入局者增加，竞争加剧。速冻厂商在渠道上的争夺已经由早期的跑马圈地、抢占规模的粗放式竞争，进入到了精细化运作、稳收争利的新阶段。一方面，与小B客户相比，大型连锁餐饮企业资金预算更为充足、复购意愿更强、回款确定性更高，因此在餐饮行业恢复态势尚不明朗、竞争加剧的当下，速冻厂商为保障收益的稳定性，更倾向于将当下有限的资源倾斜至大B客户上；另一方面，由于2023年餐饮消费的大B端恢复优于中小B，一些原本没有涉足餐饮定制但具备相应生产能力的速冻企业也开始入局，头部餐饮客户成为各大速冻厂商的竞争高地。

图16：2023年大B恢复显著好于小B



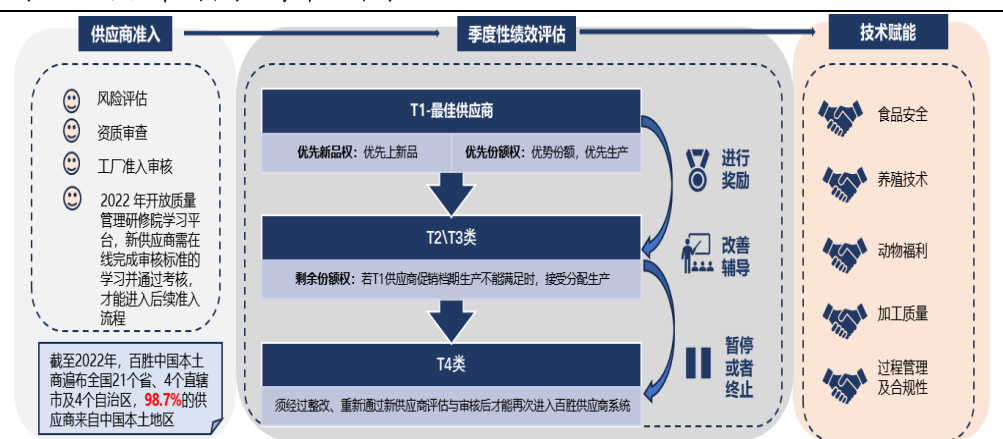
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

1. 千味的大B优势能否延续？

大B渠道易守难攻，千味享有先发优势。大型连锁餐饮企业通常具有非常严格的供应商准入机制，考察指标多，审核周期长，还会持续进行绩效评估及检查，因此餐饮企业不会轻易更换供应商。例如百胜中国对新供应商的审核包括风险评估、资质审查、工厂准入审核等五大环节，进入供应链后，百胜中国还会安排不同的部门对供应商进行全面的绩效审核，采“STAR评估体系”（Supplier Tracking Assessment Recognition），根据原材料质量、生产技术、财务指标、可靠性、业务关系等五个方面表现将供应商划分为T1-T4级。百胜中国会对T1供应商（即千味央厨所属评级）进行相应奖励，向T2和T3供应商提供改善建议，并淘汰不符合规定T4级供应商。此外，百胜中国也将自身作为一个平台去扶植供应商成长，形成双方共赢的格局，从源头建立起可持续发展的长效机制，因此餐饮企业和供应商之间的黏性较强。

米面产品的属性进一步强化了千味央厨与餐饮连锁客户的黏性。（1）米面制品作为中国消费者高频消费的产品，对于口感要求较高，更追求新鲜感，因而大B客户会更加重视供应商的推新能力及稳定性；（2）相较肉类、调味料等产品，米面制品通常以半成品形式呈现，供应商至消费者的中间环节缩短，大B对供应商的依赖度更高，服务端黏性更强；（3）对于需要外供的餐饮连锁企业而言，速冻米面产品占采购成本比重较小，因此小厂的低价策略较难吸引大B客户，千味央厨这类综合服务力强、食品安全有保障的大厂才是其最优选择。

图17：百胜中国供应商评级体系



数据来源：百胜中国 2020-2022 可持续发展报告，广发证券发展研究中心

及时响应客户需求，运营效率高。据艾媒咨询发布的《2022年中国西式快餐行业发展研究报告》，新产品上新以49%的占比成为驱动消费者购买的第二大因素，新品引流+常青产品获利是当前诸多餐饮企业的核心产品策略，因此对于产品更新速度的需求越来越高，相应对于上游供应商的研发速度、响应效率等也提出了更高的要求。例如，据百胜中国官网数据，2023年百胜中国推出超过500款全新或升级的产品，即每周都有新产品推出，每个月都要开展新品品鉴会，因此千味央厨定制化的生产基因使其研发生产能力较竞争对手更灵活且更富有韧性，能更好满足客户高频产品创新的需求。

表1: 百胜中国部分供应商

食材	供应商
鸡肉	嘉吉蛋白中国 圣农 大用食品 华都肉鸡
乳制品	发喜牛奶 蒙牛
调味料	联合利华饮食策划
奶酪	三元
豆浆	益海嘉里
蔬菜	裕农
汉堡面包	汇鑫园食品 福州美可食品
威化圆筒	伊斯特食品
蛋挞皮、安心油条、华夫饼、牛角包等	千味央厨
猪肉	荷美尔
薯条	辛普劳(中国)食品有限公司
可乐	百事可乐

数据来源：餐里眼 app，广发证券发展研究中心

模拟后厨模式，精准匹配需求。公司较早便在行业内以模拟餐厅后厨工艺的产品研发及制作为基准，最大程度还原餐企后厨的制作工艺，如采购了肯德基烤箱、炸锅设备及赛百味的蒸箱；为百胜设计的蛋饼，考虑到门店后厨没有明火又要明火烤制效果，在车间直接引进天然气，用明火两面烤制进行急冻之后再配送。此外，公司在上海等地专门设立了研发中心，从产品定制、产品送样、产品反馈以及产品上市等每个环节设立专项小组，实时洞察客户需求。千味央厨极致化的研发态度使其可以更为精准的匹配客户需求，帮助客户减少了后续人员培训的环节，精简了管控流程，节省了运营成本。

2. 中长期维度大B端收入增长中枢几何？

大B端主要决定企业发展的下限。早期大B定制化的生产模式帮助公司完成了从0到1的原始资源积累，从行业中快速脱颖而出；中长期维度而言，大B端虽有较强护城河效应，但更多起到稳定的基石作用，其商业模式决定了大B生意不易线性外推，更多与客户自身开店进展及新品推进情况匹配。

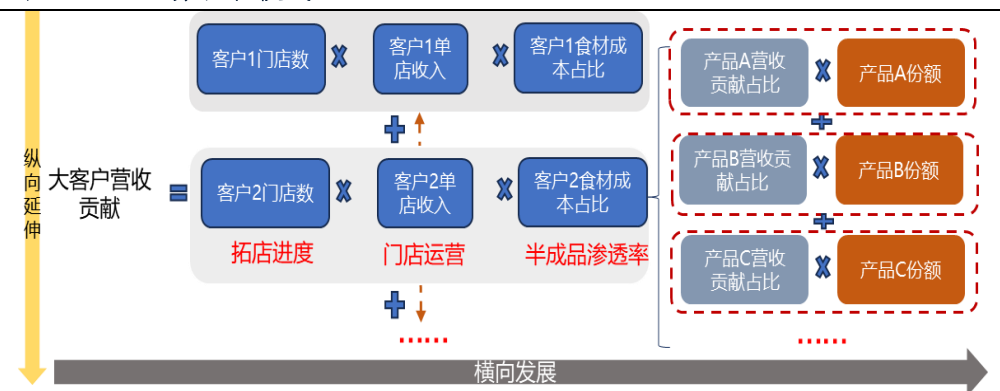
(1) 新客户的导入期较长。大B渠道可充分体现千味央厨的核心竞争力，但相对应的，高渠道壁垒决定了新客户的开发周期相对较长，往往从边缘产品切入，需要两年甚至更长时间才能逐渐放量增长。

(2) 存量客户长期增速趋于稳定。通常大B端半成品的供应商较原材料供应商更为分散，餐饮客户通过平衡供应商来增强议价权，因此头部供应商份额存在天花板，存量客户贡献的增量长期会趋同于门店扩张的增速。

(3) 产品出圈容易，长红需要“天时地利人和”。对于餐饮品牌而言，高频推新不仅是营销需求、竞争需求，更是保持企业活力，创造更多利润源泉的需求。但推新过程本身就是一个不断试错或者升级菜单的过程，需要通过市场筛选出一款战略性大单品。因此，餐饮企业产品通常将产品分为长线和短线两种，其中长线产品通常是战略性大单品，核心目的是创收盈利。短线产品即一些季节性产品，通常而言周

期性强，核心目的是吸引客户进店消费。有少部分短线经过市场检验后可转为长线产品，但通常难度较大，需多方因素助力。如2014-2022年的8年间百胜共5款产品销售额突破1亿美金，自2020年至今，共有“秘汁全鸡”和“牛堡”这两大品类成功迈入“1亿美金俱乐部”榜单，合计贡献近6%的销售额。

图18：大B业务拓展模式



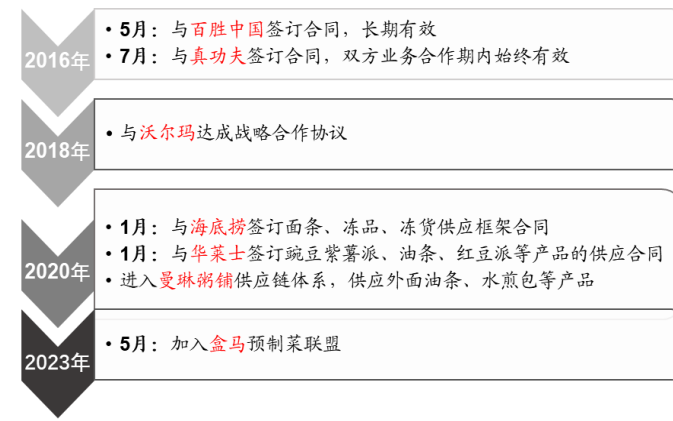
数据来源：广发证券发展研究中心

图19：百胜中国一亿美元俱乐部榜单



数据来源：百胜中国官网，广发证券发展研究中心

图20：千味央厨主要大B客户合作情况

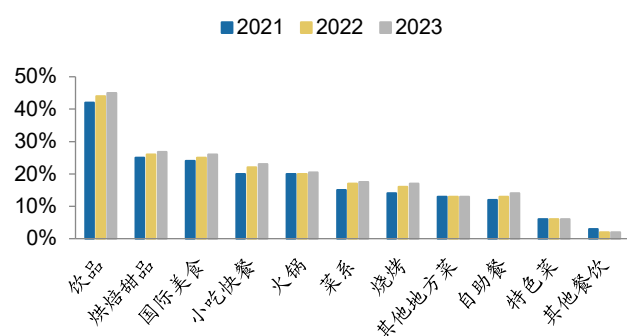


数据来源：公司招股说明书，冷冻食品，广发证券发展研究中心

大B餐饮供应链空间仍较为可观，且千味央厨具备持续获取大客户订单的能力，有望维持公司整体营收稳定增长。我们测算得2023-2025年公司大B端收入CAGR约为18%，2025年大B渠道收入体量有望达10亿元左右。

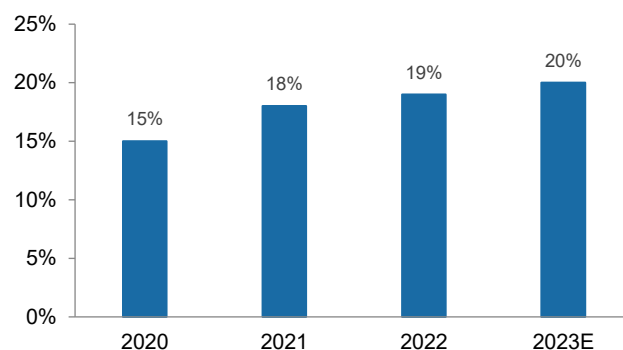
连锁化率趋势确定，加工产品渗透空间存提升空间。随着市场竞争日渐激烈，餐饮企业愈发重视门店优势，推动我国连锁餐饮规模稳步增长。据中国烹饪协会数据，2023年我国餐饮连锁化率预计达到20%，且相较于美国、日本仍然有较大提升空间。参考海外连锁餐饮龙头麦当劳、星巴克等的经验，他们大多依靠餐饮供应链来压缩食材原料配送成本，简化烹饪程序，减少餐厅厨房占地面积，降低租金，从而实现规模扩张。因此，随着我国餐饮业连锁化率不断提升，菜品标准化的需求日益高涨，上游供应链的重要性也愈发凸显。

图 21：2021-2023 年餐饮行业不同业态连锁化率



数据来源：中国烹饪协会，蜀海供应链，百川研究院，广发证券发展研究中心

图 22：整体餐饮连锁化率



数据来源：中国烹饪协会，蜀海供应链，百川研究院，广发证券发展研究中心

百胜中国：从开店数上看，根据百胜2023年年报，百胜中国全年净新增1697家门店，突破年净新增门店记录，超过了全年净新增门店目标。我们认为，中长期维度下门店扩张将成为百胜主要增长动力，根据2023财年百胜中国财报电话会议披露的开店目标，2024年百胜预计净新增门店数1500-1700家，并于2026年门店数达2万家。我们假设，2023-2026年百胜门店数恰好由14644家增加至2万家，则对应CAGR约为11%；从同店销售额来看，若剔除客观因素影响，百胜中国在正常年份的同店呈现放缓态势。考虑到公司新品持续推进，未来3年内我们预计公司向百胜中国的销售额增速维持在15%左右。

华莱士/海底捞：当前公司向华莱士和海底捞的供应体量较小，距离百胜仍有较大差距，存在广阔增长空间。一方面公司与客户合作多年的经验积累使其对于客户的运营情况和需求把握都较为准确，能在现有产品的基础上，积极延伸品类，除了速冻面米制品以外，正不断开发烘焙类产品、预调理等产品，并加大预制菜的定制化研发力度，以获得更多增长空间；另一方面华莱士通过不断开拓下沉市场，海底捞通过加强运营管理，开放加盟店等方式实现门店的持续快速扩张，公司有望通过覆盖更多的仓库的供货权，带动总体增长。参考2023年限额以上单位餐饮收入同比增长37.7%，我们预计公司2023年海底捞，华莱士渠道营收增速为35%。2024年因基数效应，预计华莱士渠道增速放缓，维持20%左右增速；海底捞渠道因开放加盟，食材采购量将随之扩容，同时伴随公司新品持续推进，公司海底捞渠道仍有望维持30%左右增速。因此，综合考虑下我们预计2024年公司向华莱士、海底捞的销售额合计超2亿元。

其余潜在大客户：考虑到公司在服务好现有大客户的同时，也在逐步开拓新兴小吃、快餐、咖啡、茶饮连锁类客户，扩充大客户的数量和体量。参考公司2017-2022年营业收入CAGR为20%，我们预计 2023-2025 年公司其他直营客户渠道销售额有望保持20%左右增速。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/166011021052010104>