

2023年04月19日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师：

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

总股本(万股)	8,664
流通A股/B股(万股)	4,522/0
资产负债率(%)	33.15%
市净率(倍)	5.71
净资产收益率(加权)	10.13%
12个月内最高/最低价	40/83



相关研究

1. 千味央厨（001215）：公司简评报告：拟定增5.9亿，收购味宝，扩增产能-20230327
2. 千味央厨（001215）：公司深度报告：深耕蓝海，鹏程万里-20221111
3. 东海证券预制菜深度系列（一）：潮平两岸阔-20221103

干味央厨（001215）：孕育生机，保持健康，2023年业绩可期

——公司简评报告

投资要点

➤ **事件：**（1）4月18日，公司发布年度报告，2022年营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达14.89、1.02、0.96亿元，分别同比增长16.86%、15.20%、12.60%；2022年Q4公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达4.58、0.32、0.32亿元，分别同比增长18.77%、1.13%、5.78%。

（2）同时，公司发布年度利润分配预案，拟向全体股东每10股派发现金人民币1.70元（含税），共计派发现金股利为人民币1472.92万元（含税）。

➤ 点评：

➤ **整体业绩：**虽然2022年受疫情干扰核心直营客户受到影响，但公司业绩稳健，（扣除股权激励费用后）盈利能力进一步提升，且亮点较多。**产品端**，蒸煎饺等大单品爆发、规模效应提升；**渠道端**，直营客户经受住疫情考验，维持稳定，而经销商客户则提升头部经销商支持、增加行销部等方式，头部经销商规模和整体经销商数量均维持较快增长；**场景端**，团餐表现较好，乡厨及社餐场景在疫情政策优化后势能逐步释放。**整体看**，2022年公司持续提升研发能力，新品储备丰富，客户体系管理进一步优化，量、质齐升，为2023年大客户、社餐、宴席进一步恢复的背景下业绩提升打下坚实基础。

➤ 营收：菜肴类及其他表现亮眼，经销商量、质齐升

（1）分产品：大单品快速增长，2023年储备丰富

①**油炸类受大客户因素增速放缓，实际相对稳健，2023年业绩存弹性。**营收为7.01亿元（同比+6.06%，占比47.06%，下同），因百胜等大客户疫情期间需求下降，另外，社会餐饮中早餐、乡村宴席油炸类产品存在缩量，增速放缓。**目前油条等大单品规模效应突出，市场竞争优势明显，核心客户恢复存弹性，产品同样适合小B推广，2023年望维持较快增长。**

②**烘焙类得益于大B增速将较快。**营收为2.75亿元（+23.14%，18.48%），烘焙类产品增幅高于公司平均增幅，是因为公司2022年加大产品结构调整力度，烘焙类产品有所增加。烘焙主要对接大客户，需求高且毛利率较高，2023年新品储备丰富，通过持续推新，有望继续维持较快成长。

③**蒸煮类吨价增长较快。**营收为2.95亿元（+15.37%，19.80%），销量表现弱于烘焙及菜肴类，核心产品定价较高，导致四大品类中，蒸煮类实际吨价提升6.42%，最为明显。

④**菜肴类及其他表现亮眼。**营收为2.13亿元（+63.50%，14.30%），菜肴类以及其他增幅较快，主要是蒸煎饺（1.8亿元左右，+96.83%）和预制菜（0.28亿元，+101.23%）快速放量带来的积极影响。2022年预制菜增长主要源于宴席市场定制化产品增长。2023年预制菜公司预计仍通过继续对接大B定制化需求打开市场，而C端业务在不影响利润的情况下稳健布局。

⑤**大单品表现优秀，2023年储备进一步丰富。**2022年部分细分品类增长较快，分别受益

于宴席场景、蒸煎饺规模提升、大客户新品增量，年年有鱼类、饺子类、蛋挞类收入分别为 2406.74 万元 (+173.44%)、2.32 亿 (+71.79%)、1.79 亿元 (+48.89%)。从具体产品来看，2023 年预计放量单品相比 2022 年进一步增加，其中春卷、米糕、大包子、烧麦潜力较大。

(2) 分渠道：大客户弹性强，头部经销商量、质齐升

①**直营增速明显放缓**。公司 2022 年直营营收为 5.17 亿元 (+1.28%，34.74%)，相较于 2021 年 51.62% 的增速明显放缓，其中前五大客户的销售额同比下滑 2.10%，收入贡献占比同比下降 5.02pct 至 25.94%。其核心原因在于直营客户经营水平受疫情干扰、大客户数量减少（154 家，减少 14 家，部分客户调整给经销商）。2023 年，受益于收购味宝增量、新品推出、部分短线产品成为长线产品、疫情恢复等因素，公司核心客户预计弹性较大。

②**经销增速较快，核心经销商支持力度大**。经销营收 9.66 亿元 (+27.29%，64.90%)，受益于公司加大对经销渠道的建设力度和团餐市场的兴盛，增速较快。公司 2022 年经销商数量同比增加 968 家至 1152 家 (+19.01%)，平均经销商规模为 128.76 万元，平均规模整体持平略有缩减。公司对核心经销商支持力度增加，平均销售人员服务 4.04 个经销商 (-6.88%)，前 20 名经销商销售额为 2.6 亿 (+26.59%)，头部经销商数量有望进一步提升。2023 年，预计团餐市场稳定，小 B 早餐、宴席场景回暖较快，在 2022 年经销体系支持、服务体系逐步完善的前提下，有望迎来较高质量增长。

③**电商低基数高增长，依赖蒸煮类拉动**。公司 2022 年电商营收为 651 万元 (+89.89%)，在低基数的基础上持续高增长，蒸煮类增长较快 (+251.53%)。

(3) **分地区**：公司 2022 年长江北、长江南营收分别为 5.05 亿元 (+16.87%，33.90%)、9.55 亿元 (+15.63%，64.15%)。长江南营收占比较高预计与百胜、华莱士划入南区以及南区经销商数量更多有关。

- **毛利率：整体提升，逐季恢复**。公司 2022 年速冻食品毛利率主因产品结构、渠道结构、规模效应、人工成本节约提升 1.06pct 至 23.16%，产品结构升级可能为主因。①**分产品**：**油炸类**毛利率为 21.53% (+0.81pct)，基本与去年持平；**烘焙类** 23.21% (-1.74pct) 因直营客户占比较高，疫情中受到一定影响，成为四大品类中毛利率唯一下降的品类；**蒸煮类** 26.43% (+2.98%)，因产品定价高+规模效应带动毛利率提升；**菜肴类及其他** 23.93% (+2.34pct)，蒸煎饺具备一定规模效应带动菜肴类毛利率上涨。②**分渠道**：2022 年直营、经销毛利率分别为 21.12% (-2.02pct)、24.25% (+2.84pct)，直营受疫情因素、原材料价格影响更为直接，毛利率下降。公司于年中提价，2022Q2-Q4 毛利率逐季回升，Q4 毛利率达 25%，环比上季度提升 1.89pct。
- **费用：剔除股权激励非经常性因素，利润增长率高于销售收入增长率**。2022 年公司期间费率为 14.44% (+1.60pct)，销售费率为 3.92% (+0.59pct)，管理费率为 9.34% (+0.91pct)，研发费率为 1.06% (+0.35pct)，财务费率为 0.11% (-0.27pct)。期间费率进一步提升主因公司进行股权激励计划费用确认增加。剔除股权激励影响，公司 2022 年归母净利润为 1.15 亿元，同比增长为 29.53%，利润增长率高于销售收入增长率。同时销售费率上升还与销售人员增加、新增华东仓仓储费有关。研发人员数量同比增加 31 人 (+73.81%)，研发投入金额同比增加 76.29% 导致研发费率提升。
- **现金流：小 B 占比提升优化现金流质量**。公司销售收现同比提升 19.41%，略高于报表收入增速。应收账款周转天数从 2021 年的 16.18 天略下降至 2022 年的 15.58 天。随着小 B 客户占比提升，现金流质量进一步优化。

➤ **展望：2023年弹性强，成长空间广阔，先B后C**

(1) **2023年客户体系健康，场景稳，单品足。客户方面**，百胜等大客户在疫情恢复、持续推新背景下，全年尤其Q2弹性充足；经销体系随着公司支持力度提升、头部经销商比例提升，体系更加成熟，小B增长确定性强。**场景方面**，2022年团餐市场高速增长，2023年在商业模式相对稳定的前提下，预计增长稳健，社餐、宴席预计恢复较好。其中宴席市场预计竞争格局较优，公司拓展优势明显。**单品方面**，推新进一步提升，在油条、蒸煎饺维持优势的情况下，大单品数量将进一步提升。核心单品研发、规模效应，将成为公司业务拓展的核心驱动之一。此外味宝预计2季度并表，有望贡献新品类增量，和核心客户协同作用。

(2) **趋势明确空间广阔，先B后C，B端高集中**。B端因标准化和成本节约，C端因便利性，结合冷链运力提升，餐饮端预制菜较美、日60%渗透率有较大差距，外卖、团餐、餐饮连锁化率驱动下，预制菜成长趋势明确。2021年狭义预制菜2100亿元，预计2030年达7580亿元，期间复合增速将达15%，成长空间广阔。参考美、日发展史，B端刚需导致发展顺序先B后C。供应链资源优势强、大单品型企业往往在B端发展中占据先机，行业有望实现高集中。

➤ **投资建议**：干味央厨速冻米面制品客户优势、大单品（油条）优势突出，随着2023大客户恢复、经销体系支持逐步完善、新品持续放量，2023业绩空间有望进一步释放。我们预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为1.45/1.87/2.29亿元，同比增速为42.76%/28.49%/22.76%，对应EPS为1.63/2.09/2.45元，对应P/E为42/32/26倍。维持“买入”评级

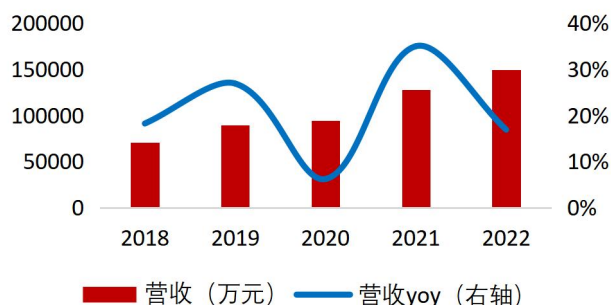
➤ **风险提示**：食品安全的风险；原材料价格波动的风险；新品开拓不及预期的风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1488.62	1873.35	2282.50	2744.68
(+/-)(%)	16.86	25.84	21.84	20.25
净利润	101.91	145.49	186.94	229.48
(+/-)(%)	15.20	42.76	28.49	22.76
EPS(元)	1.18	1.68	2.16	2.65
P/E	59.40	41.61	32.38	26.38

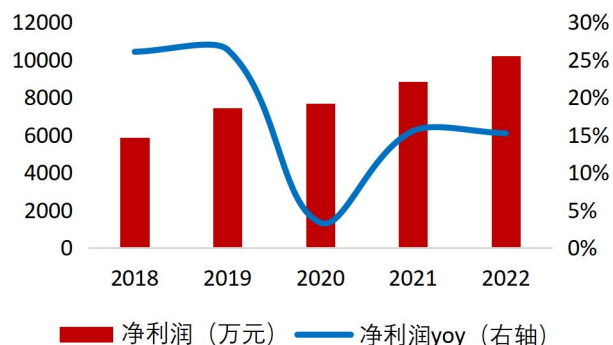
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月18日

图 1 2018-2022 年公司营收及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 2 2018-2022 年公司归母净利润及增速



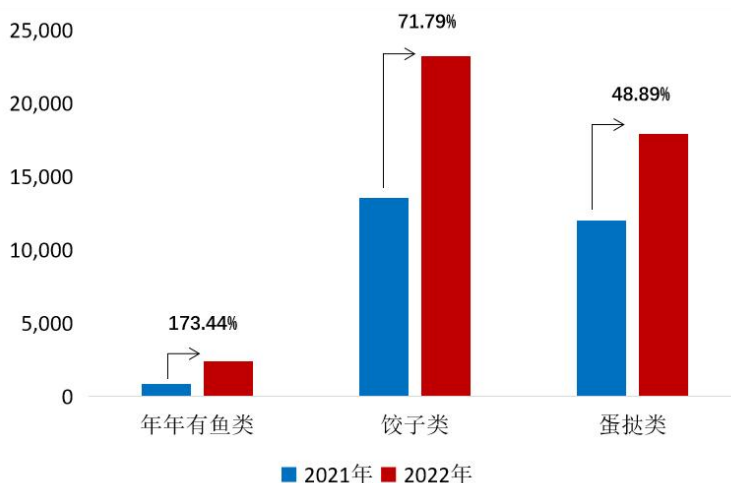
资料来源：wind，东海证券研究所

表 1 公司分产品、渠道收入、增速及毛利率（万元）

小类	项目	2021	2022	
分产品	收入	66,047.86	70,050.52	
	油炸类	同比增速	26.66%	6.06%
		毛利率	20.72%	21.53%
	烘焙类	收入	22,336.60	27,505.89
		同比增速	19.10%	23.14%
		毛利率	24.95%	23.21%
	蒸煮类	收入	25,550.63	29,478.75
		同比增速	39.20%	15.37%
		毛利率	23.45%	26.43%
	菜肴类及其他	收入	13,022.73	21,292.46
		同比增速	162.11%	63.50%
		毛利率	21.59%	23.93%
分渠道	收入	75,896.18	96,611.18	
	经销	同比增速	25.35%	27.29%
		毛利率	21.40%	24.25%
	直营	收入	51,061.64	51,716.44
		同比增速	51.62%	1.28%
		毛利率	23.14%	21.12%
速冻食品小计	收入	126,957.82	148,327.62	
	同比增速	34.74%	16.83%	
	毛利率	22.10%	23.16%	

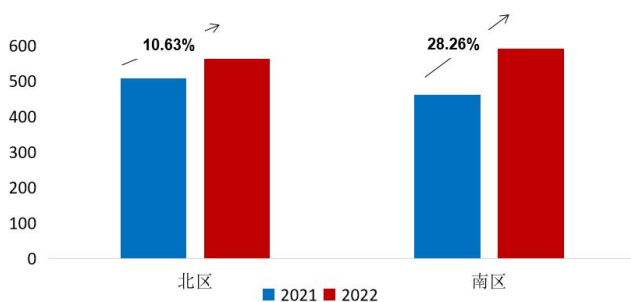
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图3 公司2022年增速前三的产品



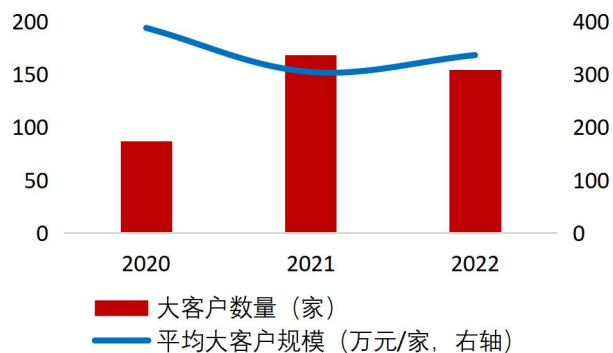
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图4 公司经销商数量（家）



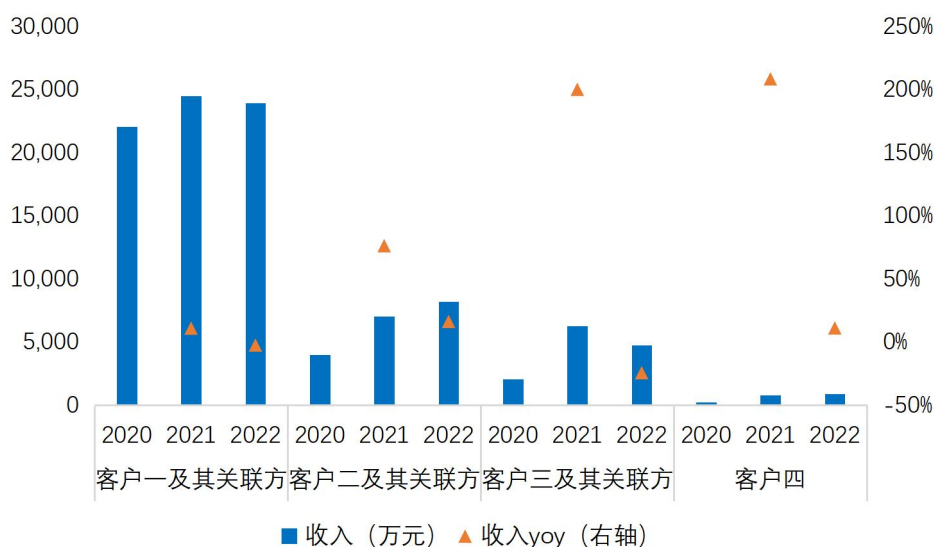
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图5 公司直营大客户情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图6 前四大直营客户2020-2022年收入情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	669.58	767.27	886.04	1033.08
现金	381.13	389.97	536.06	577.31
应收账款	73.31	107.78	112.86	152.46
预付账款	8.49	11.26	12.77	16.06
存货	182.45	234.27	200.24	263.20
非流动资产	917.38	962.08	1033.57	1082.85
长期投资	30.02	30.02	30.02	30.02
固定资产	633.29	708.94	774.31	280.21
无形资产	37.61	37.01	36.25	35.50
资产总计	1586.97	1729.35	1919.60	2115.93
流动负债	350.20	344.31	403.46	429.94
短期借款	15.00	15.00	15.00	15.00
应付账款	191.34	173.68	212.56	216.13
非流动负债	175.85	176.20	178.28	189.74
长期借款	146.50	149.00	150.00	162.00
其他	29.35	27.20	28.28	27.74
负债合计	526.05	520.51	581.73	619.67
股本	86.64	86.68	86.68	86.68
资本公积	564.60	564.60	564.60	564.60
留存收益	457.13	558.97	689.83	850.47
归属母公司股东权益	1060.91	1210.26	1341.12	1501.76
负债和股东权益	1586.97	1729.35	1919.60	2115.93

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	210.62	97.23	312.07	196.99
净利润	100.91	145.49	186.94	229.48
折旧摊销	51.49	36.64	41.97	47.07
财务费用	7.31	1.50	1.58	1.54
营运资金变动	20.55	-85.25	83.04	-79.18
投资活动现金流	-250.75	-93.43	-102.02	-97.65
资本支出	0.66	-93.15	-101.64	-97.32
其他	-251.41	-0.28	-0.38	-30.35
筹资活动现金流	88.28	5.03	-63.96	-58.09
短期借款	15.00	15.00	15.00	15.00
长期借款	146.50	149.00	150.00	162.00
现金净增加额	49.04	8.83	146.09	41.25

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1488.62	1873.35	2282.50	2744.68
营业成本	1140.10	1428.32	1738.04	2085.49
营业税金及附加	12.32	15.51	18.89	22.72
营业费用	58.35	73.43	86.73	104.30
管理费用	139.03	174.22	205.42	244.28
财务费用	1.66	1.50	1.58	1.54
营业利润	123.35	180.69	232.24	286.73
营业外收入	6.87	4.73	5.80	5.27
营业外支出	0.94	0.87	0.90	0.89
利润总额	129.28	184.55	237.14	291.11
所得税	28.37	40.49	52.03	63.87
净利润	101.91	145.49	186.94	229.48
归属母公司净利润	101.91	145.49	186.94	229.48

财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	0.17	0.26	0.22	0.20
归属母公司净利润	0.15	0.43	0.28	0.23
获利能力				
毛利率	0.23	0.24	0.24	0.24
净利率	0.07	0.08	0.08	0.08
ROE	0.10	0.12	0.14	0.15
偿债能力				
资产负债率	0.33	0.30	0.30	0.29
流动比率	1.91	2.23	2.20	2.40
速动比率	1.39	1.55	1.70	1.79
营运能力				
总资产周转率	1.02	1.13	1.25	1.36
应收账款周转率	20.69	20.69	20.69	20.69
应付账款周转率	8.89	10.26	11.82	12.81
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.68	2.16	2.65
每股经营现金	2.43	1.12	3.60	2.27
每股净资产	12.24	13.96	15.47	17.32
估值比率				
P/E	59.40	41.61	32.38	26.38
P/B	5.71	5.00	4.51	4.03
EV/EBITDA	29.33	26.20	20.19	16.51

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月18日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089