

2023年04月26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

联系人

龚理

gongli@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(%)	28.89%
市净率(倍)	5.70
净资产收益率(加权)	2.81%
12个月内最高/最低价	83/40

**相关研究**

1. 干味央厨 (001215)：孕育生机，保持健康，2023年业绩可期-20230419
2. 干味央厨 (001215)：公司简评报告：拟定增5.9亿，收购味宝，扩增产能-20230327
3. 干味央厨 (001215)：公司深度报告：深耕蓝海，鹏程万里-20221111
4. 东海证券预制菜深度系列（一）：潮平两岸阔-20221103

干味央厨（001215）：开局稳健，业绩存弹性

——公司简评报告

投资要点

➤ **事件：**4月27日，公司发布一季度报告，2023年Q1营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别达4.29、0.30、0.30亿元，分别同比增长23.18%、5.49%、23.83%，业绩基本符合预期。

➤ **点评：**

➤ **营收：Q1营收增速好转，2023年业绩可期**

（1）Q1营收增速好转。2022年Q1-2023年Q1营收增速分别为20.17%、8.03%、19.21%、18.77%、23.18%，2023年Q1营收进一步提速，预计与以百胜为主直营大客户快速恢复为核心原因，其次，疫情政策优化后，预计公司小B对应的乡厨恢复较好，其他场景恢复稳健。

（2）回顾，2022年疫情干扰业务仍保持健康。公司2022年扣除股权激励费用后的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。

（3）2023年业绩可期。公司新品储备丰富，其中春卷、米糕、大包子、烧麦潜力较大。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。

➤ **毛利率：处于相对高位，环比有一定回落。**2023年Q1公司毛利率为23.95%（同比+1.39pct，环比-1.05pct），2022年Q1-Q4毛利率分别为22.56%、22.36%、23.11%、25.00%，2023年Q4、Q1毛利率处于相对高位，预计与涨价后原材料成本下降以及与烘焙等高毛利产占比比较高有关。

➤ **费率：销售费率是期间费率提升的主因。**2023年Q1公司期间费率为13.95%（+1.29pct），销售、管理、财务、研发费率分别为5.08%（+1.88pct）、7.81%（-0.94pct）、0.23%（+0.29pct）、0.83%（+0.06pct）。销售费率是期间费率提升的主因，主要与新增华东仓仓储费、新增子公司有关。财务费用增加，主要系本期贷款利息增加。

➤ **净利率与现金流：经营活动产生的现金流量净额由正转负。**2023年Q1公司归母净利率为7.06%（-1.18pct），扣非归母净利率为6.88%（+0.03pct）。2022年Q1归母净利润基数较高（上市收到政府补助600万元）导致2023年Q1归母净利润同比增速放缓，扣非归母净利润更能反映业务增长水平。现金流，一方面，合同负债853.62万元（+51.02%），经济回暖导致客户预收款增多。一方面，销售收现同比提升12.30%，明显低于报表收入增速，同时导致经营活动产生的现金流量净额由0.27亿转负为0.24亿，预计与直营客户占比提升，整体账期拉长有关。

➤ **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。此外味宝预计二季度并表，也望贡献新品类增量，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。

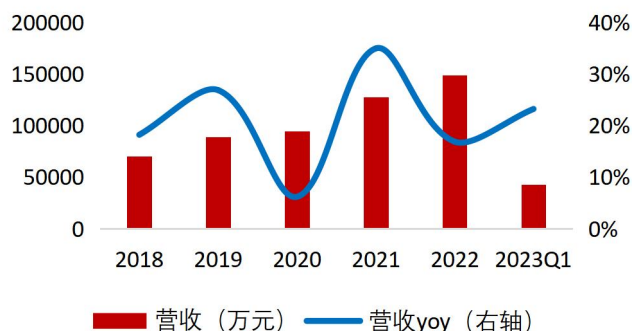
- **投资建议：**干味央厨速冻米面制品客户优势、大单品（油条）优势突出，随着2023大客户恢复、经销体系支持逐步完善、新品持续放量，2023业绩空间有望进一步释放。我们预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为1.45/1.87/2.29亿元，同比增速为42.76%/28.49%/22.76%，对应EPS为1.68/2.16/2.65元，对应P/E为42/32/26倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全的风险；原材料价格波动的风险；新品开拓不及预期的风险。

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
归母净利润	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	59.37	41.59	32.37	26.37

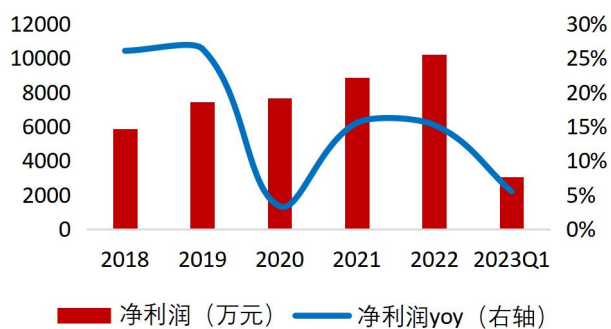
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月26日

图 1 2018-2023 年 Q1 公司营收及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图 2 2018-2023 年 Q1 公司归母净利润及增速



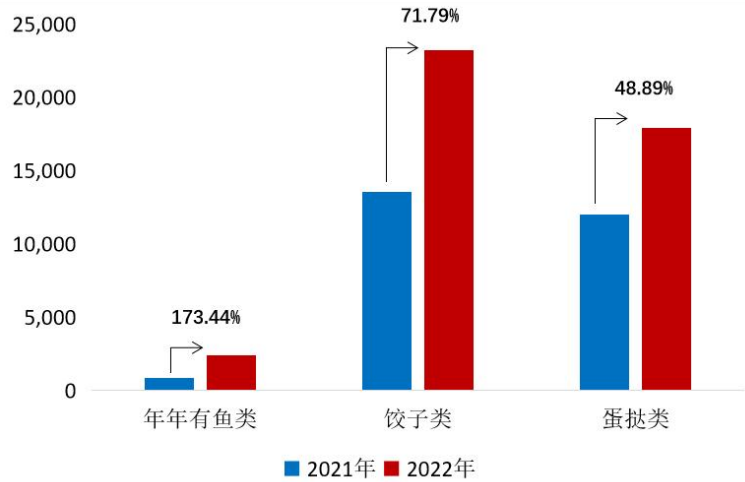
资料来源：wind，东海证券研究所

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%
	收入	22,336.60	27,505.89
	烘焙类		
	同比增速	19.10%	23.14%
	毛利率	24.95%	23.21%
	收入	25,550.63	29,478.75
	蒸煮类		
	同比增速	39.20%	15.37%
	毛利率	23.45%	26.43%
分渠道	收入	13,022.73	21,292.46
	菜肴类及其他		
	同比增速	162.11%	63.50%
	毛利率	21.59%	23.93%
	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%	
速冻食品小计	收入	51,061.64	51,716.44
	直营		
	同比增速	51.62%	1.28%
	毛利率	23.14%	21.12%
	收入	126,957.82	148,327.62
	同比增速	34.74%	16.83%
毛利率	22.10%	23.16%	

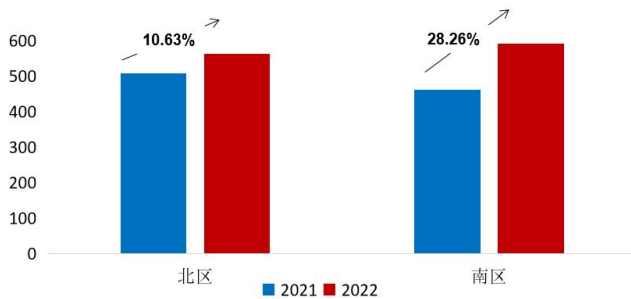
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图3 公司2022年增速前三的产品



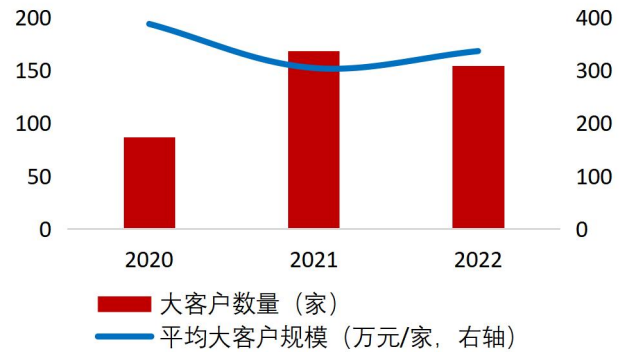
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图4 公司经销商数量（家）



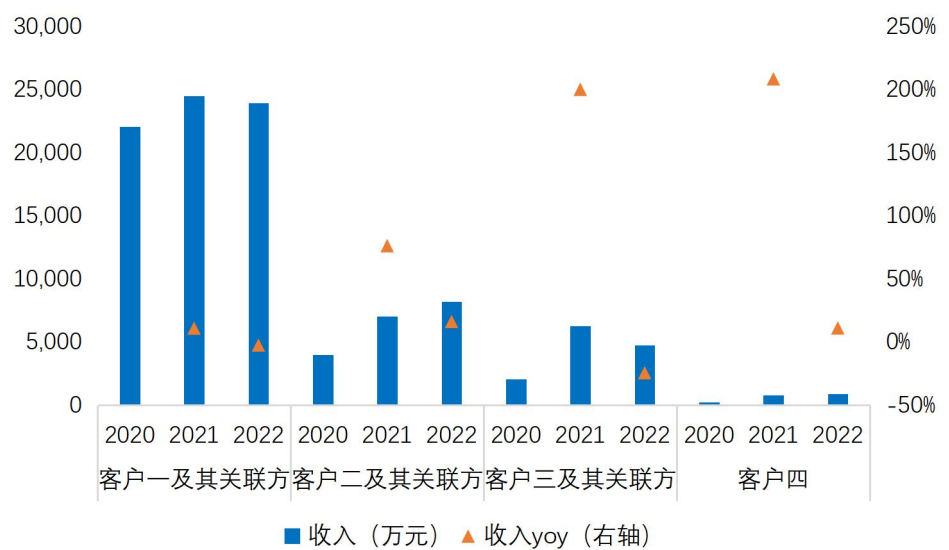
资料来源：公司年报，东海证券研究所

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	17%	26%	22%	20%
归属母公司净利润	15%	43%	28%	23%
获利能力				
毛利率	23%	24%	24%	24%
净利率	7%	8%	8%	8%
ROE	10%	12%	14%	15%
偿债能力				
资产负债率	33%	30%	30%	29%
流动比率	191%	223%	220%	240%
速动比率	139%	155%	170%	179%
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	59.37	41.59	32.37	26.37
P/B	5.70	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26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
 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
 电话：（8610）59707105
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089