



2023年09月07日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

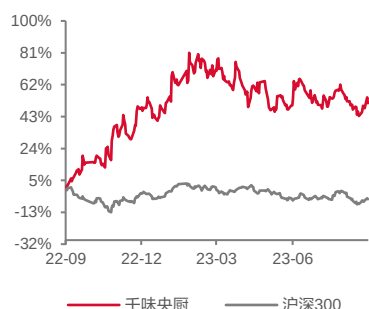
yxc@longone.com.cn

证券分析师

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

数据日期	2023/09/06
收盘价	64.71
总股本(万股)	8,664
流通A股/B股(万股)	4,522/0
资产负债率(%)	34.07%
市净率(倍)	5.09
净资产收益率(加权)	5.13
12个月内最高/最低价	82.78/43.61



相关研究

《干味央厨（001215）：新品与渠道双轮驱动，打开成长空间——公司深度报告》20230725

《干味央厨（001215）：开局稳健，业绩存弹性——公司简评报告》2023.04.27

《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》2023.04.19

《公司简评：干味央厨（001215）：拟定增5.9亿，收购味宝，扩增产能》2023.03.27

干味央厨（001215）：大B复苏强劲，业绩实现高增

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**8月29日，公司发布中报业绩，2023年H1公司营业收入达8.51亿元（同比+31.14%），归母净利润为0.56亿元（同比+22.18%），扣非净利润0.53亿元（同比+30.07%）。其中，2023Q2营业收入4.22亿元（同比+40.36%），归母净利润0.26亿元（同比+50.29%），扣非净利润0.23亿元（同比+38.96%）。
- **点评：大客户弹性足推动业绩高增长。一方面**，基于疫情恢复后，餐饮场景得到快速修复，大客户积极开拓门店，同时公司加大研发服务，持续上新高毛利的烘焙产品，实现业绩高增长。**另一方面**，受益于上半年团餐、乡厨宴席表现较好，米糕、春卷实现快速放量，下半年将迎来乡村宴席的旺季，潜在核心大单品将进一步增长，叠加味宝贡献，业绩可期。
- **营收端：大B复苏强劲，潜在核心大单品实现放量。（1）产品端**，2023H1油炸/蒸煮/烘焙/菜肴分别实现3.91/1.59/1.85/1.12亿元，同比增速分别为23.99%/19.15%/64.75%/31.29%，烘焙类表现亮眼。公司在油条的基础上继续打造其他大单品，蒸煎饺继续高速增长，2023H1增幅达33.17%；潜在核心大单品米糕和春卷表现较好，米糕同比增速23.23%，春卷同比增幅为120.01%；预制菜收入为0.33亿元，同比增长180.40%。
- **（2）渠道端，1>直营：**2023H1直营收入3.80亿元（同比+71.01%，占比44.85%），主要系一方面2022年同期受不利因素影响基数较低；另一方面受益于餐饮复苏，大客户积极开拓门店，公司加大研发服务，产品持续上新。**前五大客户的平均增速是93.61%**，其中百盛上半年同比增速达116.35%，华莱士同比增长93.83%。**2>经销：**2023H1年经销收入为4.67亿元（同比+10.12%，占比55.15%），主要由于去年“保供”形成的高基数以及上半年社会餐饮渠道复苏较弱。2023H1经销商数量为1066家，净减少86家，主要系部分经销商上半年没有发货，并不是销户，按照财务核算口径，没有发货就属于流失，但实际上大部分经销商到中秋节和春节的时候会再启动发货。
- **（3）场景端**，上半年团餐表现较好，乡村宴席增速高，但社会餐饮恢复较慢。预计下半年社会餐饮持续复苏，乡村宴席的旺季以及团餐稳健增长将驱动业绩上升。
- **毛利率：产品结构优化提升毛利率。**2023H1毛利率为23.24%（同比+0.77pct），其中Q2毛利率为22.52%，环比下降1.43pct，主要由于面粉原材料价格上涨。上半年毛利率的提升主要系高毛利烘焙类占比提升，同比提升4.44pct至21.77%。
- **费率：销售费率是期间费率提升的主因。**2023H1公司期间费率为14.36%（同比+0.67pct），销售、管理、财务、研发费率分别为4.87%（同比+1.73pct）、8.31%（同比-1.35pct）、0.25%（同比+0.29pct）、0.93%（同比+0.01pct）。销售费率是期间费率提升的主因，主要系新设子公司销售费用增加以及华东仓储费用增加所致。财务费率增加主要为贷款利息增加。
- **净利率及现金流：存货增加及直营占比提升导致经营现金流为负。①净利率：**2023H1净利率为6.48%（同比-0.51pct），扣非净利率6.20%（同比-0.05pct），其中Q2净利率为5.97%（同比+0.27pct），扣非净利率5.45%（同比-1.54pct）。**②现金流：**2023H1经营活动产生的现金流量净额为-0.31亿元（同比-179.40%），一方面，上半年存货增加、经营性应付项目减少；另一方面直营表现较优，占比提升，经营现金流支出收入速度不匹配。预计定增5.9亿落地后，将对现金形成有效补充。

➤ **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。此外味宝从二季度开始并表，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。根据我们测算，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年公司归母净利润分别为1.48/1.93亿元，同比增速为44.76%/31.08%，对应EPS为1.70/2.23元，2023年9月6日对应P/E为38/29倍。维持“买入”评级。

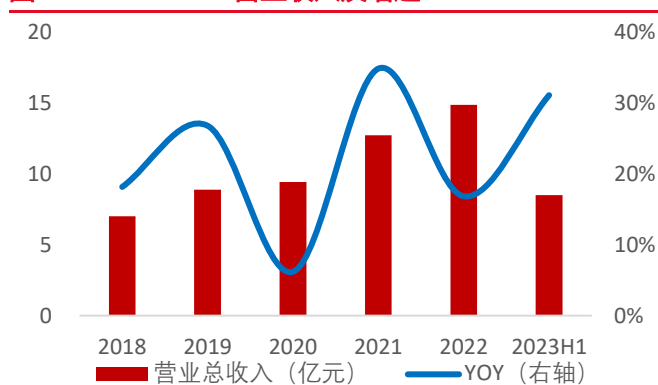
➤ **风险提示：**食品安全的风险；原材料价格波动的风险；新品开拓不及预期的风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	1488.62	1926.15	2412.91
(+/-)(%)	16.86	29.39	25.27
归母净利润	101.91	147.52	193.37
(+/-)(%)	15.20	44.76	31.08
EPS(元)	1.18	1.70	2.23
P/E	55.04	38.02	29.01

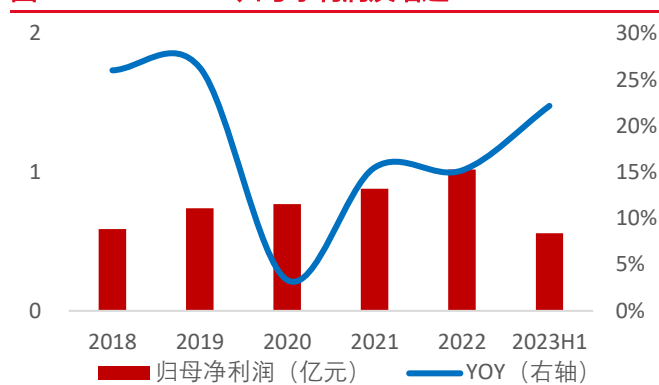
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年9月6日

图1 2018-2023H1 营业收入及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图2 2018-2023H1 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、渠道的销售收入、增速及毛利率（亿元）

小类		项目	2021	2022	2023H1
分产品	油炸类	收入	6.60	7.01	3.91
		同比增速	26.66%	6.06%	23.99%
		毛利率	20.72%	21.53%	20.69%
	烘焙类	收入	2.23	2.75	1.85
		同比增速	19.10%	23.14%	64.75%
		毛利率	24.95%	23.21%	23.54%
	蒸煮类	收入	2.56	2.95	1.59
		同比增速	39.20%	15.37%	19.15%
		毛利率	23.45%	26.43%	23.35%
	菜肴类及其他	收入	1.30	2.13	1.12
		同比增速	162.11%	63.50%	31.29%
		毛利率	21.59%	23.93%	29.20%
分渠道	经销	收入	7.59	9.66	4.67
		同比增速	25.35%	27.29%	10.12%
		毛利率	21.40%	24.25%	23.83%
	直营	收入	5.11	5.17	3.80
		同比增速	51.62%	1.28%	71.01%
		毛利率	23.14%	21.12%	21.83%

资料来源：公司公告，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	2022A	2023E	2024E
流动资产	669.58	784.19	911.48
现金	381.13	389.76	540.36
应收账款	73.31	112.89	120.36
应收票据	0.00	0.00	0.00
预付账款	8.49	11.80	13.58
存货	182.45	245.74	213.08
非流动资产	917.38	962.08	1033.57
长期投资	30.02	30.02	30.02
固定资产	633.29	708.94	774.31
无形资产	37.61	37.01	36.25
资产总计	1586.97	1746.27	1945.04
流动负债	350.20	359.82	423.06
短期借款	15.00	15.00	15.00
应付账款	191.34	183.73	224.11
非流动负债	175.85	176.20	178.28
长期借款	146.50	149.00	150.00
其他	29.35	27.20	28.28
负债合计	526.05	536.02	601.33
少数股东权益	0.01	-1.44	-3.34
股本	86.64	86.68	86.68
资本公积	564.60	564.60	564.60
留存收益	457.13	560.40	695.76
归属母公司股东权益	1060.91	1211.69	1347.05
负债和股东权益	1586.97	1746.27	1945.04

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E
经营活动现金流	210.62	97.64	318.51
净利润	100.91	147.52	193.37
折旧摊销	51.49	36.64	41.97
财务费用	7.31	1.50	1.58
投资损失	-0.02	-0.02	-0.02
营运资金变动	20.55	-86.86	83.11
其他	30.38	-1.15	-1.50
投资活动现金流	-250.75	-93.43	-102.02
资本支出	0.66	-93.15	-101.64
长期投资	0.00	0.00	0.00
其他	-251.41	-0.28	-0.38
筹资活动现金流	88.28	4.42	-65.89
短期借款	15.00	15.00	15.00
长期借款	146.50	149.00	150.00
普通股增加	20.12	468.33	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00
其他	-93.34	-627.91	-230.89
现金净增加额	49.04	8.63	150.60

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E
营业总收入	1488.62	1926.15	2412.91
营业成本	1140.10	1467.66	1835.28
营业税金及附加	12.32	15.95	19.97
营业费用	58.35	77.05	91.69
管理费用	139.03	181.06	224.40
财务费用	1.66	1.50	1.58
其他收益	-0.42	0.30	0.40
投资净收益	0.02	0.02	0.02
营业利润	123.35	183.27	240.40
营业外收入	6.87	4.73	5.80
营业外支出	0.94	0.87	0.90
利润总额	129.28	187.14	245.30
所得税	28.37	41.06	53.82
净利润	101.91	147.52	193.37
少数股东损益	-1.00	-1.45	-1.90
归属母公司净利润	101.91	147.52	193.37
EBITDA	182.61	782.51	967.89
EPS(元)	1.18	1.70	2.23

主要财务比率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E
成长/获利能力			
营业收入	0.17	0.29	0.25
营业利润	0.11	0.49	0.31
归属母公司净利润	0.15	0.45	0.31
毛利率	0.23	0.24	0.24
净利率	0.07	0.08	0.08
ROE	0.10	0.12	0.14
ROIC	0.16	0.20	0.21
偿债能力			
资产负债率	0.33	0.31	0.31
流动比率	1.91	2.18	2.15
速动比率	1.39	1.50	1.65
营运能力			
总资产周转率	1.02	1.16	1.31
应收账款周转率	20.69	20.69	20.69
应付账款周转率	8.89	10.27	11.83
每股指标(元)			
每股收益	1.18	1.70	2.23
每股经营现金	2.43	1.13	3.68
每股净资产	12.24	13.98	15.54
估值比率			
P/E	55.04	38.02	29.01
P/B	5.29	4.63	4.16
EV/EBITDA	29.33	23.89	18.03

资料来源：wind，东海证券研究所

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所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
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 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
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089