

头部客户绑定加深，小 B 成长提速

2023 年 10 月 25 日

► **事件：**公司发布 23 年三季报，23Q1-Q3 公司营收 13.28 亿元 (yoy+28.88%)，归母净利润 0.94 亿元 (yoy+35.29%)，扣非归母净利润 0.82 亿元 (yoy+28.04%)。其中，23Q3 公司营收 4.77 亿元 (yoy+25.04%)，归母净利润 0.38 亿元 (yoy+60.35%)，扣非归母净利润 0.30 亿元 (yoy+24.57%)。

► **大 B 延续上半年高增势能，核心大单品种类增多。**23Q3 公司营收 4.77 亿元 (yoy+25.04%)，延续上半年较快增速。**分渠道**，23Q3 公司直营渠道预计保持高增势能，主要系三季度大 B 需求复苏速率仍高于社会餐饮，且公司与百胜/华莱士/海底捞等头部客户合作进一步加深，服务力度加大&新品供给增加；经销渠道预计增长环比提速但仍低于直销渠道，主要系社会餐饮需求稳步修复，较高基数下公司产品拓展成效显著，尤其是针对小 B 渠道预制菜肴类产品逐步渗透，增速亮眼。**分产品**，23Q3 公司蒸煎饺/春卷/米糕等产品预计增速较快，核心大单品种类增多。公司持续执行打造“核心大单品”策略，聚焦油条、蒸煎饺等，同时培育米糕、春卷、烧卖、烘焙类等。

► **毛利率环比维稳，费控表现较优，盈利能力同比提升。**23Q3 毛利率为 22.41% (yoy-0.70pct, qoq-0.11pct)，毛利率同比下滑主要系大 B 占比提升 (毛利率低于小 B)。23Q3 期间费用率 13.63% (yoy-0.80pct)，期间费用率收缩主要系收入端高增规模效应增强。其中，23Q3 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.08/8.07/0.35/1.13% (yoy-0.23/-0.74/+0.10/0.08pct)。23Q3 归母净利率为 8.04% (yoy+1.77pct)，盈利能力同比提升，主要系政府补贴增多。

► **投资建议：大 B 客户绑定加深，小 B 来年有望接力高成长。**展望 23Q4，高基数下公司大 B 增速预计环比略放缓，而小 B 增长进一步提速。展望 24 年，我们预计公司收入端高增势能延续。大 B 方面，公司与头部客户绑定逐步加深，在品类供应上已突破米面类限制，长期成长空间广阔，公司已针对百胜/海底捞/瑞幸/塔斯汀等重点客户需求提升服务。小 B 方面，公司业务和市场人员已带领经销商开发二批和终端网络，通过开发早餐、团餐等场景，提高产品铺货率，带动销量提升。产品维度，蒸煎饺/米糕/春卷等核心单品在小 B 渠道持续渗透，明年有望在区域市场重点拓展，为小 B 渠道增长带来较好支撑。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 19.25/23.90/29.67 亿元，同比增长 29.3%/24.1%/24.1%，归母净利润分别为 1.55/2.02/2.56 亿元，同比增长 51.7%/30.7%/26.8%，当前市值对应 PE 分别为 29/23/18X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**消费复苏不及预期，大客户拓店进度不及预期，宏观经济及政策风险，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1489	1925	2390	2967
增长率 (%)	16.9	29.3	24.1	24.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	102	155	202	256
增长率 (%)	15.2	51.7	30.7	26.8
每股收益 (元)	1.18	1.78	2.33	2.95
PE	45	29	23	18
PB	4.3	3.8	3.3	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

52.51 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

电话：021-80508452

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

分析师 杜山

执业证书：S0100523100003

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 1.干味央厨 (001215.SZ) 2023 年一季报点评：Q1 开门红，全年加速成长可期-2023/04/27
- 2.干味央厨 (001215.SZ) 2022 年年报点评：22 年逆势稳增，23 年加速修复可期-2023/04/19
- 3.干味央厨 (001215.SZ) 2022 年三季报点评：大 B 复苏明显，看好结构升级增强盈利-2022/10/26
- 4.干味央厨 (001215.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩确定性强，长期成长空间充足-2022/04/29
- 5.【民生食饮】干味央厨 (001215.SZ) 事件点评：股权激励落地，彰显长期发展信心-2021/11/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1489	1925	2390	2967
营业成本	1140	1476	1818	2248
营业税金及附加	12	15	19	24
销售费用	58	89	91	113
管理费用	139	158	196	243
研发费用	16	19	24	30
EBIT	125	170	244	313
财务费用	2	3	1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	123	166	243	313
营业外收支	6	34	19	19
利润总额	129	201	262	332
所得税	28	46	60	76
净利润	101	155	202	256
归属于母公司净利润	102	155	202	256
EBITDA	186	239	316	394

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	381	665	839	1093
应收账款及票据	67	96	119	147
预付款项	8	13	16	20
存货	182	214	249	283
其他流动资产	31	41	44	48
流动资产合计	670	1029	1267	1592
长期股权投资	30	30	30	30
固定资产	633	632	678	721
无形资产	38	38	38	38
非流动资产合计	917	902	949	989
资产合计	1587	1931	2217	2581
短期借款	15	15	15	15
应付账款及票据	191	248	306	378
其他流动负债	144	241	285	353
流动负债合计	350	504	606	746
长期借款	147	196	196	196
其他长期负债	29	30	34	32
非流动负债合计	176	226	230	228
负债合计	526	730	836	974
股本	87	87	87	87
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1061	1201	1380	1607
负债和股东权益合计	1587	1931	2217	2581

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.86	29.33	24.14	24.14
EBIT 增长率	8.42	35.56	43.77	27.88
净利润增长率	15.20	51.69	30.65	26.75
盈利能力 (%)				
毛利率	23.41	23.33	23.93	24.24
净利率	6.85	8.03	8.45	8.63
总资产收益率 ROA	6.42	8.01	9.11	9.92
净资产收益率 ROE	9.61	12.87	14.63	15.93
偿债能力				
流动比率	1.91	2.04	2.09	2.13
速动比率	1.30	1.53	1.60	1.69
现金比率	1.09	1.32	1.38	1.47
资产负债率 (%)	33.15	37.81	37.72	37.74
经营效率				
应收账款周转天数	16.33	18.12	18.12	18.12
存货周转天数	58.41	53.00	50.00	46.00
总资产周转率	1.02	1.09	1.15	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	1.18	1.78	2.33	2.95
每股净资产	12.24	13.86	15.93	18.55
每股经营现金流	2.43	3.27	3.59	4.59
每股股利	0.17	0.26	0.34	0.43
估值分析				
PE	45	29	23	18
PB	4.3	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	24.76	19.22	14.56	11.67
股息收益率 (%)	0.32	0.49	0.64	0.81

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	101	155	202	256
折旧和摊销	60	69	72	82
营运资金变动	48	80	48	70
经营活动现金流	211	284	311	397
资本开支	-221	-27	-84	-90
投资	-30	0	0	0
投资活动现金流	-251	-8	-84	-90
股权募资	2	0	0	0
债务募资	115	47	-9	0
筹资活动现金流	88	8	-53	-53
现金净流量	48	283	174	255

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026