

千味央厨 (001215.SZ)

直营渠道收入快速增长，经营势能持续向上

买入

核心观点

公司公布 2023 年三季报业绩：2023 年前三季度实现营业总收入 13.28 亿元，同比增长 28.88%，实现归母净利润 0.94 亿元，同比增长 35.29%，实现扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长 28.04%；其中第三季度实现营业总收入 4.77 亿元，同比增长 25.04%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 60.35%，实现扣非归母净利润 0.30 亿元，同比增长 24.57%。

直营渠道收入实现高速增长，下游宴席场景修复明显。分渠道看，公司第三季度直营渠道整体实现收入增长约 40%，其中大客户百胜中国、华莱士均获得较高增速；第三季度经销渠道收入增长约 15%，下游宴席场景修复明显，团餐增速逐渐恢复，社会餐饮渠道受到消费环境弱复苏一定负面影响。分产品看，由于竞品品类逐渐丰富带来竞争加剧，第三季度油条品类收入在高基数之上实现平稳增长；第三季度大单品蒸煎饺收入延续高增长；春卷和米糕第三季度收入增速较快，有望成为公司下一阶段大单品。

盈利能力保持稳定。2023 年第三季度公司毛利率 22.41%（同比增加 0.7pcts），维持稳定水准。公司已采取对部分原材料锁价的措施对冲原料价格波动，我们预计 2023 年第四季度和 2023 年毛利率保持稳定或略有提升。2023 年第三季度公司实现销售费用率/管理费用率 4.1%/8.1%，同比 -0.2pcts/+0.7pcts，净利率同比增加 1.8pcts 至 8.0%，主要系政府补助增加，扣非归母净利率同比保持平稳。

产品、渠道结构优化有望优化利润，预制菜与 C 端事业部开拓方向明晰。下半年进入宴席旺季，公司积极推进经销渠道发展，一方面经销渠道收入增速有望进一步改善，另一方面毛利率较高的经销渠道拓展以及产品结构调整有望对利润端产生正向影响。预制菜方面，子公司御制菜公司规划围绕大客户专注于定制化半成品，此外千味央厨还会针对宴席渠道推出适宜单品。C 端事业部目标进入大型新零售体系，目前在盒马、便利系统进展顺利。

风险提示：下游餐饮需求恢复不佳，行业竞争加剧，成本大幅上行。

投资建议：考虑到今年经济恢复速度慢于预期，我们下调此前对于明年的收入预测，预计 2023/24 收入为 19.2/23.7 亿元（前次为 19.2/24.1 亿元），同比+28.7%/+23.8%，考虑到今年利润率保持平稳且政府补助有所增加，我们上调今年利润预测，预计 2023/24 年归母净利润为 1.4/1.7 亿元（前次为 1.3/1.7 亿元），同比+34.8%/+23.2%，当前股价对应 2023/2024 年 33/27 倍 P/E，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,274	1,489	1,916	2,372	2,873
(+/-%)	34.9%	16.9%	28.7%	23.8%	21.1%
净利润(百万元)	88	102	137	169	203
(+/-%)	15.5%	15.2%	34.8%	23.2%	19.7%
每股收益(元)	1.02	1.18	1.59	1.95	2.34
EBIT Margin	9.0%	8.3%	8.4%	8.5%	8.8%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	9.6%	11.7%	12.9%	13.8%
市盈率 (PE)	51.4	44.6	33.1	26.9	22.5
EV/EBITDA	32.4	30.4	21.6	17.7	15.0
市净率 (PB)	4.77	4.29	3.88	3.48	3.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 食品加工

证券分析师：张向伟

证券分析师：刘匀召

0755-81981072

zhangxiangwei@guosen.com.cn

liuyunzhao@guosen.com.cn

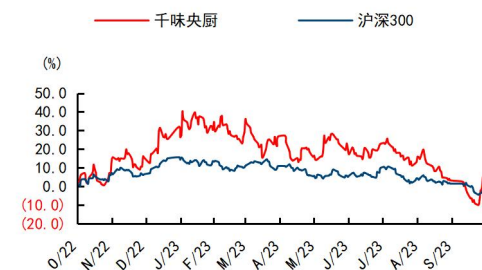
S0980523090001

S0980523070005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	59.50 元
总市值/流通市值	5155/2691 百万元
52 周最高价/最低价	82.98/50.50 元
近 3 个月日均成交额	38.30 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《千味央厨 (001215.SZ) - 中国领先的餐饮渠道速冻面米制品供应商》——2023-01-03

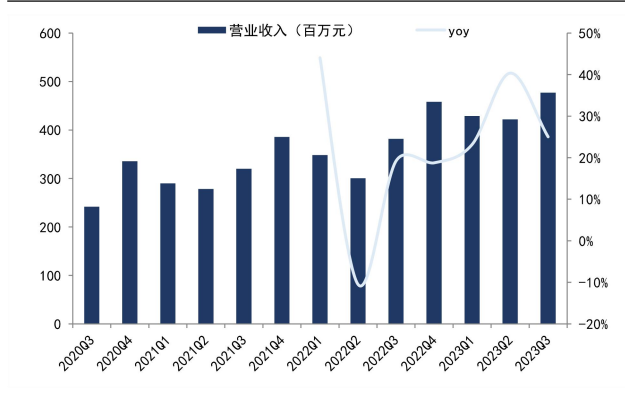
公司公布 2023 年三季报业绩：2023 年前三季度实现营业总收入 13.28 亿元，同比增长 28.88%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比增长 35.29%；其中第三季度实现营业总收入 4.77 亿元，同比增长 25.04%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 60.35%。

直营渠道收入实现高增，下游宴席场景修复明显。分渠道看，公司第三季度直营渠道整体实现收入增长约 40%，其中大客户百胜中国、华莱士均获得较高增速；第三季度经销渠道收入增长约 15%，下游宴席场景修复明显，团餐增速逐渐恢复，社会餐饮渠道受到消费环境弱复苏一定负面影响。分产品看，由于竞品品类逐渐丰富带来竞争加剧，第三季度油条品类收入在高基数之上实现平稳增长；第三季度大单品蒸煎饺收入延续高增长；春卷和米糕第三季度收入增速较快，有望成为公司下一阶段大单品。

盈利能力保持稳定。2023 年第三季度公司毛利率 22.41%（同比增加 0.7pcts），维持稳定水准。公司已采取对部分原材料锁价的措施对冲原料价格波动，我们预计 2023 年第四季度和 2023 年毛利率保持稳定或略有提升。2023 年第三季度公司实现销售费用率/管理费用率 4.1%/8.1%，同比-0.2pcts/+0.7pct，净利率同比增加 1.8pcts 至 8.0%，主要系政府补助增加，扣非归母净利率同比保持平稳。

产品、渠道结构优化有望优化利润，预制菜与 C 端事业部方向明晰。下半年进入宴席旺季，公司积极推进经销渠道发展，一方面经销渠道收入增速有望进一步改善，另一方面毛利率较高的经销渠道拓展以及产品结构调整有望对利润端产生正向影响。预制菜方面，子公司御制菜公司规划围绕大客户专注于定制化半成品，此外千味央厨还会针对宴席渠道推出适宜单品。C 端事业部目标进入大型新零售体系，目前在盒马、便利系统进展顺利。

图1：千味央厨分季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：千味央厨分季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：千味央厨分季度毛利率变化

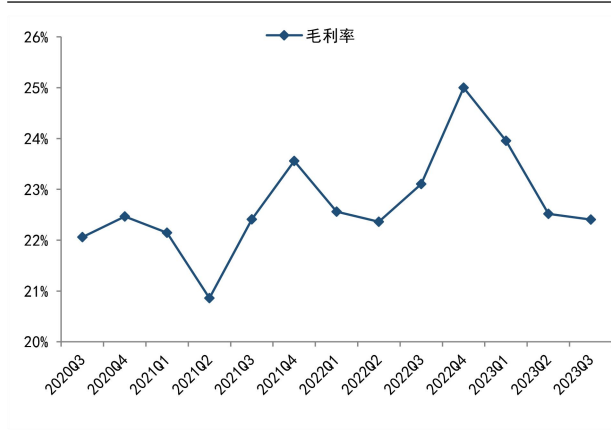
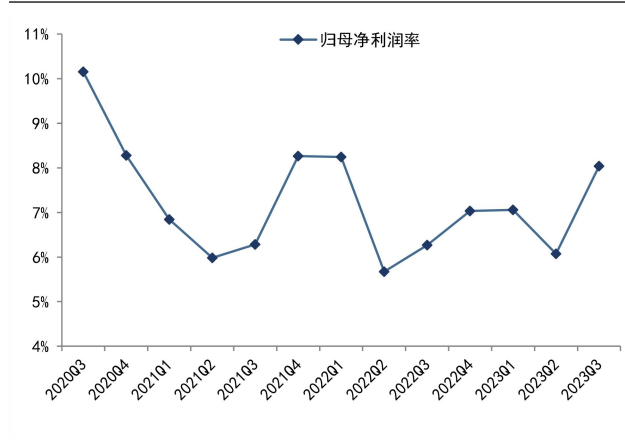


图4：千味央厨分季度净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司直营渠道恢复状况较好，已成为百胜中国策略供应商，新客户拓展进程顺利进行中，有望继续带来收入增量，我们略微上调 2023 年盈利预测。虽然疫情放开之后餐饮业有所恢复，但疫情后消费环境仍然较弱，消费信心仍处于逐步修复过程中，社会餐饮渠道需求恢复较为缓慢，因此我们下调对于 2024 年盈利预测。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.2/23.7 亿元（此前为 19.2/24.1 亿元）。受制于收入贡献较大的直营渠道毛利率相对较低，我们略微下调 23-24 年毛利率预测至 23.1%/23.2%（此前为 23.3%/23.7%）。综上，预计公司 23-24 年归母净利润为 1.4/1.7 亿元（此前为 1.3/1.7 亿元），同比+34.8%/+23.2%。

表1：千味央厨业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
千味央厨						
营业总收入	942	1,270	1,483	1,916	2,372	2,873
YoY	6.0%	34.7%	16.8%	29.2%	23.8%	21.1%
毛利率	21.5%	22.1%	23.2%	23.1%	23.2%	23.5%
直营						
收入（百万元）	337	511	517	770	995	1,221
YoY	-7.6%	51.6%	1.3%	48.8%	29.3%	22.7%
毛利率	23.2%	23.1%	21.1%	20.8%	21.0%	21.0%
经销						
收入（百万元）	605	759	966	1,140	1,368	1,642
YoY	15.5%	25.4%	27.3%	18.0%	20.0%	20.0%
毛利率	20.6%	21.4%	24.2%	24.3%	24.3%	24.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表2：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）		现预测（调整后）		调整幅度	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1902	2412	1916	2372	14	-40
收入同比增速%	28.62%	26.81%	28.73%	23.77%	0.11%	-3.04%
毛利率%	23.3%	23.7%	23.1%	23.2%	-0.2%	-0.5%
销售费用率%	3.70%	3.90%	4.22%	4.22%	0.52%	0.32%
净利率%	6.78%	7.17%	7.17%	7.13%	0.38%	-0.04%
归母净利润（百万元）	129	173	137	169	8	-4
归母净利润同比增速%	34.38%	34.11%	34.76%	23.20%	0.38%	-10.91%
EPS（元）	1.49	2.00	1.59	1.95	0.10	-0.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				23E	24E	23E	24E		
001215	千味央厨	35.97	52.51	1.59	1.95	33.13	26.89	45.50	买入
603345	安井食品	24.18	114.02	5.08	5.91	22.45	19.28	334.41	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	332	381	248	288	466	营业收入	1274	1489	1916	2372	2873
应收款项	71	73	94	117	142	营业成本	989	1140	1473	1821	2199
存货净额	162	182	233	288	349	营业税金及附加	12	12	16	20	24
其他流动资产	29	33	42	52	63	销售费用	42	58	81	100	121
流动资产合计	593	670	617	744	1019	管理费用	107	139	167	206	249
固定资产	636	733	959	1066	1063	研发费用	9	16	18	23	28
无形资产及其他	38	38	36	35	33	财务费用	5	2	2	2	0
投资性房地产	73	116	116	116	116	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	30	30	30	30	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	0	0
资产总计	1341	1587	1759	1991	2261	其他收入	(7)	(13)	(3)	(8)	(23)
短期借款及交易性金融负债	25	27	0	0	0	营业利润	112	123	174	215	257
应付款项	144	191	244	302	366	营业外净收支	2	6	0	0	0
其他流动负债	157	132	168	208	252	利润总额	113	129	174	215	257
流动负债合计	326	350	412	509	618	所得税费用	26	28	38	47	56
长期借款及应付债券	35	146	146	146	146	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	26	29	29	29	29	归属于母公司净利润	88	102	137	169	203
长期负债合计	61	176	176	176	176	现金流量表（百万元）					
负债合计	388	526	588	685	793	净利润	88	102	137	169	203
少数股东权益	(0)	0	(1)	(2)	(4)	资产减值准备	0	(1)	(0)	(0)	(0)
股东权益	954	1061	1172	1308	1472	折旧摊销	38	44	76	94	105
负债和股东权益总计	1341	1587	1759	1991	2261	公允价值变动损失	(0)	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	5	2	2	2	0
每股收益	1.02	1.18	1.59	1.95	2.34	营运资本变动	(51)	(46)	8	10	11
每股红利	0.08	0.23	0.31	0.38	0.45	其它	(1)	(0)	(1)	(1)	(2)
每股净资产	11.01	12.24	13.52	15.10	16.99	经营活动现金流	74	100	220	272	317
ROIC	10.20%	8.62%	10%	12%	15%	资本开支	0	(139)	(300)	(200)	(100)
ROE	9.28%	9.61%	12%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	22%	23%	23%	23%	23%	投资活动现金流	0	(169)	(300)	(200)	(100)
EBIT Margin	9%	8%	8%	9%	9%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	12%	11%	12%	12%	12%	负债净变化	(20)	112	0	0	0
收入增长	35%	17%	29%	24%	21%	支付股利、利息	(7)	(20)	(26)	(33)	(39)
净利润增长率	16%	15%	35%	23%	20%	其它融资现金流	194	(67)	(27)	0	0
资产负债率	29%	33%	33%	34%	35%	融资活动现金流	141	118	(53)	(33)	(39)
股息率	0.1%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	现金净变动	215	49	(133)	39	178
P/E	51.4	44.6	33.1	26.9	22.5	货币资金的期初余额	117	332	381	248	288
P/B	4.8	4.3	3.9	3.5	3.1	货币资金的期末余额	332	381	248	288	466
EV/EBITDA	32.4	30.4	21.6	17.7	15.0	企业自由现金流	0	(45)	(90)	62	213
						权益自由现金流	0	(1)	(118)	60	213

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032