

**事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年实现营收 19.01 亿元，同比+27.69%；归母净利润 1.34 亿元，同比+31.43%；扣非净利润 1.23 亿元，同比+27.19%。单季度看，23Q4 实现营收 5.73 亿元，同比+25.02%；归母净利润 0.40 亿元，同比+23.15%；扣非净利润 0.40 亿元，同比+25.51%。24Q1 实现营收 4.63 亿元，同比+8.04%；归母净利润 0.35 亿元，同比+14.16%；扣非净利润 0.34 亿元，同比+14.05%。23 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金人民币 1.90 元（含税），派发现金股利占 23 年归母净利润的 54.55%。

**聚焦核心大单品，新品培育有序推进。**产品方面，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。23 年油炸/烘焙/蒸煮/菜肴及其他类产品收入分别 8.70/3.55/3.73/2.95 亿元，同比+24.23%/29.16%/26.41%/38.63%，其中油炸类产品增幅低于公司整体增幅，主要系油条在核心客户的增速放缓，且核心单品芝麻球现有市场占有率较高，增长空间有限；烘焙类产品增幅高于公司整体增幅，主要系公司 23 年加大产品结构调整力度，烘焙类产品有所增加；菜肴类以及其他增幅较快，主要系蒸煎饺和预制菜快速放量带来的积极影响。

**直营高势能延续，经销增长稳健。**渠道方面，23 年直营渠道实现收入 7.75 亿元，同比+49.89%，公司加大对大客户服务力度，截至 23 年底公司大客户数量为 197 家，同比+27.92%，并积极开发潜力餐饮客户。23 年经销渠道实现收入 11.18 亿元，同比+15.73%，公司加大培育核心经销商，23 年前 20%经销商销售额同比+18.43%；此外开发有合适渠道的经销商，23 年底经销商数量达 1541 个，同比+33.77%，新增部分主要为细分渠道经销商。

**毛利提升、费投增加，全年扣非净利率同比-0.03pcts。**23 年公司实现毛利率 23.70%，同比+0.29pcts，预计主要系成本端有所缓和。费用方面，23 年销售/管理/研发/财务费用率分别 4.68%/8.43%/1.11%/0.31%，同比+0.76/-0.91/+0.05/+0.20pcts，销售费用率同比提升主因拓展销售业务增加相关人员、线上平台推广投入等影响。23 年实现扣非净利率 6.46%，同比-0.03pcts。

**投资建议：**展望看，大 B 端公司与头部客户绑定加深，供应品类持续突破；小 B 端开发早餐、团餐等场景，提高产品铺货率，带动销量提升。预计公司 2024-2026 年营收分别为 22.2/27.1/32.5 亿元，同比增长 16.9%/21.9%/20.0%，归母净利润分别为 1.7/2.1/2.5 亿元，同比增长 25.2%/22.9%/21.1%；当前市值对应 PE 分别为 21/17/14X，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，原材料价格大幅上涨，食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,901	2,222	2,709	3,251
增长率 (%)	27.7	16.9	21.9	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	134	168	207	250
增长率 (%)	31.4	25.2	22.9	21.1
每股收益 (元)	1.35	1.69	2.08	2.52
PE	27	21	17	14
PB	2.9	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**35.91 元**

**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师 张玲玉**

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

## 相关研究

1.干味央厨 (001215.SZ) 2023 年三季报点评：头部客户绑定加深，小 B 成长提速-2023/10/25

2.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

3.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

4.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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,901	2,222	2,709	3,251
营业成本	1,450	1,692	2,069	2,478
营业税金及附加	15	18	22	26
销售费用	89	100	122	146
管理费用	160	182	222	267
研发费用	21	22	27	33
EBIT	168	209	250	305
财务费用	6	5	-4	-7
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	161	204	254	311
营业外收支	13	14	14	14
利润总额	174	218	268	325
所得税	42	50	62	75
净利润	133	168	207	250
归属于母公司净利润	134	168	207	250
EBITDA	238	283	330	388

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	282	1,076	1,244	1,503
应收账款及票据	104	112	136	164
预付款项	9	10	12	15
存货	228	259	316	379
其他流动资产	27	37	40	43
流动资产合计	651	1,493	1,749	2,103
长期股权投资	29	29	29	29
固定资产	919	969	1,019	1,019
无形资产	75	75	75	75
非流动资产合计	1,158	1,223	1,270	1,268
资产合计	1,809	2,716	3,019	3,371
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	222	282	345	413
其他流动负债	154	269	326	389
流动负债合计	376	551	671	802
长期借款	184	184	184	184
其他长期负债	33	41	41	41
非流动负债合计	218	225	225	225
负债合计	593	776	896	1,027
股本	87	99	99	99
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,216	1,940	2,123	2,344
负债和股东权益合计	1,809	2,716	3,019	3,371

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	27.69	16.88	21.92	20.03
EBIT 增长率	33.68	24.92	19.36	21.81
净利润增长率	31.43	25.22	22.92	21.06
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.70	23.83	23.63	23.77
净利润率	7.06	7.57	7.63	7.70
总资产收益率 ROA	7.42	6.19	6.85	7.42
净资产收益率 ROE	11.05	8.67	9.74	10.67
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.73	2.71	2.61	2.62
速动比率	1.04	2.18	2.08	2.10
现金比率	0.75	1.95	1.85	1.87
资产负债率 (%)	32.80	28.57	29.67	30.46
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	15.64	17.05	16.49	16.61
存货周转天数	51.00	51.80	50.00	50.45
总资产周转率	1.12	0.98	0.94	1.02
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.35	1.69	2.08	2.52
每股净资产	12.24	19.54	21.38	23.61
每股经营现金流	2.00	3.70	3.16	3.66
每股股利	0.19	0.24	0.29	0.35
<b>估值分析</b>				
PE	27	21	17	14
PB	2.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.68	10.67	9.16	7.78
股息收益率 (%)	0.53	0.66	0.81	0.99

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	133	168	207	250
折旧和摊销	70	73	80	83
营运资金变动	-12	126	33	35
经营活动现金流	199	367	313	363
资本开支	-244	-115	-109	-63
投资	-48	0	0	0
投资活动现金流	-292	-118	-109	-63
股权募资	0	579	0	0
债务募资	24	0	0	0
筹资活动现金流	-5	544	-36	-41
现金净流量	-98	793	169	259

## 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。	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