

千味央厨（001215.SZ）/食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年4月30日

评级：买入（维持）

市场价格：35.91元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

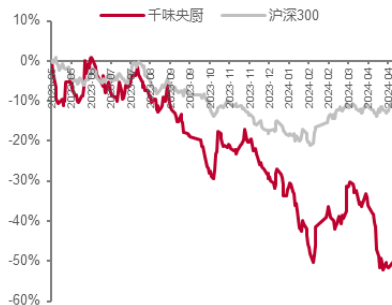
执业证书编号：S0740519080002

E-mail: xiongxw@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	99
流通股本(百万股)	46
市价(元)	35.91
市值(百万元)	3,565
流通市值(百万元)	1,643

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,489	1,901	2,233	2,619	3,052
增长率 yoy%	17%	28%	17%	17%	17%
净利润(百万元)	102	134	161	200	256
增长率 yoy%	15%	32%	20%	25%	28%
每股收益(元)	1.03	1.35	1.62	2.02	2.58
每股现金流量	2.12	2.00	2.31	-0.94	5.88
净资产收益率	10%	11%	12%	13%	14%
P/E	35.0	26.5	22.2	17.8	13.9
P/B	3.4	2.9	2.6	2.3	2.0

备注：股价选取2024年4月29日收盘价

投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报与2024年一季报。2023年，公司实现营业总收入19.01亿元，同比+27.69%；归母净利润1.34亿元，同比+31.43%。4Q23，公司实现营业总收入5.73亿元，同比+25.02%；实现归母净利润0.4亿元，同比+23.15%。1Q24，公司实现营业总收入4.63亿元，同比+8.04%；实现归母净利润0.35亿元，同比+14.16%。
- **大客户引领增长，批发渠道稳步推进。**从渠道来看，2023年公司加大对大客户的服务力度，截至2023年12月底，公司大客户数量为197家，同比增加27.92%。另外公司积极开发潜力餐饮客户，2023年，公司直营模式销售额为77,519.11万元，同比增幅为49.89%。2023年公司加大对核心经销商培育和支撑的效果明显，2023年前20%经销商销售额同比增速为18.43%，高于公司经销商渠道的整体收入增速。2023年底，公司经销商数量为1,541个，同比增幅为33.77%，新增部分主要为细分渠道经销商。从产品来看，2023年公司油炸类营业收入8.70亿元，同比增长24.23%；烘焙类营业收入3.55亿元，同比增长29.16%；蒸煮类营业收入3.73亿元，同比增长26.41%；菜肴类及其他营业收入2.95亿元，同比增长38.63%。1Q24业绩增速有所放缓，预计主要系：1Q23高基数、消费环境较为疲软、大B端市场竞争加剧。
- **规模效应逐步体现，盈利能力有所提升。**伴随规模生产优势显现与产品结构调整，整体毛利率有所提升。2023年，公司直营/经销业务毛利率分别同比-0.11/+0.81pcts至21.01/25.06%，油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类产品毛利率分别同比+0.25/-0.50/-1.79/+3.55pcts至21.78/22.71/24.64/27.48%。1Q24，公司毛利率同比+1.49pct至25.45%。1Q24，公司销售/管理/研发/财务费用率同比+0.81/+0.53/+0.24/-0.37pct至5.89%/8.35%/1.06%/-0.13%，费用投放略有加大。
- **产品渠道双轮驱动，长期具备成长性。**渠道方面，在直营大客户层面，百胜中国是公司深耕大客户的样板，未来公司将围绕海底捞、华莱士、老乡鸡等大客户，不断提升服务能力，有针对性的研发、上新各类产品，拓宽产品线。在服务好现有大客户的同时，逐步开拓新兴小吃、快餐、咖啡、茶饮连锁类客户。在经销商渠道上，公司继续服务和支撑核心经销商做强做大，开发餐饮渠道商。产品方面，公司继续围绕油条类、蒸煎饺类、烘焙类、米糕类四大优势产品线，稳固自身在油条产品上的领先地位，同时加大其他大单品的开发和推广力度，争取在未来3-5年内形成3-5个亿元核心大单品。
- **投资建议：**维持“买入”评级。根据年报与一季报，考虑到消费环境与餐饮场景缓慢修复及激烈竞争，我们预计公司24-26年营收分别为22.33/26.19/30.52亿元（前次24/25年分别为25.58/32.68亿元），净利润分别为1.61/2.00/2.56亿元（前次24/25年分别为2.06/2.73亿元）。维持“买入”评级。
- **风险提示：**新客拓展不及预期、市场竞争加剧、食品安全事件。

图表 1: 千味央厨三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	282	467	325	855	营业收入	1,901	2,233	2,619	3,052
应收票据	5	0	0	0	营业成本	1,450	1,703	1,986	2,290
应收账款	99	111	125	140	税金及附加	15	20	22	26
预付账款	9	14	13	16	销售费用	89	103	118	134
存货	228	272	683	470	管理费用	160	185	215	247
合同资产	0	0	0	0	研发费用	21	25	29	34
其他流动资产	27	55	56	62	财务费用	6	3	2	0
流动资产合计	651	919	1,202	1,543	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	29	29	29	29	公允价值变动收益	-1	0	0	0
固定资产	919	852	790	733	投资收益	-1	0	0	0
在建工程	41	41	41	41	其他收益	3	3	3	3
无形资产	75	81	91	105	营业利润	161	198	250	323
其他非流动资产	93	99	104	109	营业外收入	14	14	14	14
非流动资产合计	1,158	1,102	1,055	1,017	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,809	2,021	2,257	2,560	利润总额	174	211	263	336
短期借款	0	0	0	0	所得税	41	50	63	80
应付票据	0	0	0	0	净利润	133	161	200	256
应付账款	222	280	333	390	少数股东损益	-2	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	135	161	200	256
合同负债	6	14	11	14	NOPLAT	137	163	202	256
其他应付款	88	88	88	88	EPS (按最新股本摊薄)	1.35	1.62	2.02	2.58
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	50	53	56	60	主要财务比率				
流动负债合计	376	445	498	562	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	184	184	184	184	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	27.7%	17.5%	17.3%	16.5%
其他非流动负债	33	33	33	33	EBIT增长率	37.4%	18.8%	24.1%	27.0%
非流动负债合计	218	218	218	218	归母公司净利润增长率	31.8%	19.6%	24.6%	27.9%
负债合计	593	663	716	779	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,215	1,358	1,541	1,780	毛利率	23.7%	23.7%	24.2%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	7.0%	7.2%	7.6%	8.4%
所有者权益合计	1,216	1,359	1,542	1,780	ROE	11.0%	11.8%	13.0%	14.4%
负债和股东权益	1,809	2,021	2,257	2,560	ROIC	12.4%	13.5%	15.1%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率	32.8%	32.8%	31.7%	30.4%
现金流量表					债务权益比	18.7%	16.7%	14.7%	12.8%
					流动比率	1.7	2.1	2.4	2.7
					速动比率	1.1	1.5	1.0	1.9
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2
经营活动现金流	199	229	-93	584	应收账款周转天数	16	17	16	16
现金收益	205	242	278	330	应付账款周转天数	51	53	56	57
存货影响	-46	-43	-411	213	存货周转天数	51	53	87	91
经营性应收影响	-38	-12	-13	-18					
经营性应付影响	29	58	52	58	每股指标 (元)				
其他影响	49	-16	1	1	每股收益	1.35	1.62	2.02	2.58
投资活动现金流	-292	-24	-29	-36	每股经营现金流	2.00	2.31	-0.94	5.88
资本支出	-331	-18	-23	-30	每股净资产	12.24	13.68	15.53	17.93
股权投资	1	0	0	0	估值比率				
其他长期资产变化	38	-6	-6	-6	P/E	27	22	18	14
融资活动现金流	-5	-20	-20	-18	P/B	3	3	2	2
借款增加	21	0	0	0	EV/EBITDA	119	100	86	71
股利及利息支付	-23	-38	-41	-52					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-3	18	21	34					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。