



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 28 日

基础数据

04 月 25 日收盘价 (元)	27.08
总市值 (亿元)	26.31
总股本 (亿股)	0.97

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】千味央厨 24H1 财报点评: Q2 收入基数压力大, 实际盈利能力维持改善-2024.08.28

【兴证食饮】千味央厨 23 年报&24Q1 季报点评: 关注长期经营质地, 短期经历策略修正阵痛-2024.05.03

分析师: 沈昊

S0190525010006  
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 林佳雯

S0190522070009  
linjiawen95@xyzq.com.cn

## 千味央厨(001215.SZ) 竞争制约, 业绩承压

投资要点:

**事件:** 公司公告 2024 年报&25Q1 季报, 2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 18.68/0.84 /0.83 亿元, 同比-1.71%/-37.67%/-32.57%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 5.04/0.02/0.01 亿元, 同比-11.93%/-94.65%/-96.42%。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 4.70/0.21/0.21 亿元, 同比+1.50%/-37.98%/-37.71%, 业绩低于预期。

**其他大客户贡献提升, 小 B 端竞争仍较为激烈。**2024 年公司收入同比-1.71%, 拆分开来看: 1) 直营收入同比+4.34%, 前五大客户收入同比-1.18%, 其中百胜收入同比-10.73%, 收入占比同比-1.95pct 至 19.30%, 此外盒马超越老乡鸡成为前五大客户, 但直营收入整体呈现个位数增长, 除前五大外的单个直营客户收入体量同比+45.09%; 2) 经销收入同比-6.04%, 前五大经销商收入同比-11.58%, 其中经销商数量同比净增 412 家至 1953 家, 余下非前五大经销商平均收入体量同比-25.29%, 主要系小 B 渠道竞争加剧所致。25Q1 收入同比+1.50%, 预计与其他直营客户服务力度的加大有关。

**渠道价格竞争加剧, 毛利率同比承压。**24 全年毛利率为 23.66%, 同比-0.04pct, 直营/经销毛利率分别为 20.02%/25.97%, 同比-0.99pct/+0.91pct, 直营毛利率同比下降, 预计与餐饮企业降本增效向上游供应商要利润有关, 经销渠道毛利率同比提升, 预计与新品的推广放量提振有关。

**毛利率下降, 费用投入提升, 盈利能力持续承压。**2024 年归母净利率 4.48%, 同比-2.58pct, 毛利率下降, 叠加费用投入提升, 盈利能力同比承压, 2024 年总费率 16.24%, 同比+1.71pct, 销售/管理/研发/财务费率 5.40%/9.66%/1.27%/-0.08%, 同比+0.72pct/+1.22pct/+0.16pct/-0.39pct。25Q1 归母净利率 4.56%, 同比-2.90pct, 25Q1 总费率 17.77%, 同比+2.60pct, 销售/管理/研发/财务费率 8.01%/8.74%/1.00%/0.01%, 同比+2.12pct/+0.39pct/-0.06pct/+0.15pct。

**盈利预测与投资建议:** 我们根据最新财报, 调整了盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入为 19.88/21.59/24.09 亿元, 同比+6.4%/+8.6%/+11.6%, 归母净利润为 0.99/1.09/1.22 亿元, 同比+18.4%/+10.2%/+11.9%, 对应 2025 年 4 月 25 日收盘价, PE 估值为 27/24/22x, 公司中长期大 B 端客户服务能力、小 B 端的新品挖掘优势不改, 当前位置更应关注公司的长期经营质地, 维持“增持”评级。

风险提示: B 端客户降本诉求加剧下份额竞争加剧; 新品推广不及预期; 成本大幅上涨; 味宝整合不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1868	1988	2159	2409
同比增长	-1.7%	6.4%	8.6%	11.6%
归母净利润 (百万元)	84	99	109	122
同比增长	-37.7%	18.4%	10.2%	12.0%
毛利率	23.7%	23.7%	23.7%	23.8%
ROE	4.6%	5.2%	5.4%	5.7%
每股收益 (元)	0.86	1.02	1.12	1.26
市盈率	31.4	26.6	24.1	21.5

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 18.68/0.84 /0.83 亿元，同比-1.71%/-37.67%/-32.57%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 5.04/0.02/0.01 亿元，同比-11.93%/-94.65%/-96.42%。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 4.70/0.21/0.21 亿元，同比+1.50%/-37.98%/-37.71%，业绩低于预期。

## 点评

**其他大客户贡献提升，小 B 端竞争仍较为激烈。**2024 年公司收入同比-1.71%，拆分来看：1）直营收入同比+4.34%，前五大客户收入同比-1.18%，其中百胜收入同比-10.73%，收入占比同比-1.95pct 至 19.30%，与百胜分散供应商，向上游索要一定利润空间有关，华莱士收入同比-15.22%，与华莱士自身关店调整有关，海底捞、瑞幸、盒马收入同比+51.69%、+195.41%、+302.02%，主要系千味供应产品增加、覆盖门店范围提升，此外盒马超越老乡鸡成为前五大客户，但直营收入整体呈现个位数增长，主要系公司加大对其他直营大客户的服务力度，除前五大外的单个直营客户收入体量同比+45.09%，合计贡献增量 6175.32 万元；2）经销收入同比-6.04%，前五大经销商收入同比-11.58%，其中经销商数量同比净增 412 家至 1953 家，余下非前五大经销商平均收入体量同比-25.29%，主要系小 B 渠道竞争加剧所致。24Q4 收入同比-11.93%，预计与高基数及市场竞争加剧有关，25Q1 收入同比+1.50%，预计与其他直营客户服务力度的加大有关，大 B 端餐饮恢复仍较为平稳，小 B 端餐饮价格竞争仍较为激烈。

**渠道价格竞争加剧，毛利率同比承压。**24 全年毛利率为 23.66%，同比-0.04pct，直营/经销毛利率分别为 20.02%/25.97%，同比-0.99pct/+0.91pct，直营毛利率同比下降，预计与餐饮企业降本增效向上游供应商要利润有关，经销渠道毛利率同比提升，预计与新品的推广放量提振有关。24Q4 毛利率为 22.04%，同比-3.42pct，25Q1 毛利率为 24.42%，同比-1.03pct，毛利率同比两个季度维持下降，预计与旺季价格竞争，大 B（毛利率较低）收入占比提升有关。

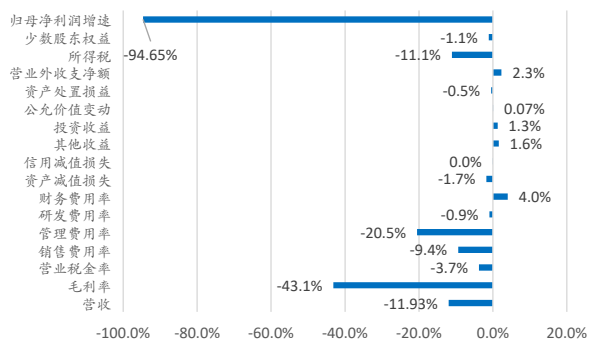
**毛利率下降，费用投入提升，盈利能力持续承压。**2024 年归母净利率 4.48%，同比-2.58pct，毛利率下降，叠加费用投入提升，盈利能力同比承压，2024 年总费率 16.24%，同比+1.71pct，销售/管理/研发/财务费率 5.40%/9.66%/1.27%/-0.08%，同比+0.72pct/+1.22pct/+0.16pct/-0.39pct，销售费率提升，主要系销售职工薪酬同比+11.71%、仓储费同比+7.98%，管理费率提升，主要系管理职工薪酬同比

+15.38%，折旧摊销同比+9.88%。24Q4 归母净利率 0.42%，同比-6.56pct，24Q4 股权激励费用计提造成一定扰动，若不考虑激励影响，24Q4 归母净利率为 3.75%，同比-3.24pct，毛利率下降、费用率提升，盈利能力承压。25Q1 归母净利率 4.56%，同比-2.90pct，25Q1 总费率 17.77%，同比+2.60pct，销售/管理/研发/财务费率 8.01%/8.74%/1.00%/0.01%，同比+2.12pct/+0.39pct/-0.06pct/+0.15pct。

**盈利预测与投资建议:** 公司为速冻面米餐饮供应链第一股，直营大客户合作稳定，经销小 B 端客户持续扩张，叠加以销定产带来的高周转、研发创新带来的高附加值，股权激励目标托底，预计公司将实现收入的稳健增长，及盈利能力的平稳。我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 19.88/21.59/24.09 亿元，同比 +6.4%/+8.6%/+11.6%，归母净利润为 0.99/1.09/1.22 亿元，同比+18.4%/+10.2%/+11.9%，对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 估值为 27/24/22x，公司中长期大 B 端客户服务能力、小 B 端的新品挖掘优势不改，当前位置更应关注公司的长期经营质地，维持“增持”评级。

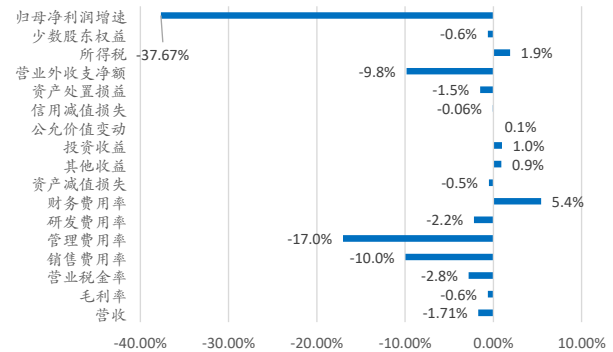
**风险提示:** B 端客户降本诉求加剧下份额竞争加剧；新品推广不及预期；成本大幅上涨；味宝整合不及预期。

图1、24Q4 归母净利润同比增速贡献分拆



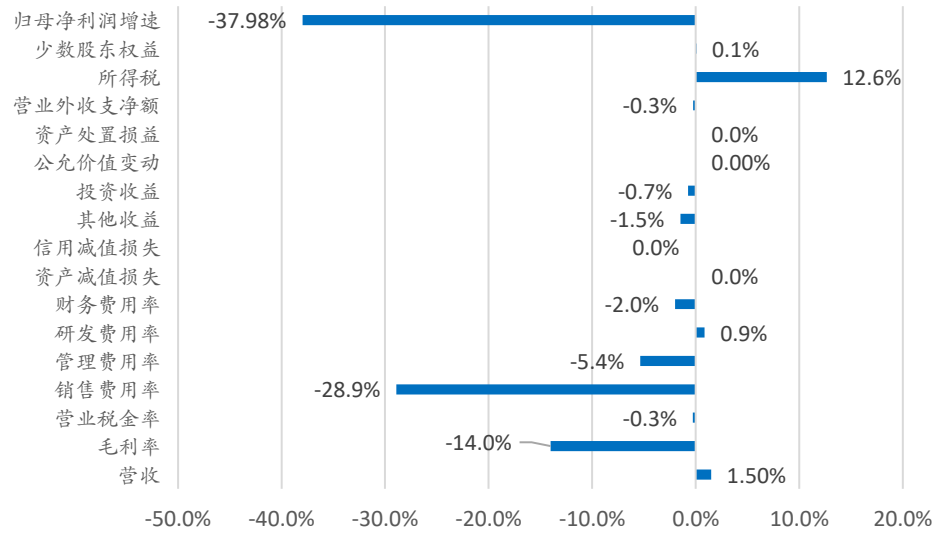
数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>931</b>	<b>839</b>	<b>888</b>	<b>994</b>
货币资金	477	378	369	404
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	115	112	125	139
预付款项	7	9	9	10
存货	274	266	293	329
其他	59	74	92	112
<b>非流动资产</b>	<b>1391</b>	<b>1577</b>	<b>1712</b>	<b>1802</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1045	1182	1288	1345
在建工程	177	190	204	224
无形资产	73	83	93	100
商誉	10	13	17	19
其他	85	108	110	113
<b>资产总计</b>	<b>2322</b>	<b>2416</b>	<b>2600</b>	<b>2796</b>
<b>流动负债</b>	<b>377</b>	<b>400</b>	<b>431</b>	<b>482</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	251	253	276	310
其他	127	147	155	172
<b>非流动负债</b>	<b>123</b>	<b>103</b>	<b>154</b>	<b>185</b>
长期借款	78	56	106	136
其他	45	47	48	49
<b>负债合计</b>	<b>500</b>	<b>503</b>	<b>586</b>	<b>667</b>
股本	99	97	97	97
未分配利润	591	669	755	852
少数股东权益	0	-1	-3	-4
<b>股东权益合计</b>	<b>1822</b>	<b>1913</b>	<b>2014</b>	<b>2129</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>2322</b>	<b>2416</b>	<b>2600</b>	<b>2796</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	84	99	109	122
折旧和摊销	83	140	185	229
营运资金的变动	-54	17	-27	-21
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>133</b>	<b>254</b>	<b>266</b>	<b>332</b>
资本支出	-329	-294	-307	-305
长期投资	20	-5	-5	-6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-309</b>	<b>-322</b>	<b>-316</b>	<b>-316</b>
债权融资	-113	-22	51	31
股权融资	590	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>370</b>	<b>-31</b>	<b>41</b>	<b>18</b>
现金净变动	193	-98	-9	35

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>1868</b>	<b>1988</b>	<b>2159</b>	<b>2409</b>
营业成本	1426	1517	1647	1835
税金及附加	19	18	19	22
销售费用	101	109	112	129
管理费用	180	192	209	229
研发费用	24	25	29	30
财务费用	-2	1	2	2
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>122</b>	<b>129</b>	<b>143</b>	<b>166</b>
营业外收支	0	3	5	3
<b>利润总额</b>	<b>121</b>	<b>132</b>	<b>148</b>	<b>168</b>
所得税	38	34	40	47
净利润	83	98	108	121
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>84</b>	<b>99</b>	<b>109</b>	<b>122</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.86</b>	<b>1.02</b>	<b>1.12</b>	<b>1.26</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-1.7%	6.4%	8.6%	11.6%
营业利润增长率	-24.5%	6.0%	10.8%	16.0%
归母净利润增长率	-37.7%	18.4%	10.2%	12.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.7%	23.7%	23.7%	23.8%
归母净利率	4.5%	5.0%	5.1%	5.1%
ROE	4.6%	5.2%	5.4%	5.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.5%	20.8%	22.5%	23.9%
流动比率	2.47	2.10	2.06	2.06
速动比率	1.58	1.24	1.16	1.14
<b>营运能力</b>				
资产周转率	90.5%	83.9%	86.1%	89.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.86	1.02	1.12	1.26
每股经营现金	1.37	2.62	2.74	3.42
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	31.4	26.6	24.1	21.5
PB	1.4	1.4	1.3	1.2

### 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>