

千味央厨 (001215.SZ)

经营短期承压，期待需求恢复

2024 年公司收入/归母净利润同比-1.7%/-37.7%，全年直营渠道稳健增长，经销渠道承压，利润端系股份支付费用拖累。25Q1 收入/归母净利润同比+1.5%/-38.0%，公司积极围绕零售新势力，开发定制化产品加以合作，直营渠道增速有望加快，经销渠道稳定大盘，与经销商协同有质量的增长，期待后续季度收入改善。考虑到今年行业竞争有所加剧，结合公司经营目标，我们调整 25-26 年 EPS 预测为 0.97、1.08 元，对应 25 年 27 倍 PE，维持“增持”评级。

- 事件：公司发布 24 年年报和 25 年一季报，2024 年实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 18.7/0.8/0.8 亿元，同比-1.7%/-37.7%/-32.6%，单 Q4 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.0/0.02/0.01 亿元，同比-11.9%/-94.7%/-96.4%，Q4 利润大幅下滑系股权所得税率上升拖累。25Q1 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 4.7/0.2/0.2 亿元，同比+1.5%/-38.0%/-37.7%。
- 24 年直营大 B 渠道稳健增长，经销渠道承压。分渠道看，24 年公司直营渠道实现收入 8.1 亿元，同比+4.3%，直营客户收入占比进一步提升；经销渠道实现收入 10.5 亿元，同比-6.0%。分产品看，24 年主食类、小食类、烘焙甜品类收入分别为 9.1/4.4/3.7 亿元，同比-6.9%/-13.8%/持平，其中小食类下滑明显；冷冻调理菜肴类增长迅速，24 年收入 1.4 亿元，同比增长 273%，其他业务收入为 894.38 万元，同比+18.75%。
- 24 年毛利率稳定，受股份支付费用影响归母净利率下滑 2.6pct。24 年公司毛利率 23.7%，同比-0.04pct，成本端原料价格基本平稳，毛利率保持稳定，销售/管理费用率分别为 5.4%/9.7%，同比+0.72pct/+1.22pct，管理费用上升系股份支付费用影响，24 年实现归母净利率 4.5%，同比-2.6pct，盈利能力有所下降。
- 25Q1 直营实现正增长，经销渠道仍有下滑，费用投入上升盈利能力承压。25Q1 收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+1.5%/-38.0%/-37.7%，分渠道看，直营模式收入约 2.8 亿，同比上涨 7%，经销模式营业收入约 2.3 亿，同比-3.92%，受小 B 类餐饮表现偏弱影响，经销渠道收入仍有承压，公司积极开拓新零售、会员制商超等新客户，直营渠道增长稳健。25Q1 公司毛利率同比-1.0pct 至 24.4%，系直营渠道占比上升影响，销售/管理费用率分别同比+2.1pct/+0.4pct，小 B 端费用投入略有上升，Q1 实现归母净利率 4.6%，同比-2.9pct。
- 投资建议：经营短期承压，期待需求恢复。24 年公司收入/归母净利润同比-1.7%/-37.7%，全年直营渠道稳健增长，经销渠道承压，利润端系股份支付费用拖累。25Q1 收入/归母净利润同比+1.5%/-38.0%，公司积极围绕零售新势力，开发定制化产品加以合作，直营渠道增速有望加快，经销渠道稳定大盘，与经销商协同有质量的增长，期待后续季度收入改善。考虑到今年行业竞争有所加剧，结合公司经营目标，我们调整 25-26 年 EPS 预测为 0.97、1.08 元，对应 25 年 27 倍 PE，维持“增持”评级。

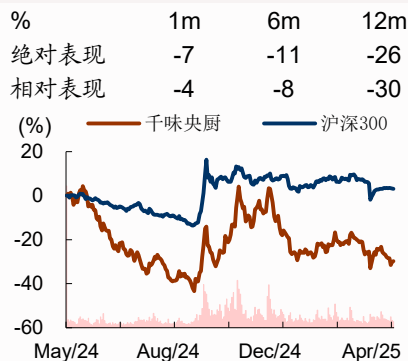
增持（维持）

消费品/食品饮料
目标股价：NA
当前股价：26.54 元

基础数据

总股本（百万股）	97
已上市流通股（百万股）	97
总市值（十亿元）	2.6
流通市值（十亿元）	2.6
每股净资产（MRQ）	19.0
ROE（TTM）	3.8
资产负债率	19.8%
主要股东	共青城城之集企业管理咨询
主要股东持股比例	41.05%

股价表现



相关报告

- 《千味央厨 (001215) —Q3 直营客户端短期承压，经销渠道环比改善》2024-10-30
- 《千味央厨 (001215) —Q2 小 B 渠道承压，期待 H2 改善》2024-08-28
- 《千味央厨 (001215) —小 B 增长稳健，大 B 短期承压》2024-04-29

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

□ 风险提示：需求下行、成本波动、行业竞争阶段性加剧等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1901	1868	2015	2158	2299
同比增长	28%	-2%	8%	7%	7%
营业利润(百万元)	161	122	120	134	149
同比增长	31%	-25%	-1%	11%	12%
归母净利润(百万元)	134	84	94	105	117
同比增长	32%	-38%	13%	11%	12%
每股收益(元)	1.38	0.86	0.97	1.08	1.21
PE	19.2	30.8	27.3	24.6	22.0
PB	2.1	1.4	1.3	1.2	1.2

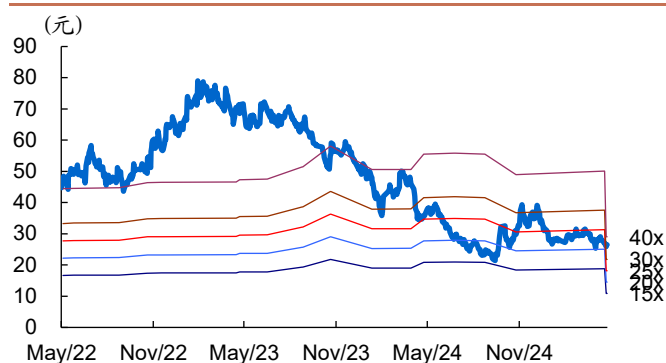
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	422	477	573	463	429	472	504	470	1901	1868
二、营业总成本	393	439	520	421	398	443	488	444	1742	1749
其中: 营业成本	327	370	427	346	322	366	393	356	1450	1426
营业税金及附加	3	4	4	5	4	5	5	5	15	19
营业费用	20	19	28	27	22	23	28	38	89	101
管理费用	37	39	51	39	45	44	53	41	160	180
研发费用	4	5	8	5	6	6	7	5	21	24
财务费用	1	2	2	-1	-1	0	0	0	6	-2
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
三、其他经营收益	0	0	1	1	0	0	2	0	2	3
公允价值变动收益	0	0	2	1	0	1	2	0	3	4
投资收益	0	0	-1	0	0	0	0	0	-1	0
其他收益	-1	0	-1	0	0	0	0	0	-1	0
四、营业利润	29	38	53	44	32	29	18	27	161	122
加: 营业外收入	3	12	-1	1	0	0	1	1	15	3
减: 营业外支出	0	0	1	1	1	1	1	0	1	3
五、利润总额	32	50	52	44	31	28	17	27	174	121
减: 所得税	7	12	12	10	7	6	15	6	42	38
六、净利润	25	38	39	34	24	22	2	21	133	83
减: 少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	0	0	-2	-1
七、归属母公司净利润	26	38	40	35	25	22	2	21	134	84
EPS	0.26	0.39	0.41	0.36	0.25	0.23	0.02	0.22	0.79	0.31
主要比率										
毛利率	22.5%	22.4%	25.5%	25.4%	25.0%	22.4%	22.0%	24.4%	23.7%	23.7%
主营税金率	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	0.8%	1.0%
营业费率	4.7%	4.1%	4.9%	5.9%	5.1%	4.9%	5.6%	8.0%	4.7%	5.4%
管理费费率	8.8%	8.1%	8.9%	8.3%	10.5%	9.3%	10.5%	8.7%	8.4%	9.7%
营业利润率	6.9%	8.0%	9.3%	9.5%	7.4%	6.1%	3.5%	5.6%	8.5%	6.5%
实际税率	21.1%	23.5%	23.8%	22.5%	22.0%	21.9%	88.3%	21.4%	23.9%	31.6%
净利率	6.1%	8.0%	7.0%	7.5%	5.8%	4.7%	0.4%	4.6%	7.1%	4.5%
YoY										
收入增长率	40.4%	25.0%	25.0%	8.0%	1.6%	-1.2%	-11.9%	1.5%	27.7%	-1.7%
营业利润增长率	40.0%	26.6%	32.3%	8.1%	8.4%	-25.4%	-66.8%	-39.5%	30.6%	-24.5%
净利润增长率	50.3%	60.4%	24.1%	14.2%	-3.4%	-42.1%	-94.7%	-38.0%	31.8%	-37.7%

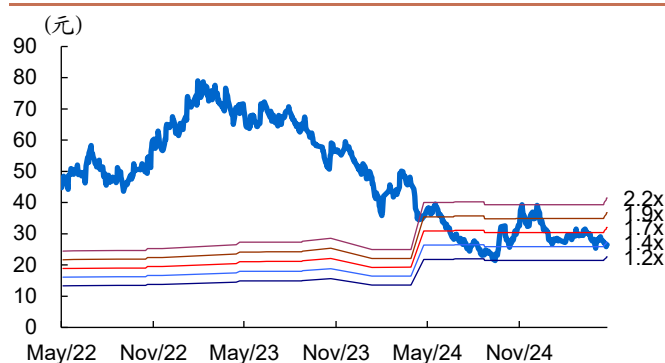
资料来源: 公司报表、招商证券

图 1: 千味央厨历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 千味央厨历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《千味央厨（001215）—Q3 直营客户端短期承压，经销渠道环比改善》2024-10-30
- 2、《千味央厨（001215）—Q2 小 B 渠道承压，期待 H2 改善》2024-08-28
- 3、《千味央厨（001215）—小 B 增长稳健，大 B 短期承压》2024-04-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	651	931	1132	1233	1386
现金	282	477	667	737	857
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	0	0	0	0
应收款项	99	115	105	113	120
其它应收款	4	5	6	6	7
存货	228	274	287	307	327
其他	32	61	66	70	75
非流动资产	1158	1391	1403	1415	1388
长期股权投资	29	0	0	0	0
固定资产	919	1045	1069	1092	1074
无形资产商誉	86	83	75	67	61
其他	124	263	259	256	253
资产总计	1809	2322	2535	2649	2774
流动负债	376	377	396	415	435
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	222	251	271	290	309
预收账款	6	7	8	9	9
其他	148	119	117	117	117
长期负债	218	123	123	123	123
长期借款	184	78	78	78	78
其他	33	45	45	45	45
负债合计	593	500	519	538	557
股本	87	99	99	99	99
资本公积金	552	1081	1182	1182	1182
留存收益	576	641	736	831	938
少数股东权益	0	(0)	(1)	(2)	(4)
归属于母公司所有者权益	1215	1822	2017	2113	2220
负债及权益合计	1809	2322	2535	2649	2774

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	199	133	187	172	183
净利润	133	83	93	104	116
折旧摊销	66	81	87	87	88
财务费用	9	3	(1)	(2)	(3)
投资收益	1	(0)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(8)	(50)	12	(15)	(15)
其它	(2)	15	(1)	2	2
投资活动现金流	(292)	(309)	(96)	(96)	(56)
资本支出	(245)	(330)	(100)	(100)	(60)
其他投资	(47)	20	4	4	4
筹资活动现金流	(5)	370	100	(7)	(7)
借款变动	(14)	(157)	(2)	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	35	529	101	0	0
股利分配	(15)	(16)	0	(9)	(11)
其他	(11)	2	1	2	3
现金净增加额	(98)	193	191	69	120

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1901	1868	2015	2158	2299
营业成本	1450	1426	1542	1649	1755
营业税金及附加	15	19	20	22	23
营业费用	89	101	115	121	124
管理费用	160	180	197	211	224
研发费用	21	24	24	27	28
财务费用	6	(2)	(1)	(2)	(3)
资产减值损失	1	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	3	4	4	4	4
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	161	122	120	134	149
营业外收入	15	3	3	3	3
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	174	121	120	133	149
所得税	42	38	26	29	33
少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	134	84	94	105	117

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	28%	-2%	8%	7%	7%
营业利润	31%	-25%	-1%	11%	12%
归母净利润	32%	-38%	13%	11%	12%
获利能力					
毛利率	23.7%	23.7%	23.5%	23.6%	23.7%
净利率	7.1%	4.5%	4.7%	4.9%	5.1%
ROE	11.8%	5.5%	4.9%	5.1%	5.4%
ROIC	9.6%	4.9%	4.6%	4.8%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	32.8%	21.5%	20.5%	20.3%	20.1%
净负债比率	10.7%	3.5%	3.1%	2.9%	2.8%
流动比率	1.7	2.5	2.9	3.0	3.2
速动比率	1.1	1.7	2.1	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
存货周转率	7.1	5.7	5.5	5.5	5.5
应收账款周转率	22.3	17.1	18.3	19.8	19.7
应付账款周转率	7.0	6.0	5.9	5.9	5.9
每股资料(元)					
EPS	1.38	0.86	0.97	1.08	1.21
每股经营净现金	2.05	1.37	1.93	1.77	1.88
每股净资产	12.51	18.75	20.76	21.75	22.85
每股股利	0.17	0.00	0.10	0.11	0.12
估值比率					
PE	19.2	30.8	27.3	24.6	22.0
PB	2.1	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	11.9	13.9	12.9	12.2	11.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。