

2023年04月27日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

**证券分析师**

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

**证券分析师**

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

总股本(万股)	10000
流通A股/B股(万股)	2,650/0
资产负债率(%)	4.10%
市净率(倍)	4.89
净资产收益率(加权)	2.89%
12个月内最高/最低价	86/46

**相关研究**

1. 味知香（605089）：预制菜的领航者-20221103
2. 预制菜深度系列（一）：潮平两岸阔-20221103

# 味知香（605089）：B端恢复好于C端，关注边际改善

——公司简评报告

**投资要点**

➤ **事件：**（1）4月26日，公司发布2022年年度报告，2022年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为7.98、1.43、1.29亿元，分别同比增长4.40%、7.95%、4.98%。其中，2022Q4公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为1.91、0.33、0.29亿元，分别同比-1.67%、+8.98%、4.56%。

（2）同时，公司发布一季度报告，2023年Q1公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为2.02、0.36、0.35亿元，分别同比+8.61%、-0.17%、+13.41%。

（3）同时，公司拟向全体股东每10股派送现金红利人民币8.00元，拟以资本公积金向全体股东每10股转增3.8股。

**点评：**

➤ **营收：2022年受疫情影响业绩承压，公司拓店速度稳健**

（1）**分渠道：2022年加盟好于批发，2023年新店型打通，B端加速。**整体看，2022年疫情同时影响B端客户经营情况以及C端开店情况，公司门店拓展有力，B端受到影响较大；2023年下游较强的餐饮复苏对居家餐饮消费造成一定影响，B端快速恢复，C端门店受到影响。拉长周期后，C端门店预计表现稳定，叠加C端更高效益街边店跑通、新商超客户拓展，以及B端的持续恢复，我们预计Q2公司业绩有望改善，下半年在产能扩张的背景下业绩存弹性。

**1>2022年C端量增，单店产出减少，B端疫情因素受损。**加盟店、经销店、批发渠道、直销及其他、电商渠道收入分别为4.26亿元（同比+22.71%，占比53.98%，下同）、1.27亿元（-2.71%，16.08%）、2.17亿元（-10.80%，27.49%）、0.11亿元（-40.29%，1.42%）、0.08亿元（-47.05%，1.02%）。**因拓店积极，在疫情持续对B端造成影响，以及疫情期间关店影响的情况下，公司占比最高的加盟业务维持相对较快的增长，其他业务受到一定影响。**①**加盟店数量快速增长。**疫情期间公司大力拓展渠道，年末公司加盟店、经销店、批发客户分别达1695家（净增+376，同比+29%、下同）、705家（+133，+23%）、442家（+61，+16%），加盟店数增长较快。②**单店产出有所降低，加盟相对稳健。**2022年平均加盟店、经销店、批发客户产出分别达25.11万元（-4.51%）、17.98万元（-21.06%）、49.04万元（-23.11%），**受疫情期间公司门店以及餐饮门店关闭影响，整体单店、单客户产出有所降低，但考虑到加盟店本身较经销店更加成熟、开店速度较快稀释，在疫情期间同店整体持平，加盟店单店产出相对稳健。**③**电商业务受损。**因物流运输及冷冻条件影响未大力开展导致销售额下降。

**2>2023Q1，B端实际复苏好于C端，并持续改善。**2023年Q1加盟店、经销店、批发渠道、直销及其他、电商渠道收入分别为1.08亿元（+7.91%，54.27%）、0.28亿元（-3.11%，14.02%）、0.52亿元（+6.14%，26.00%）、0.04亿元（+5.98%，2.17%）、0.01亿元（-50.67%，0.50%）。公司2023年Q1新增商超渠道，收入为0.06亿元。①**一季度渠道拓展积极。**因Q1预计全年消费恢复较强，门店客户拓展计划积极。2023Q1末公司加盟店、经销店、商超客户、批发客户分别达1733家（净增+42家，下同）、698家（+21家）、41家（+4家）452家（+15家）。公司新增商超团队，负责商超业务管理。②**门店同店受到一定影响。**考虑到2022年门店数量快速扩张，加盟、经销增速相对有限，同店恢复较弱，整体门店端平

均产出较去年同期有所降低为核心原因，与餐饮复苏的挤出效应有关。③B端恢复较好。基于下游餐饮快速复苏，公司B端的酒店、乡厨业务恢复成为主要驱动力，此外社会小餐饮、团餐也逐步贡献增量。预计4月公司B端业务望进一步改善。

**(2) 分品类**，2022年公司牛肉类、家禽类、猪肉类、羊肉类、鱼类、虾类收入分别达3.35亿元（同比-5.78%，占比42.45%，下同）、1.24亿元（+18.14%，15.71%）、0.55亿元（+30.29%，6.95%）、0.14亿元（-6.40%，1.80%）、1.13亿元（+14.53%，14.31%）、1.03亿元（+6.95%，13.12%）。2023Q1牛肉类、家禽类、猪肉类、羊肉类、鱼类、虾类收入分别达0.79亿元（+7.18%，39.37%）、0.31亿元（+13.39%，15.35%）、0.15亿元（+12.77%，7.44%）、0.04亿元（+4.74%，2.10%）、0.31亿元（+10.46%，15.29%）、0.28亿元（-5.34%，13.99%）。2022年公司水产和家禽类保持较高增长，其他类增速较快。2023年基于消费降级现象（预计与餐饮复苏的挤出效应有关），低单价产品增长整体好于高单价产品。

**(3) 分区域**，2022年华东、华中、华北、华南、西南、东北收入分别达7.49亿元（+3.42%，94.99%）、0.23亿元（+53.26%，2.92%）、0.08亿元（+6.57%，0.85%）、0.01亿元（+271.61%，0.14%）、0.07亿元（-1.86%，0.92%）、0.00亿元（+414.66%，0.07%）。2023Q1年华东、华中、华北、华南、西南、东北收入分别达1.90亿元（+7.79%，94.98%）、0.05亿元（+16.32%，2.67%）、0.02亿元（+32.70%，0.97%）、0.00亿元（+17.52%，0.11%）、0.02亿元（+31.11%，1.24%）、0.00亿元（-78.77%，0.03%）。公司销售区域主要集中在华东地区，逐步向外围区域扩张，其中2022年华中地区较上年有较大提升，东北、西北地区销售额较小，2023Q1华东以外区域恢复态势整体较好。

- **毛利率：2022年毛利略有下滑，2023年Q1毛利提升。**2022年公司毛利率为24.08%（-1.03pct）。2022年毛利率同比下行，主因2022年原材料成本（主要是进口的牛肉成本）上涨，公司整体业务毛利率保持健康。2023年Q1毛利率扭转2022年毛利率下滑的趋势，同比、环比明显回升，预计主要与Q1生产成本回落有关。2023年Q1公司毛利率为26.20%（同比+1.39pct，环比+2.49pct）。因牛肉成本于去年底下降明显，公司已锁价，同时其他肉类成本主要为国内生产，同时生产周期较短，今年原材料成本压力预计小于去年。
- **费用：2022年电商业务营收下降带动销售费率回落明显，公司加大研发投入。**2022年公司期间费率为6.11%（-1.54pct），销售、管理、财务、研发费率分别为3.85%（-0.88pct）、3.90%（-0.59pct）、-2.07%（-0.20pct）、0.43%（+0.13pct）。2022年电商费用减少导致销售费用同比下降，公司研发费用同比增长51.63%，公司2022年研发投入力度加大，人员增加导致研发费用大幅上升。随着不断加大研发投入，公司有望满足客户个性化、多元化的升级需求，从而带动销售增长，推动业绩提升。2023年Q1公司期间费率为8.02%（+1.30pct），销售、管理、财务、研发费率分别为4.31%（+0.21pct）、4.59%（+0.83pct）、-1.40%（+0.19pct）、0.51%（+0.08pct）。
- **展望：2023年弹性较强，门店型预制菜长期容易孕育大企业**

**(1) 公司：BC存弹性，产能快速拓展。**①**门店渠道**，一方面，2023年公司门店望迎来老店优化，实现对CD级别的门店升级改造提升店效，另一方面，在持续快速拓店的基础上，门店模式也从农贸市场加盟店，逐渐发展街边店及商超店中店，打开门店空间。②**批发渠道**，此前公司批发渠道主要是酒店、乡厨以及少量的食堂业务，今年批发渠道会新增社会小餐饮以及学校、单位食堂的业务开发。③**产能端**，目前公司产能饱和，吴淞江工厂投入使用后，产能将得到扩充，解决产能瓶颈问题。公司原有厂房规划产能为1.5万吨/年，新厂房规划产能为5万吨/年，新厂房产能先进行部分投产，后期根据生产运营情况逐步释放，对业绩提升带来有效支撑。

**(2) 行业：预制菜相对刚需，趋势持续向上。**在成本节约、便利性、标准化刚需以及地域保护（较远区域需要重新建厂和拓展渠道）的推动，结合冷链物流能力持续提升的背景下，

B端客户需求强劲，渗透率有望持续提升。较低的教育成本叠加短期成本回落，C端盈利稳健。B、C端需求稳健，随着供给侧不断迭代，预制菜肴行业趋势长期持续向上。

**(3) 竞争：通过打造坚实壁垒。**在客户触达、研发速度、物流能力已经产生先发优势的情况下，单品型企业往往空间有限、竞争直接，多SKU的门店模式则对应空间整体更大，竞争相对有限；其次在预制菜C端行业初期，单品规模效应相对有限（相比大单品型速冻预制菜企业）、具有运输半径、相对强需求前提下，快速拓产进一步提升市场占有率的背景下，门店打造带来的门店盈利将成为拉开和竞争对手差距、并建立强有力壁垒的核心。借鉴海外预制菜发展，门店型预制菜具备单店盈利壁垒、多SKU对应更广阔市场的因素下，容易诞生大企业。

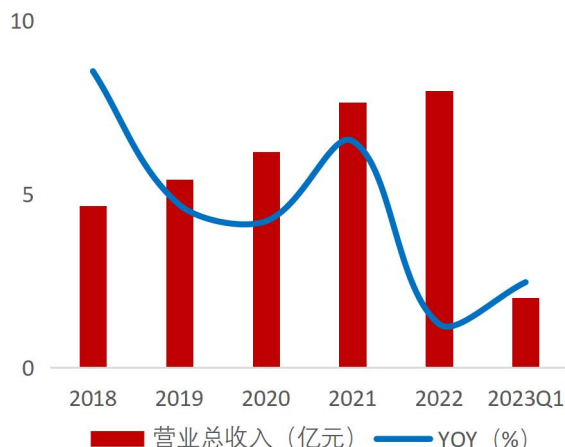
- **投资建议：**公司2023年产能逐渐投产，缓解产能不足压力。疫情影响减弱，B端客户有望逐渐复苏，我们对未来公司业绩长期看好，预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为1.81/2.34/2.80亿元，同比增速为26.29%/29.20%/19.92%，对应EPS为1.81/2.34/2.80元，对应P/E为34/26/22倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响；原材料成本影响；食品安全风险等。

#### 盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	798.29	1047.57	1359.00	1685.50
(+/-)(%)	4.40	31.23	29.73	24.03
归母净利润	143.18	180.82	233.63	280.17
(+/-)(%)	7.95	26.29	29.20	19.92
EPS(元)	1.43	1.81	2.34	2.80
P/E	42.66	33.78	26.14	21.80

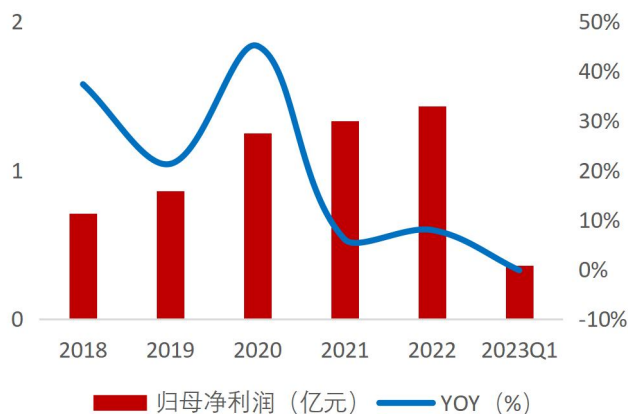
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月26日

图 1 2018-2023 年 Q1 公司营收及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

图 2 2018-2023 年 Q1 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

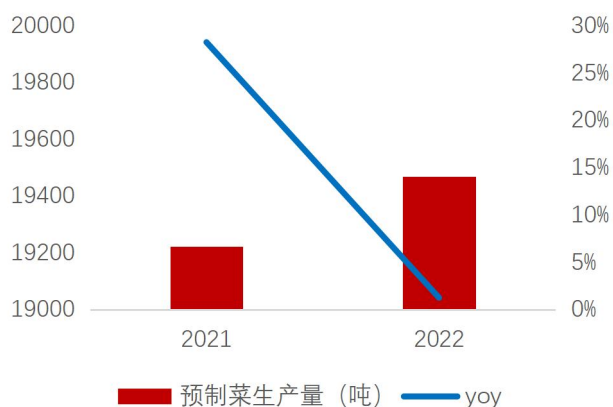
表 1 味知香分产品、地区、渠道的销售收入、增速及毛利率 (亿元)

小类	项目	2021	2022	2023Q1
分产品	收入	3.55	3.35	0.79
	牛肉类			
	同比增速	15.22%	-5.78%	7.18%
	毛利率	26.93%	23.07%	-
	收入	1.05	1.24	0.31
	家禽类			
	同比增速	24.93%	18.14%	13.39%
	毛利率	25.89%	27.64%	-
	收入	0.58	0.55	0.15
	猪肉类			
	同比增速	30.69%	-5.23%	12.77%
	毛利率	27.57%	30.29%	-
	收入	0.15	0.14	0.04
	羊肉类			
	同比增速	-	-6.40%	4.74%
	毛利率	20.54%	22.79%	-
	收入	0.98	1.13	0.31
	水产鱼类			
同比增速	9.17%	14.53%	10.46%	
毛利率	24.06%	24.45%	-	
收入	0.97	1.03	0.28	
水产虾类				
同比增速	38.09%	6.95%	-5.34%	
毛利率	17.44%	16.40%	-	
收入	0.26	0.45	0.13	
其他类				
同比增速	43.53%	72.47%	33.95%	
毛利率	25.90%	28.16%	-	
分地区	收入	7.24	7.49	1.90
	华东地区			
	同比增速	21.68%	3.42%	7.79%
	毛利率	25.04%	23.86%	-
	收入	0.00	0.01	0.00
	华南地区			
	同比增速	1610.00%	271.61%	17.52%
	毛利率	21.86%	26.32%	-
	收入	0.07	0.08	0.02
华北地区				
同比增速	-14.10%	6.57%	32.70%	
毛利率	25.98%	24.89%	-	

	收入	0.15	0.23	0.05
华中地区	同比增速	121.71%	53.26%	16.32%
	毛利率	26.37%	24.96%	-
	收入	0.00	0.00	-
西北地区	同比增速	-34.84%	-65.67%	-
	毛利率	26.82%	38.44%	-
	收入	0.07	0.07	0.02
西南地区	同比增速	64.58%	-1.86%	31.11%
	毛利率	25.50%	22.16%	-
	收入	0.00	0.00	0.00
东北地区	同比增速	-	414.66%	-78.77%
	毛利率	27.15%	28.91%	-
	收入	3.47	4.26	1.1
加盟店	同比增速	8.37%	22.71%	7.91%
	毛利率	26.01%	25.04%	-
	收入	1.30	1.27	0.28
经销店	同比增速	24.30%	-2.71%	-3.11%
	毛利率	25.36%	25.56%	-
	收入	2.43	2.17	0.52
分渠道 批发渠道	同比增速	31.50%	-10.80%	6.14%
	毛利率	24.72%	20.38%	-
	收入	0.19	0.11	0.04
直销及其他	同比增速	267.54%	-40.29%	5.98%
	毛利率	28.50%	27.52%	-
	收入	0.15	0.08	0.01
电商渠道	同比增速	-	-47.05%	-50.67%
	毛利率	2.94%	26.93%	-

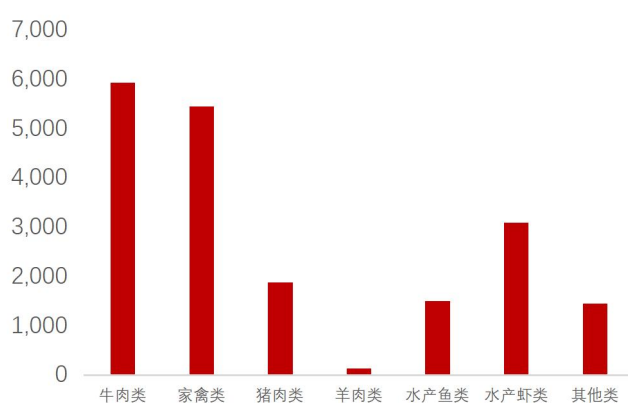
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图3 2021-2022 预制菜生产量（吨）



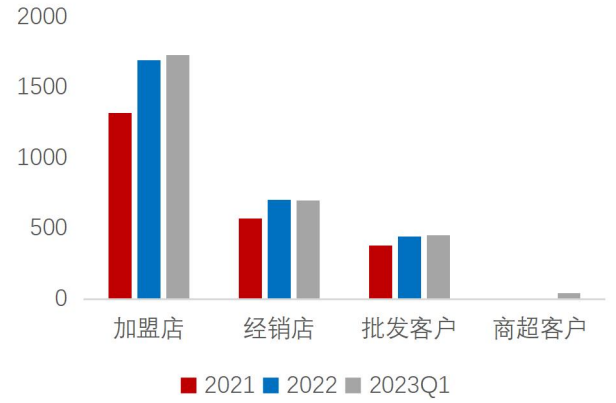
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图4 2022 年各产品生产量（吨）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 5 2021-2023Q1 客户数量（家）



资料来源：公司公告，东海证券研究所



## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1100.34</b>	<b>1175.72</b>	<b>1332.88</b>	<b>1514.89</b>
现金	805.32	824.24	971.06	1086.22
应收账款	5.67	9.50	10.18	14.23
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	53.17	56.18	85.67	90.21
存货	32.53	84.48	63.50	122.33
<b>非流动资产</b>	<b>204.42</b>	<b>228.09</b>	<b>245.93</b>	<b>262.23</b>
固定资产	11.29	58.77	98.05	280.21
无形资产	9.49	9.44	9.25	9.06
<b>资产总计</b>	<b>1304.75</b>	<b>1403.81</b>	<b>1578.82</b>	<b>1777.11</b>
<b>流动负债</b>	<b>84.90</b>	<b>59.88</b>	<b>73.85</b>	<b>78.53</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	17.23	22.13	30.43	33.81
<b>非流动负债</b>	<b>6.09</b>	<b>3.59</b>	<b>1.09</b>	<b>-1.41</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>90.99</b>	<b>63.47</b>	<b>74.94</b>	<b>77.12</b>
股本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	650.50	650.50	650.50	650.50
留存收益	463.26	589.84	753.38	949.50
归属母公司股东权益	1213.76	1340.34	1503.88	1700.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>1304.75</b>	<b>1403.81</b>	<b>1578.82</b>	<b>1777.11</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>157.01</b>	<b>63.85</b>	<b>215.82</b>	<b>194.08</b>
净利润	143.18	180.82	233.63	280.17
折旧摊销	3.87	4.50	7.61	10.46
财务费用	0.43	-15.38	-15.94	-15.66
投资损失	-16.64	-14.00	-14.90	-14.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>187.84</b>	<b>-6.36</b>	<b>-14.84</b>	<b>-10.53</b>
资本支出	0.01	-27.15	-26.35	-26.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-102.63</b>	<b>-38.58</b>	<b>-54.15</b>	<b>-68.39</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	20.12	468.33	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>242.22</b>	<b>18.92</b>	<b>146.82</b>	<b>115.16</b>

## 利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>798.29</b>	<b>1047.57</b>	<b>1359.00</b>	<b>1685.50</b>
营业成本	606.04	787.35	1021.31	1266.30
营业税金及附加	2.30	3.02	3.92	4.86
营业费用	30.73	40.33	52.31	64.88
管理费用	31.14	40.87	53.01	65.75
财务费用	-16.50	-15.38	-15.94	-15.66
其他收益	0.40	-3.40	1.70	-0.85
投资净收益	15.81	14.00	14.90	14.45
<b>营业利润</b>	<b>159.93</b>	<b>201.99</b>	<b>260.98</b>	<b>312.97</b>
<b>利润总额</b>	<b>159.95</b>	<b>202.01</b>	<b>261.00</b>	<b>312.99</b>
所得税	16.77	21.19	27.37	32.82
<b>净利润</b>	<b>143.18</b>	<b>180.82</b>	<b>233.63</b>	<b>280.17</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>143.18</b>	<b>180.82</b>	<b>233.63</b>	<b>280.17</b>
EBITDA	147.68	782.51	967.89	1127.73

## 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4%	31%	30%	24%
营业利润	13%	26%	29%	20%
归属母公司净利润	8%	26%	29%	20%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24%	25%	25%	25%
净利率	18%	17%	17%	17%
ROE	12%	13%	16%	16%
ROIC	107%	85%	72%	83%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	7%	5%	5%	4%
流动比率	1296%	1963%	1805%	1929%
速动比率	1258%	1822%	1719%	1773%
<b>营运能力</b>				
应收账款周转率	138.12	138.12	138.12	138.12
应付账款周转率	49.76	53.22	51.71	52.47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.43	1.81	2.34	2.80
每股经营现金	1.57	0.64	2.16	1.94
每股净资产	12.14	13.40	15.04	17.00
<b>估值比率</b>				
P/E	42.66	33.78	26.14	21.80
P/B	5.03	4.56	4.06	3.59
EV/EBITDA	42.59	26.55	19.50	15.63

资料来源：wind，东海证券研究所，2023年4月26日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8621）20333619  
 传真：（8621）50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8610）59707105  
 传真：（8610）59707100  
 邮编：100089