



2023年08月31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

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2023/08/30
收盘价	40.17
总股本(万股)	13,800
流通A股/B股(万股)	3,657/0
资产负债率(%)	7.12%
市净率(倍)	4.59
净资产收益率(加权)	5.97
12个月内最高/最低价	85.77/37.43



相关研究

1. 味知香 (605089): B端恢复好于C端, 关注边际改善-20230427
2. 味知香 (605089): 预制菜的领航者-20221103
3. 预制菜深度系列(一): 潮平两岸阔-20221103

需求切换, B端好于C端

——味知香 (605089) 公司简评报告

投资要点

- **事件:** 8月28日, 公司发布中报业绩, 2023年H1公司营业收入达4.17亿元 (+10.30%), 归母净利润为0.75亿元 (+6.12%)。其中, 2023Q2营业收入2.15亿元 (+11.94%), 归母净利润0.39亿元 (+12.59%)。
- **点评: C端承压, B端稳健增长。第一, 基于疫情恢复后, 餐饮场景对居家餐饮场景的替代, 公司B端明显好于C端, C端单店、开店受到一定影响, 预计下半年有望逐步提速, B端维持较快增长。第二, 受消费降级趋势影响, 低货值的家禽类和鱼类增速较高, 因此公司积极调整研发方向, 将推出更多低货值产品应对市场变化。第三, 新工厂已在试生产阶段, 同时提前储备人员与开拓市场匹配产能释放, 下半年能有效满足市场需求。**
- **营收端: B端恢复快, 商超、批发开拓环比加速。(1) 分渠道:** 2023H1加盟店、经销店、批发渠道、直销及其他、电商渠道收入分别为2.25亿元 (同比9.93%, 占比53.94%, 下同)、0.54亿元 (-16.03%, 12.93%)、1.13亿元 (+14.52%, 27.07%)、0.10亿元 (+41.25%, 2.37%)、0.01亿元 (-59.39%, 0.36%)。其中Q2加盟、批发及直销渠道环比提速, 批发渠道单二季度增速环比提升16.64pct, 主要系随着线下餐饮复苏, 公司加大了对酒店餐饮、学校及单位食堂等的开发; 直销单二季度增速环比提升84.63pct。2023年新增的商超渠道上半年收入为0.14亿元。①**持续积极拓展渠道, 商超、批发开拓环比加速。**2023Q2持续积极拓展门店, 2023H1公司拥有1773家加盟店 (较2023Q1净增+40家, 下同), 经销店716家 (+18家), 商超客户51家 (+10家), 批发客户496家 (+44家)。
- **(2) 分品类: 低货值产品表现更优。**2023H1公司牛肉类、家禽类、猪肉类、羊肉类、虾类、鱼类分别达1.71亿元 (同比+11.95%, 占比40.99%, 下同)、0.66亿元 (+15.16%, 15.72%)、0.29亿元 (+9.70%, 6.91%)、0.09亿元 (+38.87%, 2.15%)、0.53亿元 (+0.02%, 12.69%)、0.63亿元 (+18.74%, 15.21%)。Q2肉禽类和水产品同比增速分别为16.97%和17.70%。具体产品来看, 羊肉同比增速高主要由于基数低, 同时受消费降级影响, 低货值的家禽类、鱼类同比增速也较高。此外, 募投项目已在试生产阶段, 随着下半年正式投产, 产能将逐步释放, 供给端能有效满足市场需求。
- **(3) 分区域: 华东区域为最主要市场。**2023H1华东、华中、西南、华南、华北、东北的收入分别为3.95亿元 (同比+9.96%, 占比94.71%, 下同)、0.12亿元 (+13.19%, 2.92%)、0.06亿元 (+66.08%, 1.37%)、0.00亿元 (-38.46%, 0.09%)、0.04亿元 (-0.27%, 0.89%), 0.00亿元 (-79.56%, 0.02%)。
- **利润端: 成本下降毛利率提升, 净利率环比改善。①毛利率:** 2023H1毛利率为26.12% (+1.72pct), 其中Q2毛利率为26.04%, 环比下降0.16pct。上半年毛利率提升主要受益于今年牛肉价格下降。②**净利率:** 2023H1净利率为17.91% (-0.71pct), 其中Q2净利率为18.18%, 环比上升0.56pct, 环比改善。
- **费用端: 提前储备人员与开拓市场匹配产能释放。**2023H1期间费用率为7.42% (+1.03pct), 其中销售费率4.29% (+0.56pct), 主要由于销售区域拓展及人员增加所致; 管理费率4.50% (+0.45pct), 主要系人员增加所致; 财务费率-1.36% (+0.03pct)、研发费率0.48% (+0.04pct), 主要系研发投入力度加大, 人员增加所致。整体来看, 公司为了匹配下半年产能的释放, 提前进行了人员储备和市场开拓, 能有效支撑业绩增长。

➤ **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，但因C端恢复及渠道拓展略低预期，我们调低盈利预测，我们预计2023/2024年公司归母净利润分别为1.60/2.10亿元，同比增速为11.79%/31.13%，对应EPS为1.16/1.52元，对应P/E为35/27倍，维持“买入”评级。

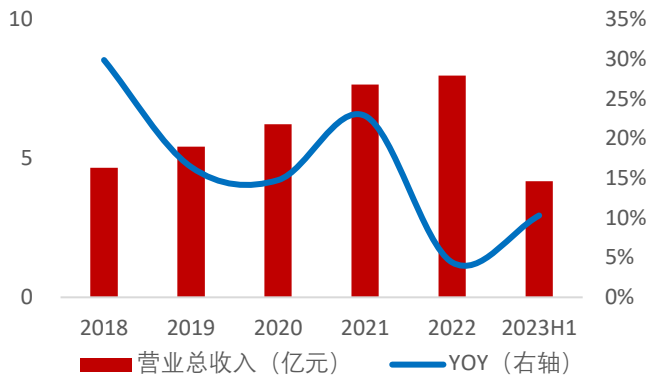
➤ **风险提示**：原材料成本风险；食品安全风险等。

盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	798.29	913.72	1190.09
(+/-)(%)	4.40	14.46	30.25
归母净利润	143.18	160.05	209.86
(+/-)(%)	7.95	11.79	31.13
EPS(元)	1.04	1.16	1.52
P/E	38.89	34.79	26.53

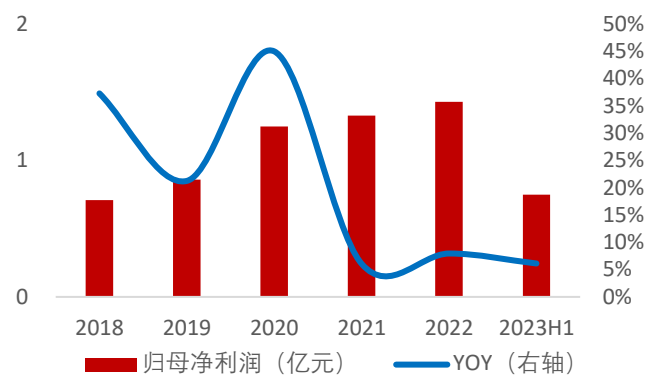
资料来源：wind，东海证券研究所，2023年8月30日

图1 2018-2023H1 营业收入及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图2 2018-2023H1 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	2023H1	
分产品	收入	3.55	3.35	1.71	
	牛肉类	同比增速	15.22%	-5.78%	11.95%
		毛利率	26.93%	23.07%	-
		收入	1.05	1.24	0.66
	家禽类	同比增速	24.93%	18.14%	15.16%
		毛利率	25.89%	27.64%	-
		收入	0.58	0.55	0.29
	猪肉类	同比增速	30.69%	-5.23%	9.70%
		毛利率	27.57%	30.29%	-
		收入	0.15	0.14	0.09
	羊肉类	同比增速	-	-6.40%	38.87%
		毛利率	20.54%	22.79%	-
		收入	0.98	1.13	0.63
	水产鱼类	同比增速	9.17%	14.53%	18.74%
		毛利率	24.06%	24.45%	-
		收入	0.97	1.03	0.53
	水产虾类	同比增速	38.09%	6.95%	0.02%
		毛利率	17.44%	16.40%	-
	收入	0.26	0.45	0.21	
其他类	同比增速	43.53%	72.47%	-18.32%	
	毛利率	25.90%	28.16%	-	
分地区	收入	7.24	7.49	3.95	
	华东地区	同比增速	21.68%	3.42%	9.96%
		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%	-38.46%
		毛利率	21.86%	26.32%	-
		收入	0.07	0.08	0.04
	华北地区	收入	0.07	0.08	0.04

		同比增速	-14.10%	6.57%	-0.27%
		毛利率	25.98%	24.89%	-
		收入	0.15	0.23	0.12
华中地区		同比增速	121.71%	53.26%	13.19%
		毛利率	26.37%	24.96%	-
		收入	0.00	0.00	0.00
西北地区		同比增速	-34.84%	-65.67%	-27.90%
		毛利率	26.82%	38.44%	-
		收入	0.07	0.07	0.06
西南地区		同比增速	64.58%	-1.86%	66.08%
		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%	-79.56%
		毛利率	27.15%	28.91%	-
		收入	3.47	4.26	2.25
分渠道	加盟店	同比增速	8.37%	22.71%	9.93%
		毛利率	26.01%	25.04%	-
		收入	1.30	1.27	0.54
经销店	同比增速	24.30%	-2.71%	-16.03%	
	毛利率	25.36%	25.56%	-	
	收入	2.43	2.17	1.13	
批发渠道	同比增速	31.50%	-10.80%	14.52%	
	毛利率	24.72%	20.38%	-	
	收入	0.19	0.11	0.10	
直销及其他	同比增速	267.54%	-40.29%	41.25%	
	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%	-59.39%	
	毛利率	2.94%	26.93%	-	

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
流动资产	1100.34	1193.97	1321.94
现金	805.32	986.99	1070.58
应收账款	5.67	7.56	9.67
应收票据	0.00	0.00	0.00
预付账款	53.17	40.45	81.42
存货	32.53	67.64	59.49
非流动资产	204.42	254.54	261.06
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产	11.29	10.44	31.23
无形资产	9.49	9.44	9.25
资产总计	1304.75	1448.51	1583.00
流动负债	84.90	81.12	71.20
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	17.23	16.47	28.69
非流动负债	6.09	3.59	1.09
长期借款	0.00	0.00	0.00
其他	6.09	3.59	1.09
负债合计	90.99	84.71	72.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	138.00	138.00
资本公积	650.50	650.50	650.50
留存收益	463.26	575.30	722.20
归属母公司股东权益	1213.76	1363.80	1510.70
负债和股东权益	1304.75	1448.51	1583.00

现金流量表

单位: 百万元	2022	2023E	2024E
经营活动现金流	157.01	117.14	144.89
净利润	143.18	160.05	209.86
折旧摊销	3.87	1.04	2.59
财务费用	0.43	-8.00	-12.25
投资损失	-16.64	-3.00	-9.40
营运资金变动	46.68	-32.95	-45.91
其他	-20.52	0.00	0.00
投资活动现金流	187.84	66.25	-10.60
资本支出	0.01	-50.15	-10.00
长期投资	0.00	0.00	0.00
其他	187.83	116.40	-0.60
筹资活动现金流	-102.63	-1.72	-50.71
短期借款	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00
普通股增加	20.12	468.33	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00
其他	-122.75	-470.05	-50.71
现金净增加额	242.22	181.67	83.59

利润表

单位: 百万元	2022	2023E	2024E
营业总收入	798.29	913.72	1190.09
营业成本	606.04	674.08	877.45
营业税金及附加	2.30	2.64	3.43
营业费用	30.73	38.38	49.98
管理费用	31.14	35.64	46.42
财务费用	-16.50	-8.00	-12.25
其他收益	0.40	0.00	0.00
投资净收益	15.81	3.00	9.40
营业利润	159.93	173.98	234.45
营业外收入	0.03	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.01	0.00
利润总额	159.95	173.97	234.45
所得税	16.77	13.92	24.59
净利润	143.18	160.05	209.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	143.18	160.05	209.86
EBITDA	147.68	782.51	967.89
EPS(元)	1.04	1.16	1.52

主要财务比率

	2022	2023E	2024E
成长能力			
营业收入	0.04	0.14	0.30
营业利润	0.13	0.09	0.35
归属母公司净利润	0.08	0.12	0.31
获利能力			
毛利率	0.24	0.26	0.26
净利率	0.18	0.18	0.18
ROE	0.12	0.12	0.14
ROIC	1.07	0.78	0.72
偿债能力			
资产负债率	0.07	0.06	0.05
流动比率	12.96	14.72	18.57
速动比率	12.58	13.88	17.73
营运能力			
总资产周转率	0.63	0.66	0.79
应收账款周转率	138.12	138.12	138.12
应付账款周转率	49.76	54.22	52.70
每股指标(元)			
每股收益	1.04	1.16	1.52
每股经营现金	1.14	0.85	1.05
每股净资产	8.80	9.88	10.95
估值比率			
P/E	38.89	34.79	26.53
P/B	4.59	4.08	3.69
EV/EBITDA	42.59	26.83	19.52

资料来源: wind, 东海证券研究所, 2023年8月30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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089