

2021年10月28日

业绩短期承压，长期成长可期

味知香(605089)

评级:	买入	股票代码:	605089
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	139.8/41.08
目标价格:		总市值(亿)	71.14
最新收盘价:	71.14	自由流通市值(亿)	17.79
		自由流通股数(百万)	25.00

事件概述

公司前三季度实现营收 5.70 亿元，同比+23.72%；归母净利润 1.03 亿元，同比+9.02%；单 Q3 实现营收 2.05 亿元，同比+12.06%；归母净利润 0.41 亿元，同比-1.44%。

分析判断:

► 收入低于预期，受制于疫情+产能

公司单三季度实现营收 2.05 亿元，同比+12.06%，累计前三季度实现营收 5.70 亿元，同比+23.72%，三季度收入增长环比略有降速，主因疫情影响和产能限制，8 月华东疫情使得公司产品销售短期受阻，但 9 月销售快速恢复，短期产能亦对业绩增长有所限制，待 5 万吨新增产能建设完成后业绩潜力将进一步释放。

分渠道来看，公司 C 端持续探索模式升级与创新，加盟店持续开拓，社区店积极推进，后续将以加盟店的形式进行推广，挖掘市场需求，公司也正积极加大商超合作力度，拓宽 C 端销售渠道；B 端积极开发下游餐饮客户，储备大客户，待后续产能释放后将释放更大的渠道动能。

► 毛利率下降+费用率提升，业绩短期承压

公司三季度实现毛利率 26.24%，同比下降 5.14pct，预计受到原材料价格波动+毛利率更低的 B 端产品占比提升+内部产品结构调整等因素影响。费用端来看，公司三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.05%/5.50%/0.28%/-3.13%，分别较去年同期+0.92%/+2.64%/+0.11%/+2.7pct，除财务费用率外各项费用率均有一定程度的提升，其中销售费用率提升受到区域拓展导致人员费用增加+电商业务发展初期，履约成本较高影响，管理费用率提升预计一方面因基数较小放大费用率波动幅度，另一方面管理人员薪酬有所提升；同时其他收益和投资净收益增加对利润有所助力。综合来看，公司单三季度受到毛利率下降和费用率提升的双重压力，实现净利率 20.07%，同比下降-2.75pct，对应归母净利润 0.41 亿元，同比-1.44%，短期经营承压。

累计前三季度来看，公司实现归母净利润 1.03 亿元，同比+9.02%，对应净利率 17.98%，同比-2.43pct。

► 预制菜风口仍在，味知香长期发展可期

预制菜行业供需两旺，正处发展风口，公司作为预制菜行业领先的第一梯队玩家，在 C 端已经积累了丰富的经验，有望乘行业红利，持续发展壮大。公司已经形成了一套行之有效的加盟门店开拓和管理体系，门店超千家，探索出了社区店和商超等新渠道，持续提升公司在 C 端竞争力，B 端以“饕玉”品牌运作，服务冷冻批发零售、酒店、餐厅等终端，形成多元化渠道布局。品类端，公司建立了以市场需求推动新品开发的研发机制，持续探索新工艺和新产品，且正在研发高端火锅食材系列、地方特色食品系列和烟熏风味食品系列，力图满足不同区域、不同口味消费者的需求。产能端，新增的 5 万吨调理食品产能将为公司快速发展提供支撑。受益于行业扩张和产能扩建，公司短期将继续加密华东市场布局，提升门店数量和市场占有率，长期将不断拓展华东以外的市场，将华东市场开发经验进行有效的跨区域复制，提升整体竞争实力和业绩弹性。

投资建议

参考最新业绩报告，我们维持公司 21-23 年 营收 7.92/10.09/12.37 亿元的预测，下调 21-23 年 EPS 1.52/2.01/2.59 元的预测至 1.40/1.83/2.38 元，对应 2021 年 10 月 27 日 71.14 元/股收盘价，PE 分别为 51/39/30 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场开拓不及预期，食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	542	622	792	1,009	1,237
YoY (%)	16.4%	14.8%	27.3%	27.4%	22.5%
归母净利润(百万元)	86	125	140	183	238
YoY (%)	21.3%	45.0%	12.1%	30.7%	29.8%
毛利率 (%)	25.0%	29.5%	26.5%	27.5%	28.0%
每股收益 (元)	0.86	1.25	1.40	1.83	2.38
ROE	32.4%	32.0%	11.3%	12.8%	14.3%
市盈率	82.49	56.89	50.73	38.82	29.90

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	622	792	1,009	1,237	净利润	125	140	183	238
YoY (%)	14.8%	27.3%	27.4%	22.5%	折旧和摊销	3	4	5	6
营业成本	439	582	732	890	营运资金变动	6	-12	-10	-9
营业税金及附加	2	3	4	4	经营活动现金流	135	132	178	236
销售费用	33	41	52	63	资本开支	-16	-90	-80	-50
管理费用	20	28	40	43	投资	0	0	0	0
财务费用	-2	-7	-9	-12	投资活动现金流	-16	-90	-80	-50
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	25	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	132	146	191	249	筹资活动现金流	0	713	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	119	755	98	186
利润总额	131	146	191	249	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	6	6	8	11	成长能力				
净利润	125	140	183	238	营业收入增长率	14.8%	27.3%	27.4%	22.5%
归属于母公司净利润	125	140	183	238	净利润增长率	45.0%	12.1%	30.7%	29.8%
YoY (%)	45.0%	12.1%	30.7%	29.8%	盈利能力				
每股收益	1.25	1.40	1.83	2.38	毛利率	29.5%	26.5%	27.5%	28.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	20.1%	17.7%	18.2%	19.2%
货币资金	330	1,085	1,183	1,369	总资产收益率 ROA	29.3%	10.8%	12.3%	13.7%
预付款项	20	21	28	35	净资产收益率 ROE	32.0%	11.3%	12.8%	14.3%
存货	36	61	74	89	偿债能力				
其他流动资产	5	4	5	7	流动比率	10.98	24.03	21.53	20.42
流动资产合计	391	1,171	1,291	1,498	速动比率	9.40	22.35	19.82	18.74
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	9.27	22.27	19.74	18.65
固定资产	13	60	105	129	资产负债率	8.3%	3.8%	4.0%	4.2%
无形资产	10	10	9	9	经营效率				
非流动资产合计	36	122	197	241	总资产周转率	1.46	0.61	0.68	0.71
资产合计	427	1,294	1,488	1,739	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.25	1.40	1.83	2.38
应付账款及票据	15	23	27	33	每股净资产	3.91	12.45	14.28	16.66
其他流动负债	21	26	33	40	每股经营现金流	1.35	1.32	1.78	2.36
流动负债合计	36	49	60	73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	56.89	50.73	38.82	29.90
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	0.00	5.84	5.09	4.36
负债合计	36	49	60	73					
股本	75	100	100	100					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	391	1,245	1,428	1,666					
负债和股东权益合计	427	1,294	1,488	1,739					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业研究员，3 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。