

味知香 (605089.SH)

B端需求恢复, 毛利率逐步改善

投资要点

◆ **事件:** 2023H1 公司实现营业收入 4.17 亿元, 同比增长 10.30%; 归母净利润 0.75 亿元, 同比增长 6.12%; 扣非归母净利润 0.73 亿元, 同比增长 18.17%。2Q23 收入 2.15 亿元, 同比增长 11.94%; 归母净利润 0.39 亿元, 同比增长 12.59%; 扣非归母净利润 0.38 亿元, 同比增长 22.88%。

◆ **B 端需求恢复, C 端增速有所放缓。**公司销售渠道主要分为 C 端零售渠道和 B 端批发渠道, 其中 C 端按照公司管理政策、品牌授权和客户条件的不同分为经销店和加盟店。C 端主要从公司采购“味知香”品牌产品后销售给个人消费者, 主要覆盖多区域菜市场、农贸市场等; B 端客户一般从事冷冻食品批发业务, 此类客户主要从公司采购“饕玉”品牌产品后销售给酒店、餐厅、食堂等客户。2023Q2 公司零售加盟/批发/直销渠道实现收入 1.39/0.61/0.04 亿, 分别同比 +1.8%/+22.8%/+85.0%, 其中 C 端加盟店/经销店实现营收 1.13/0.26 亿元, 分别同比 +11.6%/-26.6%, 商超渠道 Q2 实现收入 780 万元, 环比增长 28.4%。Q2 季度批发客户净增长 44 家, 叠加去年同期低基数及下游餐饮渠道的恢复, B 端需求逐步恢复, 单季度收入增速较 Q1 提升 16.6 个百分点。C 端 Q2 收入增速较 Q1 下滑 3.7 个百分点, 开店进度环比 Q1 同比放缓, 截止 23Q2 末公司共有加盟店 1773 家, 其中 Q2 净开加盟店 40 家, 环比 Q1 略有放缓 (Q1 净开加盟店 42 家)。

◆ **毛利率逐步改善, 费用率略有抬升。**2023H1 公司整体毛利率、销售费用率、管理费用率、净利率及扣非净利率分别为 26.1%/4.3%/4.5%/17.9%/17.4%, 较去年同期 +1.7%/+0.6%/0.5%/-0.7%/+1.2%, 其中 23Q2 毛利率 26.0%, 环比基本持平, 同比提升 2 个百分点, 受益于公司成本不断优化; 公司整体费用有所抬升, 一方面是 2022 年受疫情影响费用投入有限, 另一方面是今年销售区域扩展, 人员增加; 2022Q2 确认公允价值变动净收益 269 万元, 2023Q2 仅为 7 万元, 从而致使扣非净利率实现较大幅度的抬升。

◆ **投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级。**随着公司产能逐步释放 (“年产 5 千吨的食品用发酵菌液及年产 5 万吨发酵调理食品项目”已在试生产阶段), 销售渠道的建设 (C 端在农贸市场加盟店的基础上多方向发展, 开发街边店以及商超, B 端加大对酒店餐饮、学校及单位食堂等的开发) 以及成本持续优化, 我们预计 2023-2025 公司分别实现营业收入 9.02/10.46/12.03 亿元, 同比增速分别为 13.0%/16.0%/15.0%, 归母净利润分别为 1.64/1.97/2.31 亿元, 同比增速分别为 14.9%/19.7%/17.5%, 对应 PE 为 32/27/23 倍。

◆ **风险提示:** 产能释放不及预期, 原材料成本影响, 下游需求不及预期。

投资评级

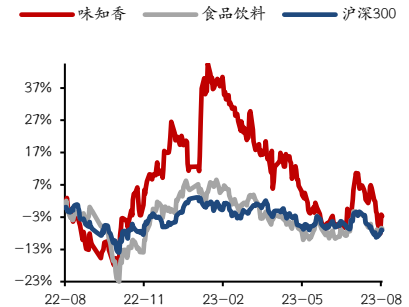
增持

首次评级

基础数据(2023-08-30)

所属行业	食品饮料 食品加工
股价(元)	40.17
总市值(百万元)	5,543.46
流通市值(百万元)	1,469.02
总股本(百万股)	138.00
流通股本(百万股)	36.57

股价表现



	1M	3M	12M
相对收益	-2.6%	-31.7%	-23.4%
绝对收益	-7.7%	-33.0%	-30.4%

资料来源: 恒生聚源, 万和证券研究所

作者

费瑶瑶 分析师
资格证书: S0380518040001
联系邮箱: feiyy@wanhesec.com
联系电话: (0755)82830333-115

相关报告

《公司快评-劲仔食品 (003000.SZ): 产品渠道双驱并行, 盈利弹性有望强化》 2023-08-28
《行业专题-食品饮料行业: 2023Q2 公募基金重仓股持仓比例显著下降, 底部机会凸显》 2023-08-14
《行业投资策略-万和证券-行业研究-食品饮料行业 2023 年中期策略-风物长宜放眼量》 2023-07-19

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	765	798	902	1046	1203
增长率 (%)	22.8	4.4	13.0	16.0	15.0
归母净利润 (百万元)	133	143	164	197	231
增长率 (%)	6.1	7.9	14.9	19.7	17.5
EPS (元/股)	0.96	1.04	1.19	1.43	1.68
市盈率 (P/E)	39.5	36.6	31.9	26.6	22.7
市净率 (P/B)	4.5	4.3	4.0	3.5	3.0

资料来源: Wind, 万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1100	1085	1274	1500	营业收入	798	902	1046	1203
现金	805	783	957	1166	营业成本	606	666	769	884
应收票据及应收账款	5	6	7	8	税金及附加	2	4	4	5
预付款项	53	53	61	71	销售费用	31	39	44	48
存货	33	37	43	49	管理费用	31	36	40	42
其他流动资产	0	0	0	0	研发费用	3	4	4	5
非流动资产	204	280	296	312	财务费用	-16	-16	-15	-19
长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	11	35	56	76	信用减值损失	-1	0	0	0
在建工程	172	227	222	218	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	9	9	9	9	投资净收益	16	7	12	14
其他非流动资产	3	0	0	0	其他收益	4	4	5	6
资产总计	1305	1365	1570	1811	营业利润	160	180	217	258
流动负债	85	60	69	79	营业外收入	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业外支出	0	1	1	1
应付票据及应付账款	47	19	21	25	利润总额	160	179	216	257
预收账款	0	0	0	0	所得税	17	14	19	26
其他流动负债	1	1	1	1	税后利润	143	164	197	231
非流动负债	6	6	6	6	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	143	164	197	231
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	134	169	208	247
负债合计	91	66	75	85	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
股本	100	138	138	138	成长能力				
资本公积	651	613	613	613	营业收入(%)	4.40	12.96	15.97	15.04
留存收益	463	548	744	976	营业利润(%)	13.36	12.39	20.87	18.71
归属母公司股东权益	1214	1298	1495	1726	归母净利润(%)	7.95	14.85	19.67	17.49
负债和股东权益总计	1305	1365	1570	1811	获利能力				
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	24.08	26.10	26.50	26.50
	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	17.94	18.24	18.82	19.22
经营活动现金流	157	134	187	220	ROE(%)	11.80	12.67	13.16	13.39
净利润	143	164	197	231	ROIC(%)	9.32	11.47	12.16	12.35
折旧摊销	6	6	7	9	偿债能力				
财务费用	0	0	0	0	资产负债率(%)	6.97	4.86	4.80	4.71
投资损失	-17	-7	-12	-14	流动比率	12.96	17.99	18.41	18.94
营运资本变动	23	-31	-6	-7	速动比率	11.95	16.49	16.90	17.42
其他经营现金流	0	1	1	2	营运能力				
投资活动现金流	188	-75	-13	-11	总资产周转率	0.63	0.68	0.71	0.71
筹资活动现金流	-103	-80	0	0	应收账款周转率	179.86	166.96	154.65	154.07
					应付账款周转率	37.78	37.29	38.57	38.52
每股指标(元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.19	1.43	1.68	P/E	36.59	31.86	26.62	22.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.97	1.36	1.60	P/B	4.32	4.04	3.50	3.03
每股净资产(最新摊薄)	8.80	9.41	10.83	12.51	EV/EBITDA	48.71	26.42	20.60	16.54

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>