

收入利润均承压，强化商超渠道拓展

核心观点

事件：公司公布 24 中报，营收 3.27 亿/-21.53%；归母净利 0.42 亿/-43.37%；扣非归母 0.41 亿/-43.10%；毛利率 24.85%/-1.27pct；归母净利率 12.93%/-4.99pct。

- 营收端承压，利润大幅下降。** Q2 营收 1.61 亿/-24.94%，环比-2.86%，主要系市场环境的影响，需求走弱；Q2 归母净利 0.23 亿/-40.12%，环比+23.68%，扣非归母 0.23 亿/-40.12%，环比+21.88%。24H1 营收分产品看，肉禽类营收 2.12 亿/-22.52%，其中：家禽类营收 0.56 亿/-14.82%，牛肉类营收 1.26 亿/-26.26%，猪肉类营收 0.26 亿/-8.58%，羊肉类营收 0.04 亿/-52.35%；水产类营收 0.89 亿/-23.62%，其中：虾类营收 0.42 亿/-21.47%，水产鱼类营收 0.47 亿/-25.41%。
- 毛利率下降，管理费用率上升，盈利端承压。** Q2 毛利率 24.70%/-1.33pct，环比-0.29pct，主要系收入下降所致。Q2 销售/管理/研发费用率为 4.27%/6.50%/0.46%，同比+0.01pct/+3.03pct/+0.01pct，环比-1.73pct/-1.03pct/-0.09pct，管理费用率大幅上涨，主要系新厂投产分摊费用增加。Q2 归母净利率 14.51%/-3.68pct，环比+3.11pct。
- 公司积极拓展商超渠道。** 24H1 营收分渠道看，零售渠道营收 2.20 亿/-19.98%，其中：加盟店营收 1.76 亿/-20.60%，经销店营收 0.44 亿/-17.46%。商超渠道营收 0.15 亿/+6.50%，批发渠道营收 0.84 亿/-25.57%，直销及其他营收 367.56 万/-54.01%，电商客户营收 109.25 万/-27.05%。商超渠道持续拓展，其他渠道下滑明显。在零售渠道方面，不断加大零售端渠道门店开拓力度；在批发渠道方面，深化酒店餐饮、团餐客户合作，加速渠道资源开发；在商超渠道上，通过建立专业团队，加深现有客户、积极接洽新客户。经销商方面，加盟店净减少 45 家，经销店净增加 18 家，商超客户数量增加 11 家，批发客户净增加 24 家。

盈利预测与投资建议

- 考虑消费需求放缓，我们下调了公司收入端及毛利率假设，且由于费用开支刚性上调费用率预测，预测 24-26 年归母净利润分别为 0.85/0.83/0.84 亿元（此前 24-25 年预测为 2.13/2.59 亿元），根据可比公司 24 年 30 倍 PE 对应目标价 18.30 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅上涨；餐饮复苏不及预期；预行业竞争加剧；新品推广不及预期；食品安全问题等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	798	799	654	657	691
同比增长(%)	4.4%	0.1%	-18.2%	0.6%	5.2%
营业利润(百万元)	160	150	95	93	94
同比增长(%)	13.4%	-6.3%	-36.6%	-2.1%	1.5%
归属母公司净利润(百万元)	143	135	85	83	84
同比增长(%)	7.9%	-5.4%	-37.5%	-2.2%	1.5%
每股收益(元)	1.04	0.98	0.61	0.60	0.61
毛利率(%)	24.1%	26.4%	24.6%	24.4%	24.0%
净利率(%)	17.9%	16.9%	13.0%	12.6%	12.2%
净资产收益率(%)	12.0%	10.9%	6.7%	6.5%	6.5%
市盈率	17.2	18.1	29.0	29.7	29.2
市净率	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年09月04日）	17.81元
目标价格	18.30元
52周最高价/最低价	43.05/17.1元
总股本/流通A股（万股）	13,800/13,800
A股市值（百万元）	2,458
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年09月04日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.85	-6.61	-26.47	-56.26
相对表现%	1.89	-2.7	-16.42	-40.75
沪深300%	-1.04	-3.91	-10.05	-15.51



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人

蔡子廷 caiziting@orientsec.com.cn

相关报告

C 端有所承压，期待后续开店速度恢复： 2023-09-04
——味知香 23H1 中报点评
渠道产品齐发力，受益预制菜高景气： 2022-10-25
——味知香首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表

公司	股价(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2024/9/4	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
安井食品	74.15	5.04	5.60	6.39	7.17	14.71	13.23	11.61	10.34
国联水产	2.79	-0.47	0.03	0.09	0.12	-5.92	88.57	32.63	23.85
千味央厨	24.03	1.35	1.53	1.85	2.16	17.76	15.67	13.02	11.12
宝立食品	11.20	0.75	0.66	0.78	0.91	14.88	16.97	14.29	12.29
立高食品	24.08	0.43	1.59	1.98	2.33	55.84	15.11	12.18	10.33
三全食品	10.10	0.85	0.81	0.87	0.96	11.85	12.47	11.55	10.55
得利斯	3.64	-0.05	0.04	0.07	0.11	-68.04	96.30	49.19	32.59
调整后平均							30.00	17.00	14.00

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	805	843	809	862	919	营业收入	798	799	654	657	691
应收票据、账款及款项融资	5	10	9	9	9	营业成本	606	588	493	497	525
预付账款	53	36	29	29	31	销售费用	31	40	37	37	38
存货	33	37	31	31	33	管理费用	31	43	45	47	51
其他	205	169	171	171	171	研发费用	3	4	3	3	3
流动资产合计	1,100	1,095	1,048	1,102	1,163	财务费用	(16)	(22)	(15)	(15)	(16)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	(1)	0	0	0
固定资产	11	260	278	258	231	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
在建工程	172	4	11	3	1	投资净收益	16	5	5	5	5
无形资产	9	11	10	10	10	其他	2	(3)	(1)	(1)	(1)
其他	12	10	10	9	8	营业利润	160	150	95	93	94
非流动资产合计	204	285	309	280	250	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,305	1,380	1,357	1,382	1,413	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	160	149	94	92	93
应付票据及应付账款	47	68	57	58	61	所得税	17	13	9	9	9
其他	38	38	38	39	40	净利润	143	135	85	83	84
流动负债合计	85	106	95	97	102	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	143	135	85	83	84
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.04	0.98	0.61	0.60	0.61
其他	6	5	5	5	5						
非流动负债合计	6	5	5	5	5	主要财务比率					
负债合计	91	111	100	102	106		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	100	138	138	138	138	营业收入	4.4%	0.1%	-18.2%	0.6%	5.2%
资本公积	651	613	613	613	613	营业利润	13.4%	-6.3%	-36.6%	-2.1%	1.5%
留存收益	463	519	507	530	556	归属于母公司净利润	7.9%	-5.4%	-37.5%	-2.2%	1.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,214	1,269	1,257	1,281	1,307	毛利率	24.1%	26.4%	24.6%	24.4%	24.0%
负债和股东权益总计	1,305	1,380	1,357	1,382	1,413	净利率	17.9%	16.9%	13.0%	12.6%	12.2%
						ROE	12.0%	10.9%	6.7%	6.5%	6.5%
						ROIC	10.7%	9.3%	5.7%	5.5%	5.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	7.0%	8.1%	7.4%	7.4%	7.5%
净利润	143	135	85	83	84	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	4	8	29	32	33	流动比率	12.96	10.30	11.02	11.40	11.45
财务费用	(16)	(22)	(15)	(15)	(16)	速动比率	12.58	9.95	10.69	11.07	11.13
投资损失	(16)	(5)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	24	28	2	1	1	应收账款周转率	179.9	106.8	69.0	76.9	78.6
其它	19	28	(0)	(0)	(1)	存货周转率	14.2	16.9	14.4	15.9	16.3
经营活动现金流	157	172	95	95	96	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
资本支出	(101)	(91)	(53)	(3)	(3)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.04	0.98	0.61	0.60	0.61
其他	288	41	6	6	6	每股经营现金流	1.57	1.25	0.69	0.69	0.70
投资活动现金流	188	(51)	(48)	3	3	每股净资产	8.80	9.20	9.11	9.28	9.47
债权融资	(0)	(0)	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	17.2	18.1	29.0	29.7	29.2
其他	(102)	(83)	(82)	(44)	(42)	市净率	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9
筹资活动现金流	(103)	(83)	(82)	(44)	(42)	EV/EBITDA	10.6	11.5	14.3	14.2	14.1
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.9	12.3	19.5	20.0	19.9
现金净增加额	242	38	(34)	54	57						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。