

## 味知香 (605089.SH)

增持 (维持)

## Q2 商超渠道增长亮眼，成本上行拖累盈利

公司发布 2025 年半年报，公司 Q2 收入/利润分别同比+5.17%/-46.79%，Q2 公司积极开拓商超客户，商超渠道同比+198%，B 端受淡季和需求疲软影响表现平淡，C 端加盟店公司积极进行门店优化、人员团队辅导。展望 H2，商超等重点新客户仍在对接洽谈，成本压力有望逐步通过价格调整传导与缓解，期待 H2 毛利率与盈利能力改善。考虑到今年原材料价格波动，我们调整 25-27 年归母净利润预测为 0.90 亿/1.14 亿/1.34 亿，25-27 年 EPS 为 0.65、0.82、0.97 元，对应 26 年 32x，维持“增持”评级。

- 事件：公司发布 2025 年半年报，公司 25H1 实现收入 3.43 亿，同比+4.70%；归属母净利润 0.32 亿，同比-24.46%；扣非归母净利润 0.25 亿，同比-38.74%；25Q2 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 1.70 亿/0.12 亿/0.10 亿，分别同比+5.17%/-46.79%/-56.81%，利润略低于预期。
- Q2 商超渠道增长亮眼，加盟店单店同比略有增长，批发渠道承压。分渠道看，Q2 零售/批发/商超渠道分别收入 1.03 亿/0.42 亿/0.21 亿，分别同比-3.56%/-6.67%/+198%，C 端门店表现平稳（单店同比略有增长），批发渠道环比有所降速主要系团餐类订单淡季减少；Q2 商超渠道大幅增长，主要得益于公司与多个知名商超建立合作及重点客户需求定制策略。截至 25H1 末，公司加盟店 1701 家，较 24 年末净减 43 家，25H1 单店收入同比+7.4%。截至 25H1 末公司批发客户 441 家，较 24 年末净减 85 家，H1 批发渠道同比+4.8%。分产品，Q2 肉禽类/水产类/其他类制品分别收入 1.16 亿/0.47 亿/0.04 亿，分别同比+3.57%/+11.90%/-30.52%，鱼虾等水产制品营收均有提升。
- 成本上行拖累盈利，费用率整体平稳。Q2 公司毛利率为 18.77%，同比-5.93pct，主要系部分原料价格上涨所致；费用侧，Q2 销售/管理/研发费用率分别 4.60%/5.42%/1.64%，分别同比+0.33pct/-1.08pct/+1.18pct，费用率总体稳定；财务费用率-0.69%，同比+1.50pct，主要系公司闲置资金管理方式变化所致。25Q2 实现归母净利率 7.34%，同比-7.17pct，盈利能力略有下降。
- 投资建议：商超渠道增长亮眼，期待 H2 盈利能力改善。公司 Q2 收入/利润分别同比+5.17%/-46.79%，Q2 公司积极开拓商超客户，商超渠道同比+198%，B 端受淡季和需求疲软影响表现平淡，C 端加盟店公司积极进行门店优化、人员团队辅导。展望 H2，商超等重点新客户仍在对接洽谈，成本压力有望逐步通过价格调整传导与缓解，期待 H2 毛利率与盈利能力改善。考虑到今年原材料价格波动，我们调整 25-27 年归母净利润预测为 0.90 亿/1.14 亿/1.34 亿，25-27 年 EPS 为 0.65、0.82、0.97 元，对应 26 年 32x，维持“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济影响、行业竞争加剧、新品动销不及预期、渠道推广不及预期、成本大幅上涨。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	799	672	729	810	899

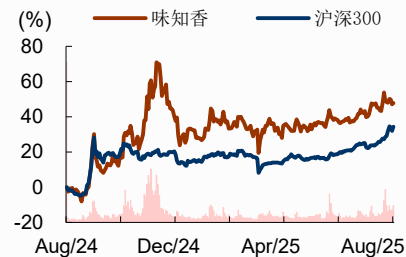
消费品/食品饮料  
当前股价：26.4 元

## 基础数据

总股本(百万股)	138
已上市流通股(百万股)	138
总市值(十亿元)	3.6
流通市值(十亿元)	3.6
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	6.4
资产负债率	5.8%
主要股东	夏靖
主要股东持股比例	55.24%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	3	51
相对表现	-5	-11	15



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《味知香 (605089) —Q3 收入降幅收窄，期待经营改善》2024-10-30
- 《味知香 (605089) —24H1 经营承压，关注门店调整》2024-08-29
- 《味知香 (605089) —经营依然承压，关注需求改善》2024-04-27

陈书慧 S1090523010003  
chen shuhui@cmschina.com.cn  
胡思蓓 S1090524090002  
hu si bei@cmschina.com.cn

同比增长	0%	-16%	8%	11%	11%
营业利润(百万元)	150	101	103	131	155
同比增长	-6%	-33%	2%	27%	18%
归母净利润(百万元)	135	88	90	114	134
同比增长	-5%	-35%	2%	27%	18%
每股收益(元)	0.98	0.63	0.65	0.82	0.97
PE	26.9	41.6	40.7	32.0	27.2
PB	2.9	3.0	2.9	2.8	2.6

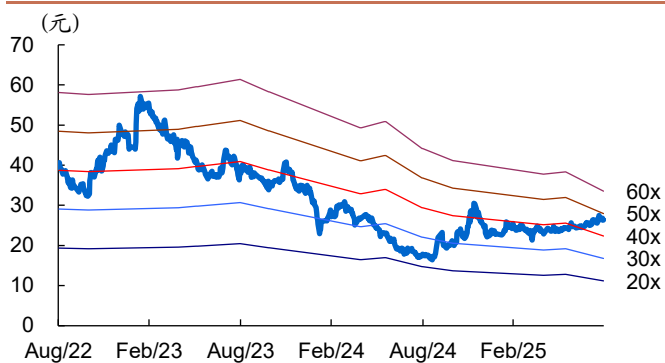
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	202	180	166	161	183	161	173	170	799	672
二、营业总成本	167	149	145	137	158	139	153	158	656	579
其中: 营业成本	149	131	124	121	136	122	133	138	588	504
营业税金及附加	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4
营业费用	12	10	10	7	7	6	7	8	40	30
管理费用	12	14	12	10	13	11	11	9	43	47
研发费用	1	1	1	1	1	1	1	3	4	3
财务费用	-8	-8	-4	-4	-1	-3	-1	-1	-22	-10
资产减值损失	0	0	0	0	0	1	0	0	-1	1
三、其他经营收益	1	1	1	1	1	5	5	4	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	1	0	2	1
投资收益	0	0	0.11	0	2	1	3	-1	1	3
其他收益	1	1	0	1	1	3	2	5	5	5
四、营业利润	36	32	21	25	27	27	25	15	150	101
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
五、利润总额	36	32	21	25	27	27	25	15	149	101
减: 所得税	4	4	2	2	1	7	6	3	13	13
六、净利润	33	28	19	23	25	20	20	12	135	88
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	33	28	19	23	25	20	20	12	135	88
EPS	0.24	0.20	0.14	0.17	0.18	0.14	0.14	0.09	0.98	0.63
<b>主要比率</b>										
毛利率	26.2%	27.1%	25.0%	24.7%	25.9%	24.3%	22.9%	18.8%	26.4%	25.0%
主营毛利率	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%
营业费率	5.9%	5.7%	6.0%	4.3%	4.1%	3.6%	4.3%	4.6%	5.0%	4.5%
管理费费率	6.2%	7.6%	7.5%	6.5%	7.2%	6.8%	6.6%	5.4%	5.4%	7.0%
营业利润率	17.9%	18.0%	12.9%	15.8%	14.5%	16.8%	14.5%	8.9%	18.7%	15.0%
实际税率	10.1%	12.2%	11.3%	7.8%	4.7%	27.1%	22.4%	18.0%	9.1%	12.9%
净利率	16.1%	15.7%	11.4%	14.5%	13.9%	12.3%	11.3%	7.3%	16.9%	13.0%
<b>YoY</b>										
收入增长率	-11.9%	-5.7%	-17.9%	-24.9%	-9.2%	-10.4%	4.2%	5.2%	0.1%	-15.9%
营业利润增长率	-17.4%	-13.0%	-46.0%	-38.9%	-26.2%	-16.1%	17.6%	-40.5%	-6.3%	-32.8%
净利润增长率	-18.8%	-13.9%	-46.9%	-40.1%	-21.8%	-29.8%	3.2%	-46.8%	-5.4%	-35.4%

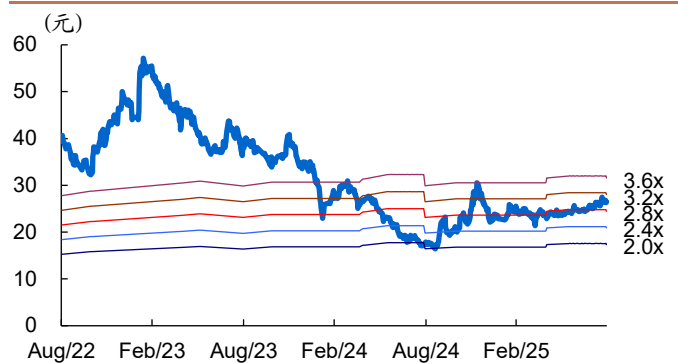
资料来源: 公司报表

图 1: 味知香历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 味知香历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《味知香（605089）—Q3 收入降幅收窄，期待经营改善》2024-10-30
- 2、《味知香（605089）—24H1 经营承压，关注门店调整》2024-08-29
- 3、《味知香（605089）—经营依然承压，关注需求改善》2024-04-278

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1095	899	940	1021	1139
现金	843	193	241	314	424
交易性投资	168	621	621	621	621
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	10	15	7	8	9
其它应收款	1	1	1	1	1
存货	37	41	39	42	46
其他	36	29	32	35	38
<b>非流动资产</b>	285	451	440	431	422
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	260	245	237	230	222
无形资产商誉	11	11	10	9	8
其他	15	195	194	193	192
<b>资产总计</b>	<b>1380</b>	<b>1350</b>	<b>1381</b>	<b>1452</b>	<b>1561</b>
<b>流动负债</b>	106	128	119	127	137
短期借款	0	20	0	0	0
应付账款	68	76	86	94	103
预收账款	6	5	5	6	6
其他	31	28	28	28	28
<b>长期负债</b>	5	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>111</b>	<b>129</b>	<b>120</b>	<b>128</b>	<b>137</b>
股本	138	138	138	138	138
资本公积金	613	572	572	572	572
留存收益	519	511	551	613	713
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1269	1221	1261	1324	1424
<b>负债及权益合计</b>	<b>1380</b>	<b>1350</b>	<b>1381</b>	<b>1452</b>	<b>1561</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	172	104	114	120	139
净利润	135	88	90	114	134
折旧摊销	10	19	19	18	17
财务费用	0	(2)	(2)	(3)	(4)
投资收益	(5)	(5)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	30	3	28	(1)	(1)
其它	1	2	(11)	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(51)	(636)	1	1	1
资本支出	(93)	(12)	(8)	(8)	(8)
其他投资	42	(624)	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	(83)	(118)	(67)	(48)	(30)
借款变动	(25)	13	(20)	0	0
普通股增加	38	0	0	0	0
资本公积增加	(38)	(40)	0	0	0
股利分配	(80)	(97)	(50)	(51)	(34)
其他	21	5	2	3	4
<b>现金净增加额</b>	<b>38</b>	<b>(650)</b>	<b>48</b>	<b>74</b>	<b>110</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	799	672	729	810	899
营业成本	588	504	569	619	678
营业税金及附加	4	4	4	4	5
营业费用	40	30	31	35	38
管理费用	43	47	29	29	32
研发费用	4	3	4	4	4
财务费用	(22)	(10)	(2)	(3)	(4)
资产减值损失	0	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	1	3	3	3	3
其他收益	2	1	1	1	1
投资收益	5	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	150	101	103	131	155
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	149	101	103	131	154
所得税	13	13	13	17	20
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>135</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>114</b>	<b>134</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	0%	-16%	8%	11%	11%
营业利润	-6%	-33%	2%	27%	18%
归母净利润	-5%	-35%	2%	27%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.4%	25.0%	21.9%	23.6%	24.6%
净利率	16.9%	13.0%	12.3%	14.0%	14.9%
ROE	10.9%	7.0%	7.2%	8.8%	9.8%
ROIC	9.3%	6.2%	7.1%	8.8%	9.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.1%	9.6%	8.7%	8.8%	8.8%
净负债比率	0.2%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	10.3	7.0	7.9	8.0	8.3
速动比率	9.9	6.7	7.6	7.7	8.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	16.9	12.9	14.3	15.3	15.4
应收账款周转率	107.0	52.6	65.6	108.0	108.0
应付账款周转率	10.2	7.0	7.0	6.9	6.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.98	0.63	0.65	0.82	0.97
每股经营净现金	1.25	0.75	0.83	0.87	1.00
每股净资产	9.20	8.85	9.14	9.59	10.32
每股股利	0.70	0.36	0.37	0.25	0.29
<b>估值比率</b>					
PE	26.9	41.6	40.7	32.0	27.2
PB	2.9	3.0	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	14.1	18.0	15.8	12.9	11.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。