

公司研究

多维调整拓展，成本上行影响利润

——味知香（605089.SH）2025 年中报点评

要点

事件：味知香发布 2025 年中报，25H1 实现营业收入 3.43 亿元，同比+4.70%；归母净利润 0.32 亿元，同比-24.46%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比-38.74%。其中，25Q2 单季度实现营业收入 1.70 亿元，同比+5.17%；归母净利润 0.12 亿元，同比-46.79%；扣非归母净利润 0.10 亿元，同比-56.81%。

拓展商超渠道，升级改造门店。分渠道看，25Q2 加盟店/经销店/商超渠道/批发渠道分别实现营业收入 0.88/0.16/0.21/0.42 亿元，同比+3.44%/-29.44%/+198.03%/-6.23%。公司上半年在渠道层面做出系列改革调整，对于原有门店，公司推进门店升级工作，更新店铺的装修陈列风格。搭建开发小程序，通过自己派送和外卖员派送结合的方式，扩大门店的经营半径。对于新店的拓展，公司逐步从一二线城市延伸至三四线城市，低线城市的竞争压力更小，有望提高加盟商的开店积极性。且公司尝试从农贸菜市场场景转向家庭社区场景，已在苏州进行新门店的打样测试，通过更改陈列等吸引客流。B 端市场方面，为应对传统酒店餐饮市场的下滑影响，公司拓展性价比更高的连锁酒店餐饮业态。同时重点开拓团餐业务，助力上半年业绩增长；下半年新中标项目的推进，有望持续带来新增量。商超渠道方面，公司积极布局商超调改门店，为其提供定制化产品。**分品类看**，25Q2 肉禽/水产类产品分别实现营收 1.16/0.47 亿元，同比+4.13%/+10.25%；其中牛肉/家禽/猪肉/羊肉/鱼类/虾类收入分别同比+3.47%/+4.22%/+8.16%/-6.77%/+8.01%/+12.95%。

原材料价格上行影响毛利率，研发端加大费用投入。毛利率方面，25H1/25Q2 公司毛利率分别为 20.83%/18.77%，25Q2 同比/环比分别为-5.93/-4.09pcts。主要系牛肉原材料价格上涨带来的成本压力，公司已对部分 C 端产品相应调价，下半年毛利率有望改善。**费用端**，25H1/25Q2 销售费用率分别为 4.44%/4.60%，25Q2 同比/环比分别为+0.33/+0.32pcts；公司销售团队已逐步调整到位。25H1/25Q2 管理费用率分别为 6.00%/5.42%，25Q2 同比/环比分别为-1.08/-1.16pcts。25Q2 研发费用率为 1.64%，同比+1.18pct，主要是公司为满足商超客户定制化需求，加大产品研发力度。**综合来看**，25H1/25Q2 归母净利率分别为 9.33%/7.34%，25Q2 同比/环比分别为-7.17/-3.94pcts。**展望全年**，公司积极推进各渠道拓展，通过产品调价应对成本波动，预计盈利能力有望持续改善。

盈利预测、估值与评级：我们基本维持 2025-2027 年归母净利润预测 0.91/1.07/1.19 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.66/0.78/0.86 元，当前股价对应 PE 分别为 41x/35x/31x，公司在 C 端预制菜及菜场渠道有较好市场地位，未来仍具备成长空间，维持“增持”评级。

风险提示：原材料成本大幅上升，渠道拓展不及预期，食品安全风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	799	672	719	776	830
营业收入增长率	0.10%	-15.90%	6.92%	7.98%	6.93%
归母净利润（百万元）	135	88	91	107	119
归母净利润增长率	-5.42%	-35.36%	3.78%	17.98%	11.34%
EPS（元）	0.98	0.63	0.66	0.78	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.67%	7.17%	6.98%	7.89%	8.43%
P/E	27	42	41	35	31
P/B	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-02

增持（维持）

当前价：26.92 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.38
总市值(亿元):	37.15
一年最低/最高(元):	16.14/31.73
近 3 月换手率:	73.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.74	-3.18	17.15
绝对	6.57	13.39	54.68

资料来源：Wind

相关研报

推进渠道拓展，期待经营改善——味知香（605089.SH）2024 年年报及 25 年一季报点评（2025-05-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	799	672	719	776	830
营业成本	588	504	546	584	623
折旧和摊销	9	17	18	18	19
税金及附加	4	4	3	3	3
销售费用	40	30	31	31	33
管理费用	43	47	40	41	44
研发费用	4	3	8	8	6
财务费用	-22	-10	-3	-5	-6
投资收益	5	5	5	5	5
营业利润	150	101	103	122	136
利润总额	149	101	103	122	136
所得税	13	13	12	15	16
净利润	135	88	91	107	119
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	135	88	91	107	119
EPS(元)	0.98	0.63	0.66	0.78	0.86

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	172	104	154	119	131
净利润	135	88	91	107	119
折旧摊销	9	17	18	18	19
净营运资金增加	-28	-9	-46	-1	-2
其他	56	8	91	-5	-6
投资活动产生现金流	-51	-636	0	-5	-5
净资本支出	-92	-11	-10	-10	-10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	42	-625	10	5	5
融资活动现金流	-83	-118	-26	-47	-55
股本变化	38	0	0	0	0
债务净变化	0	17	-20	0	0
无息负债变化	20	0	25	8	8
净现金流	38	-650	127	67	71

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.4%	25.0%	24.0%	24.7%	24.9%
EBITDA 率	16.4%	15.6%	15.6%	16.8%	17.3%
EBIT 率	15.2%	12.8%	13.1%	14.4%	15.1%
税前净利润率	18.6%	15.0%	14.4%	15.7%	16.3%
归母净利润率	16.9%	13.0%	12.6%	13.8%	14.4%
ROA	9.8%	6.5%	6.3%	7.1%	7.6%
ROE (摊薄)	10.7%	7.2%	7.0%	7.9%	8.4%
经营性 ROIC	37.8%	16.5%	21.3%	25.9%	29.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	8%	10%	9%	9%	10%
流动比率	10.30	7.01	7.78	7.87	7.96
速动比率	9.95	6.69	7.57	7.65	7.75
归母权益/有息债务	576.00	62.02	-	-	-
有形资产/有息债务	620.21	67.70	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,380	1,350	1,436	1,499	1,566
货币资金	843	193	320	388	459
交易性金融资产	168	621	621	621	621
应收账款	10	15	7	8	8
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	1
存货	37	41	27	29	31
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	1,095	899	998	1,070	1,144
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	260	245	233	221	210
在建工程	4	2	5	8	10
无形资产	11	11	10	10	10
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	186	186	186	186
非流动资产合计	285	451	438	430	421
总负债	111	129	134	142	149
短期借款	0	20	0	0	0
应付账款	68	37	44	47	50
应付票据	0	39	44	47	50
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	0	0	0	0
流动负债合计	106	128	128	136	144
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	5	1	6	6	6
股东权益	1,269	1,221	1,302	1,358	1,416
股本	138	138	138	138	138
公积金	676	685	685	685	685
未分配利润	455	438	479	535	593
归属母公司权益	1,269	1,221	1,302	1,358	1,416
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.01%	4.48%	4.30%	4.05%	4.00%
管理费用率	5.37%	7.01%	5.60%	5.30%	5.25%
财务费用率	-2.79%	-1.52%	-0.42%	-0.63%	-0.71%
研发费用率	0.48%	0.50%	1.10%	1.00%	0.70%
所得税率	9%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.70	0.36	0.37	0.44	0.49
每股经营现金流	1.25	0.75	1.11	0.86	0.95
每股净资产	9.20	8.85	9.44	9.84	10.26
每股销售收入	5.79	4.87	5.21	5.62	6.01

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	27	42	41	35	31
PB	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	20.9	28.5	25.0	21.0	18.6
股息率	2.6%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP