

味知香 (605089.SH)

强烈推荐 (维持)

短期收入承压, 23 关注环比改善 (更新)

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报, 22 年收入/利润同比+4.40%/+7.95%, 23 Q1 公司收入/利润同比+8.61%/-0.17%, 收入利润略低于此前预期。Q1 公司净开加盟店 42 家, 受上海等区域农贸客流下降影响 Q1 单店收入有所下降, 后续有望通过 CD 类门店优化提升单店收入, B 端今年加大渠道开拓力度, 针对乡厨、团餐不同渠道配备人员加快开发, 产能预计 5 月投产, Q2-Q4 收入增长有望提速, 利润端牛肉等原料成本压力趋缓, 全年盈利能力有望恢复。我们调整 23-24 年收入预测为 9.9 亿、12.4 亿, 归母净利润 1.76 亿、2.15 亿, 维持“强烈推荐”评级。

- **22Q4 收入/归母净利润同比-1.67%/+8.89%, 23Q1 收入/归母净利润同比+8.61%/-0.17%。**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润分别为 7.98/1.43/1.29 亿元, 同比分别+4.40%/+7.95%/+4.98%。其中, 22Q4 实现收入/归母净利润/扣非净利润分别为 1.91/0.33/0.29 亿元, 同比分别-1.67%/+8.98%/+4.56%。2023Q1 公司实现收入 2.02 亿元, 同比+8.61%, 归母净利润 0.36 亿元, 同比-0.17%, 实现扣非归母净利润 0.35 亿, 同比+13.41%, 收入利润低于此前预期。23Q1 现金回款 2.25 亿元, 同比增长 8.92%, 略快于收入增速, 经营性净现金流 0.09 亿, 同比-82.1%, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加以及本期支付税费增加。
- **Q1 开店进度略有放缓, 华东区域增长相对稳健。**分渠道看, 2022 年加盟店/经销店/批发/直销/电商渠道实现收入 4.26/1.27/2.17/0.11/0.08 亿元, 分别同比+22.7%/-2.7%/-10.8%/-40.3%/-47.1%。22 年净开加盟店 376 家, 净增经销店 133 家, 批发客户数净增 61 家, 其中 Q4 净增加加盟店 46 家。2023Q1 加盟店/经销店/批发/直销/电商渠道分别同比+7.9%/-3.1%/+6.1%/+6.0%/-50.7%, Q1 公司新增商超渠道业务, 实现收入 607.42 万元, 截止 23Q1 末共有加盟店 1733 家, 新拓门店主要以华东区域为主, 其中 Q1 净开加盟店 42 家, 开店进度略有放缓。单店收入看, Q1 单店同比有下滑, 店效下滑在双位数以上, 主要系疫情放开后客流恢复不及预期, 部分区域农贸渠道客流被分流。分区域看, 22 年华东市场同比+3.42%, 外围市场增长迅速, 东北/华北/华南/华中同比+414.7%/+6.6%/+271.6%/+53.3%。2023Q1 华东市场增长相对稳健, 公司在华东/华北/华中/东北/华南/西南/西北区域营收分别同比+7.8%/+32.7%/+16.3%/-78.8%/+17.5%/+31.1%。
- **牛肉成本下降, 产能利用率维持高位, Q1 扣非归母净利率改善。**22 年公司毛利率 24.08%, 同比-1.03pct, 主要系牛肉等原材料成本上行, 22 年销售/管理/研发/财务费用率同比-0.88/-0.59/+0.13/-0.2pct, 受益于费用管理优化, 最终 22 年实现归母净利率 17.94%, 同比+0.59pct。单 Q4 看, 22Q4 毛利率/净利率分别为 23.71%/17.15%。23Q1 公司实现毛利率 26.2%, 同比+1.39pct, 主要系牛肉成本下降、产能利用率上升、规模效应所致, 23Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比+0.21/+0.83/+0.08/+0.19pct, Q1 公司实现净利率 17.62%, 同比-1.55pct, 23Q1 实现扣非归母净利率 17.19%, 同比+0.73pcts。

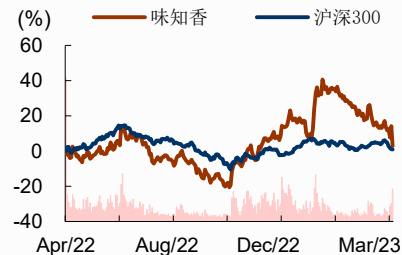
消费品/食品饮料
当前股价: 61.08 元

基础数据

总股本 (万股)	10000
已上市流通股 (万股)	2650
总市值 (亿元)	61
流通市值 (亿元)	16
每股净资产 (MRQ)	12.5
ROE (TTM)	11.5
资产负债率	4.1%
主要股东	夏靖
主要股东持股比例	54.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	29	14
相对表现	-13	21	10



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《味知香 (605089) —短期收入承压, 23 关注环比改善》2023-04-26
- 2、《味知香(605089.SH): 高复购率+门店扩张, 来年加速可期》2022-12-06

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

胡思蓓 研究助理

✉ husibei@cmschina.com.cn

- **23 年展望：新产能落地，B 端加快恢复，收入加速成长可期。**公司今年募投新产能投产，解决此前产能瓶颈。同时，在疫情放开后 B 端餐饮持续恢复，公司重点发力乡厨、酒店、团餐等 B 端赛道，今年分渠道划分业务团队，加快对团餐、大众餐饮等客户的开发，B 端乡厨、宴席、团餐等消费场景有望加速修复。盈利层面，牛肉等原材料价格同比下降 20%左右，毛利率全年有望恢复，费用端全年预计费用率平稳，净利率上受益于成本下降，对冲部分新产能爬坡带来的折旧增加，预计整体盈利能力保持稳定。产能方面，年产 5 万吨调理食品募投项目有望于 5 月开始逐步实现投产，一期释放 2.5 万吨产能，预计下半年处于产能爬坡期，全年产能预计增长 30%以上，为后续旺季供应做好产能保障。
- **投资建议：短期收入承压，B 端逐步恢复，维持“强烈推荐”评级。**公司 23 Q1 收入/利润同比+8.61%/-0.17%，收入利润低于此前预期，Q1 净开加盟店 42 家，开店进度环比略有放缓。单店收入方面后续有望通过 CD 类门店优化提升单店店效，今年除了农贸店外也同时试点了街边店、商超店，商超渠道增长见效，街边店模型仍在试点阶段，B 端今年加大渠道开拓力度，针对乡厨、团餐不同渠道配备人员加快开发，产能预计 5 月投产，Q2-Q4 收入增长有望提速，利润端牛肉等原料成本压力趋缓，全年盈利能力有望恢复。我们预计 23-24 年收入 9.9 亿、12.4 亿，归母净利润 1.76 亿、2.15 亿，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：开店进度不及预期，B 端开拓不及预期、成本上涨等**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	765	798	994	1242	1564
同比增长	23%	4%	24%	25%	26%
营业利润(百万元)	141	160	196	240	295
同比增长	7%	13%	23%	22%	23%
归母净利润(百万元)	133	143	176	215	264
同比增长	6%	8%	23%	22%	23%
每股收益(元)	1.33	1.43	1.76	2.15	2.64
PE	46.1	42.7	34.7	28.4	23.2
PB	5.2	5.0	4.5	4.1	3.6

资料来源：公司数据、招商证券

味知香单季度利润表

单位: 百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2021	2022
一、营业总收入	202	205	194	186	192	229	191	202	765	798
二、营业总成本	169	170	162	153	158	188	159	165	633	659
其中: 营业成本	155	151	151	140	146	175	146	149	573	606
营业税金及附加	0	1	1	1	0	1	0	1	2	2
营业费用	8	12	5	8	6	8	8	9	36	31
管理费用	8	11	8	7	7	8	9	9	34	31
研发费用	1	1	1	1	1	1	1	1	2	3
财务费用	-3	-6	-3	-3	-2	-4	-7	-3	-14	-16
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	1	-1	0	1
三、其他经营收益	1	10	-2	7	5	3	5	2	10	20
公允价值变动收益	0	6	-6	1	0	0	2	1	1	4
投资收益	1	1	0	3	-3	-1	1	0	1	0
其他收益	0	4	4	2	8	3	2	1	8	16
四、营业利润	35	46	30	40	39	44	37	40	141	160
加: 营业外收入	0	0	6	0	0	0	0	0	6	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
五、利润总额	35	46	36	40	39	44	37	39	146	160
减: 所得税	2	4	6	4	4	4	5	3	13	17
六、净利润	33	41	30	36	35	40	33	36	133	143
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	41	30	36	35	40	33	36	133	143
EPS	0.33	0.41	0.30	0.36	0.35	0.40	0.33	0.36	1.33	1.43
主要比率										
毛利率	23.3%	26.2%	22.4%	24.8%	24.0%	23.9%	23.7%	26.2%	25.1%	24.1%
主营税金率	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
营业费率	4.1%	6.1%	2.7%	4.1%	3.4%	3.6%	4.4%	4.3%	4.7%	3.8%
管理费	3.9%	5.5%	4.3%	3.8%	3.5%	3.6%	4.9%	4.6%	4.5%	3.9%
营业利润率	17.2%	22.2%	15.4%	21.4%	20.3%	19.1%	19.5%	19.6%	18.5%	20.0%
实际税率	5.4%	9.6%	15.6%	10.6%	11.1%	8.5%	12.1%	8.6%	9.0%	10.5%
净利率	16.3%	20.1%	15.5%	19.2%	18.1%	17.5%	17.2%	17.6%	17.3%	17.9%
YoY										
收入增长率	31.9%	12.1%	20.3%	14.2%	-5.2%	11.8%	-1.7%	8.6%	22.8%	4.4%
营业利润增长率	3.7%	3.6%	-7.9%	29.2%	12.2%	-3.8%	24.5%	-0.8%	6.5%	13.4%
净利润增长率	3.5%	-1.4%	-2.9%	25.2%	5.4%	-2.7%	9.0%	-0.2%	6.1%	7.9%

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.SH): 高复购率+门店扩张, 来年加速可期》2022-12-06

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1100	1100	1170	1369	1604
现金	563	805	867	1040	1243
交易性投资	461	203	203	203	203
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	4	5	1	1	2
其它应收款	2	1	1	2	2
存货	53	33	32	40	50
其他	17	53	66	82	104
非流动资产	125	204	276	257	242
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	13	11	84	66	52
无形资产商誉	9	9	9	8	7
其他	102	184	183	183	183
资产总计	1225	1305	1446	1626	1847
流动负债	46	85	95	112	134
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	15	47	58	73	92
预收账款	4	7	8	10	13
其他	27	31	29	29	30
长期负债	8	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	6	6	6	6
负债合计	54	91	101	118	140
股本	100	100	100	100	100
资本公积金	651	651	651	651	651
留存收益	420	463	595	757	956
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1171	1214	1345	1507	1706
负债及权益合计	1225	1305	1446	1626	1847

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	128	157	161	189	227
净利润	133	143	176	215	264
折旧摊销	4	4	4	25	20
财务费用	0	0	(17)	(19)	(23)
投资收益	(8)	(17)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(2)	26	19	(11)	(15)
其它	1	0	(3)	(0)	2
投资活动现金流	(540)	188	(68)	18	18
资本支出	(88)	(86)	(89)	(3)	(3)
其他投资	(452)	274	20	20	20
筹资活动现金流	645	(103)	(31)	(34)	(42)
借款变动	9	(72)	(2)	0	0
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	622	0	0	0	0
股利分配	(34)	(45)	(45)	(53)	(65)
其他	22	15	17	19	23
现金净增加额	233	242	62	173	203

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	765	798	994	1242	1564
营业成本	573	606	745	932	1175
营业税金及附加	2	2	3	4	5
营业费用	36	31	39	49	62
管理费用	34	31	43	51	64
研发费用	2	3	4	5	7
财务费用	(14)	(16)	(17)	(19)	(23)
资产减值损失	(0)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	1	4	4	4	4
投资收益	8	16	16	16	16
营业利润	141	160	196	240	295
营业外收入	6	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	146	160	196	240	295
所得税	13	17	20	25	31
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	133	143	176	215	264

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	23%	4%	24%	25%	26%
营业利润	7%	13%	23%	22%	23%
归母净利润	6%	8%	23%	22%	23%
获利能力					
毛利率	25.1%	24.1%	25.0%	24.9%	24.9%
净利率	17.3%	17.9%	17.7%	17.3%	16.9%
ROE	17.0%	12.0%	13.8%	15.1%	16.4%
ROIC	14.7%	10.6%	13.6%	15.0%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	4.4%	7.0%	7.0%	7.3%	7.6%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	24.1	13.0	12.3	12.2	12.0
速动比率	22.9	12.6	12.0	11.8	11.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	12.8	14.2	23.1	25.9	25.9
应收账款周转率	192.0	180.0	355.0	1051.0	1054.0
应付账款周转率	38.8	19.5	14.2	14.3	14.3
每股资料(元)					
EPS	1.33	1.43	1.76	2.15	2.64
每股经营净现金	1.28	1.57	1.61	1.89	2.27
每股净资产	11.71	12.14	13.45	15.07	17.06
每股股利	0.45	0.45	0.53	0.65	0.79
估值比率					
PE	46.1	42.7	34.7	28.4	23.2
PB	5.2	5.0	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	41.6	36.8	26.9	20.4	17.2

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。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。