

味知香 (605089.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年4月26日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 67.85 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

E-mail: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	27
市价(元)	67.85
市值(百万元)	6,785
流通市值(百万元)	1,798

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	765	798	1,130	1,493	1,910
增长率 yoy%	23%	4%	42%	32%	28%
净利润(百万元)	133	143	210	277	348
增长率 yoy%	6%	8%	47%	32%	26%
每股收益(元)	1.33	1.43	2.10	2.77	3.48
每股现金流量	1.28	1.57	1.78	2.55	3.21
净资产收益率	11%	12%	15%	17%	17%
P/E	51.2	47.4	32.2	24.5	19.5
P/B	5.8	5.6	4.8	4.1	3.4

备注: 股价选取 2023 年 4 月 25 日收盘价

投资要点

- 事件一: 公司发布 2022 年年报。**2022 年, 公司实现营收 7.98 亿元, 同比+4.40%; 归母净利润 1.43 亿元, 同比+7.95%; 扣非归母净利润 1.29 亿元, 同比+4.98%。2022 年四季度, 公司实现营收 1.91 亿元, 同比-1.67%; 归母净利润 0.33 亿元, 同比+8.98%; 扣非归母净利润 0.29 亿元, 同比+4.56%。
- 事件二: 公司发布 2023 年一季报。**2023 年一季度, 公司实现营收 2.02 亿元, 同比+8.61%; 归母净利润 0.36 亿元, 同比-0.17%; 扣非归母净利润 0.35 亿元, 同比+13.41%。
- 开店速度稳健, 新渠道逐步推进。**分产品看, 2022 年, 公司牛肉类/家禽类/猪肉类/羊肉类/水产鱼类/水产虾类分别实现营收 3.35/1.24/0.55/0.14/1.13/1.03 亿元, 同比-5.78%/+18.14%/-5.23%/-6.40%/+14.53%/+6.95%。2023 年一季度, 公司牛肉类/家禽类/猪肉类/羊肉类/水产鱼类/水产虾类分别实现营收 7854.35/3063.59/1485.23/418.92/3051.14/2791.35 万元, 同比+7.18%/+13.39%/+12.77%/+4.74%/+10.46%/-5.34%, 预计主要系: (1) 居民购买力与牛、猪、鸡鸭肉相对价格变化影响肉类消费结构; (2) 公司法风羊排、烤鱼等大单品持续推广。分渠道看, 2022 年, 公司加盟店/经销店/批发渠道/直销及其他渠道/电商渠道分别实现营收 4.26/1.27/2.17/0.11/0.08 亿元, 同比+22.71%/-2.71%/-10.80%/-40.29%/-47.05%; 2023 年一季度, 公司加盟店/经销店/批发渠道/直销及其他渠道/电商渠道分别实现营收 10827.37/2796.98/5187.02/433.15/100.28 万元, 同比+5.45%/+7.91%/-3.11%/+6.14%/+5.98%/-50.67%, 商超渠道实现营收 607.42 万元; 预计主要系: (1) 公司农贸市场开店稳步推进; (2) 餐饮端 22 年酒店和连锁餐饮客户均受疫情影响严重, 23 年缓慢修复; (3) 公司新增商超团队负责商超渠道业务拓展并在一些 KA 渠道实现突破。分地区看, 2022 年, 公司华东/华中/华北/华南/西南分别实现营收 7.48/0.23/0.08/0.01/0.07 亿元, 同比+3.42%/+53.26%/+6.57%/+271.61%/-1.86%; 2023 年一季度, 公司华东/华中/华北/华南/西南分别实现营收 18951.03/533.2/193.18/22.27/246.68 万元, 同比+7.79%/16.32%/32.70%/17.52%/31.11%; 主要市场华东区域受疫情影响严重, 需求恢复较慢。开店方面, 2022 年, 公司净开加盟店/经销店/批发客户 376/133/61 家至 1695/705/442 家; 2023 年一季度, 公司净开加盟店/经销店/商超客户/批发客户 42/21/4/15 家至 1733/698/41/452 家, 开店速度较稳健, 批发与商超逐步推进。
- 毛利率如期提升, 净利率受投资收益扰动。**22Q4, 公司毛利率同比提升 1.32pct 至 23.71%, 23Q1 公司毛利率同比提升 1.39pct 至 26.20%, 预计主要系: (1) 牛肉价格高位回落且公司锁价相对成功; (2) 家禽、猪肉等毛利率较高的品类占比提升; (3) 伴随商超等渠道开拓, 高毛利的 2C 产品占比提升。22Q4, 公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比+1.79%/+0.55%/+0.00%/-1.88pct 至 4.44%/4.86%/0.39%/-3.65%; 23Q1 公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比+0.21%/

0.83/+0.08/+0.19pct 至 4.31%/4.59%/0.51%/-1.40%；预计主要系：(1) 公司扩充销售队伍；(2) 公司新开拓商超等高费率渠道；(3) 牛肉价格回落叠加需求缓慢修复公司加大促销政策。综上，22Q4，公司净利率同比提升 1.68pct 至 17.15%。23Q1，受到投资收益等非经常性损益较同期下降较大的影响，公司净利率同比下降 1.55pct 至 17.62%。

- **背靠朝阳赛道，公司产销两头稳步推进。**预制菜是强确定性的朝阳赛道，未来渗透率提升逻辑顺畅、趋势明显。味知香在产品方面具备先发优势和在渠道方面具备独占性。生产端来看，伴随新增 5 万吨产能陆续投产以及新品研发，产能的“量”与“质”有望进一步提升；销售端，公司积极推进多渠道布局。C 端方面，加盟渠道除在农贸市场稳步渗透外，街边店也成功投入运营并进行推广，同时经销渠道进一步推进与商超合作；B 端方面，销售团队持续扩充，批发渠道深耕，团餐、小餐饮有望贡献新增量。
- **投资建议：维持“买入”评级。**根据一季报，考虑需求修复、渠道开拓与原材料价格波动影响，我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 11.30/14.93/19.10 亿元(前次 23/24 年为 11.26/14.64 亿元)，净利润分别为 2.10/2.77/3.48 亿元(前次 23/24 年为 2.14/2.81 元)，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期；渠道拓展不及预期；食品安全事件。

图表 1: 味知香三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	805	975	1,228	1,548	营业收入	798	1,130	1,493	1,910
应收票据	0	0	0	0	营业成本	606	824	1,090	1,393
应收账款	5	6	8	11	税金及附加	2	3	4	6
预付账款	53	72	96	122	销售费用	31	51	64	82
存货	33	44	58	75	管理费用	31	42	55	71
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3	4	5	7
其他流动资产	205	205	206	207	财务费用	-16	-22	-28	-28
流动资产合计	1,100	1,303	1,597	1,963	信用减值损失	-1	0	0	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	11	83	76	70	投资收益	16	5	6	7
在建工程	172	112	112	112	其他收益	4	3	3	3
无形资产	9	9	8	7	营业利润	160	235	309	388
其他非流动资产	12	12	12	12	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	204	216	208	202	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,305	1,519	1,804	2,165	利润总额	160	235	309	388
短期借款	0	0	0	0	所得税	17	25	32	40
应付票据	30	41	54	69	净利润	143	210	277	348
应付账款	17	23	31	40	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	143	210	277	348
合同负债	7	9	12	16	NOPLAT	128	190	252	323
其他应付款	9	9	9	9	EPS (按最新股本摊薄)	1.43	2.10	2.77	3.48
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	20	24	28	34					
流动负债合计	85	109	137	170					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	6	6	6	6					
非流动负债合计	6	6	6	6					
负债合计	91	115	143	176					
归属母公司所有者权益	1,214	1,404	1,661	1,989					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,214	1,404	1,661	1,989					
负债和股东权益	1,305	1,519	1,804	2,165					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	157	177	255	321	成长能力				
现金收益	131	192	273	342	营业收入增长率	4.4%	41.6%	32.1%	27.9%
存货影响	21	-12	-14	-16	EBIT增长率	9.1%	48.4%	32.3%	28.1%
经营性应收影响	-39	-21	-25	-29	归母公司净利润增长率	7.9%	47.0%	31.5%	25.6%
经营性应付影响	34	17	21	24	获利能力				
其他影响	11	0	1	1	毛利率	24.1%	27.0%	27.0%	27.1%
投资活动现金流	188	-10	-10	-8	净利率	17.9%	18.6%	18.5%	18.2%
资本支出	-101	-15	-15	-15	ROE	11.8%	15.0%	16.7%	17.5%
股权投资	0	0	0	0	ROIC	14.2%	17.8%	19.4%	20.2%
其他长期资产变化	289	5	5	7	偿债能力				
融资活动现金流	-103	2	8	8	资产负债率	7.0%	7.6%	7.9%	8.1%
借款增加	0	0	0	0	债务权益比	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
股利及利息支付	-100	-35	-42	-55	流动比率	13.0	12.0	11.6	11.6
股东融资	0	0	0	0	速动比率	12.6	11.6	11.2	11.1
其他影响	-3	37	50	63	营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
					应收账款周转天数	2	2	2	2
					应付账款周转天数	10	9	9	9
					存货周转天数	25	17	17	17
					每股指标(元)				
					每股收益	1.43	2.10	2.77	3.48
					每股经营现金流	1.57	1.77	2.55	3.21
					每股净资产	12.14	14.04	16.61	19.89
					估值比率				
					P/E	47	32	25	20
					P/B	6	5	4	3
					EV/EBITDA	165	112	80	64

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。