

味知香 (605089.SH)

产能释放 BC 端齐发力，加速扩张高增可期

买入(首次评级)

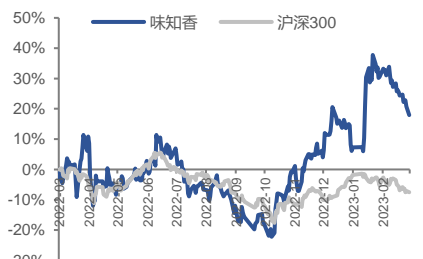
当前价格: 72.2 元

目标价格: 97 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	100/27
总市值/流通市值 (百万元)	7223/1914
每股净资产 (元)	11.81
资产负债率 (%)	5.26
一年内最高/最低 (元)	83.5/47.16

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王瑾璐

执业证书编号: S0210522090002

邮箱: wjl3257@hfzq.com.cn

投资要点:

➤ **预制菜A股第一家上市公司，深耕预制菜十四载。**公司是全国半成品菜研发、制造规模较大的企业之一，在行业中处于领先地位，拥有“味知香”和“饕玉”两个品牌，分别面向C端和B端，味知香品牌指数在2022年中国预制菜十大品牌榜中名列第一，品牌力较强。公司深耕华东区域，约95%的营收来自华东，2016-2021年公司营收和归母净利润的5年CAGR分别为21%/26%。

➤ **预制菜行业高景气度，万亿市场可期。**从需求端看，现代快节奏的生活方式、连锁餐饮与外卖快速发展提升了对预制菜的需求；从供给端看，冷链物流和渠道多元化等多因素的共同作用促进预制菜行业的发展。目前预制菜行业处于发展初期，正处于加速发展的阶段，根据艾媒咨询，2021年中国预制菜市场规模约为3459亿元，预计到2026年将会突破万亿元，五年CAGR为25%。未来发展空间广阔。

➤ **竞争优势突出，产能释放扩张加速。**(1) 产品端：有着较强的多品类研发、拓展和管理能力，产品覆盖肉禽类、水产类等，种类超过300多种。(2) 渠道端：BC端协同发展，截止2022年Q3，公司的加盟店/经销店/批发客户分别为1649/675/422家。零售渠道方面：加盟店是公司着重发展的模式，加盟店开店门槛低，模式成熟，便于快速复制向外扩张，2018-2021加盟店3年CAGR为44%，23年起公司布局街边店，有望提供更大的销售增量，同时公司布局商超店中店，开店速度有望加快。批发渠道方面：23年起公司会专门开发B端市场，加大对校园团餐和小餐饮业务的开发。(3) 产能端：目前公司拥有1.5万吨的产能，产能利用率已达到瓶颈，处于供不应求的状态，预计2023年公司逐步释放2.5万吨产能，有助于公司进一步深耕华东区域并向外围市场扩张。

➤ **盈利预测：**预计公司2022-2024年归母净利润将达到1.43/2.15/2.84亿元，三年同比增长8%/51%/32%，基于公司23年产能释放，渠道加速拓展，有较高的成长性，给予公司2023年45倍PE，对应目标价97元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**开店数量不及预期风险；原材料价格大幅上涨风险；产能投放不及预期风险；市场竞争加剧风险；业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险；食品安全风险。

财务数据和估值	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	622	765	826	1,276	1,725
增长率	15%	23%	8%	54%	35%
净利润 (百万元)	125	133	143	215	284
增长率	45%	6%	8%	51%	32%
EPS (元/股)	1.25	1.33	1.43	2.15	2.84
市盈率 (P/E)	58	54	51	34	25
市净率 (P/B)	18	6	6	5	4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

假设 1：味知香之前由于产能达到瓶颈，产品一直处于供不应求的状态，一定程度上限制了公司的发展。随着公司新建 2.5 万吨产能的逐步释放，预计公司会加速扩张，同时 23 年起公司 C 端布局街边加盟店和商超店中店，B 端加大团餐和小餐饮的开发，有望为公司带来更多的销售增量。预计 2022-2024 年加盟店开店速度同比+29%/+25%/+25%，门店达到 1703/2133/2658 家，单店收入为 27/31/33 万元；经销店开店速度同比+24%/+34%/+30%，门店达到 709/954/1244 家，单店收入为 20/19/19 万元；批发商数量同比+14%/+21%/+16%，达到 434/524/606 家，单店收入为 46/76/91 万元。

假设 2：未来公司原材料价格不会出现大幅上涨，毛利率不会大幅下降。

区别于市场的观点：

市场认为当前预制菜行业竞争格局分散，味知香面临激烈的行业竞争。但是我们认为味知香作为行业最早的预制菜企业之一和行业内首家上市的公司，已经具备了一定的品牌力和先发优势，而且随着公司产能释放，公司加速开启 BC 端同步发展战略，进一步深耕华东区域并开展全国性布局，全面抢占市场先机，未来有望继续保持领先地位，成为全国性的预制菜企业。

股价上涨的催化因素：

公司开店速度超预期，原材料成本大幅下跌，预制菜行业发展速度加快。

估值和目标价：

相对估值比较：选取安井食品、千味央厨、三全食品作为可比公司。2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 41/32/26 倍，可比公司 23-24 年复合增速为 23%。预计公司 2022-2024 年归母净利润将达到 1.43/2.15/2.84 亿元，三年同比增长 8%/51%/32%，基于公司 23 年产能释放，渠道加速拓展，有较高的成长性，给予公司 2023 年 45 倍 PE，对应目标价 97 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

使用绝对估值方法作为辅助验证，FCFF 估值结果显示公司每股权益价值为 104 元。

综合相对估值和绝对估值的结果，目标价为 97 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

开店数量不及预期风险；原材料价格大幅上涨风险；产能投放不及预期风险；市场竞争加剧风险；业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险；食品安全风险。

正文目录

1、预制菜龙头企业，深耕预制菜十四载.....	6
1.1 预制菜第一家上市公司.....	6
1.2 财务分析.....	7
2、预制菜：一个万亿蓝海市场.....	9
2.1 预制菜分类与发展历程.....	9
2.2 需求端：BC 端需求大幅增加带动预制菜景气度.....	10
2.3 供给端：冷链物流和渠道多元化等多因素共同作用促进预制菜行业的发展.....	13
2.4 预制菜万亿市场可期.....	15
3、竞争优势突出，产能释放加速扩张.....	17
3.1 多品类研发、拓展和管理能力和丰富的工艺经验构筑产品核心竞争力.....	17
3.2 渠道端：BC 两端加速扩张，着重发展加盟店模式.....	19
3.3 供应链：原材料端把控较强，自建物流体系降低成本.....	25
3.4 产能饱和，新建产能投产助力营收进一步增长.....	26
4、盈利预测与估值分析.....	27
4.1 盈利预测.....	27
4.2 相对估值.....	28
4.3 绝对估值.....	29
5、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 味知香发展历程.....	6
图表 2: 味知香股权结构.....	6
图表 3: 味知香品牌.....	7
图表 4: 2018-2022Q3 营业总收入和净利润.....	7
图表 5: 各部分产品营业收入 (亿元).....	8
图表 6: 2019-2022Q3 各部分产品营业收入占比.....	8
图表 7: 公司毛利相对稳定率.....	8
图表 8: 细分产品毛利率.....	8
图表 9: 2022H1 销售费用构成比例 (%).....	9
图表 10: 期间费用率逐步下降.....	9
图表 11: 预制菜分类.....	10
图表 12: 预制菜发展历程.....	10
图表 13: 女性和男性购买预制菜占比.....	11
图表 14: C 端预制菜购买消费者目的.....	11
图表 15: C 端预制菜购买消费者所在城市.....	11
图表 16: C 端预制菜购买消费者年龄分布.....	11
图表 17: 传统餐饮与使用预制菜净利率比较.....	11
图表 18: 2016-2022 中国餐饮连锁化率和规模.....	12
图表 19: 2020 年日美餐饮连锁化率.....	12
图表 20: 2016-2022 外卖市场规模及增速.....	13
图表 21: 2016-2025 冷链市场物流规模.....	14
图表 22: 2016-2025 生鲜电商市场规模.....	14
图表 23: 中国、日本预制菜市场 B 端、C 端比例.....	15
图表 24: 2019-2026 预制菜行业规模.....	15
图表 25: 预制菜企业分类.....	16
图表 26: 2020 年中国预制菜市场竞争格局.....	17
图表 27: 味知香 SKU 数量高于主要竞争对手.....	17
图表 28: 味知香名列中国预制菜品牌榜第一.....	17
图表 29: 公司产品生产工艺.....	18
图表 30: 正在研发的新技术.....	18
图表 31: 味知香销售模式.....	19
图表 32: 各渠道占总收入比例.....	20
图表 33: 2018-2022Q3 经销店数量.....	20
图表 34: 2018-2020 经销店转加盟店数量.....	20
图表 35: 2018-2020 年不同合作年份的经销店占比.....	20
图表 36: 不同合作年份的经销店平均单店收入 (万元).....	20
图表 37: 2018-2022Q3 加盟店数量.....	21
图表 38: 2018-2020 年不同合作年份的加盟店占比.....	21
图表 39: 不同合作年份的加盟店平均单店收入 (万元).....	21
图表 40: 味知香加盟店单店模型 (以农贸市场店为例).....	22
图表 41: 资金回收期敏感性分析 (以农贸市场店为例).....	22
图表 42: 味知香加盟店单店模型 (以上海街边店为例).....	23
图表 43: 资金回收期敏感性分析 (以上海街边店为例).....	23
图表 44: 2018-2022Q3 批发商数量.....	23
图表 45: 2018-2020 年不同合作年份的批发商占比.....	24

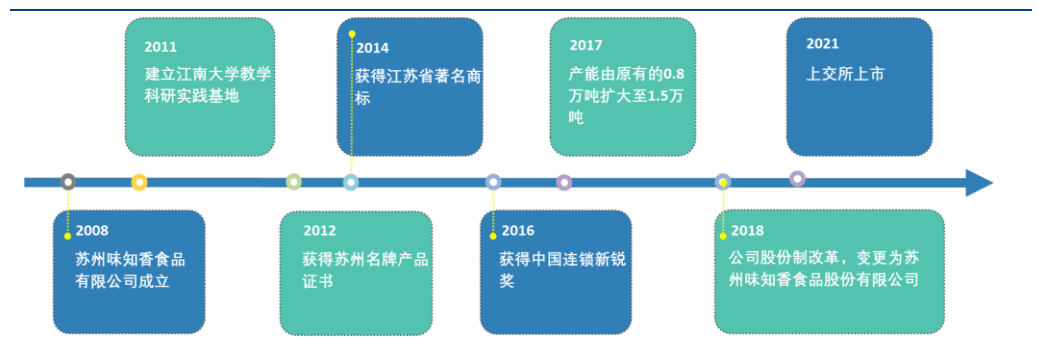
图表 46: 不同年份的批发客户单个平均收入 (万元)	24
图表 47: 营业收入绝大部分集中在华东地区	25
图表 48: 2021 年原材料成本占比约 91%	25
图表 49: 各品类原材料成本占比	25
图表 50: 自行运输量占比超 80%	26
图表 51: 自行运输单价少于第三方运输单价	26
图表 52: 产能利用率和产销率	26
图表 53: 公司产能情况 (吨)	26
图表 54: 盈利预测	28
图表 55: 可比公司	29
图表 56: 关键假设	29
图表 57: FCFF 估值结果	29
图表 58: 敏感性分析	30
图表 59: 财务预测摘要	31

1、预制菜龙头企业，深耕预制菜十四载

1.1 预制菜第一家上市公司

A 股第一家预制菜上市公司。公司是国内进入预制菜赛道最早的企业之一，一直深耕半成品菜行业。2008 年 12 月，公司主要创始人夏靖在苏州成立了苏州味知香食品有限公司，主要在上海地农贸市场进行销售。2012 年开放加盟渠道，以苏州为根据地向外扩张，业务范围逐步覆盖江苏省、长三角区域。2018 年 4 月公司变更为“苏州市味知香食品股份有限公司”，之后公司进一步扩张，势头强劲，于 2021 年 4 月在主板上市。目前公司是全国半成品菜研发、制造规模较大的企业之一，在行业中处于领先地位。

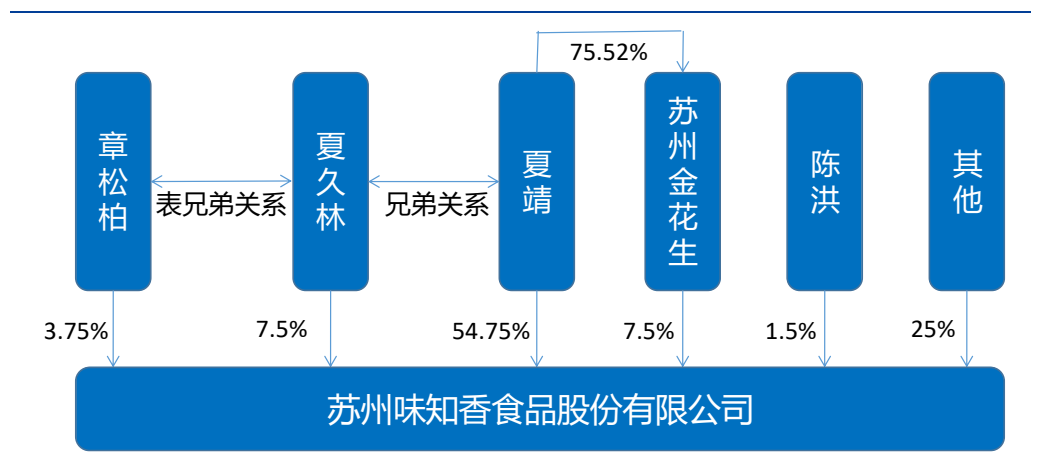
图表 1：味知香发展历程



数据来源：招股说明书，公司官网，华福证券研究所

公司实际控制人夏靖拥有对公司的绝对控制权，其直接持有公司 54.75% 的股份，通过苏州金花生间接持股 5.66%，合计持有 60.4%，其兄弟夏久林和表兄弟章松柏分别持有公司 7.5%/3.75% 的股份，公司股权结构相对集中，管理层稳定，拥有高决策效率。金花生为员工持股的股权激励机制，除夏靖外，还有 26 名公司核心骨干通过金花生持有公司股份。

图表 2：味知香股权结构



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司拥有两大核心品牌“味知香”和“饌玉”，覆盖肉禽类、水产类及其他类，产品种类超过 300 多种。其中，“味知香”产品通过公司 C 端渠道经销店与加盟店面

向终端消费者，“璞玉”产品通过公司的B端批发经销商渠道服务于酒店、餐厅、食堂等。另外，在深耕原有半成品菜的基础上，公司新设了“味爱疯狂”，“搜香”，“味知香工坊”等新设品牌系列，分别主营高端火锅食材、各地特色美食、火锅底料及调料包等全新品类，进一步丰富公司产品线，致力于从半成品原料加工企业升级成为餐桌美味解决方案的提供商。

图表 3：味知香品牌

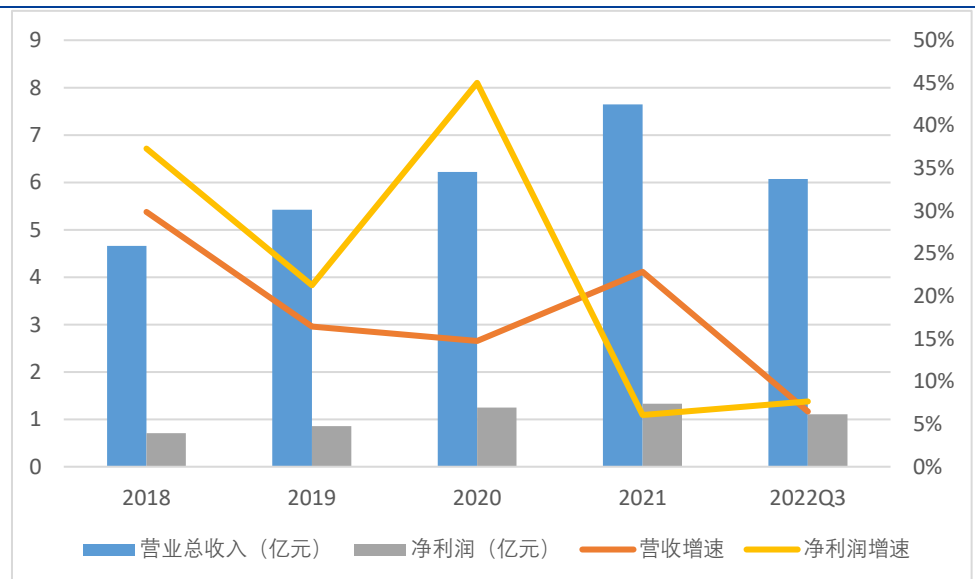


数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.2 财务分析

营收快速增长，短期受疫情扰动。公司 2019-2021 年营业总收入分别为 5.4/6.2/7.6 亿元，同比增速为 16.4%/14.8%/22.8%，2019-2021 年年营收复合增速为 18%；2022 年 Q3 营业总收入为 6.1 亿元，同比增长 6.5%，今年以来营收放缓主要是因为华东疫情对公司 B 端餐饮的影响，C 端销售虽然由于疫情产生了一定的影响，但是通过发展团购业务，进行了一定弥补。未来随着疫情政策的调整，公司业务恢复后有望继续保持较快的增长速度。

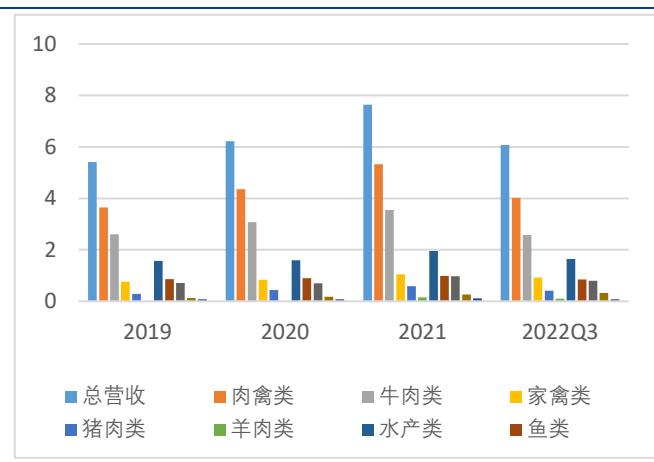
图表 4：2018-2022Q3 营业总收入和净利润



数据来源：WIND，华福证券研究所

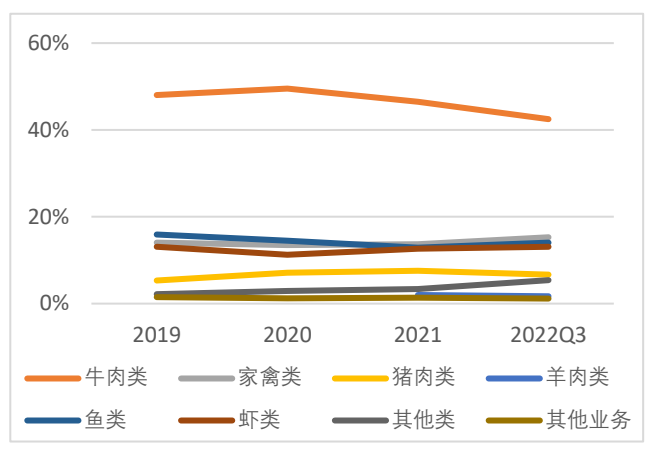
肉禽类产品占比超60%，牛肉类是最主要的细分品类。公司产品包括肉禽类、水产类及其他类。肉禽类包括牛肉类、家禽类、猪肉类、羊肉类。羊肉类因占比太少，2018-2020 年均和牛肉类一起统计，2021 年起单独统计。2019 年-2022Q3 年，公司肉禽类产品收入分别为 3.7/4.4/5.3/4 亿元，同比增长 20.3%/19.5%/22.1%/0.6%，占公司营业总收入的比例分别为 67.3%/70.1%/69.7%/66.2%；其中牛肉类近三年来占比虽然有所下降，但仍然是占比最大的细分品类，2022Q3，牛肉类占总营收的比例为 42.5%。水产品类包括虾类和鱼类，2019 年-2022Q3 年公司水产类产品收入分别为：1.6/1.6/2/1.7 亿元，同比增长 5.4%/1.9%/21.8%/13.9%，占公司营业总收入的比例分别为 29%/25.7%/25.5%/27.1%。2022Q3 水产类增长较快主要是因为爆款产品烤鱼的销售。

图表 5：各部分产品营业收入（亿元）



数据来源：WIND，华福证券研究所

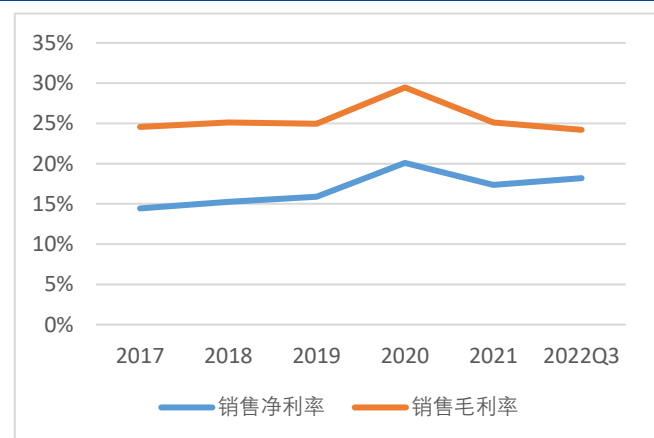
图表 6：2019-2022Q3 各部分产品营业收入占比



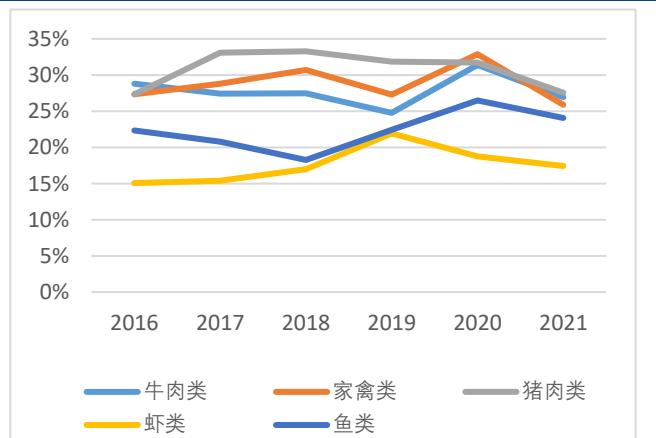
数据来源：WIND，华福证券研究所

毛利率较为稳定。2019-2022Q3 公司的毛利率分别为 25%/29.5%/ 25.1%/24.2%，较为稳定。其原因主要是：(1) 公司持续跟踪主要原材料的采购价格和市场零售价，结合自身存货成本和同类产品市场价对产品价格作出相应的调整；(2) 半成品菜的最终消费群体与农贸市场消费者、食品批发市场客户重合程度较高，公司参考市场价格调价的方式也易于被客户接受，公司具备对下游客户的调价能力。但由于各类产品原材料价格变动趋势和幅度不同，且公司对产品的调价幅度与成本变动不完全一致，导致细分类别产品的毛利率存在一定波动。

图表 7：公司毛利相对稳定率



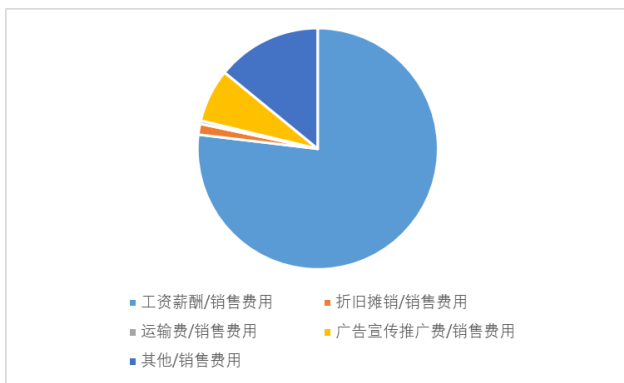
图表 8：细分产品毛利率



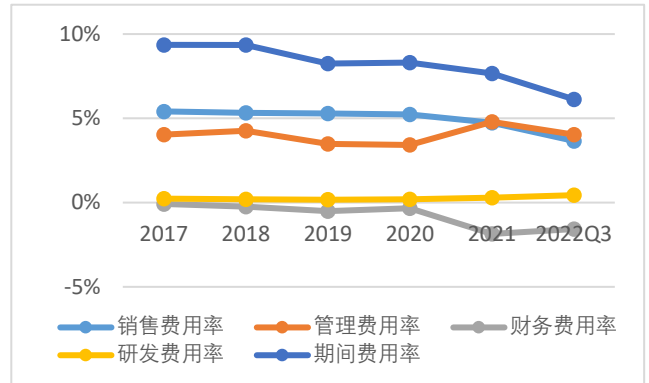
数据来源：WIND，华福证券研究所

数据来源：WIND，华福证券研究所

期间费用率逐步下降。2019-2022Q3 公司期间费用率分别为 8.3%/8.3%/7.7%/6.1%。其中，2019-2022Q3 公司销售费用率逐年下降，分别为 5.3%/5.2%/4.7%/3.7%。2022 年 Q3 销售费用率的下降主要是因为公司线上销售相关费用减少。公司销售费用主要构成为员工工资，2022 年 H1 员工工资占销售费用的比例约 77%，因为公司主要依靠由销售人员下沉到市场进行推广，并根据销售人员实现业绩情况计提报酬，因此公司销售费用中工资占比较高。2019-2022Q3 公司管理费用率分别为 3.5%/3.4%/4.8%/4%。2021 年公司管理费用率上涨较多主要是因为公司上市期间发生了相关费用和公司员工数量有所增加。2019-2022Q3 年公司财务费用率分别为 -0.5%/-0.3%/-1.9%/-1.6%。2021 年起财务费用率有所下降是因为公司前期购买定期存款到期及存款增加导致的利息收入增加。

图表 9：2022H1 销售费用构成比例（%）


数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 10：期间费用率逐步下降


数据来源：WIND，华福证券研究所

2、预制菜：一个万亿蓝海市场

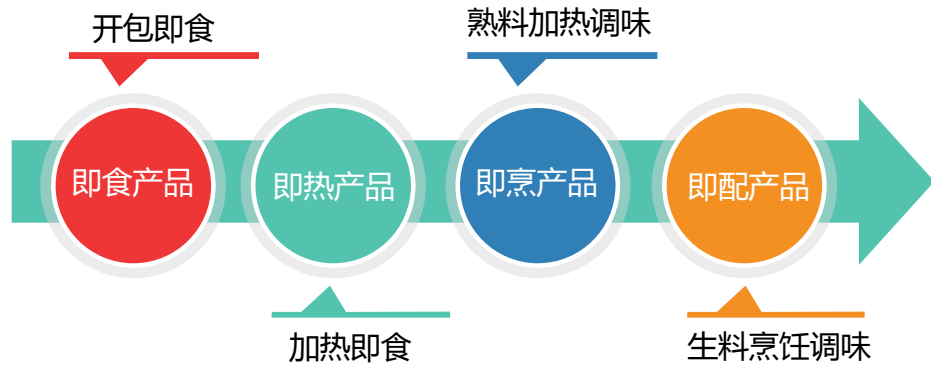
2.1 预制菜分类与发展历程

预制菜是指以农、畜、禽、水产品等为主要原料，同时配各种辅料，通过分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等预加工步骤制成的成品或半成品菜。预制菜与现做菜相比，预制菜需要提前进行过加工处理。预制菜主要为解决人的一日三餐，本质仍为“菜”，所以保质期较短，而且要求食材新鲜。

预制菜通过需要加工的程度多少可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四类，目前大部分预制菜企业经营的主要是即热和即烹食品。

- (1) 即食食品。指开封后可以直接食用的食品，如泡椒凤爪，罐头等。
- (2) 即热食品。指仅需要加热便可食用的食品，如梅菜干扣肉等。
- (3) 即烹食品。指在进行加熟或浅油炸之后包装起来的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调制的食品，如椒盐排骨等。
- (4) 即配食品。指经过清洗、分切等初步加工而成的小块肉、生鲜净菜等

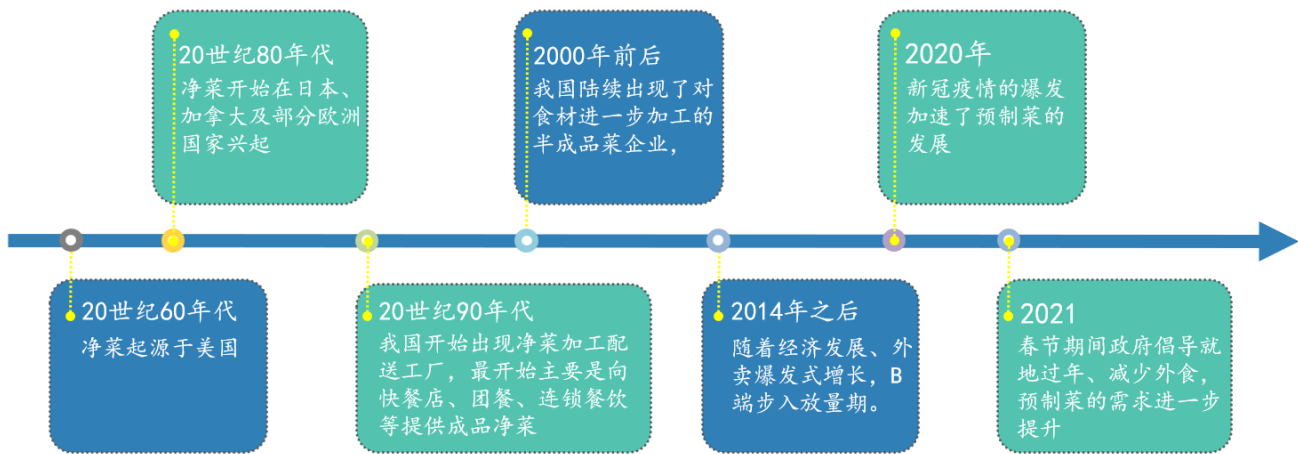
图表 11：预制菜分类



数据来源：中国烹饪协会《预制菜产品规范》，华福证券研究所

发展历史上，半成品菜由净菜发展而来，净菜起源于美国。20 世纪 80 年代净菜开始在日本、加拿大及部分欧洲国家兴起。我国净菜产品最早起源于 20 世纪 90 年代后期，最开始主要是向快餐店、团餐、连锁餐饮等提供成品净菜。2000 年前后，我国陆续出现了对食材进一步加工的半成品菜企业，但由于条件不成熟，行业整体发展仍较为缓慢。2014 年之后，随着经济发展、外卖爆发式增长，半成品菜 B 端步入放量期。2020 年新冠疫情的爆发加速了预制菜的发展。

图表 12：预制菜发展历程



数据来源：招股说明书，36kr，华福证券研究所

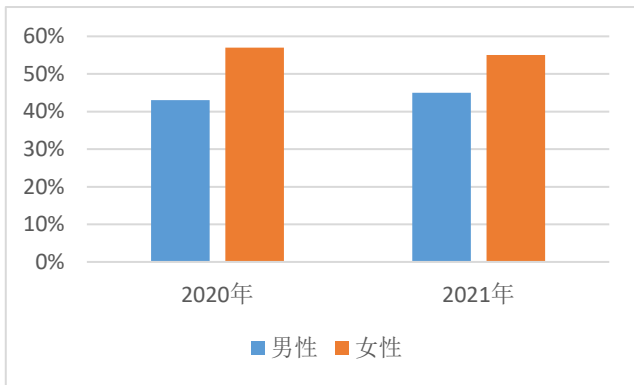
2.2 需求端：BC 端需求大幅增加带动预制菜景气度

2.2.1 C 端：日常生活方式的变化使得居民对相对便利的预制菜的需求增加

预制菜迎合了现代社会发展趋势下居民生活方式变化的需求。随着我国经济的快速发展和产业结构变迁，日常生活方式的变化使得居民越来越注重餐饮的便利。(1) 受传统的影响，我国家庭的三餐通常由女性料理，但是如今越来越多的女性进入职场，使得其做家务烹饪的时间大幅缩短。而且目前快节奏的城市生活也使得职场中的男性和女性没有足够的精力和时间去制作三餐。预制菜不仅简化了买菜、洗菜、切菜、烹制等步骤，而且品类丰富，较好地融合了品质、营养和口感。预制菜的制作时间为 15-30min，超过 70% 的消费者购买预制菜的理由多是“节省时间”。一、二线城市购买预

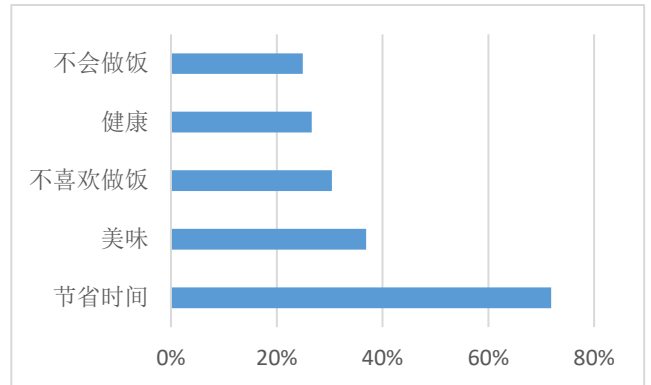
制菜的比例约 60%。(2)“懒人经济”和“宅经济”盛行，人们越来越追求方便快捷的消费方式，预制菜相较传统下厨与餐厅打包外食，具有省事省时省力省钱的特点。因此逐步成为消费者解决饮食需求的选择。据京东研究院数据，2021 年购买预制菜的消费者中年龄在 26-45 的消费者占比为 68%。

图表 13: 女性和男性购买预制菜占比



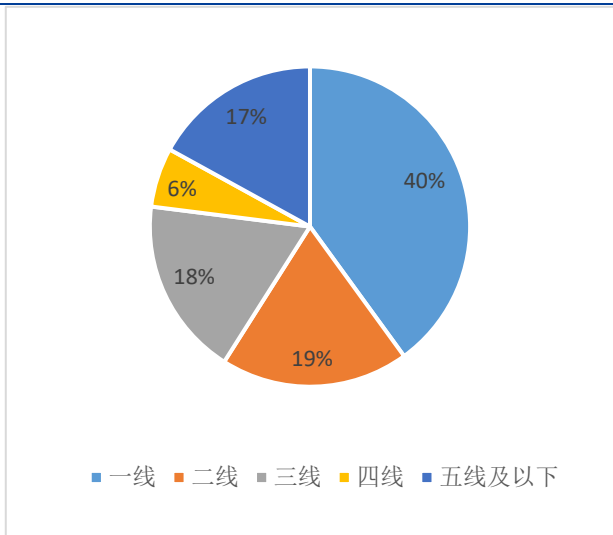
数据来源: 京东研究院, 华福证券研究所

图表 14: C 端预制菜购买消费者目的



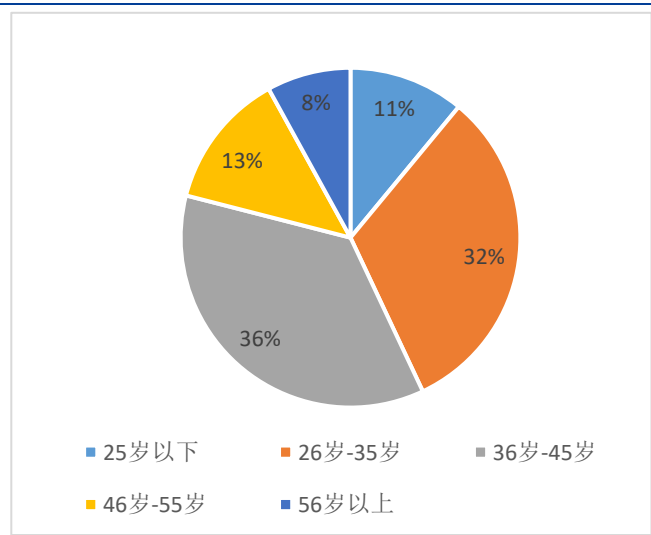
数据来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

图表 15: C 端预制菜购买消费者所在城市



数据来源: 京东研究院, 华福证券研究所

图表 16: C 端预制菜购买消费者年龄分布

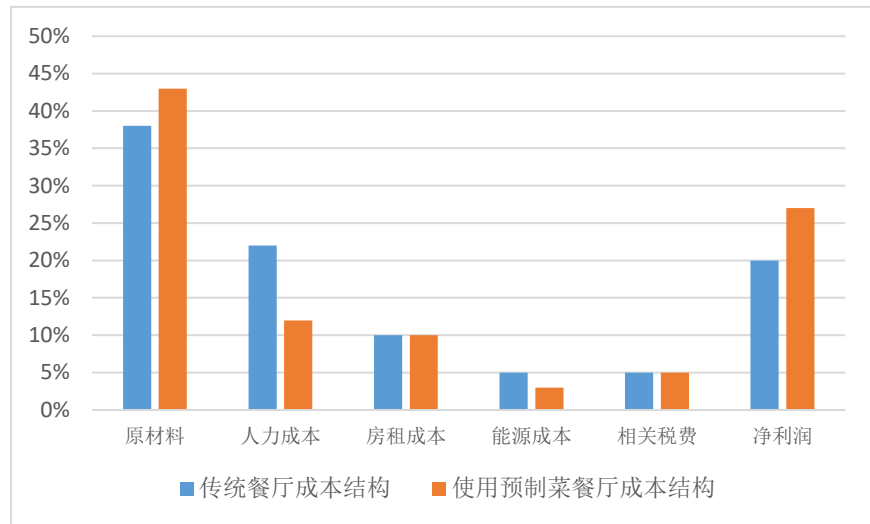


数据来源: 京东研究院, 华福证券研究所

2.2.2 B 端: 连锁餐饮与外卖兴起带动预制菜景气度

预制菜可降低餐饮企业成本。餐饮企业的员工工资、房租成本较高，企业可以通过采购预制菜来降低后厨面积和减少后厨人员，从而优化人力成本和能源成本以增强盈利，整体净利率预计提升 7pct。因此餐饮企业有动力采购预制菜，带动预制菜的需求增长。

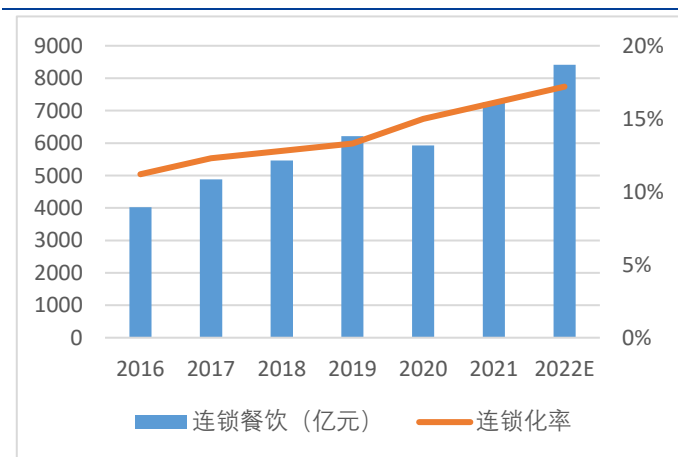
图表 17: 传统餐饮与使用预制菜净利率比较



数据来源：中国饭店协会，中国连锁经营协会，华福证券研究所

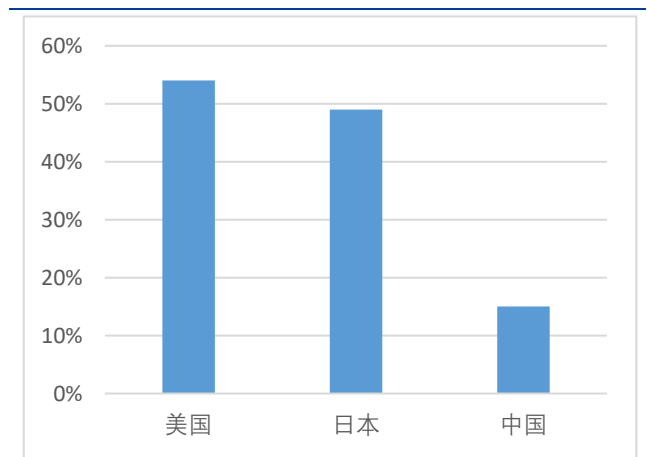
中国餐饮市场连锁化进程不断向前，带动预制菜的需求。连锁餐饮为了产品质量的稳定、以及口味的标准、出餐速度，对于餐饮的标准化、规模化有严格的要求，而规模化工业化生产的预制菜能够满足这样的需求，而且能提高菜品的丰富度。尤其对于轻资产运营、规模相对较小、菜品品类丰富的餐饮企业而言，自建多品类生产线需要较大的前期投入，因此他们更需要和预制菜公司合作。目前，餐饮的连锁化率在持续增长中。根据中商产业研究院，中国连锁餐饮市场规模由 2016 年的 4021 亿元增加至 2021 年的 7263 亿元，年复合增长率约为 10.2%；连锁化率由 2016 年的 11.2% 增长至 16.1%；预计 2022 年规模增长至 8418 亿元，连锁化率增长至 17.2%。对标国际，2020 年美国和日本餐饮连锁化率分别为 54% 和 49%，我国的连锁化率和标准化程度仍有很大的提升空间。随着我国连锁品牌餐饮店的成长，有望持续带动作为供应链的预制菜景气行业。

图表 18：2016-2022 中国餐饮连锁化率和规模



数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

图表 19：2020 年日美餐饮连锁化率

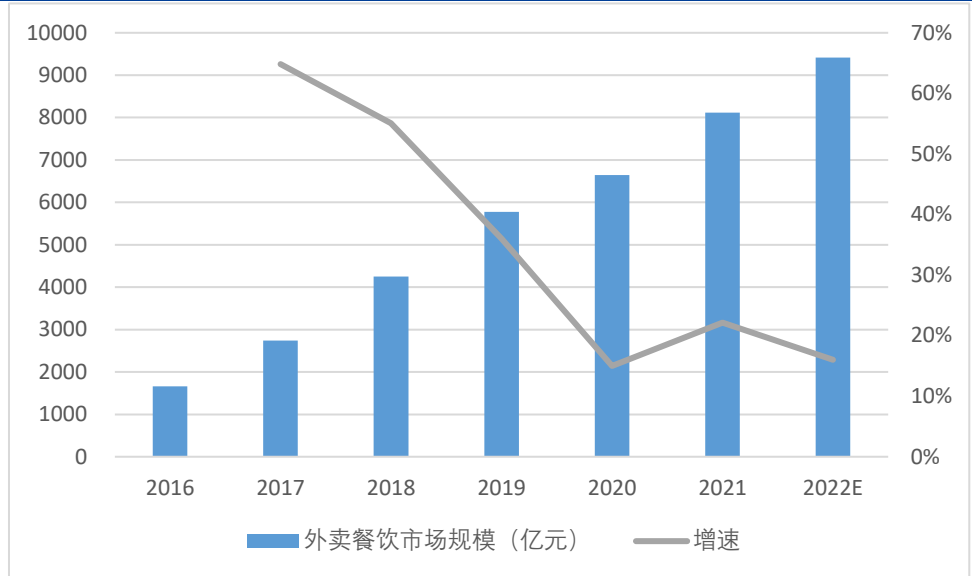


数据来源：2021 年中国连锁餐饮行业报告，华福证券研究所

外卖行业规模不断扩大，带动预制菜需求。对于外卖行业预制菜不仅能满足其对出餐速度的高要求，还能降低损耗、减少厨师和切菜工、节约厨房空间等以降低成本。而且，相对于因为食品安全问题难以被大众接受的料理包，预制菜有很大的优势：(1) 新鲜度，预制菜生产完成后立即销售，通过低温冷冻保证食材新鲜度，而料理包会添

加防腐剂以增加保质期对人体有害。(2) 质量控制, 预制菜是工业化、规模化生产, 品控十分严格, 而料理包通常为小作坊生产, 缺乏监督, 食品安全难以保证, 而且目前食品安全不合规的小作坊处于被清洗阶段。预制菜可以理解为借助不断完善的供应链基础设施对料理包实现的消费升级, 在外卖中扮演者越来越重要的角色。我国外卖行业市场规模从 2016 年的 1663 亿元增至 2021 年 8117 亿元, 5 年 CAGR 达 37%, 预计 2022 年达到 9417 亿元。爆发式增长的订单加上日渐严格的出餐、配送时间也将持续为供应链上游的预制菜行业带来业绩景气支撑。

图表 20: 2016-2022 外卖市场规模及增速



数据来源: 2021 年中国连锁餐饮行业报告, 中商产业研究院, 华福证券研究所

2.3 供给端: 冷链物流和渠道多元化等多因素共同作用促进预制菜行业的发展

2.3.1 冷链物流促进了预制菜产品的跨区域运输

预制菜产品通常需要冷链运输。在不使用防腐剂和添加剂的情况下, 预制菜在贮藏、运输、分销和零售的过程中, 需要处于特定的低温环境下, 这样才能保护食物组织中的水分、汁液等不被流失, 最大程度保存食物的营养, 同时还能抑制微生物的繁殖, 防止污染和变质, 从而延长预制菜产品的储存时间。

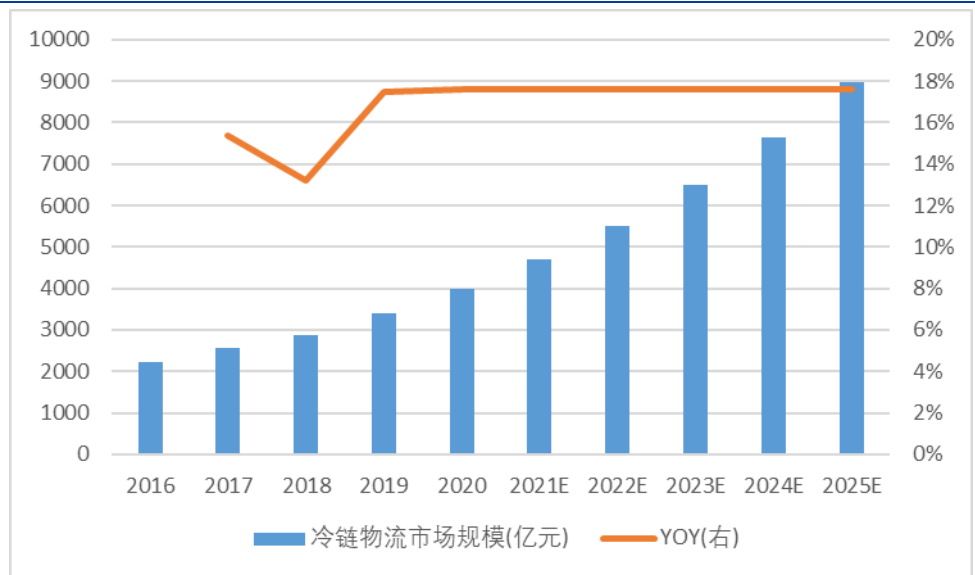
冷链运输影响预制菜销售范围。半成品菜行业下游客户较为零散且订购产品的数量、品种各异, 产品配送具有单个客户规模小、配送频率高、区域内客户分散、时效性要求高等特点。目前, 行业内企业多为单一生产基地, 仓储物流及冷链运输能力决定了产品销售的区域, 直接影响着业务辐射范围。

现代冷链物流的发展促进了预制菜行业的发展。受限于早期冷冻技术和冷链运输的高成本, 半成品菜行业在发展初期存在销售区域小、企业数量多、集中度低的特点, 行业内规模以上企业较少。近几年, 随着电子商务的兴起, 我国物流行业得到了飞速发展, 部分物流企业开始进入生鲜物流领域, 直接促进了我国冷链运输行业发展。根据《2022 年中国连锁餐饮行业报告》, 预计 2025 年我国冷链市场规模达 8970 亿元, 2021-2025 年的 CAGR 为 17.6%。在专业物流企业的带动下, 低温保鲜技术、车辆设计

制造技术、信息化物流配送技术得到了进一步发展，上述技术的运用使得运输成本大幅降低。预制菜行业也受益于冷链物流技术的提升，行业内部分优质企业开始组建自有冷链运输车队。在先进的物流配送体系下，半成品菜企业扩大了配送范围，提升了产品配送效率，保障食品安全的同时扩大了市场覆盖面。

“十四五”冷链物流发展规划为未来预制菜行业的发展提供了有利条件。“十四五”冷链物流发展规划指出到 2025 年底，初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的物流网络的冷链物流网络，基本形成符合我国国情和产业结构特点、适应经济社会发展需要的冷链物流体系，调节农产品跨季节供需，支撑冷链产品跨区域流通的能力和效率显著提高，对国民经济和社会发展的支撑保障作用显著增强。这对预制菜行业的进一步发展提供了有利的条件。

图表 21：2016-2025 冷链市场物流规模

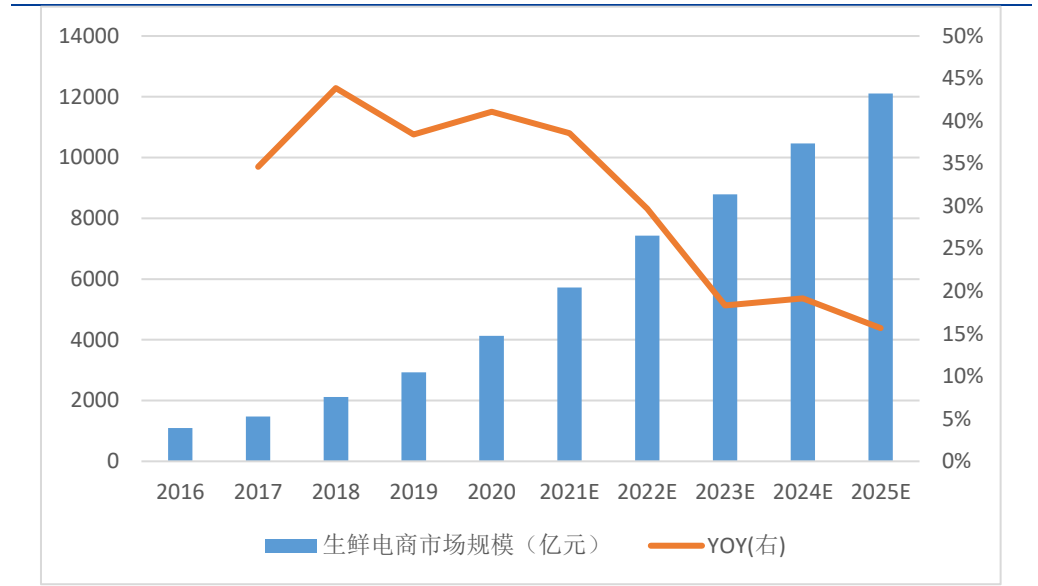


数据来源：2022 年中国连锁餐饮行业报告，华福证券研究所

2.3.2 渠道多元化使消费者更易接触预制菜产品

线上渠道的发展为预制菜提供了新兴的平台。电商充当终端网点和配送商的角色，直接连接厂商和消费者，减少中间环节，减少了损耗，提升流转效率，降低了预制菜企业的渠道成本。随着国内商业模式的快速变迁，在传统商超、便利店渠道的基础上，衍生出传统线上渠道，如淘宝、京东；生鲜电商渠道，如叮咚买菜；社区团购等多种新渠道。随着渠道多元化发展，消费者更容易接触预制菜产品，从而使预制菜的消费更为便利。

图表 22：2016-2025 生鲜电商市场规模

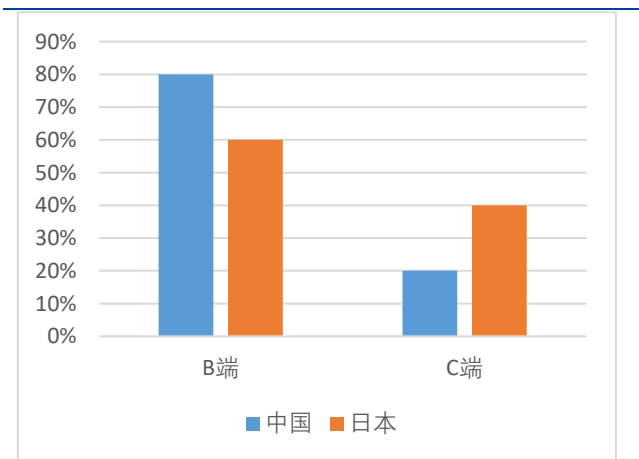


数据来源：CIC，叮咚买菜招股说明书，华福证券研究所

2.4 预制菜万亿市场可期

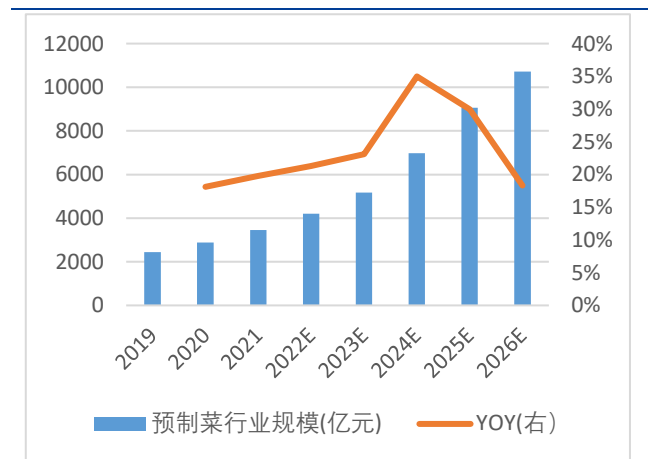
目前我国预制菜处于起步发展阶段，据《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》，目前国内预制菜渗透率只有 10%至 15%。而在日本，预制菜的渗透率已经达到 60%以上，我国预制菜的渗透率仍有较大提升空间。同时国内 C 端预制菜还有很大的发展空间，据红餐网数据显示，目前中国预制菜市场 B 端与 C 端比例大概为 8:2，餐馆等商家仍旧占预制菜的大部分消费，和日本预制菜市场 B 端与 C 端 6:4 的比例还有一定的差距，目前中国整个预制菜产业正在由 B 端向 C 端延伸。根据艾媒咨询数据显示，2021 年中国预制菜市场规模约为 3459 亿元，预计到 2026 年将会突破万亿元，五年复合增长率为 25%。

图表 23：中国、日本预制菜市场 B 端、C 端比例



数据来源：红餐网，华福证券研究所

图表 24：2019-2026 预制菜行业规模



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

预制菜产业链上下游关联密切，从上游原材料企业到中游加工企业再到下游销售企业均可切入预制菜行业参与竞争。目前预制菜行业企业根据上中下游可以分为五大类：上游有农牧水产企业（原料型）；中游有专业预制菜企业（产品型）、传统速冻食品企业（冻品型）、零售企业（渠道型）；下游有餐饮企业（餐饮型）。上游玩家具有

成本、渠道优势，但产品研发能力、品牌力相对薄弱；中游玩家产品、品牌、盈利能力差异性较大；下游玩家品牌力和运营能力强。在行业发展初期，各类企业短期单点发力可以快速切入预制菜赛道，分享行业红利，但最终可以控制原材料成本、品牌知名度高、产品力强、有优秀的渠道运营能力和供应链管理能力的企业将更有优势。

原材料：预制菜的原材料占据成本的主要部分，原材料的价格会影响企业的盈利能力，在原材料随行就市的情况下可以较好地抵抗成本波动的企业更有优势。

产品：在成本管控基础上，对食材进一步加工的能力决定了产品的附加值，影响公司的毛利率水平，也有利于提高竞争门槛。产品的持续研发和创新铸就更强的产品力，多种产品的组合满足不同客户需求提高品牌知名度，增强公司竞争力。

渠道运营能力：目前在行业发展初期，渠道拓展速度是关键，可以帮助企业获得先发优势，随着渗透率的提升，后期渠道管理提升效率为企业降本增效成为关键。

供应链管理能力：供应链管理贯穿整个预制菜产业链，供应链管理体现在采购管理、生产效率、仓储物流等多个环节，供应链整体运行效率是长期决定企业盈利能力的的关键。

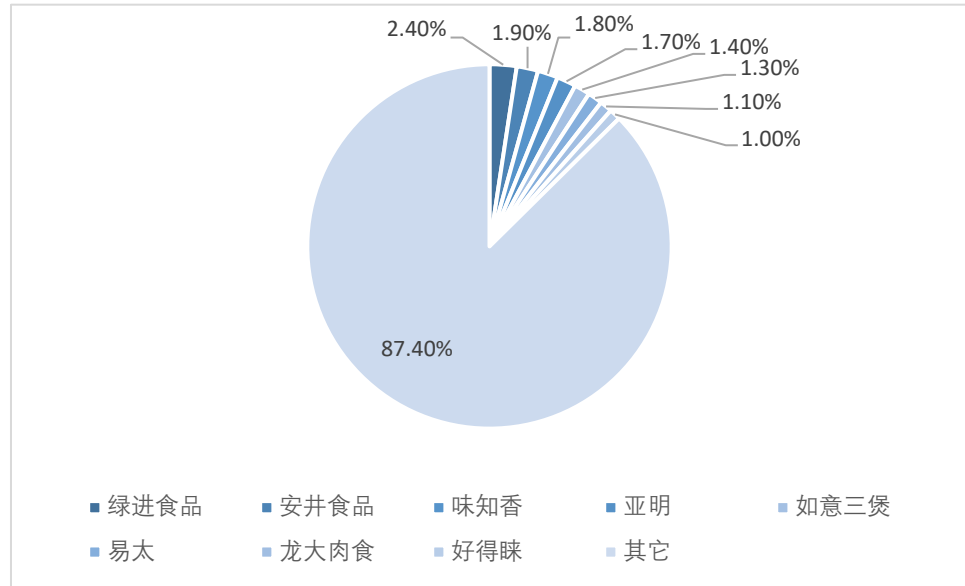
图表 25：预制菜企业分类

类型		特征	代表企业	优势	劣势
上游	农牧水产企业 (原料型)	主要为农副产品初加工企业，以原材料优势、品牌优势，通过进一步深度加工切入预制菜行业	国联水产、大湖股份、福成股份等	原材料成本把控能力强，具备成本优势	品牌力较弱，对终端消费者把握能力弱。
	专业预制菜企业 (产品型)	主要为专业的食品制造企业，凭借自身食品品牌优势、食品营销经验，以成型的预制菜产品直接切入市场	味知香、味珍、小梅园、聪厨等	产品研发能力强，产品种类丰富，满足消费者个性化需求，销售渠道成熟	供应链深度较浅，受上游原材料成本影响较大。规模化生产企业数量较少，自动化水平较低
中游	传统速冻食品企业 (冻品型)	主要为速冻冷藏食品生产企业，凭借冷鲜技术、品牌、供应链经验切入预制菜行业	安井食品、千味央厨、三全食品等	生产标准化程度高，生产能力强，具备冷链加工和运输优势	易受上游成本影响，生产以区域性为主。
	餐饮企业 (餐饮型)	大型连锁餐饮服务企业，通过品牌、主打菜品等切入市场	西贝、海底捞、广州酒家等	具备菜品研发经验，菜肴烹饪具备专业性，口味品质更受消费者信赖，消费者基础强大	门店销售渠道有限，供应链程度较浅，易受原材料价格波动影响。
下游	零售企业 (渠道型)	线上线下商超类企业，通过自身渠道优势、品牌、供应链系统切入预制菜行业	盒马、叮咚买菜、沃尔玛等	成熟的零售渠道，直接面向终端消费者，具备产品推广优势，满足消费者配送需求	食品加工方面缺乏经验，依赖第三方工厂，食品安全监管能力较弱，供应链体系较欠缺。

数据来源：观研天下，华福证券研究所

企查查数据显示，截至 2022 年 12 月 29 日，我国现存预制菜相关企业 7.59 万家。近 10 年来，我国预制菜相关企业注册量整体呈上升趋势。但是大部分预制菜加工企业仍然处于小、弱、散的状态。2020 年预制菜 CR10 仅为 13.6%，CR5 仅为 9.2%，市占率排名前三的绿进食品、安井食品、味知香分别占比 2.4%、1.9%、1.8%。

图表 26：2020 年中国预制菜市场竞争格局



数据来源：观研天下，华福证券研究所

3、竞争优势突出，产能释放加速扩张

3.1 多品类研发、拓展和管理能力和丰富的工艺经验构筑产品核心竞争力

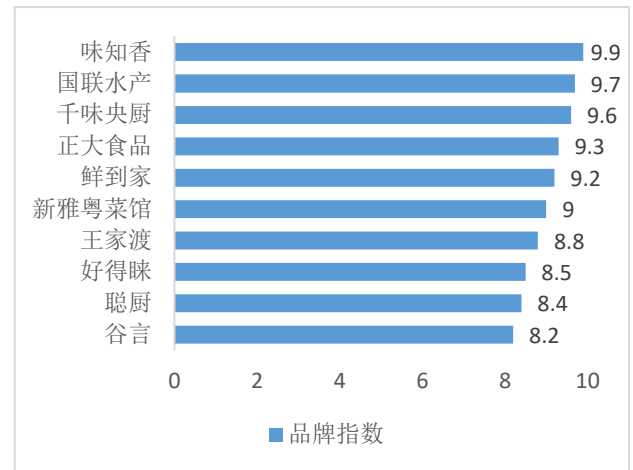
较强的多品类研发、拓展和管理能力。预制菜企业的单品差异化门槛不高，难以形成较大的差异化优势，但是多产品的组合具有更高的竞争壁垒。小 B 端客户更看重高性价比与高周转，大 B 端客户更看重产品品质与供货稳定，C 端客户看重口味丰富。行业中多数企业规模较小、产销量低、产品种类较为单一，但是味知香品类创新与拓展能力强，可覆盖的渠道广泛。味知香通过多年的积累，形成了种类丰富、形态多样的产品结构，可以满足不同客户的需求。目前公司拥有八大产品线，300 多种产品，高于行业竞争对手，多 SKU 也说明味知香具有更强的产品管理能力。而且公司建立了多种渠道获取各类型消费者对产品食材、口味、营养健康等维度的需求及变化情况，不断进行新产品的研发，保持新品推出节奏，使产品更替适应消费需求的变化。根据中商产业研究院，2022 年中国预制菜十大品牌榜中，味知香品牌指数名列第一。

图表 27：味知香 SKU 数量高于主要竞争对手

图表 28：味知香名列中国预制菜品牌榜第一

品牌	产品 SKU (个)
味知香	300+
好得睐	200+
聪厨	100+
绿进	30+
如意三煲	30+
易太	20+

数据来源：各公司官网，中国企业网，华福证券研究所



数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

工艺经验丰富。半成品菜产品的制作流程的复杂程度远高于直接烹饪。即使配料相同，两者最后的菜品口味、口感也会存在差异。味知香从最终产品食用体验出发，结合原材料物理、生化特性和冷冻、解冻对产品的影响，有针对性地调整调料配比、改进加工工艺，在产品产出率、口感、质量稳定性上取得了显著的成果。牛肉类产品是公司的主打产品，22年Q3收入占比超过40%，公司在处理牛肉类产品的工艺上具备较大的优势：一是公司针对牛肉类产品开发出微解冻、除膜工艺，针对肉禽类开发真空滚揉工艺，使得味知香的牛排在口味上鲜嫩有嚼劲；二是可以控制原料耗用量、降低原材料损耗，从而控制成本，提高毛利率。另外，B端客户中中端以上的酒店和乡厨对产品的品相、品质要求较高，存在一定的门槛，公司的工艺可以较好的满足此类客户。

图表 29：公司产品生产工艺

工艺名称	适用产品类型	生产工艺概述
微解冻及除膜工艺	牛肉类	公司以进口牛小条为牛肉类产品的的主要原材料。本工艺是将牛小条从冷冻状态在特定温度解冻至微解冻状态，使原材料除膜过程更加简便，提高牛肉出率，并且使原材料维持后续切割所需的坚硬程度。
真空滚揉工艺	肉禽类	公司根据肉类特性及最终产品的口味要求，设定了不同的滚揉时间和程序，使得各产品均能达到较好的腌制效果和状态。
虾仁水分保持工艺	水产类	公司在解冻环节控制解冻速度以降低水分流失，同时在腌制搅拌环节通过挤压和振动结合特制的腌料使蛋白质变性，使水分与蛋白质充分结合，提高虾仁吸水、保水能力。

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 30：正在研发的新技术

技术名称	技术特点
产品微调理	产品微调理能保持原料原有品质的同时还能增加产品的口感，让其更加的美味以符合消费者的需求，增强市场竞争力。
调理食品用发酵菌种及发酵工艺	研发适用于半成品调制食品的发酵菌种，通过在半成品食品腌制过程中加入发酵菌液来提升食物风味及口感，并针对特定菌种调整相应的发酵工艺。

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

3.2 渠道端：BC 两端加速扩张，着重发展加盟店模式

公司销售模式分为线下销售和线上销售。

线下销售主要以经销为主，存在少量直销情况，全部为买断式销售，公司对经销渠道根据销售对象及终端客户不同分为零售渠道和批发渠道。零售渠道的客户从公司采购“味知香”品牌产品后销售给个人消费者，2022年Q3零售渠道营收占比为69%。批发渠道销售“饌玉”品牌产品，主要面向酒店和乡厨等客户，2022年Q3批发渠道占比28%。

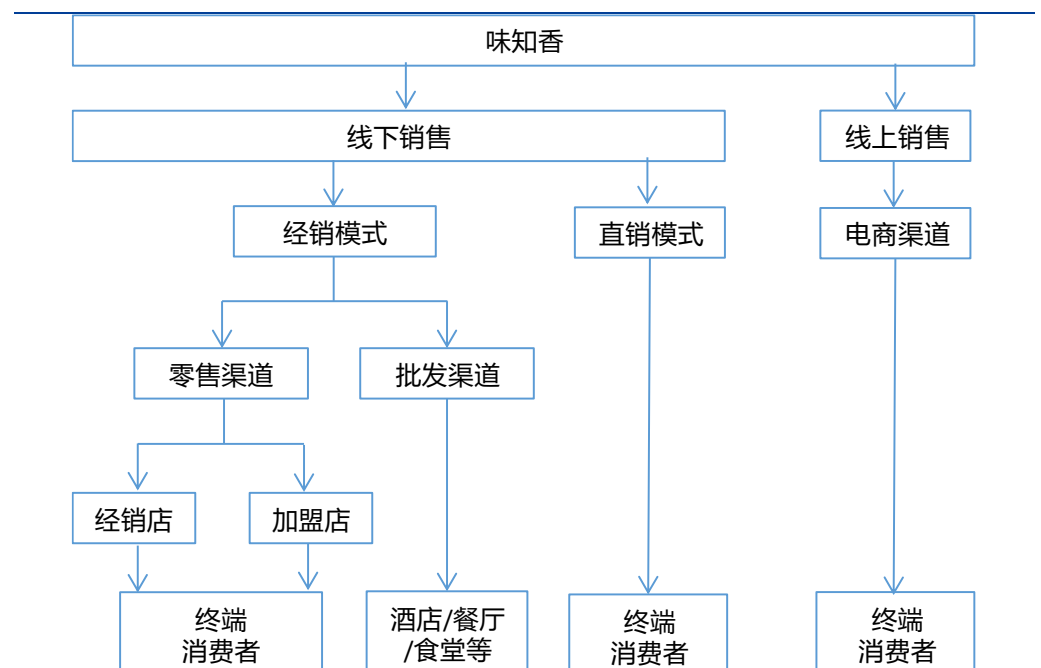
零售渠道面向的客户分为经销店和加盟店。

经销店渠道是经销商从味知香购入产品，面向终端消费者销售。公司在发展初期通过与菜市场、农贸市场摊位业主签署经销协议，以此为切入点在上海、江苏等地建立了广泛且密集的销售网络。经销店多为菜市场、农贸市场业主，主要从事农副产品或加工食品的零售。客户除采购味知香半成品菜产品销售以外，也兼营其他种类或形态的产品，例如生鲜肉食、冷冻食品或熟食等，不专门销售公司产品。2022年Q3，经销店销售收入占比为16%。

加盟店专门销售味知香半成品菜产品，不得销售其它品牌产品。加盟店实行自主经营、自负盈亏、独立核算，味知香会对其进行业务指导和监督。公司与加盟客户签订《特许经营合同书》，授权加盟客户使用公司名称、品牌、商标等资产从事味知香产品的对外销售。2022年Q3，加盟店销售收入占比为53%，

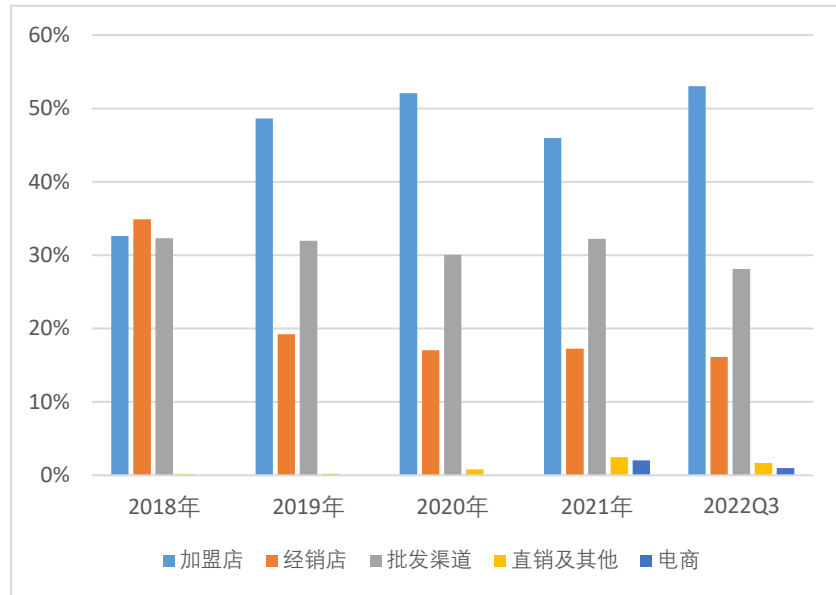
线上销售主要是客户通过公司天猫旗舰店或京东旗舰店等平台电商采购“味知香”品牌产品。2021年公司组建电商团队，初步拓展线上渠道，产品以自营旗舰店的形式在天猫、京东等平台展开销售，线上布局初具雏形。2022年Q3线上销售收入占比分别为1%。

图表 31：味知香销售模式



数据来源：招股说明书，公司年报，华福证券研究所

图表 32：各渠道占总收入比例

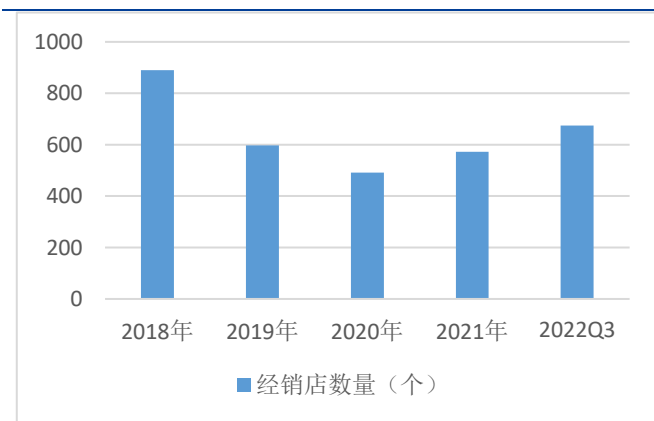


数据来源：招股说明书，公司年报，华福证券研究所

3.2.1 经销店：公司进入新市场的重要渠道

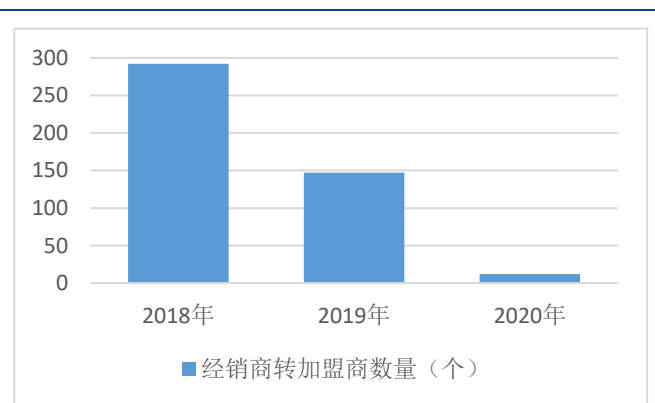
2018年-2022年Q3经销店数量分别为890、597、491、572、675家。2018-2020年经销店减少一方面是因为2018年-2020年共有451家经销店转变为加盟店，转变的原因主要是客户认可公司的发展前景并且公司对加盟店较大的支持力度有助于提高收入；另一方面是部分原有经销店停止经营而产生的自然流动。2021年开始，公司与许多连锁生鲜超市进行合作，经销店数量步入正增长。

图表 33：2018-2022Q3 经销店数量



数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

图表 34：2018-2020 经销店转加盟店数量

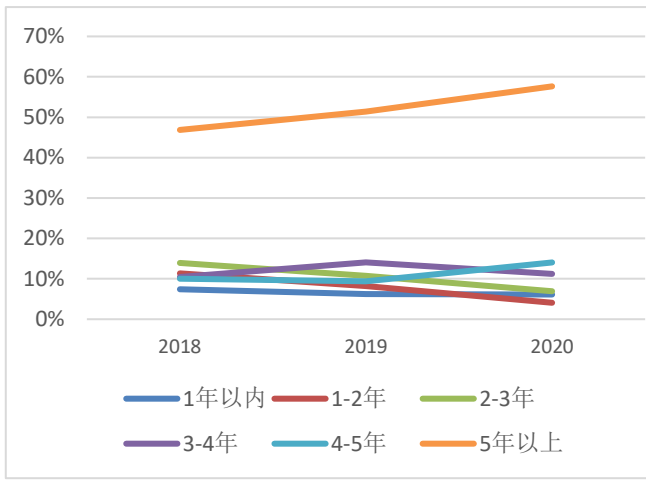


数据来源：招股说明书，华福证券研究所

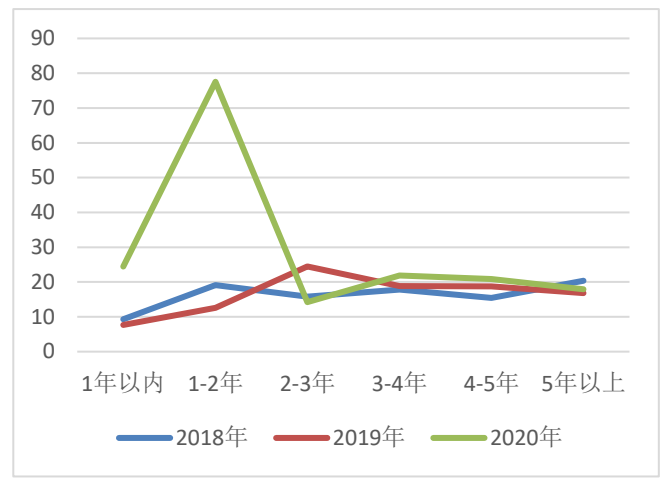
合作5年以上的经销店占比较高且逐年上升，客户粘性强，2020年合作5年以上客户占比为58%。合作年份超过3年后，经销商贡献的收入波动较小。

图表 35：2018-2020 年不同合作年份的经销店占比

图表 36：不同合作年份的经销店平均单店收入 (万元)



数据来源：招股说明书，华福证券研究所



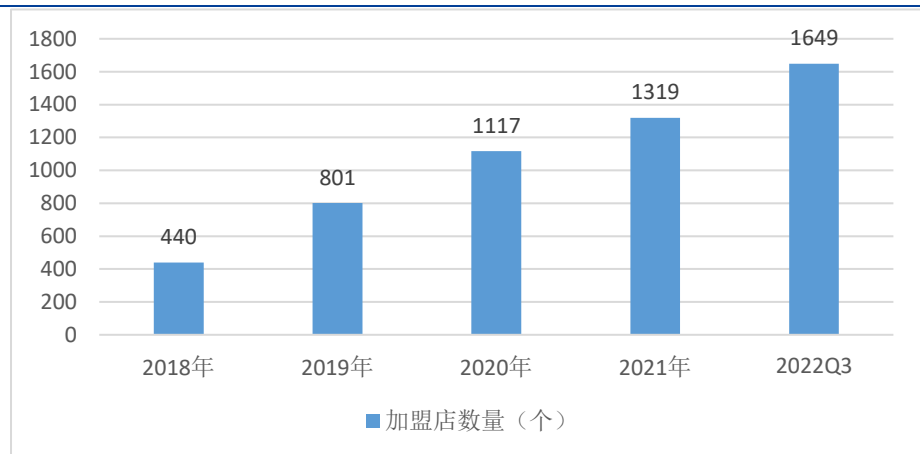
数据来源：招股说明书，华福证券研究所

2023 年公司开始探索商超店中店模式，公司委托具备商超渠道管理经验的经销商，由经销商在商超开设和运营“店中店”，计划在永辉超市进行试运行，若试验成功后有望批量复制，开店速度有望大幅提升。

3.2.2 加盟店：易于扩张，是公司着重发展的渠道

2018-2022Q3 公司加盟店数量分别为 440、801、1117、1319、1649 家。由于加盟店在不断扩张，合作 1 年以内和 1-2 年的客户占比在逐渐上升。随着合作年份的增加，平均单家加盟店贡献的收入有上升的趋势。

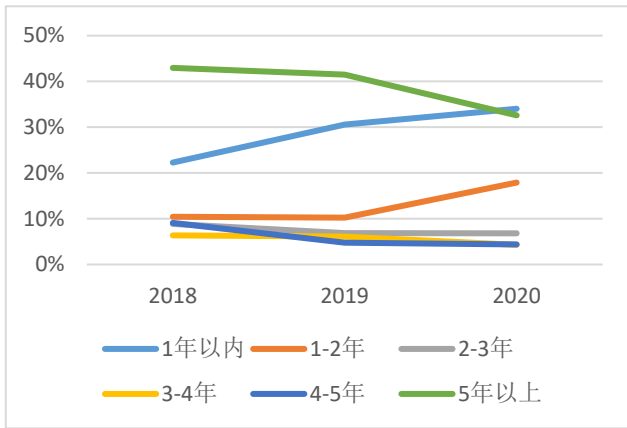
图表 37：2018-2022Q3 加盟店数量



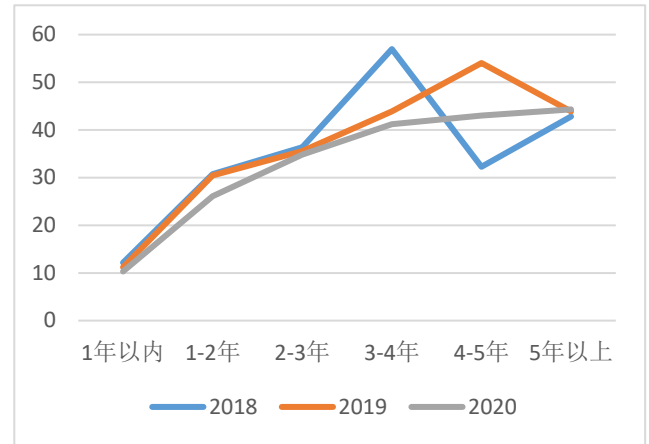
数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

图表 38：2018-2020 年不同合作年份的加盟店占比

图表 39：不同合作年份的加盟店平均单店收入（万元）



数据来源：招股说明书，华福证券研究所



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

着重打造加盟店体系。公司统一规范加盟店的装修，加盟店品类相较于经销店更加丰富。加盟店开店门槛低，初始投入较少，门店利润归加盟商所有，投资回收期短，易于扩张，是公司着重发展的渠道。公司加盟店一般开设在传统的农贸市场中，购买群体以家庭主妇和中老年人为主。

图表 40：味知香加盟店单店模型（以农贸市场店为例）

	项目	金额	备注
初期投入	加盟费	0	
	履约保证金 (元)	5000	合作终止后，免息全额退款
	开业支持费 (元)	10000	公司提供：开业活动部分赠品、营销物料 (POP、氛围布置物料)、促销人员、工作服等
	装修费用 (元)	12000	按照 10 平方店面，1600 元/平方计算
	冰箱 (元)	10000	2 台冰箱
	电子设备 (元)	8888	电子秤，监控设备等
	合计 (元)	45888.00	
成本	租金 (元/月)	3000	
	人员工资 (元/月)		假设店主自己经营，不算入成本
	水电杂费 (元/月)	800	
	成本总计 (元/月)	3800	

数据来源：公司官方公众号，华福证券研究所测算

图表 41：资金回收期敏感性分析（以农贸市场店为例）

	1000	1500	2000	2500
日均销售额 (元)	1000	1500	2000	2500
日均利润 (元)	300	450	600	750
月均净利润 (元)	5200	9700	14200	18700
净利润率	17.33%	21.56%	23.67%	24.93%
投资回收期 (月)	8.82	4.73	3.23	2.45

数据来源：华福证券研究所测算

2023年起公司开始在上海布局街边店，街边店开设在客流量较多的社区周边，更加方便年轻群体的购买。街边店相较于开设在农贸市场的店铺面积更大，卖品种类更多，销售额有望大幅超过传统农贸市场加盟店。上海是全国经济最发达地区之一，人均可支配收入水平高，可以支撑起较多的街边店新店型，街边店模型成功后有望吸引更多的专业加盟商开店。另外，对于已有的销售额较少的店面，公司将通过重选店址、完善管理、促进营销等手段将其升级，从而提升销售额。如果此类店面升级成功，将会较大的提升单店收入。

图表 42：味知香加盟店单店模型（以上海街边店为例）

	项目	金额	备注
初期投入	加盟费	0	
	履约保证金（元）	5000	
	开业支持费（元）	10000	
	装修费用（元）	30000	按照 25 平方店面，1200 元/平方计算
	冰箱（元）	15000	
	电子设备（元）	8888	
	合计（元）	68888	
成本	租金（元/月）	20000	
	人员工资（元/月）	5000	雇用一名店员
	水电杂费（元/月）	1600	
	成本总计（元/月）	26600	

数据来源：公司官网，华福证券研究所测算

图表 43：资金回收期敏感性分析（以上海街边店为例）

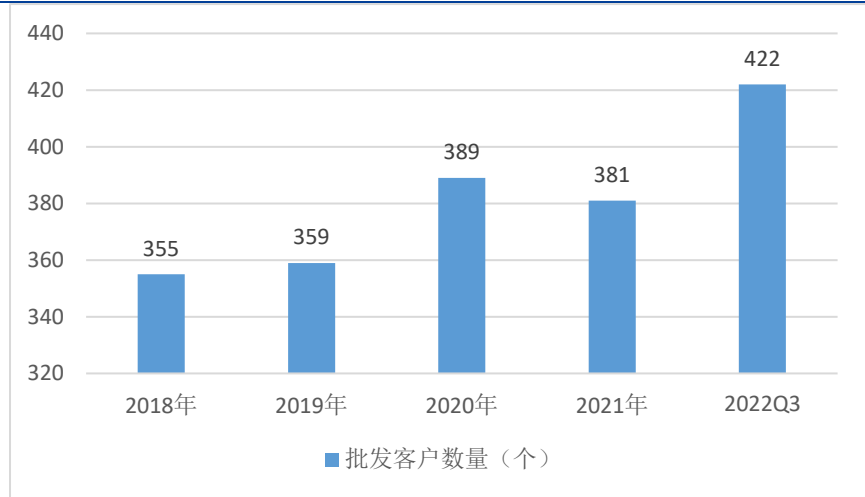
日均销售额（元）	3500	4000	4500	5000
日均利润（元）	1050	1200	1350	1500
月均净利润（元）	4900	9400	13900	18400
净利润率	4.67%	7.83%	10.30%	12.27%
投资回收期（月）	9.36	4.88	3.30	2.49

数据来源：华福证券研究所测算

3.2.3 批发渠道：加大客户资源开拓

2018-2022年Q3批发客户的数量为355、359、389、381、422家。2021年批发客户数量减少较多主要原因是公司加强批发商整合、管理与提升，控制批发商质量，对部分无效批发商进行关户处理，优化渠道建设，促进渠道增值。

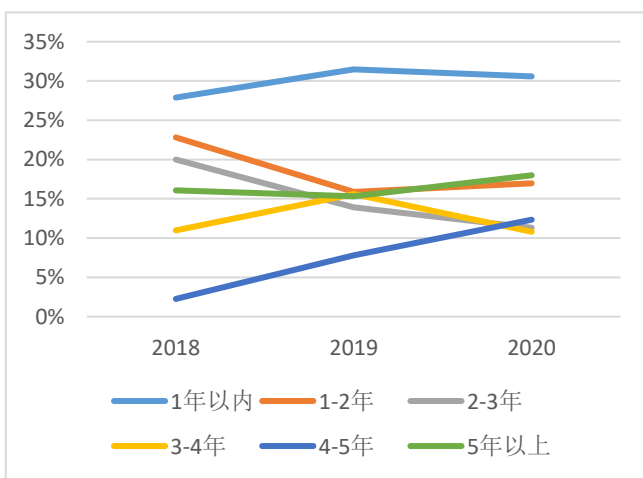
图表 44：2018-2022Q3 批发商数量



数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

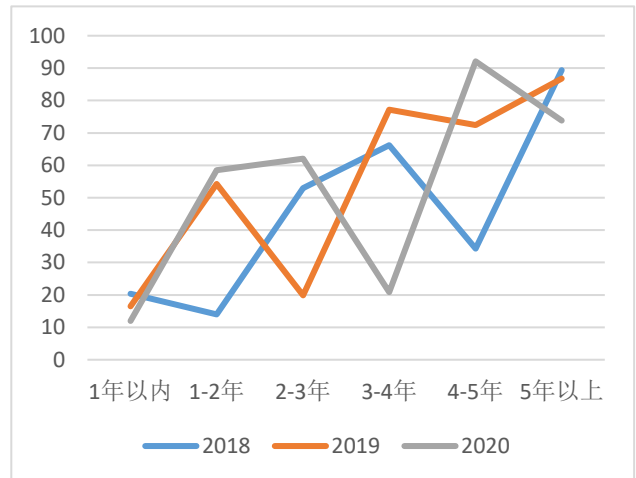
公司 4-5 年和 5 年以上的批发商占比逐步上升，说明公司受到客户认可程度高，客户愿意和公司建立长期合作关系。批发渠道相较于零售渠道的经销店和加盟店，客单价较高。随着合作年份的增加，平均单家批发客户贡献的收入整体是上升的趋势，合作 5 年以上的客户贡献的收入波动较小较为稳定。

图表 45：2018-2020 年不同合作年份的批发商占比



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 46：不同年份的批发客户单个平均收入 (万元)



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

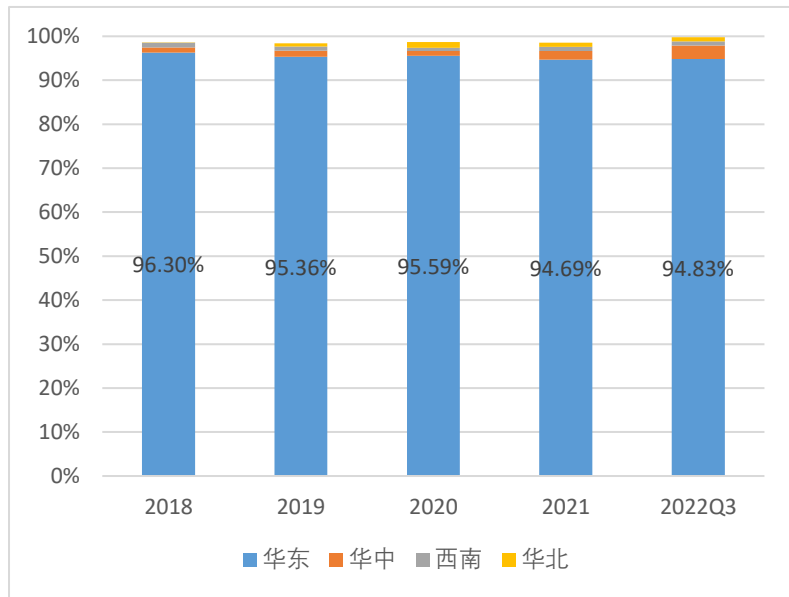
中端以上的酒店和乡厨客户对供应商产品品相有较高的要求，有一定的门槛，味知香作为上市公司产品品质稳定、供应稳定，能较好地满足客户要求。之前由于产能限制，公司没有专门开发 B 端市场。目前公司成立了饌玉事业部负责业务的开拓，有批发客户、社会餐饮、团餐业务三大板块，分别匹配了相关的产品、研发、市场等人员，结合不同客户的需求偏好开发相关产品。随着消费市场的陆续恢复，公司逐步加大对酒店餐饮、学校及单位食堂等的开发，加速渠道扩张，有望为公司收入贡献新的增量。

3.2.4 继续深耕华东地区，逐步向外拓展。

公司早期从苏州、上海开始业务拓展，逐渐在江苏、上海及浙江部分地区建立了密集的销售网络，通过经销店、加盟店覆盖县市中心区域菜市场、农贸市场，通过批

发客户辐射饭店餐厅及周边乡镇，2018-2022Q3 年华东区域的营业收入占总营业收入的 95%左右。

图表 47：营业收入绝大部分集中在华东地区



数据来源：招股说明书，公司年报，华福证券研究所

华东区域经济发展水平较高，消费者对预制菜品的接受程度也较高，目前公司在华东区域的渗透率较低，市场下沉不充分，中小型城市的店面较少，对乡镇市场的覆盖也远远不够，开发空间仍然较为广阔。接下来公司重点开发市场仍集中在江浙沪，会进一步向中小型城市拓展，并向乡镇市场下沉。乡镇的消费选择远低于大城市，因此市场竞争并不太激烈，公司已有的乡镇门店销售较好，说明乡镇市场也有较大的开发潜力。

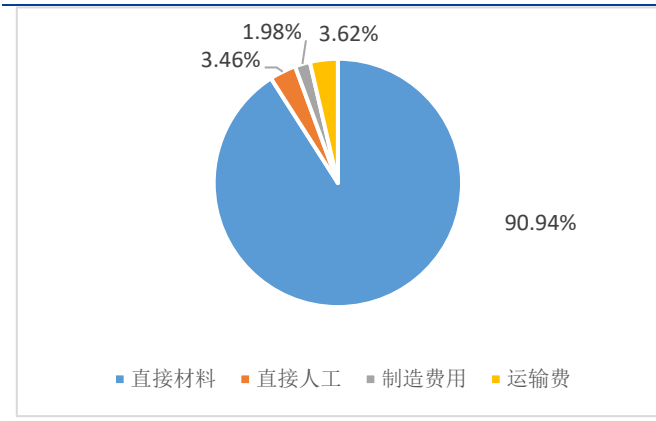
对于华东区域以外的地区，公司也分派业务人员逐步向广东、湖北、河南、福建、四川、江西、山西、山东、安徽等地拓展，随着消费理念的转变、经济水平的提升，未来外部区域的销售情况会逐步提高。

3.3 供应链：原材料端把控较强，自建物流体系降低成本

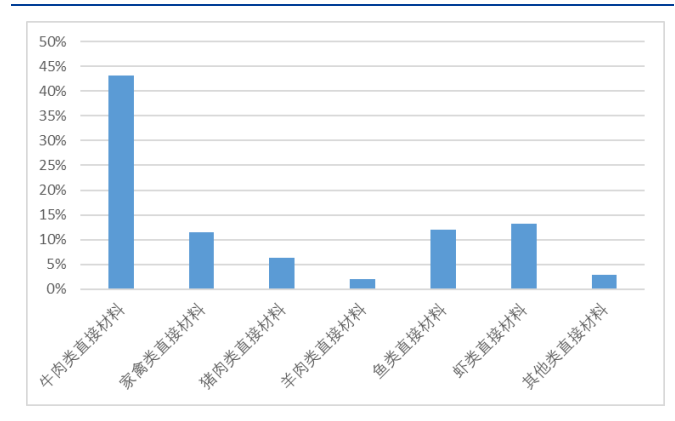
原材料端把控较强。2021 年公司原材料占成本的比例超过 90%，原材料以禽肉、水产品等初级农产品为主，农产品容易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性。公司采用合约采购的方式与合格供应商签订购销合约并在合约框架下以采购订单进行具体采购，从而能够相对稳定原材料采购价格，尽可能减少原料价格波动对公司产生的影响。公司深耕预制菜行业多年，拥有经验丰富的采购团队，实现了全球化与规模化采购，对稳定供应有充分保障。在原材料的具体选取上，公司只选择在行业内，全国乃至全球诚信度以及美誉度较高的一流原料供应商，与其建立了长期稳定的合作关系。

图表 48：2021 年原材料成本占比约 91%

图表 49：各品类原材料成本占比



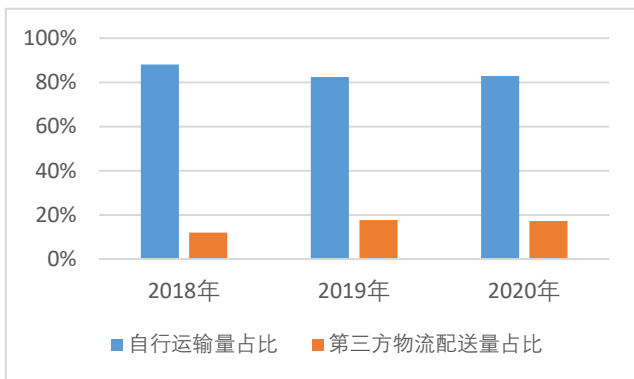
数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

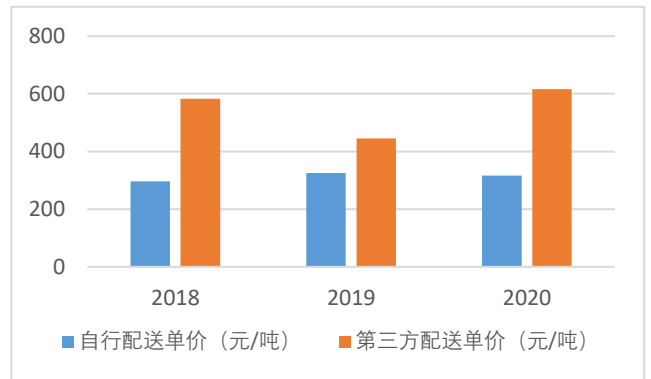
自建物流体系降低成本。公司自建了较为完善的冷链物流配送体系，从客户下单到产品出库、装车运输、配送签收耗时较短，既降低客户等待时间也更大程度地保障了产品的新鲜程度。公司自有物流车队仅对内服务，不承接外部物流配送服务，超过80%的产品使用公司自建的物流配送体系，华东区域以外的客户由于区域较为分散会采用第三方物流配送。自行配送的单价远低于使用第三方物流，较大程度的降低了公司的运输成本。

图表 50：自行运输量占比超 80%



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 51：自行运输单价少于第三方运输单价



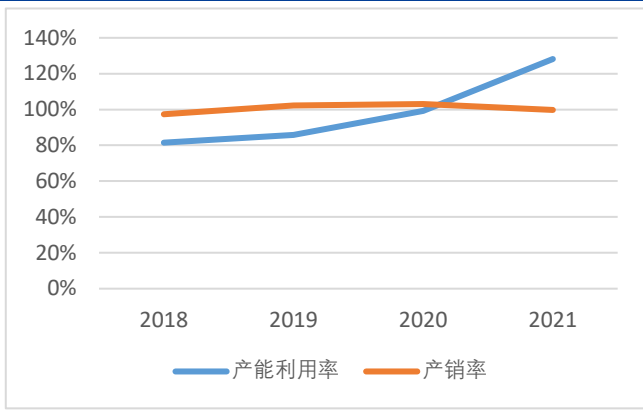
数据来源：招股说明书，华福证券研究所

3.4 产能饱和，新建产能投产助力营收进一步增长

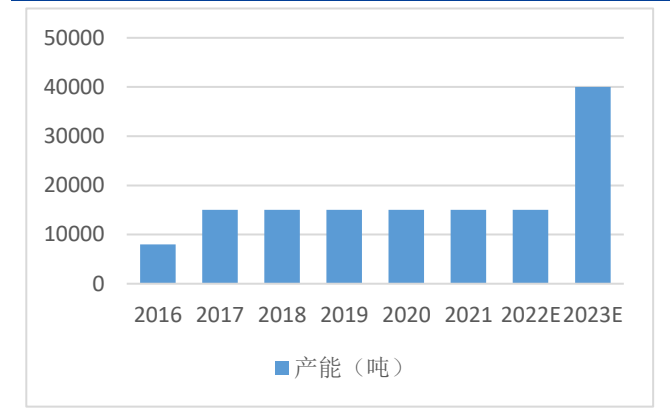
随着近年来半成品菜行业的快速发展，公司的经营规模持续保持较高增长，产能已经饱和。公司现有产能 1.5 万吨，肉禽类和水产类分别为 10500 吨和 4500 吨。2018-2021 年，公司产能利用率分别为 81.5%、85.9%、99.2%、128.2%，也基本处于满产满销的状态，现有产能已经限制了公司向外围市场的拓展的步伐。IPO 募投项目中总投资 2.86 亿元的“年产 5 千吨的食品用发酵菌液及年产 5 万吨发酵调理食品项目”厂房主体工程已经完工，开始逐步投产，预计 2023 年公司将新释放产能 2.5 万吨，产品种类也将更加丰富，从而帮助公司进一步深耕华东区域，并向外围市场拓展。另外相较于公司现有半成品菜产品，公司将在生产腌制环节中加入食用发酵菌液，利用特制的菌类发酵改善产品现有风味，提升消费者食用体验。

图表 52：产能利用率和产销率

图表 53：公司产能情况 (吨)



数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所



数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

4、盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

当前预制菜行业仍处于发展初期，处于飞速发展的阶段，公司深耕预制菜行业多年，有着丰富的行业经验，同时 2023 年公司新增的产能将会逐步释放，在产能的支持下公司会进一步深耕华东区域并向外部市场拓展，未来公司有望快速发展。

加盟店：考虑到加盟店模式是公司着重发展的模式，开店速度快，可复制性强，未来在产能的支持下，每年新增开店数量会更多，预计 2022-2024 年加盟店开店速度为+29%/+25%/+25%，门店达到 1703/2133/2658 家，门店数量净增 384/430/525 家，同时考虑到 2022 年因为上半年华东疫情影响，单店收入有所下降，23 年起在整个行业加速发展、新型街面加盟店模式的布局和已有部分店铺的改造升级下，单店收入会超过之前的水平，因此假设 22-24 年单店收入分别为 27/31/33 万元。

经销店：考虑到经销店是进入新市场的重要渠道，21 年和 22 年 Q3 经销店在稳步增长中，预计未来公司会和更多的超市合作，经销店会继续稳步扩张，预计 2022-24 年经销店开店速度为+24%/+34%/+30%，门店达到 709/954/1244 家，门店数量净增 137/245/290 家，单店收入分别为 20/19/19 万元。

批发渠道：考虑到预制菜 B 端需求量大，23 年起公司在原有的批发渠道基础上大力发展校园团餐和小餐饮业务，预计 2022-2024 年批发商数量同比 +14%/+21%/+16%，批发商数量净增 53/89/82 家，至 434/524/606 家，考虑到 22 年疫情对餐饮冲击较大，预计 B 端 22 年单个批发商收入较 21 年有所下降，23 年开展团餐业务后平均单个批发商收入会大幅上升，假设 22-24 年单个批发商收入为 46/76/91 万元。

直销及其它：预计 2022-2024 年收入同比增长-27%/+15%/+15%。

电商：22 年由于疫情原因，电商渠道收入大幅下降，但是未来随着渠道多元化的发展，23 年电商渠道有望恢复 21 年的水平并在之后保持高增，预计 2022-2024 年收入同比增长-48%/+93%/+50%。

毛利率：虽然公司能够相对稳定原材料采购价格，尽可能减少原料价格波动对公司产生的影响，但是原材料成本占总成本的 90% 以上，因此原材料大幅波动时，会受

到些影响，根据公司的不同品类的收入占比和原材料价格走势预测，预计 22-24 年毛利率为 24.4%/25.5%/25.3%。

图表 54：盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	764.65	826.45	1275.96	1725.37
YoY	22.84%	8.08%	54.39%	35.22%
营业总成本（百万元）	572.68	624.52	951.01	1288.30
YoY	30.43%	9.05%	52.28%	35.47%
毛利率	25.11%	24.43%	25.47%	25.33%
营业成本/收入	74.89%	75.57%	74.53%	74.67%
分渠道拆分：				
加盟店				
收入（百万元）	346.79	454.27	654.70	883.88
YoY	8.37%	30.99%	44.12%	35.00%
门店数（个）	1319	1703	2133	2658
单店收入（万元）	26.29	26.67	30.70	33.26
业务收入比例	45.35%	54.97%	51.31%	51.23%
经销店				
收入（百万元）	130.26	141.44	184.25	238.86
YoY	24.30%	8.58%	30.27%	29.63%
门店数（个）	572	709	954	1244
单店收入（万元）	22.77	19.94	19.32	19.21
业务收入比例	17.03%	17.11%	14.44%	13.84%
批发				
收入（百万元）	242.98	200.64	396.65	551.38
YOY	31.50%	-17.43%	97.69%	39.01%
批发商数量（个）	381	434	524	606
单个批发商收入（万元）	63.77	46	76	91
业务收入比例	31.78%	24.28%	31.09%	31.96%
直销及其他				
收入（百万元）	18.80	13.73	15.79	18.16
YoY	267.19%	-26.97%	15.00%	15.00%
业务收入比例	2.46%	1.66%	1.24%	1.05%
电商				
收入（百万元）	15.22	7.88	15.22	22.82
YoY		-48.21%	93.10%	50.00%
业务收入比例	1.99%	0.95%	1.19%	1.32%
其他业务				
收入（百万元）	10.61	8.50	9.35	10.29
YoY	36.38%	-19.89%	10.00%	10.00%
业务收入比例	1.39%	1.03%	0.73%	0.60%

数据来源：WIND，华福证券研究所测算

4.2 相对估值

相对估值比较：选取安井食品、千味央厨、三全食品作为可比公司。2022-2024年可比公司平均PE分别为41/32/26倍，可比公司23-24年复合增速为23%。预计公司2022-2024年归母净利润将达到1.43/2.15/2.84亿元，三年同比增长8%/51%/32%，基于公司23年产能释放，渠道加速拓展，有较高的成长性，给予公司2023年45倍PE，对应目标价97元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 55：可比公司

公司	代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				2022-2024 净利润 CAGR
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
千味央厨	001215	63	72.27	0.73	1.17	1.56	2.04	99	62	46	35	32%
安井食品	603345	464	158.35	2.80	3.64	4.65	5.81	57	43	34	27	26%
三全食品	002216	142	16.15	0.73	0.88	0.99	1.10	217	18	16	15	12%
平均值				1.42	1.90	2.40	2.98	124	41	32	26	23%
味知香	605089	72	72.23	1.33	1.43	2.15	2.84	54	51	34	25	41%

数据来源：WIND，华福证券研究所

4.3 绝对估值

使用绝对估值方法作为辅助验证，FCFF 估值结果显示公司每股权益价值为 104 元。关键假设如下：

- 1、无风险回报率：采用最近一个月十年期国债收益率（2.90%）作为无风险收益率
- 2、市场预期回报率：假设市场预期回报率为 9%
- 3、所得税率：受益于农产品初加工，部分产品免征企业所得税，预计未来公司税收政策较为稳定，假设公司未来税率为 9%
- 4、 β ：采用中信三级-速冻板块的近两年的加权剔除财务杠杆经过调整后的 $\beta=0.73$
- 5、长期增长率：假设长期增长率为 2%

图表 56：关键假设

假设	数值
无风险利率 Rf	2.9%
市场预期回报率 Rm	9%
资本结构中权益的比例 (E/(D+E))	100%
资本结构中负债的比率 (D/(D+E))	0%
公司长期贷款利率 (Kd)	6%
所得税率 (T)	9%
β (β levered)	0.73
WACC	7.35%
名义长期增长率假设	2%

数据来源：WIND，华福证券研究所测算

图表 57：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
企业总价值 (百万元)	10420
权益价值 (百万元)	3
每股权益价值 (元)	10417

数据来源：华福证券研究所测算

图表 58：敏感性分析

初始股价=		WACC				
104		6.4%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%
GROWTH	1.0%	110.5	101.2	93.4	86.8	81.1
	1.5%	118.1	107.3	98.4	90.8	84.4
	2.0%	127.4	114.6	104.2	95.6	88.4
	2.5%	139.2	123.6	111.3	101.2	93.0
	3.0%	154.5	135.0	120.0	108.1	98.4

数据来源：华福证券研究所测算

5、风险提示

开店数量不及预期风险：公司目前处于渠道加速扩张的阶段，如果开店数量不及预期，会影响公司业务的增长。

原材料价格大幅上涨风险：原材料在公司主营业务成本占比较高，如果原材料涨幅过高，对公司经营会产生不利影响。

产能投放不及预期风险：预计 2023 年公司新产能会逐步投放，若新产能投放不及时，会影响公司业务的增长。

市场竞争加剧风险：预制菜行业竞争者众多，若竞争加剧，则对公司业务造成一定的冲击。

业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险：如果公司业绩不达预期，会无法支撑公司的估值溢价，估值下行。

食品安全风险：食品安全事关消费者健康，若发生食品安全问题会对公司产生不利影响，对公司经营造成巨大冲击。

图表 59：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	563	562	619	1,085	营业收入	765	826	1,276	1,725
应收票据及账款	4	4	4	4	营业成本	573	625	951	1,288
预付账款	14	9	14	19	税金及附加	2	2	3	4
存货	53	61	294	182	销售费用	36	30	54	72
合同资产	0	0	0	0	管理费用	34	30	48	66
其他流动资产	465	469	474	478	研发费用	2	2	4	5
流动资产合计	1,100	1,106	1,406	1,769	财务费用	-14	-14	-15	-17
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	13	10	294	294	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	73	286	0	0	公允价值变动收益	1	0	0	0
无形资产	9	12	14	15	投资收益	8	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	1	1	1	1
其他非流动资产	30	30	30	30	营业利润	141	152	232	308
非流动资产合计	125	337	338	339	营业外收入	6	6	5	5
资产合计	1,225	1,443	1,744	2,108	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	146	157	236	312
应付票据及账款	15	187	288	394	所得税	13	14	21	28
预收款项	0	4	6	4	净利润	133	143	215	284
合同负债	4	5	7	10	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	8	8	8	8	归属母公司净利润	133	143	215	284
其他流动负债	19	18	23	28	EPS (摊薄)	1.33	1.43	2.15	2.84
流动负债合计	46	221	332	443	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	8	8	8	8	营业收入增长率	22.8%	8.1%	54.4%	35.2%
非流动负债合计	8	8	8	8	EBIT 增长率	1.9%	8.6%	55.2%	33.3%
负债合计	54	230	340	452	归母净利润增长率	6.1%	7.6%	50.7%	32.2%
归属母公司所有者权益	1,171	1,213	1,404	1,657	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	25.1%	24.4%	25.5%	25.3%
所有者权益合计	1,171	1,213	1,404	1,657	净利率	17.3%	17.3%	16.9%	16.5%
负债和股东权益	1,225	1,443	1,744	2,108	ROE	11.3%	11.8%	15.3%	17.2%
					ROIC	18.3%	18.8%	23.4%	24.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	4.4%	15.9%	19.5%	21.4%
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	24.1	5.0	4.2	4.0
经营活动现金流	128	302	72	548	速动比率	22.9	4.7	3.4	3.6
现金收益	122	133	204	333	营运能力				
存货影响	-17	-8	-233	112	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
经营性应收影响	5	5	-5	-5	应收账款周转天数	2	2	1	1
经营性应付影响	1	177	102	104	存货周转天数	28	33	67	67
其他影响	17	-4	4	3	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-540	-217	-5	-67	每股收益	1.33	1.43	2.15	2.84
资本支出	-64	-216	-4	-67	每股经营现金流	1.28	3.02	0.72	5.48
股权投资	0	0	0	0	每股净资产	11.71	12.13	14.04	16.57
其他长期资产变化	-476	-1	-1	0	估值比率				
融资活动现金流	645	-86	-10	-15	P/E	54	51	34	25
借款增加	3	0	0	0	P/B	6	6	5	4
股利及利息支付	0	-24	-32	-39	EV/EBITDA	77	71	46	29
股东融资	647	0	0	0					
其他影响	-5	-62	22	24					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn