

味知香 (605089)

乘上市之风，一味知晓，香满人间

预制菜行业登陆资本市场，味知香领跑行业增长。味知香为行业领先的半成品菜生产企业之一，专注于半成品菜的研发、生产和销售。2008年，公司成立，于2012年开放加盟模式，实现快速扩张。2017年以来，伴随新产能的投产与公司业务的持续拓展，公司业绩实现稳健增长。收入端来看，2020年公司实现营收6.22亿元，16-20年复合增速为21%。利润端来看，2020年公司实现归母净利润1.25亿元，16-20年复合增速为32%。利润增速远高于收入增速，公司盈利能力持续提升，2020年毛利率/净利率分别实现29%/20%。

预制菜有效解决社会深层次矛盾问题，空间大。对标日本预制菜行业发展历程，中国目前社会结构的核心经济指标跟日本预制菜高速发展的70年代末非常类似，预制菜目前在中国也处于高速发展的初期。**从需求端来看**，预制菜有效解决美味和效率的冲突；**从供给端来看**，产业链在持续的完善。我们认为短期内国内C端消费者培育较国外更难，主要原因在于1)国内地域性口味差异；2)外卖行业的替代性较强；3)消费者对预制菜接受度仍需要培育。而B端发展空间更大：1)连锁化率提升加大中央厨房需求；2)餐饮企业对降低成本的需求。目前预制菜行业市场规模约3000亿元，若以每年20%的测算，五年将达到万亿规模。

乘行业加速度，味知香有望收获超额加速度。公司加盟店模式占比52%，为公司主要销售渠道，也是半成品企业目前拓展C端客户的主要模式。虽然公司销售区域已经覆盖江浙沪大部分地区，但仍有较多农贸市场没有门店覆盖，有较大的扩展空间。伴随产能的扩张以及物流的进一步建设，短期来看，公司凭借成熟的加盟模式，将在江浙沪及周边区域通过复制模式迅速提升门店数量，进而扩大销量。长期来看，针对江浙沪以外的市场，公司将利用销售团队在前期市场开发过程中积累的丰富经验，加大对经销商的营销力度，扩充销售网络，同时加强物流体系建设，实现跨区域的业务突破，发掘市场潜力，提升公司整体销售额。

盈利预测：预计公司2021-2023年实现营收6.98/8.10/9.75亿元，同比+12.11%/16.05%/20.37%，实现归母净利润1.46/1.75/2.11亿元，同比+16.91%/19.97%/20.41%，EPS分别为1.46/1.75/2.11元。根据可比公司估值，我们给予公司2021年50倍估值，对应目标价在73元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、原材料价格波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	54.68元
目标价格	73元

基本数据

A股总股本(百万股)	100.00
流通A股股本(百万股)	25.00
A股总市值(百万元)	5,468.00
流通A股市值(百万元)	1,367.00
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	9.07
一年内最高/最低(元)	54.68/41.08

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德 分析师
SAC执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

薛涵 联系人
xuehana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	542.42	622.47	697.83	809.86	974.87
增长率(%)	16.41	14.76	12.11	16.05	20.37
EBITDA(百万元)	89.65	131.28	144.61	172.91	215.86
净利润(百万元)	86.24	125.05	146.20	175.39	211.19
增长率(%)	21.26	45.00	16.91	19.97	20.41
EPS(元/股)	0.86	1.25	1.46	1.75	2.11
市盈率(P/E)	63.40	43.73	37.40	31.18	25.89
市净率(P/B)	20.53	13.97	9.72	7.41	5.76
市销率(P/S)	10.08	8.78	7.84	6.75	5.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	34.97	28.60	22.32

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 预制菜行业登陆资本市场，味知香领跑行业增长.....	4
1.1. 公司深耕预制菜多年，上市有望加速增长.....	4
1.2. 产品品类丰富多样，产品线持续扩张.....	6
1.3. 经销直营双轮驱动，沉淀品牌力.....	7
1.4. 管理层稳定，募投项目展现企业长期决心.....	9
2. 预制菜有效解决社会深层次矛盾问题，空间大.....	10
2.1. 看需求，有效解决美味和效率的冲突.....	10
2.2. 供给端产业链在持续的完善.....	12
2.3. B 端发展空间大，带动 C 端培育市场.....	14
3. 深耕多年，公司构建起核心壁垒.....	15
3.1. 规模优势逐渐成型.....	15
3.2. 冷链建设为企业保驾护航.....	16
4. 乘行业加速度，味知香有望收获超额加速度.....	18
4.1. 加盟模式已然成熟，复制可以提速.....	18
4.2. 快节奏生活从华东走向全国.....	18
4.3. C 端产品的应用场景将会带动更快发展.....	19
5. 盈利预测.....	20
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：历史沿革.....	4
图 2：营业收入（百万元）及增速.....	4
图 3：归母净利润（百万元）及增速.....	4
图 4：费用率.....	5
图 5：毛利率&净利率.....	5
图 6：量价拆分.....	5
图 7：业务营收拆分.....	5
图 8：业务营收增速.....	5
图 9：各业务销量增速.....	6
图 10：各业务吨价增速.....	6
图 11：业务毛利润占比.....	6
图 12：业务毛利率.....	6
图 13：味知香主要产品.....	7
图 14：营收区域拆分.....	8
图 15：公司销售渠道模式.....	8
图 16：渠道收入占比.....	9

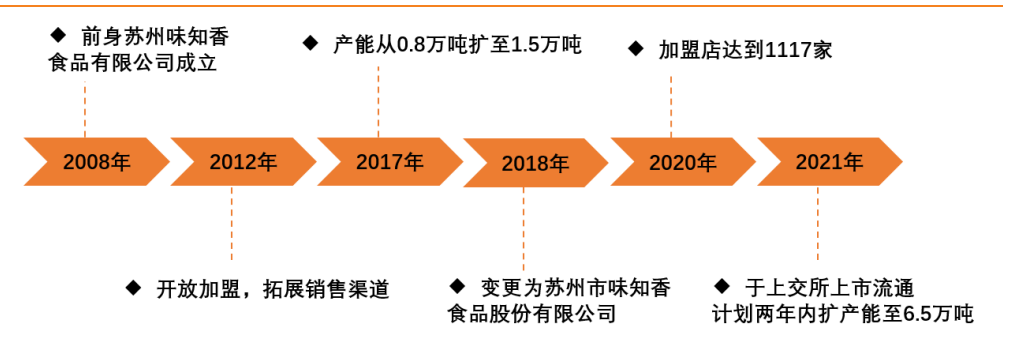
图 17: 新增加盟店数量 (不包含经销店升级为加盟店)	9
图 18: 股权结构	9
图 19: 产能利用率&产销率	10
图 20: 外卖行业交易规模及增速	11
图 21: 我国速冻食品行业规模及增速	11
图 22: 日本速冻食品人均消费量和女性就业率趋势基本保持一致 (注: 左轴为就业率, 右轴为消费量)	11
图 23: 日本老龄化率	12
图 24: 2016 年中国人口结构	12
图 25: 速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品, 处于餐饮供应链上游	12
图 26: 就业人员平均工资:住宿和餐饮业 (元)	13
图 27: 2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍	13
图 28: 正餐类餐饮企业成本构成	13
图 29: 我国冷链物流市场规模高速增长	13
图 30: 我国冷链运输车数量稳步增长	13
图 31: 我国餐饮行业较为分散, 集中度不高	14
图 32: 我国餐饮行业连锁化率不高, 提升空间较大	14
图 33: 中国外卖用户规模	15
图 34: 主营业务成本拆分	15
图 35: 2020 年原材料成本拆分	15
图 36: 小黄瓜条单价&牛肉市场价	16
图 37: 鸡大胸单价&白条鸡市场价	16
图 38: 中国人饮食习惯区域差异	19
图 39: 华东区域主要预制菜企业加盟店	19
表 1: 公司高管简介	9
表 2: 产能&产量&销量	10
表 3: 公司分产品毛利率、平均单价 (元/千克)、平均成本 (元/千克)、耗用的主要原材料价格 (元/千克)、单位耗用量 (千克)	16
表 4: 经销商数量	16
表 5: 公司自行运输与第三方物流配送量及占比情况	17
表 6: 公司自行运输与第三方物流费用及占比情况	17
表 7: 产能、产量、销量 (万吨)、单价 (元/千克)、营收 (万元)	18
表 8: 业绩拆分	20
表 9: 可比公司估值	20

1. 预制菜行业登陆资本市场，味知香领跑行业增长

1.1. 公司深耕预制菜多年，上市有望加速增长

味知香为行业领先的半成品菜生产企业之一，专注于半成品菜的研发、生产和销售。2008年，公司前身苏州味知香食品有限公司成立，主要以经销方式开展半成品销售业务；2012年，公司开放加盟模式，拓展销售渠道，助力公司实现快速扩张。随着渠道的拓展和销售规模的扩大，公司原有产能已无法满足业务发展需求，2017年，公司投产新增产能7000万吨，总产能增至1.5万吨。2018年，公司变更为股份有限公司，2020年公司加盟店门店达到1117家，深耕长三角区域，于2021年于上交所上市流通，为预制菜行业第一股。

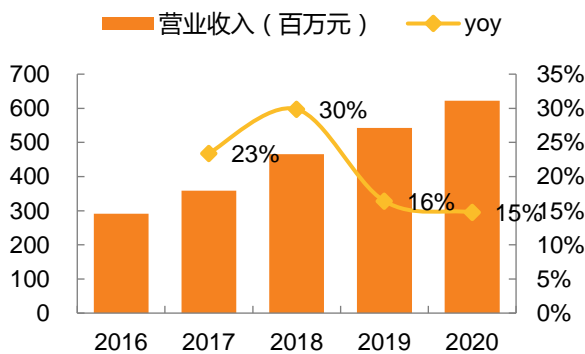
图 1: 历史沿革



资料来源：公司官网、招股说明书、天风证券研究所

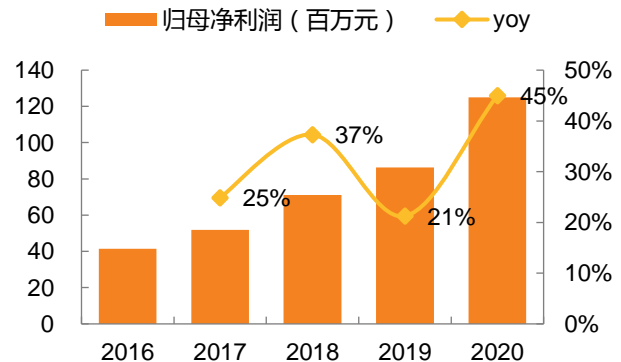
业绩稳健增长，盈利能力持续提升。2017年以来，伴随新产能的投产与公司业务的持续拓展，公司业绩实现稳健增长。收入端来看，2020年公司实现营收6.22亿元，同比增长15%，16-20年复合增速为21%。2021年一季度，公司实现营业收入1.63亿元，同比增长30.77%。利润端来看，2020年公司实现归母净利润1.25亿元，同比增长45%，16-20年复合增速为32%。2021年一季度，公司实现归母净利润2851万元，同比增长38.94%。公司费用率较为稳定，基本保持在10%左右的水平。自2016年起，利润增速远高于收入增速，公司盈利能力持续提升。

图 2: 营业收入（百万元）及增速



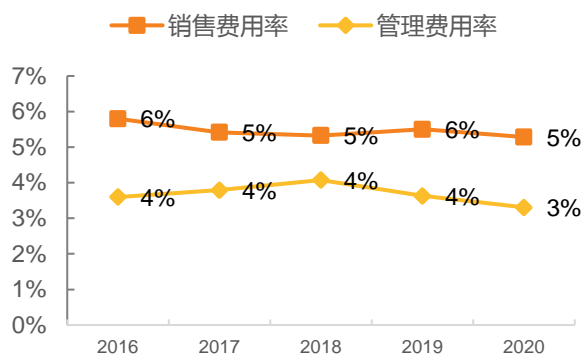
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3: 归母净利润（百万元）及增速



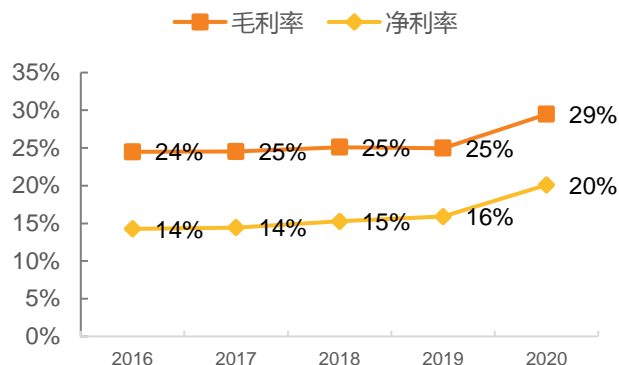
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

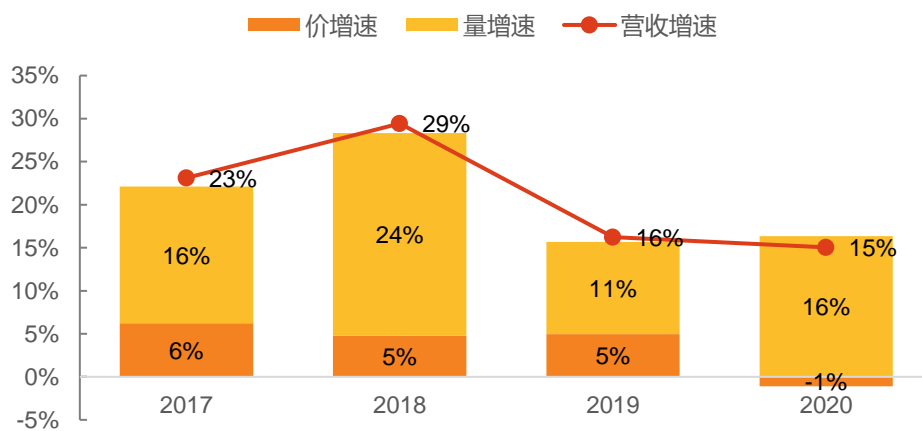
图 5：毛利率&净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

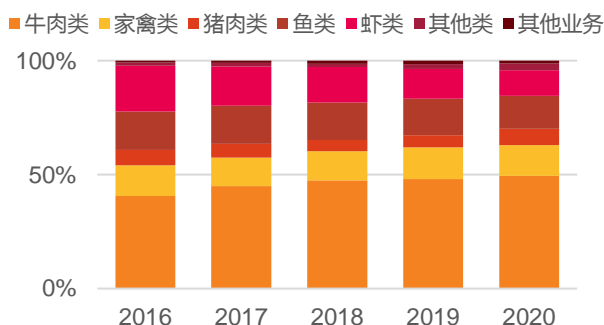
销量增速较快，价格受原材料价格波动影响。从收入拆分来看，近年来公司销量增速较快，17 年新产能投产后，销量增长迅速。除 2020 年外，公司产品价格始终保持 5%左右的增速。由于 2020 年原材料采购价格回落，公司牛肉、家禽类产品售价有所下调。从各项业务拆分来看，公司主要以肉禽类业务为主，占比 60%以上，且逐年提升。其他类业务主要包括素菜半成品菜、冷冻丸子、礼盒及火锅类产品等。从各品类增速来看，近两年猪肉类产品增速较快，一方面系近两年猪肉价格上涨较快，公司结合市场价格与成本上调产品售价，2020 年猪肉类产品价格增速为 19%；另一方面系近两年，随着新产能的投产，猪肉类产品销量增速较快，2020 年增速为 29%。

图 6：量价拆分



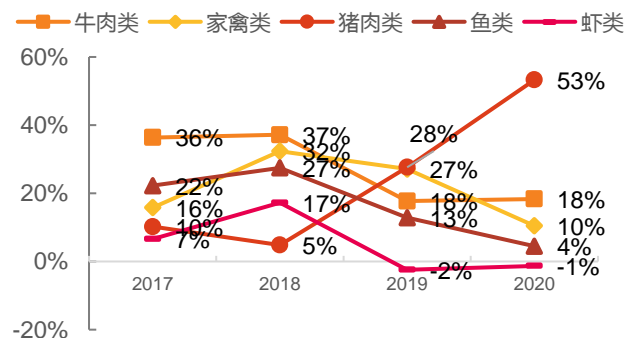
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：业务营收拆分



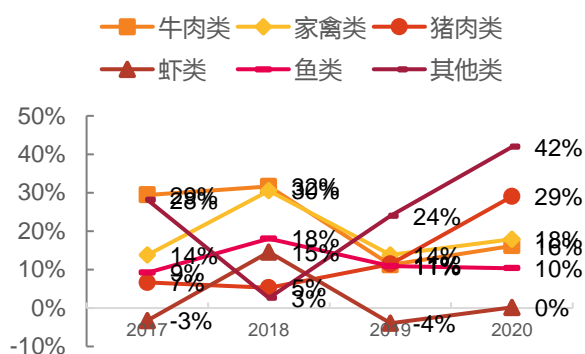
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：业务营收增速



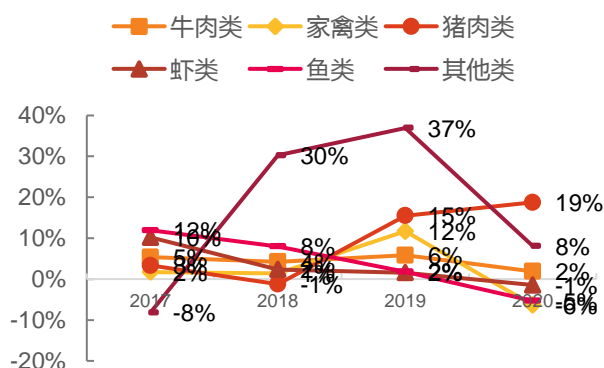
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：各业务销量增速



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

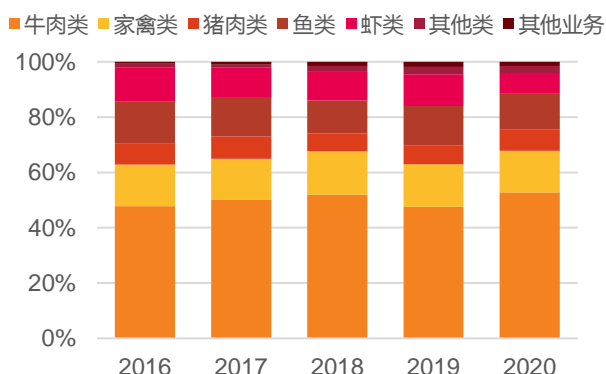
图 10：各业务吨价增速



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

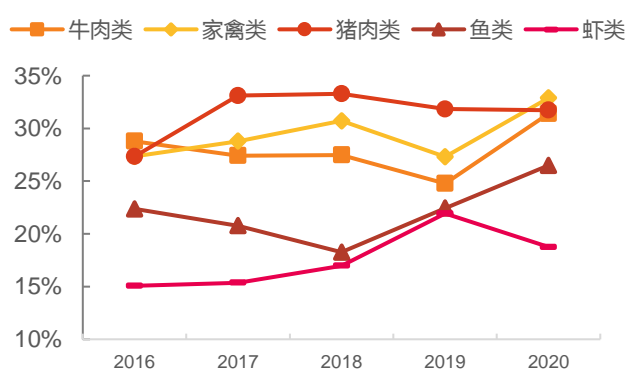
肉禽类产品是公司利润的主要来源，2020 年，牛肉类/家禽类/猪肉类业务毛利润占比分别为 53%/15%/8%。从各项业务毛利率水平来看，肉禽类毛利率（25%-35%）显著高于鱼产类（15%-25%），但近两年鱼产类盈利能力有上升趋势。分业务来看，虽然 19-20 年猪肉价格上升幅度较大，但公司结合市场价格和成本变动情况调整了产品售价，使猪肉类产品毛利率基本稳定。但牛肉类和家禽类 19 年原材料及产品成本涨幅较大，公司虽然上调产品售价，但上调幅度小于成本上涨幅度，产品毛利率相较以前年度有所下降；2020 年随着成本回落，而产品销售价格调整滞后，毛利率显著回升。

图 11：业务毛利润占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：业务毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 产品品类丰富多样，产品线持续扩张

公司产品线丰富，以肉禽类为主，可提供大量日常饮食涉及的牛肉、猪肉、鸡肉、鸭肉、羊肉菜品，公司同时经营水产类产品，满足华东沿海地区消费者口味需求。除上述主要产品外，公司还推出了蔬菜类、礼盒类等半成品菜产品以及酱包、调料包等预制调味品。公司礼盒装产品可用于亲朋好友赠送，从而拓展消费场景。公司不断进行菜品的开发创新，现已推出 200 余种不同口味、规格的半成品菜产品，为消费者提供了丰富的饮食形式和菜品选择。公司未来将在深耕现有品类半成品菜产品的基础上，开发“味爱疯狂”系列高端火锅食材、“搜香寻味”系列各地特色美食、“味知香工坊”系列火锅底料及调料包等全新品类产品，根据消费者需求开发适合不同场景的半成品产品，产品线持续扩张。

图 13：味知香主要产品



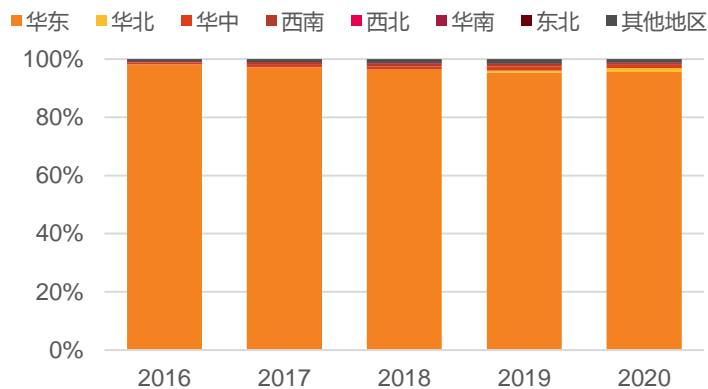
资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.3. 经销直营双轮驱动，沉淀品牌力

公司在江苏地区起家，早期从上海、苏州开始进行业务拓展，销售区域逐步覆盖周边省市，目前深耕华东区域，2020 年区域销售占比为 96.8%。由于预制菜产品需要冷链运输，运输条件客观上限制了产品的销售半径。随着冷链运输技术的发展，公司向其它地区开拓客户

的能力逐步提升。未来，募投项目中新建产能及物流体系建设也将对公司开拓其他地区提供有力支撑，帮助公司产品走向全国市场。

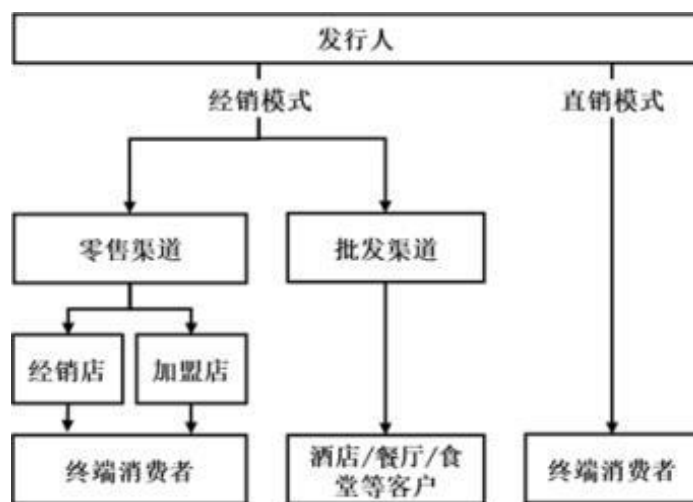
图 14：营收区域拆分



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司销售模式以经销为主，存在少量直销情况，全部为买断式销售。经销模式是经销商从半成品菜生产企业购入产品，面向终端消费者、餐饮企业等客户销售。由于产品消费场景是日常餐饮，终端客户单次使用量较小，因此经销商以个体工商户为主且不专门销售半成品菜。经销模式分为直接面向个人消费者的零售渠道以及面向 B 端客户的批发渠道。零售渠道主要从公司采购“味知香”品牌产品后销售给个人消费者，此类客户分为经销店和加盟店：1) 经销店客户多为菜市场、农贸市场业主，除采购味知香半成品菜产品销售外，也兼营其它种类或形态的产品，例如生鲜肉食、冷冻食品或熟食等；2) 加盟商模式是加盟商经企业特许，使用其品牌面向终端消费者来进行半成品菜产品销售。批发渠道客户一般从事冷冻食品批发业务，此类客户主要从公司采购“饌玉”品牌产品后销售给酒店、餐厅、食堂等 B 端客户。

图 15：公司销售渠道模式

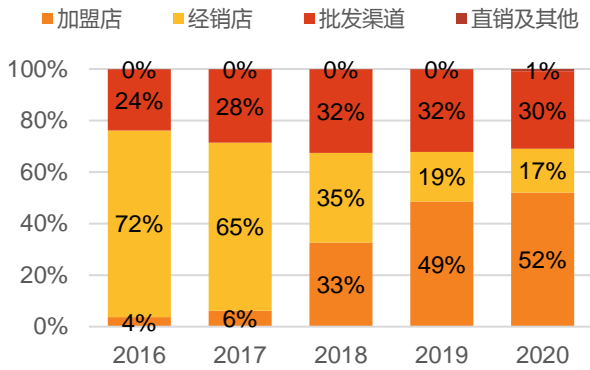


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

截至 2020 年底，公司零售渠道占比 69%，其中，加盟店模式占比 52%，为公司主要销售渠道，批发渠道占比 30%。公司经销商（不含加盟店）数量为 880 家、加盟店数量为 1117 家，广泛分布在苏州、上海等地各大农贸市场、集市、街道门店。2018 年起，公司经销模式下加盟店和经销店结构变化较大，加盟店占比持续提升。主要原因系公司为树立良好的品牌形象、建立更加高效的零售渠道，着重打造了加盟店体系。公司对加盟店进行细致的管理并给予更多的经营支持，包括品牌营销、产品促销等。经过前期部分门店的试运营，

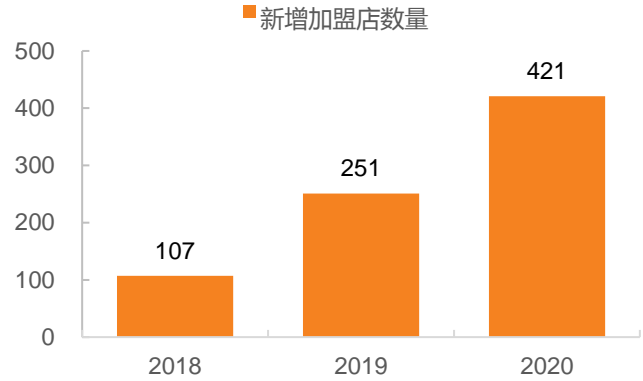
原经销店转换成加盟店后客户经营状况显著提升，众多原有经销店客户认同并积极响应公司的加盟店政策，申请将自己的经销店升级为加盟店，目前，公司加盟店多数是从原有经销店升级而来，公司对新开业的加盟店统一收取 10000 元的开业支持费，如果加盟店为原先经销店升级而来，则免收上述费用，积极打造加盟店模式。

图 16: 渠道收入占比



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 17: 新增加盟店数量 (不包含经销店升级为加盟店)

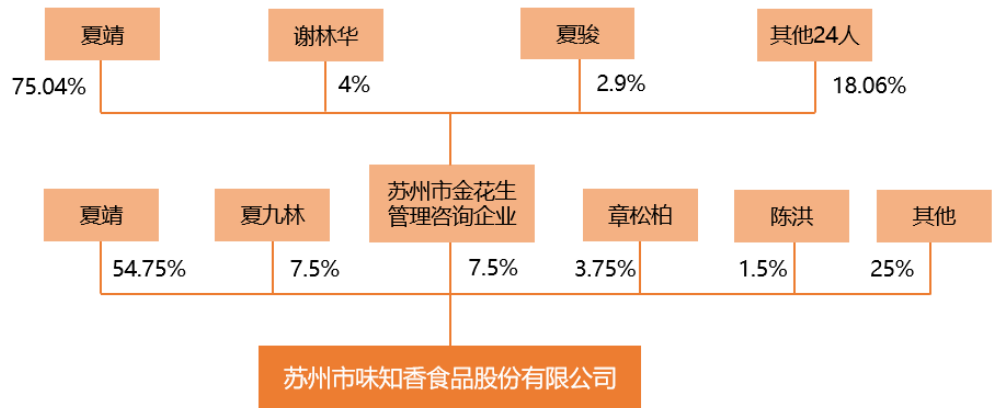


资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

1.4. 管理层稳定，募投项目展现企业长期决心

股权结构集中，员工持股平台增强核心骨干积极性。公司控股股东、实际控制人为创始人夏靖，夏靖持股比例为 54.75%，通过金花生间接控制 7.5% 股份，合计控制公司 62.25% 股份，股权结构集中。金花生为公司员工持股平台，由夏靖及其配偶胡家红共同出资设立。2018 年，夏靖将其持有的金花生 5.788 万元出资额，以 50.5 元/出资额的价格转让给谢林华、夏骏、姚旌江等 34 名味知香核心员工，增强核心骨干的积极性。

图 18: 股权结构 (截至 2021 年 4 月 27 日)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 1: 公司高管简介

姓名	职务	个人简历
夏靖	总经理	2008 年 12 月至 2018 年 3 月任味知香总经理;2018 年 4 月至今任味知香董事长,总经理.
王国华	副总经理	2012 年 5 月至 2017 年 12 月任湖州思念食品有限公司生产厂长;2018 年 1 月至 2018 年 3 月任味知香有限供应链总监;2018 年 3 月至今任味知香副总经理.
夏九林	副总经理	2008 年 12 月至 2018 年 3 月任味知香有限研发总监;2018 年 4 月至今任味知香副总经理.
夏骏	副总经理	2011 年 6 月至 2018 年 3 月任味知香有限专卖部经理;2018 年 4 月至今任味知香副总经理.
谢林华	财务总监,董秘	2014 年 9 月至 2018 年 3 月任味知香有限财务总监;2018 年 4 月至今任味知香董事,董秘,财务总监.

资料来源: Wind、天风证券研究所

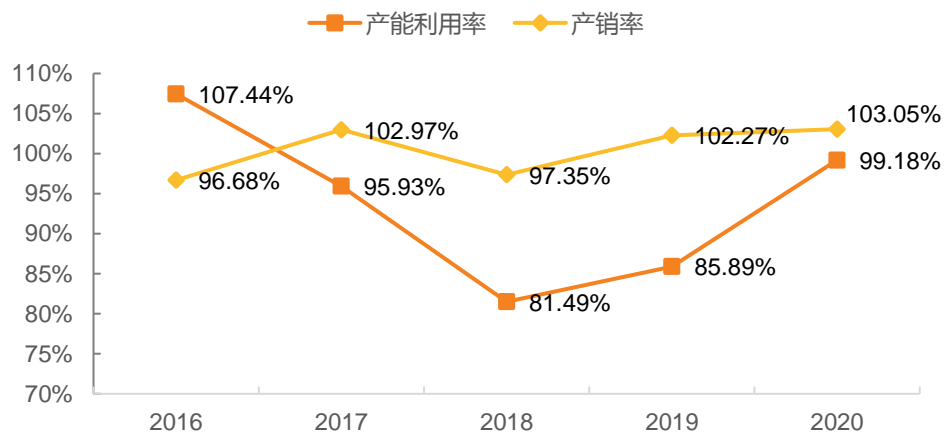
2017 年初，公司拥有 8000 吨产能（肉禽类 5500 吨、水产类 2500 吨）。公司肉禽类和水产类生产工序存在一定差异；其他类产品虽然形态较多，但主要生产流程可共用肉禽类或水产类产品的生产线，因此公司在设计产能时一般仅考虑肉禽类和水产类。随着销售渠道的拓展和销售规模的扩大，原有产能已无法满足业务发展需要。2017 年 9 月，公司投产新增产能 7000 吨（肉禽类 5000 吨，水产类 2000 吨），随着新产能投产，2018 年公司产能利用率有所降低，随着业务拓展，公司产能利用率持续上升，各期整体产销率均高于 97%，产销情况较为稳定。伴随公司业务的扩大，原产能无法满足公司的需求，公司拟使用募集资金将半成品菜产品产能提高到 6.5 万吨/年的水平。新投入的产能有利于公司持续拓展客户，提升公司的市场占有率和市场地位，也有利于公司降低产品的平均成本，形成更明显的规模优势。

表 2：产能&产量&销量

产能（万吨）	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
肉禽类	0.55	0.68	1.05	1.05	1.05
水产类	0.25	0.30	0.45	0.45	0.45
产能合计	0.80	0.98	1.50	1.50	1.50
产量合计	0.86	0.94	1.2	1.29	1.49
销量	0.83	0.96	1.19	1.32	1.53

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 19：产能利用率&产销率



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2. 预制菜有效解决社会深层次矛盾问题，空间大

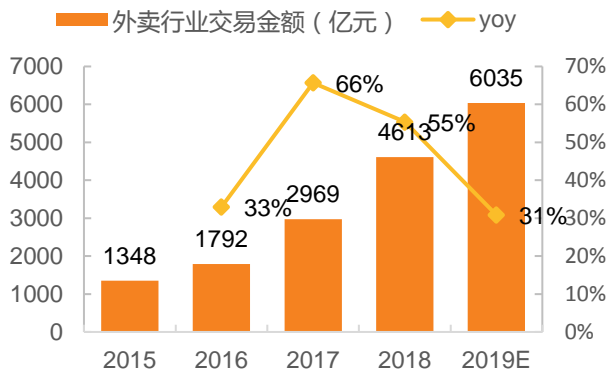
2.1. 看需求，有效解决美味和效率的冲突

20 世纪 90 年代后期，随麦当劳、肯德基等快餐店的进入，我国开始出现净菜加工配送工厂，2000 年前后，我国陆续出现了预制菜生产企业，通过对肉禽和水产等原材料的进一步加工，进一步精简了客户的烹饪环节。受限于早期冷冻技术和冷链运输的高成本，行业随后十几年时间里一直处于缓慢发展的状态。**目前，集中度低、区域性强、品牌力低是目前国内预制菜行业的主要特征。**

对标日本预制菜行业发展历程，日本的预制菜品高速发展期为 70 年代末、80 年代初，年增速达到近 20%。中国目前社会结构的核心经济指标（比如劳动人口比重、家庭人口结构等）跟日本 70 年代末非常类似，预制菜目前在中国也处于高速发展的初期。在疫情之前，2019 年国内上游预制菜工厂年销售额增速预计也已达到 20%左右。目前，预制菜行业市场规模约 3000 亿元，若以每年 20%的测算，五年将达到万亿规模。

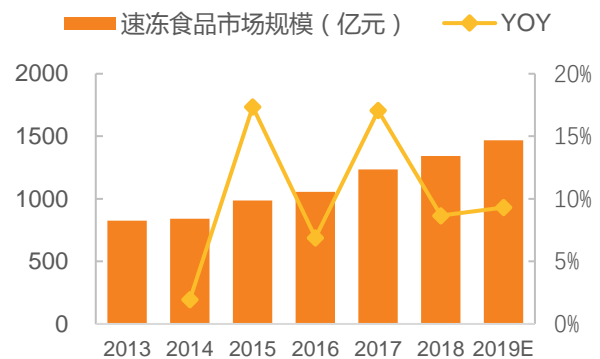
“懒人经济”催生预制菜需求，95后逐步成为消费主力。所谓懒人经济，这里的“懒”其实是社会节奏加快下的高效率形态，以及对生活品质的追求的提升。随着社会经济的高速发展和生活水平的提高，人们对生活品质要求也越来越高，而不断更新的技术也在满足着人们的需求，懒人经济便由此而生。从智能家电到网购外卖，到新零售崛起，技术革新、互联网消费、快递行业的发展都推动了懒人经济的发展。2015-2019年，外卖行业交易规模复合增速达45%。另一方面，一批年轻的消费者缺乏烹饪经验，愿意选择自热火锅、速冻食品等产品来满足其对烹饪、热食的需求，消费者对于便捷化的需求使得速冻食品行业近年来持续升温。淘宝数据显示，2018年中国人为偷懒花了160亿，较2017年增长70%，其中95后懒需求增长最快，增幅82%。预制菜行业加热即食的特点迎合了“懒人经济”的需求，较生鲜品、复合调味品、速冻食品更加简单便捷。伴随95后即将成为社会的消费主力，有望进一步催生预制菜行业需求。

图 20： 外卖行业交易规模及增速



资料来源：Trustdata、前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 21： 我国速冻食品行业规模及增速

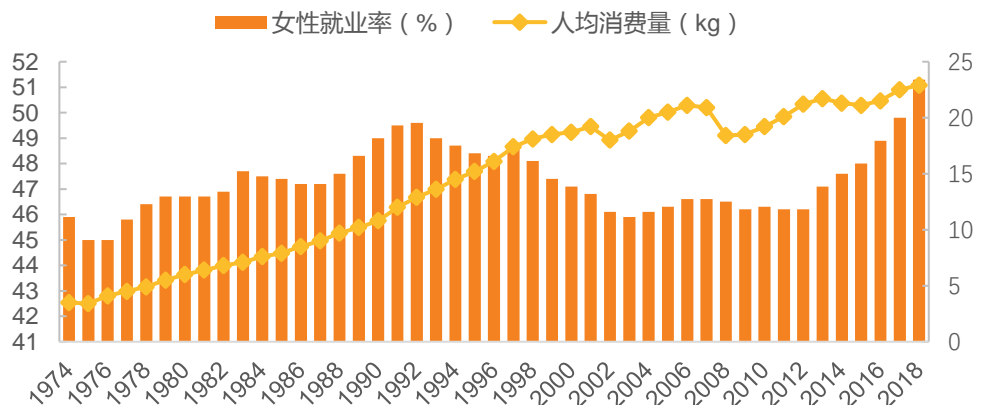


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

现代女性就业率上升，带动了速冻食品的家庭渠道消费量的另一个重要原因。现代女性参与工作的比率日益升高，导致家务时间减少，导致了消费者加大了对速冻食品的消费量。根据日本经验来看，女性就业率起伏和速冻食品人均消费量基本保持一致，从上世纪70年代一直到90年代是日本经济高速发展时期，女性就业率和人均消费量同时升高；90年代后日本进入经济萧条时期，就业率和人均消费量均下降，到2000年后又逐渐恢复上升。

此外，根据统计局《中国儿童发展纲要(2011-2020年)》和《中国妇女发展纲要(2011-2020年)》，2017年小学学龄女童净入学率为99.9%，与男童基本持平，九年义务教育人口覆盖率已达100%。女性接受高等教育水平比重继续上升，与2010年比，2017年普通本专科女生占全部本专科女生52.5%，提高4.7个百分点；女研究生占48.4%，提高0.6个百分点。预计未来女性参与社会工作的比例将会进一步提升。

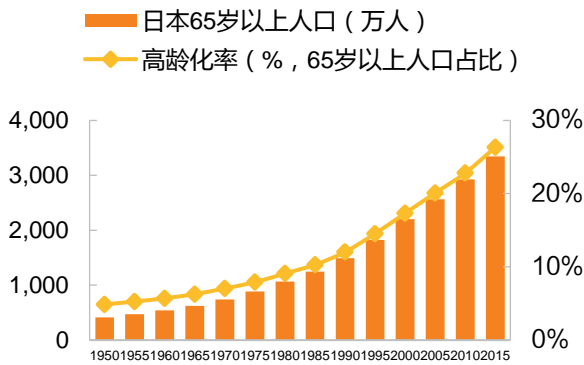
图 22： 日本速冻食品人均消费量和女性就业率趋势基本保持一致（注：左轴为就业率，右轴为消费量）



资料来源：Wind、日本冷冻食品协会、天风证券研究所

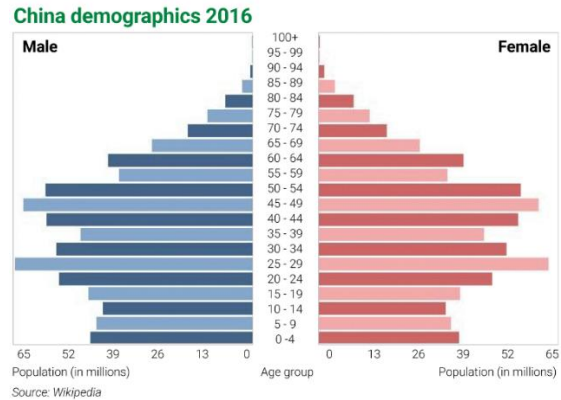
老龄化的趋势是推动行业发展的其他重要社会因素。从日本预制菜行业发展来看，社会老龄化的趋势也加大了市场需求。由于日本人口的预期寿命持续上升，高龄者在人口占比提高，根据日本总务省的统计，2015 年日本高龄化率（65 岁以上人口占比）达到 26.3%，高龄老人独自购买食材，并在家庭内做饭的难度较大，体力负担较重，因此预制菜对于该群的吸引力也较强，因此市场需求也受益于该群体的人口数量的较快增长。从中国人口结构来看，根据环球时代公布的数据，2017 年 60 岁以上的中国公民占比 17.3%，大约 2.41 亿人。预计到 2050 年，这个比例将达到 35%。国内老龄化趋势的加剧将加速预制菜行业的需求。

图 23：日本老龄化率



资料来源：日本总务省、天风证券研究所

图 24：2016 年中国人口结构

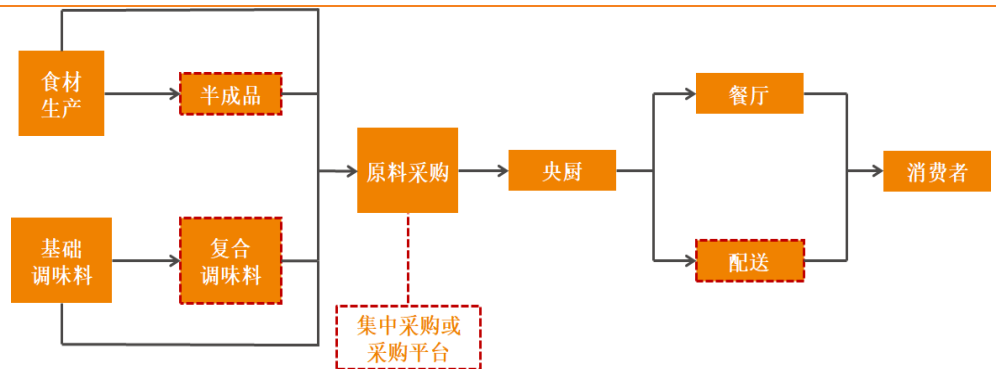


资料来源：Curzio Research、天风证券研究所

2.2. 供给端产业链在持续的完善

预制菜即半成品，处于餐饮供应链上游。餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含上游原料生产、采购、央厨、餐厅或配送消费。目前由于餐饮连锁化率的不断提升，对产业链的运营效率提出了更高的要求，各个环节之间的关系在逐步拉近，如央厨需求从原始食材到半成品，从基础调味料到复合调味料，包括从统一采购平台的兴起，央厨到消费者之间的配送，均将各个环节的联系变得更加紧密。

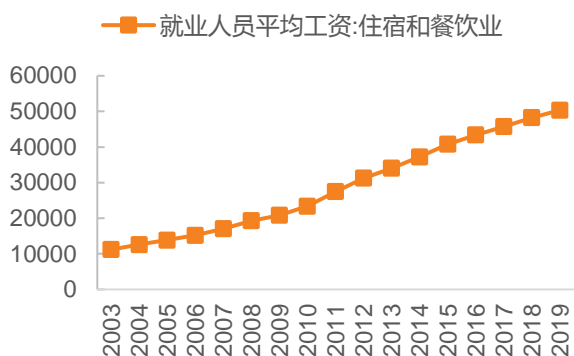
图 25：速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品，处于餐饮供应链上游



资料来源：天风证券研究所

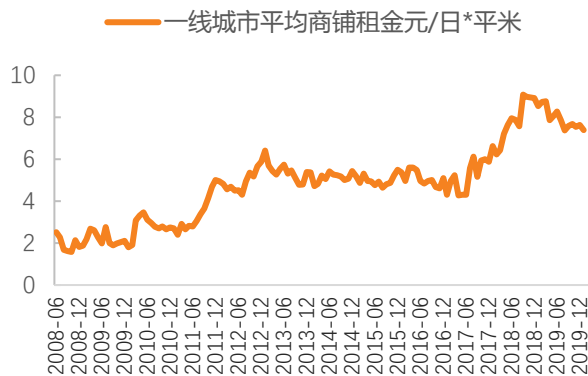
人工成本&租金&食材供应标准的持续提升拉动预制菜需求。我国餐饮市场是一个规模巨大、分散程度高且竞争激烈的市场，众多餐饮企业独立参与市场竞争，未能规模化经营，导致成本居高不下。餐饮企业的经营成本主要由原材料成本、房租成本、人力成本、能源成本及相关税费构成。根据中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》数据，原材料、销售管理财务费用、以及人力成本在餐饮行业成本中占比最大，目前原材料、房租和人力成本是近几年是上升最快的三大成本。正餐类餐饮企业平均人力费用占营业收入比例达 22.41%，房租成本比例达 10.26%。2019 年住宿&餐饮行业平均工资是 2009 年工资的 2.4 倍，2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍，工资成本和租金的上升导致餐饮行业出现去大厨化现象、以及减少后厨面积，选择使用菜肴半成品。

图 26：就业人员平均工资:住宿和餐饮业（元）



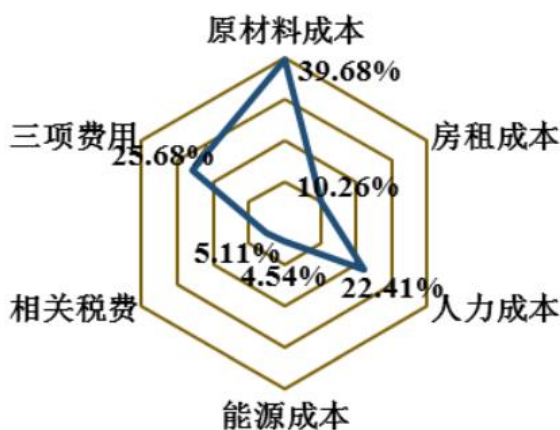
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 27：2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍



资料来源：Wind、天风证券研究所

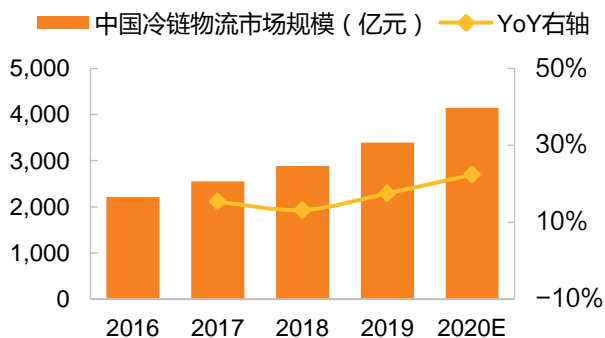
图 28：正餐类餐饮企业成本构成



资料来源：中国饭店协会、招股说明书、天风证券研究所

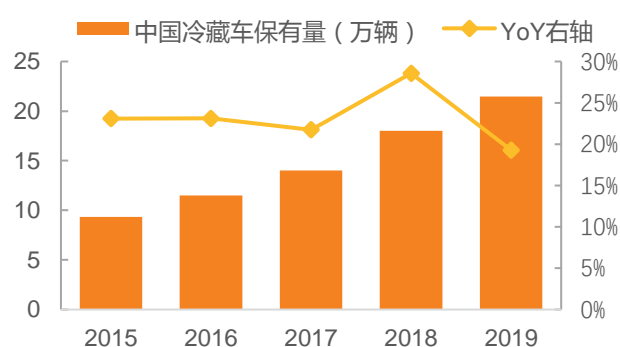
冷链物流的成熟解除配送障碍。近年来，伴随着相应政策的出台，冷链技术的成熟与规模的发展在很大程度上解除了预制菜行业配送的障碍。2001 年中国物流采购联合会成立后，冷链物流基础工作全面展开，使我国冷链物流企业更为国际化、规范化。2018 年中国冷链物流需求总量约为 1.8 亿吨，比上年增长 3300 万吨，同比+22.4%；冷链物流市场规模为 3035 亿元，比上年增长 485 亿元，同比+19%。冷链基础设施设备水平进一步提升，2019 年，全国冷库总量约 6053 万吨，新增库容 814.5 万吨。从冷库新增的区域来看，武汉、杭州、福州、济南、重庆、大连等城市增幅明显，反映出二三线城市消费的快速崛起。截止 2019 年，全国冷藏车保有量为 21.47 万辆，新增冷藏车 3.47 万辆，同比增长 19.28%。成熟的冷链物流体系进一步完善预制菜行业产业链。

图 29：我国冷链物流市场规模高速增长



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

图 30：我国冷链运输车数量稳步增长



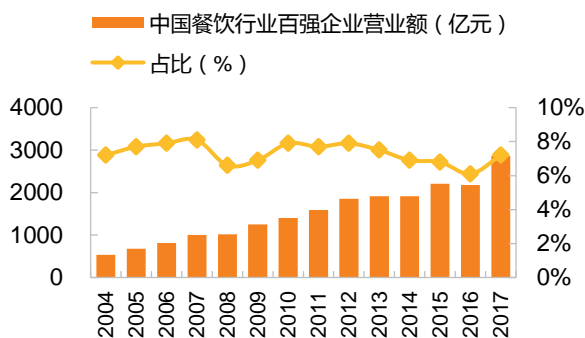
资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

2.3. B 端发展空间大，带动 C 端培育市场

餐饮企业是预制菜的最主要销售渠道。日本预制菜市场，to B 端与 to C 端比例是 6:4，而中国预制菜市场，目前 to B 端与 to C 端比例大概在 8:2 的阶段。虽然目前国内 B 端和 C 端两大市场都在高速成长期，但 to B 端的餐饮渠道占比较高。我们认为短期内国内 C 端消费者培育较国外更难，主要原因在于 1) 国内菜系品类丰富，地域性口味不同，很难有全国化大单品；2) 外卖行业在中国的高速发展，使得预制菜的可替代性较强；3) 主要会以一线城市消费者为主，二三线消费者自由时间相对充足；4) 消费者对预制菜的健康性仍需要培育。而 B 端来看：1) 连锁化率提升加大中央厨房需求；2) 餐饮企业对降低成本的需求，包括外卖餐饮企业的需求。

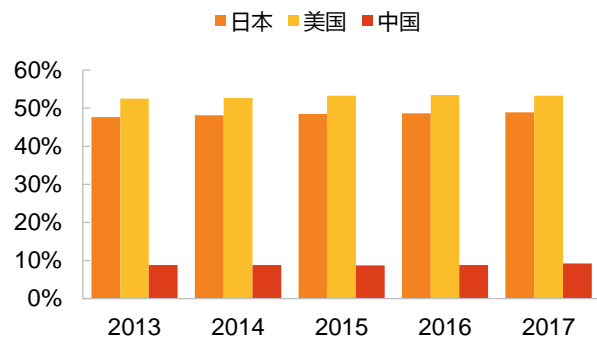
我国餐饮行业连锁化率增长空间较大，有望进一步拉高行业天花板。根据中国烹饪协会发布的《中国餐饮百强企业和餐饮五百强门店分析报告》，标准化程度高、可复制性强的休闲餐饮（包括快餐）和火锅拥有最高的营收增速，2018 年，51%的百强企业以直营+特许的方式扩大连锁规模，餐饮企业连锁化动力较强，通过成为连锁企业需要进行标准化扩张以实现规模效应从而降低成本。餐饮龙头扩张过程中提高连锁化率伴随着对食材供应标准的提高，而预制菜行业具备成本优势、标准化程度高，可以有效满足餐饮行业的需求。对比美国和日本，我国餐饮行业的连锁化率仍较低，随着未来餐饮市场的不断成熟，连锁化率提升空间仍较大，有望进一步拉高预制菜行业的天花板。

图 31：我国餐饮行业较为分散，集中度不高



资料来源：中国烹饪协会，中华商业信息网等，天风证券研究所

图 32：我国餐饮行业连锁化率不高，提升空间较大



资料来源：欧睿国际，前瞻经济学人，天风证券研究所

外卖行业的高速发展催生的央厨需求进一步扩大预制菜行业需求。2017-2019 年，我国外卖交易规模逐渐扩大，2019 全年超 7274 亿元。从早期的电话订餐和团购，到外卖用户群体和交易规模的剧增，以及线上餐饮信息服务的逐渐发展，在线餐饮用户消费数据都得到了快速增长。根据饿了么的数据统计，2020 年我国外卖用户规模将达 6 亿，几乎一半的人都将成 为外卖用户。外卖产业的持续快速增长，推动了线上线下融合发展，拓宽了消费应用场景，为餐饮行业发展注入了新动能。预制菜可以通过减少后厨面积，减少厨师工资等方式进一步减少外卖商家的成本，有望受益于外卖行业的高速发展。**C 端来看，预制菜行业同方便性更强的外卖行业相比，可以靠差异化定价来弥补方便性的差异。未来在外卖失去补贴的性价比之后，介于速食产品和 40 元以上的外卖市场之间的价格空白带，或将成为预制菜 C 端市场发展的新机会。**

图 33：中国外卖用户规模



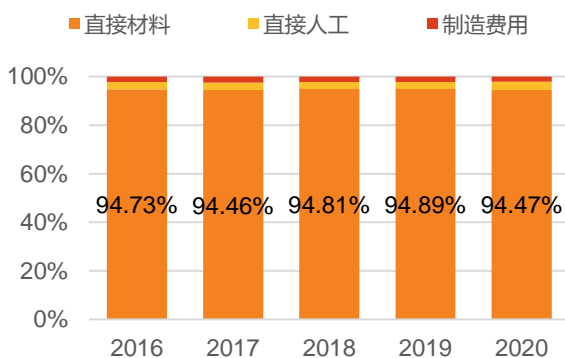
资料来源：饿了么数据研究院、天风证券研究所

3. 深耕多年，公司构建起核心壁垒

3.1. 规模优势逐渐成型

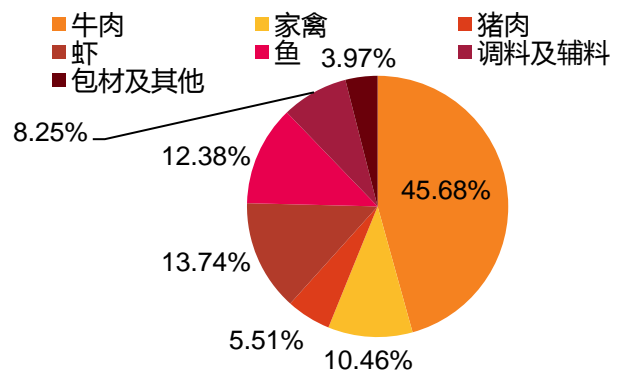
原材料成本占比 90%以上，规模优势显著降低成本。预制菜行业成本主要以原料为主，公司原材料成本占比始终在 94%左右，拆分来看，肉禽类成本占比 62%，鱼虾类占比 26%，原材料成本波动将对行业有比较显著的影响。公司采购量最大的小黄瓜条的采购价格与农业部发布的牛肉批发价格相比，始终低于市场价。公司采购的家禽类细分品种较多，其中占比最大的鸡大胸采购价格与农业部发布的白条鸡批发均价相比，基本都低于市场价。公司持续跟踪主要原材料的采购价格和市场零售价，结合自身存货成本和同类产品市场价对产品价格作出相应的调整。2020 年，市场批发价格保持稳定而公司采购价格小幅下降，主要是部分牛肉类贸易商受疫情影响存在库存周转压力，公司通过不同供应商比价及谈判能够获得更低的采购价格，体现了公司规模采购的成本优势。

图 34：主营业务成本拆分



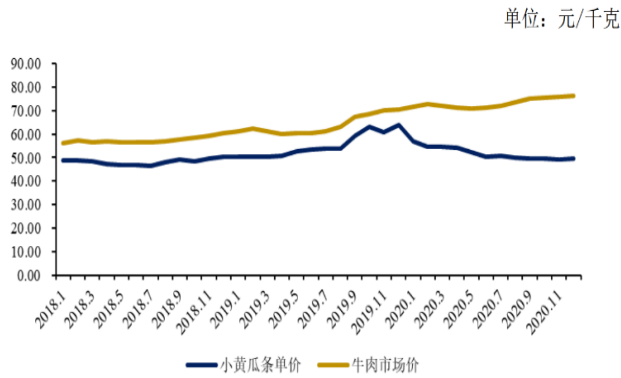
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 35：2020 年原材料成本拆分



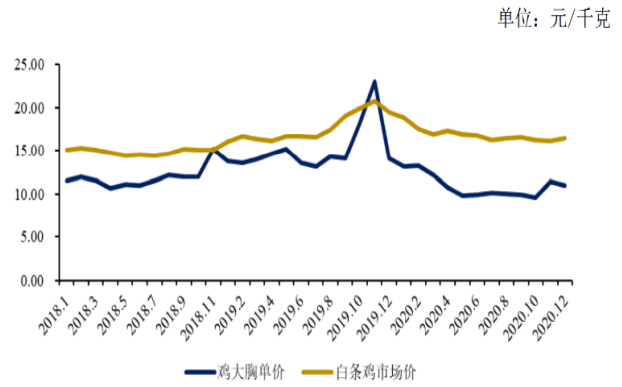
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 36：小黄瓜条单价&牛肉市场价



资料来源：农业部、招股说明书、天风证券研究所

图 37：鸡大胸单价&白条鸡市场价



资料来源：农业部、招股说明书、天风证券研究所

有一定的成本传导能力，通过较低耗用量进一步控制成本。由于半成品菜的最终消费群体与农贸市场、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。且公司产品属于正餐类食品，且各类产品价格波动幅度往往与其主要原料价格波动幅度一致，价格变动易于被消费者接受。假如某种原材料价格大幅上涨，公司可以通过涨价的方式转移成本压力。此外，公司每单位牛肉类产品的原料耗用量为 0.59 千克，牛肉类产品为公司营收占比最大的产品，2020 年占比 50.15%，所以公司在原料采购单价较低的基础上，可通过不高的原料耗用量进一步控制成本。

表 3：公司分产品毛利率、平均单价（元/千克）、平均成本（元/千克）、耗用的主要原材料价格（元/千克）、单位耗用量（千克）

2020 年	牛肉类	家禽类	猪肉类	水产虾类	水产鱼类
毛利率	31.39%	32.88%	31.73%	18.75%	26.49%
平均单价（元/千克）	50.59	23.78	32.67	64.60	36.18
平均成本（元/千克）	34.71	15.96	22.31	52.49	26.60
耗用的主要原材料价格（元/千克）	52.82	17.01	36.79	53.94	28.07
单位耗用量（千克）	0.59	0.73	0.44	0.88	0.77

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司客户基础深厚，华东地区实现深度下沉。2020 年，与公司合作时间在 5 年以上的老客户数量占到 35.90%，5 年以上加盟店、经销店、批发客户的销售额占比分别为 50.41%、48.38%、27.97%，说明公司经过长期发展形成了相对稳定、粘性较高的客户群体。公司的经销商广泛分布在苏州、上海等地各大农贸市场、集市、街道门店，贴近消费者生活区域。一方面使得产品更加贴近顾客消费场景，让更多的人了解半成品菜产品，培育潜在消费者；另一方面也便于服务和巩固存量消费者，便利日常选购公司产品。

表 4：经销商数量（单位：家）

2020 年	1 年以内	1-5 年	5 年以上
零售渠道（加盟店）	380	373	364
零售渠道（经销店）	30	178	283
批发渠道	119	200	70
经销商合计	529	751	717

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3.2. 冷链建设为企业保驾护航

冷链物流体系完备，以自有物流配送为主。由于行业内多数企业生产规模较小，仅服务于周边少数客户，没有能力和动力去建立相应的物流配送体系。高效、及时的物流体系能够帮助公司进一步扩大产品销售区域，更好地服务经销商客户，形成了对于同行业其他企业

难以替代的优势。公司自建了较为完善的冷链物流配送体系，在仓储配送端，公司拥有低温仓储设施和自有冷链运输车队，自行运输配送量在 80%以上。公司自有车辆均具备冷链运输能力，随着公司营业规模扩大，公司自有车辆数量逐年上升，截至招股说明书签署日，公司自有的运输车辆共计 25 辆，正在履行的运输服务合同 8 份。

表 5：公司自行运输与第三方物流配送量（单位：吨）及占比情况

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	重量	占比	重量	占比	重量	占比
自行运输配送量	10,619.38	88.00%	11,043.84	82.42%	12,775.45	82.77%
第三方物流配送量	1,448.62	12.00%	2,356.16	17.58%	2,658.79	17.23%
合计	12,068.00	100.00%	13,400.00	100.00%	15,434.24	100.00%
车辆数量（辆）	18		21		26	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司与第三方物流公司进行合作，对安徽、湖北、江西、福建等距离较远且集中度不高的客户进行配送。公司自行运输费用与第三方物流费用比例基本保持稳定，2019 年，第三方物流配送量占比相比 2018 年略有上升，主要是由于公司随着销售区域的扩张，远距离客户数量增加，第三方物流配送量增加，2020 年第三方物流配送量占比与 2019 年基本持平。自有物流的成本及第三方物流的费用均由公司承担，体现为自有车辆费用与第三方物流费。其中自有车辆费用包含油费、过路费、维修保养费、保险费等。2020 年相比 2019 年单位运费由 319.79 元/吨上升到 339.42 元/吨，其原因是受疫情影响，部分周边地区客户不接受冷链车配送，转而采用较昂贵的快递配送，导致公司平均配送成本有所上升。但整体而言，运费水平较为合理，与公司经营情况相符。

表 6：公司自行运输与第三方物流费用及占比情况

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
剔除保险费后自行运输费用	294.14	77.71%	316.4	75.09%	356.7	68.55%
第三方物流费用	84.36	22.29%	104.96	24.91%	163.65	31.45%
合计	378.51	100.0%	421.36	100.0%	520.35	100.0%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

募投项目进一步提高公司运输能力，匹配业务发展，深耕现有销售区域，同时继续扩张销售半径。虽然公司销售区域已经覆盖江浙沪大部分地区，但是公司客户主要依托于农贸市场，江浙沪区域内仍有较多农贸市场没有公司门店覆盖。随着公司未来进一步拓展市场，公司当前的运输能力可能不能够满足未来发展需要。随着募集资金投资项目实施，公司将加强物流体系建设，将购买一套物流信息系统并在未来 3 年内分批购置 30 辆冷链运输车辆作为现有运力补充以及老旧车辆的更新换代，有效补充物流车队及配送人员，在江浙沪及周边区域内继续增加门店布局，提升门店数量，进而扩大销量，同时对江浙沪区域内边远地区以及周边安徽等省份的覆盖也将进一步加强，缓解公司目前部分冷链运输车辆长时间高负荷运转和信息化程度低的问题。

4. 乘行业加速度，味知香有望收获超额加速度

4.1. 加盟模式已然成熟，复制可以提速

公司加盟模式目前是公司增速最快且较为成熟的渠道模式，也是半成品企业目前拓展 C 端客户的主要模式。截至 2020 年底，公司经销商（不含加盟店）数量为 880 家、加盟店数量为 1117 家。虽然公司销售区域已经覆盖江浙沪大部分地区，但是公司客户主要依托于农贸市场，江浙沪区域内仍有较多农贸市场没有公司门店覆盖。同区域竞争对手好得睐已在江浙沪开设近 1000 家专卖店，拥有加盟店 3581 家，公司还有较大的扩展空间。加盟店服务范围限于周边社区及街道的居民，公司通过构建高密度的销售网络弥补覆盖范围的不足。伴随产能的扩张以及物流的进一步建设，公司凭借成熟的加盟模式，将在江浙沪及周边区域内继续增加门店布局，通过复制模式迅速提升门店数量，进而扩大销量。

根据公司产能拓展规划，募投项目财务评价计算期为 10 年，其中建设期 2 年，生产期 8 年。预计生产期内年均实现销售收入 9.51 亿元，年均净利润 1.04 亿元，税后内部收益率 23.55%。我们预计从 2023 年下半年产能开始投放，2024 年达到设计产能。但由于扩张产能的逐步释放需要一段时间，短期内公司产能利用率会出现一定程度的下降，随着扩张产能释放完成，公司产品的产能利用率将逐步恢复。由于公司会根据市场需求相应制定生产计划，因此公司产销率将一直维持较高水平。预计 21-25 年营收增速分别为 12%/16%/20%/28%/37%。

表 7：产能、产量、销量（万吨）、单价（元/千克）、营收（万元）

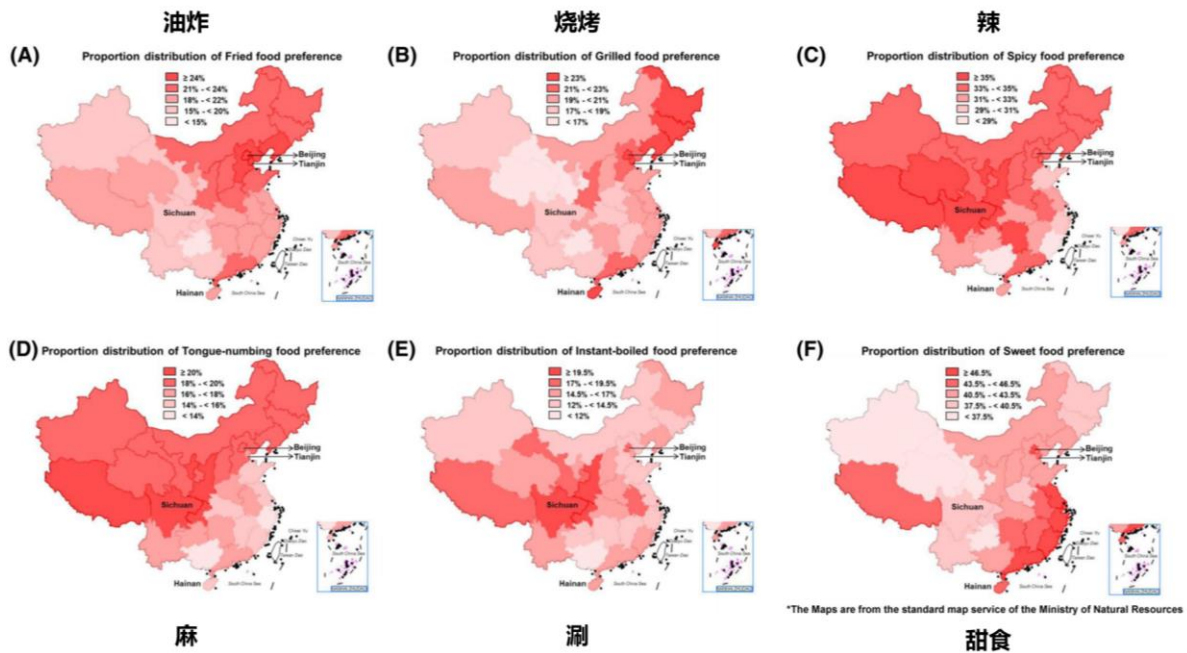
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
产能	0.80	0.98	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	3.00	6.50	6.50
产量	0.86	0.94	1.2	1.29	1.49	1.62	1.73	2.1	2.925	3.9
产能利用率	107%	96%	81%	86%	99%	108%	115%	70%	45%	60%
销量	0.83	0.96	1.19	1.32	1.53	1.72	1.98	2.35	2.93	3.90
产销率	97%	103%	97%	102%	103%	106%	115%	100%	100%	100%
单价	35	37	39	41	40	40	41	42	43	44
营收	29,072	35,879	46,595	54,242	62,247	69,783	80,986	97,487	125,198	171,938
yoy		23%	30%	16%	15%	12%	16%	20%	28%	37%

资料来源：招股说明书、招股说明书(申报稿)、天风证券研究所

4.2. 快节奏生活从华东走向全国

地域性强及物流半径导致国内预制菜行业**区域性**强，省外扩张空间大。由于我国幅员辽阔、人口众多，地区之间物产种类、丰足程度不一，导致各地居民饮食习惯及口味不一致，很难形成全国化大单品。同时，半成品菜产品依赖冷链运输，物流成本及产品新鲜度要求限制了单个企业产品配送半径。目前半成品菜企业通常只能覆盖一定地区，尚未出现全国性的半成品菜龙头企业。目前，公司主要市场在华东地区，其中江浙沪是核心销售区域。公司多数经销商和加盟店集中在江浙沪地区，但在其他城市和地区的销售网络尚不成熟。针对江浙沪以外的市场，公司未来将利用销售团队在前期市场开发过程中积累的丰富经验，加大对经销商的营销力度，建立样板市场，不断吸引江浙沪以外地区客户的加入，扩充销售网络，同时加强物流体系建设，实现跨区域的业务突破，发掘市场潜力，提升公司整体销售额。

图 38：中国人饮食习惯区域差异



资料来源：Dietary preferences and diabetic risk in China: A large-scale nationwide Internet data-based study, Zhiyun Zhao etc., 《Journal of Diabetes》，天风证券研究所

4.3. C 端产品的应用场景将会带动更快发展

行业品牌力较低。半成品菜企业主要客户是区域内各加盟商，包括生鲜食品店、农贸市场摊贩、超市等，少部分产品直接销售给餐厅、终端消费者。由于加盟商的零售性质，其覆盖范围较小，对产品推广力度有限。以华东区域为例，规模较大企业主要为味知香、上海新雅食品以及江苏好得睐食品。2020 年味知香在华东地区有加盟店 1086 家，新雅食品有近 100 家直属食品专卖店，近 700 多家食品专卖网点，好得睐已在江浙沪开设近 1000 家专卖店，拥有加盟店 3581 家。

加盟店具有明显的品牌特征，是树立“味知香”品牌并发挥品牌效应的重要途径。经过多年的发展和积累，基于多样的品种、良好的口味口感以及可靠的质量，公司成功建立了以 C 端“味知香”和 B 端“饕玉”两大品牌为核心的产品体系。加盟店方式是迅速扩大销售范围，提升品牌知名度的方式。此外，公司十分重视品牌建设，未来将采用给予销售网点宣传物料支持、建设直营门店、广告投放、聘请代言人等方式加大在品牌推广方面的投入，进一步强化品牌定位，提升品牌知名度与影响力，在扩大产品销量的同时，提升公司在产业链中的话语权和议价能力，增强公司核心竞争力。

图 39：华东区域主要预制菜企业加盟店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 盈利预测

我们假设：

1. 随着猪价、牛肉价格的持续下行，牛肉、猪肉类业务毛利率稳步上行。
2. 伴随新建产能的逐步投产，公司产销量有望稳步上行，带来收入的持续增长。

表 8：业绩拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	291	359	466	542	622	698	810	975
牛肉类	118	161	221	260	308	332	390	497
家禽类	39	45	60	76	84	97	114	133
猪肉类	20	22	23	29	44	48	52	56
鱼类	49	60	76	86	90	109	128	143
虾类	58	62	73	71	70	75	80	86
其他类	4	5	7	12	18	28	37	48
其他业务	2	4	6	8	8	9	9	10
营业成本（百万元）	220	271	349	407	439	492	568	677
牛肉类	84	117	160	196	212	226	263	333
家禽类	28	32	41	55	56	67	78	91
猪肉类	14	14	15	20	30	32	34	37
鱼类	38	48	63	67	66	82	96	108
虾类	49	53	60	55	57	60	64	69
其他类	4	4	5	8	13	19	26	34
其他业务	2	3	4	6	5	6	6	7

资料来源：Wind、天风证券研究所

预计公司 2021-2023 年实现营收 6.98/8.10/9.75 亿元，同比+12.11%/16.05%/20.37%，实现归母净利润 1.46/1.75/2.11 亿元，同比+16.91%/19.97%/20.41%，EPS 分别为 1.46/1.75/2.11 元。根据行业可比公司安井食品、三全食品，2021 年平均 PE 估值为 48 倍，给予公司 2021 年 50 倍估值，对应目标价在 73 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司代码	可比公司	PE (19A)	PE (20A)	PE (21E)	PE (22E)	PE (23E)
002216.SZ	三全食品	51.95	27.01	22.21	19.28	17.26
603345.SH	安井食品	36.61	75.6	73.66	55.86	43.29
平均值				48		

资料来源：wind、天风证券研究所

6. 风险提示

食品安全风险：食品安全事件的爆发对公司的名誉会带来较大的影响。

原材料价格波动风险：原材料价格波动会对公司成本带来较大影响。

产能扩张不及预期：突发事件影响公司产能扩张，使得业绩不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	211.39	330.27	2,407.60	1,519.19	1,648.17
应收票据及应收账款	0.49	3.62	1.07	1.94	2.41
预付账款	14.58	19.83	12.00	22.83	23.31
存货	50.66	36.33	100.31	60.59	131.31
其他	1.75	0.97	1.09	1.65	1.39
流动资产合计	278.87	391.02	2,522.07	1,606.21	1,806.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12.55	12.92	39.59	84.30	126.84
在建工程	0.93	11.83	43.10	73.86	74.32
无形资产	0.83	9.79	9.39	8.98	8.57
其他	10.44	1.39	3.70	4.21	2.51
非流动资产合计	24.75	35.94	95.77	171.35	212.23
资产总计	303.62	426.96	2,617.84	1,777.56	2,018.82
短期借款	0.00	0.00	2,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	15.64	14.64	23.07	21.20	29.28
其他	21.70	20.98	32.24	18.43	40.43
流动负债合计	37.34	35.63	2,055.31	1,039.63	1,069.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	37.34	35.63	2,055.31	1,039.63	1,069.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	28.88	28.88	28.88	28.88	28.88
留存收益	191.28	316.33	462.53	637.92	849.12
其他	(28.88)	(28.88)	(28.88)	(28.88)	(28.88)
股东权益合计	266.28	391.33	562.53	737.92	949.12
负债和股东权益总计	303.62	426.96	2,617.84	1,777.56	2,018.82

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	86.24	125.05	146.20	175.39	211.19
折旧摊销	3.39	3.27	2.47	4.94	7.41
财务费用	0.00	0.00	(10.78)	(15.47)	(12.48)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(24.45)	20.62	(36.34)	11.26	(39.62)
其它	7.65	(14.14)	(0.00)	(0.00)	0.00
经营活动现金流	72.83	134.80	101.55	176.12	166.51
资本支出	4.34	22.92	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(17.90)	(38.49)	(120.00)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	(13.56)	(15.58)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	2,000.00	1,000.00	1,000.00
股权融资	16.78	16.11	49.78	29.47	26.48
其他	(16.78)	(16.11)	(14.00)	(2,014.00)	(1,014.00)
筹资活动现金流	0.00	0.00	2,035.78	(984.53)	12.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	59.27	119.23	2,077.33	(888.41)	128.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	542.42	622.47	697.83	809.86	974.87
营业成本	406.96	439.06	491.93	567.89	677.27
营业税金及附加	1.72	2.25	2.34	2.74	3.36
营业费用	28.66	32.56	36.98	42.92	51.67
管理费用	17.94	20.01	23.03	26.73	32.17
研发费用	0.95	1.25	1.40	1.62	1.95
财务费用	(2.78)	(2.11)	(10.78)	(15.47)	(12.48)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1.21)	(2.99)	0.00	0.00	0.00
营业利润	90.19	132.44	152.92	183.44	220.92
营业外收入	0.03	0.14	0.09	0.11	0.10
营业外支出	0.30	1.52	0.72	0.85	1.03
利润总额	89.92	131.05	152.29	182.70	219.99
所得税	3.68	6.00	6.09	7.31	8.80
净利润	86.24	125.05	146.20	175.39	211.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	86.24	125.05	146.20	175.39	211.19
每股收益(元)	0.86	1.25	1.46	1.75	2.11

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.41%	14.76%	12.11%	16.05%	20.37%
营业利润	21.73%	46.85%	15.47%	19.95%	20.44%
归属于母公司净利润	21.26%	45.00%	16.91%	19.97%	20.41%
获利能力					
毛利率	24.97%	29.46%	29.50%	29.88%	30.53%
净利率	15.90%	20.09%	20.95%	21.66%	21.66%
ROE	32.39%	31.96%	25.99%	23.77%	22.25%
ROIC	310.28%	279.77%	228.69%	106.63%	93.28%
偿债能力					
资产负债率	12.30%	8.34%	78.51%	58.49%	52.99%
净负债率	-79.39%	-84.40%	-72.46%	-70.36%	-68.29%
流动比率	7.47	10.98	1.23	1.54	1.69
速动比率	6.11	9.96	1.18	1.49	1.57
营运能力					
应收账款周转率	1,337.41	303.01	297.70	537.71	448.35
存货周转率	11.08	14.31	10.21	10.07	10.16
总资产周转率	2.09	1.70	0.46	0.37	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.86	1.25	1.46	1.75	2.11
每股经营现金流	0.73	1.35	1.02	1.76	1.67
每股净资产	2.66	3.91	5.63	7.38	9.49
估值比率					
市盈率	63.40	43.73	37.40	31.18	25.89
市净率	20.53	13.97	9.72	7.41	5.76
EV/EBITDA	0.00	0.00	34.97	28.60	22.32
EV/EBIT	0.00	0.00	35.58	29.44	23.11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com