

2021-5-16



预制菜第一股，蓝海市场大有可为

证券分析师：黄付生、蔡雪昱
研究助理：李梦鹂
电话：010-88695135

执业证号：S1190517030002
S1190517050002
S1190121050001

证券研究报告：味知香分析报告

2021-5-16

发行人基本概况

- 公司于2008年在苏州成立，主要从事半成品菜的研发、生产和销售，建立了以“味知香”和“饌玉”两大品牌为核心的产品体系，主要包括肉禽类、水产类及其他类200余种半成品菜开发，在全国各大城市设有门店1100余家，是行业领先的半成品菜生产企业之一。
- 收入利润近五年快速增长：**2016-2020年，公司收入由2.91亿提高至6.2亿，CAGR20.82%。归母净利润从0.41亿提高至1.25亿，CAGR32.14%。
- 毛利率净利率较稳定：**公司毛利率25%左右，净利率15%左右，2020年受疫情影响，毛利率净利率显著提高，毛利率29%，净利率20%。

图1：2016-2020收入利润及增速(亿)

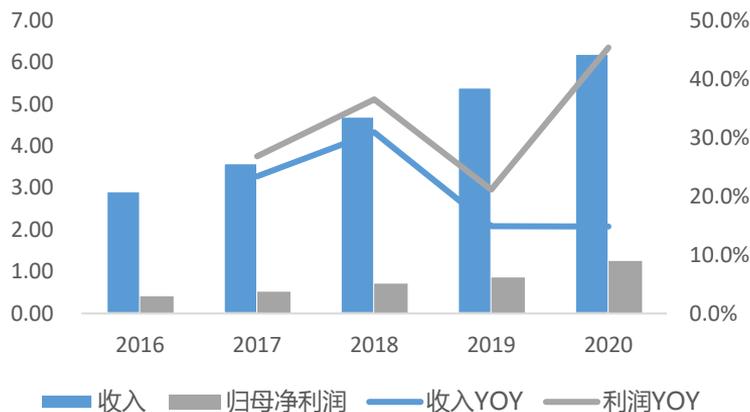
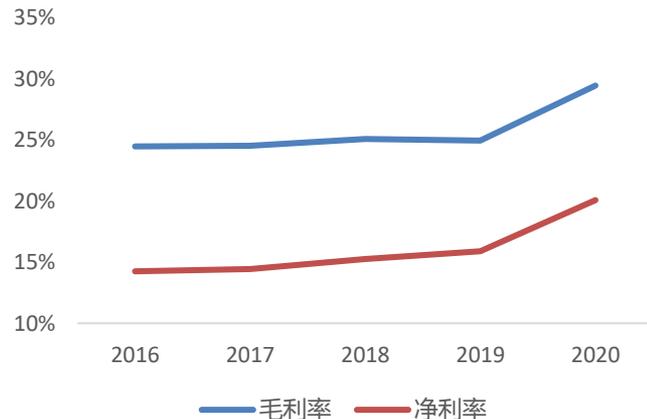


图2：2016-2020公司毛利率与净利率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 股权沿革：**2008年12月，夏靖、夏九林、章松柏和胡家芳共同投资设立味知香有限公司；2017年11月，夏靖将所持公司10.00%股权以20万元价格转让给金花生，同意胡家芳将所持公司2.00%股权以400万元价格转让给陈洪。2018年4月，整体变更为股份有限公司。
- 民营企业，持股集中，控制权稳定。**发行后实控人夏靖直接持股比例将稀释至54.75%，间接持股比例将稀释至7.5%，合计控制公司62.25%的股份，控制权稳定。

图3：股权结构（发行前）

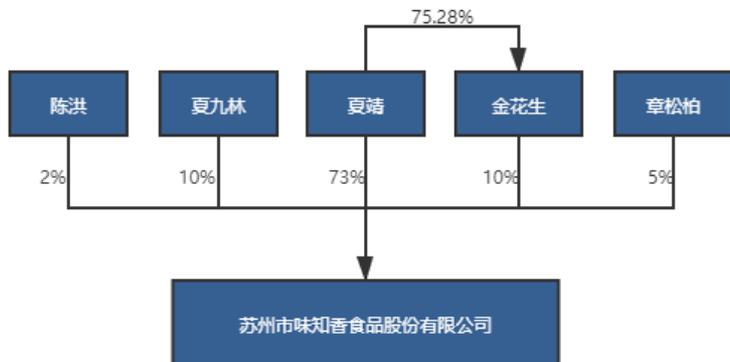
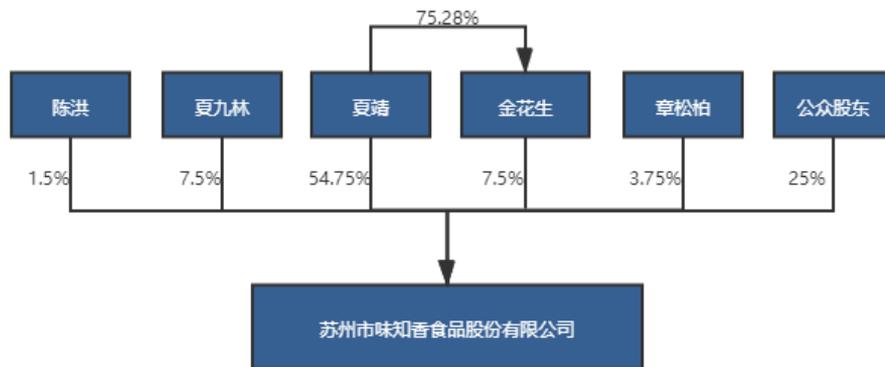


图4：股权结构（发行后）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

姓名	职务	介绍
夏靖	董事长、总经理	1978年出生，中国国籍，大专学历，高级经济师。2008年12月至2018年3月任味知香有限执行董事、总经理；2018年4月至今任味知香董事长、总经理。
谢林华	董事、财务总监、董事会秘书	1976年出生，中国国籍，本科学历，高级经济师、中级会计师。2011年8月至2012年5月任江苏亨通光电股份有限公司财务经理；2012年6月至2014年9月任江苏亨通线缆科技有限公司财务经理；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、董事会秘书、财务总监。
章松柏	董事	1978年出生，中国国籍，本科学历。2014年9月至今任苏州博纺纺织制品有限公司执行董事、总经理；2018年4月至今任味知香董事；目前兼任宜兴博纺纺织制品有限公司监事。
张薇	独立董事	1962年出生，中国国籍，经济学硕士，会计学副教授。1984年8月至今在苏州大学东吴商学院任教，现为会计系副教授、硕士生导师；2018年4月至今任味知香独立董事；目前兼任苏州安洁科技股份有限公司独立董事、苏州瑞玛精密工业股份有限公司独立董事、苏州国芯科技股份有限公司、苏州天脉导热科技股份有限公司独立董事。
梁丽琼	独立董事	1987年出生，中国国籍，本科学历，执业律师、具有注册会计师资格。2010年1月至2017年12月任上海肖波律师事务所专职律师；2018年1月至今任上海锦天城律师事务所资深律师；2018年4月至今任味知香独立董事；目前兼任苏州星诺奇科技股份有限公司独立董事、苏州天脉导热科技股份有限公司独立董事、创元科技股份有限公司、苏州龙杰特种纤维股份有限公司独立董事。
夏九林	副总经理	1974年出生，中国国籍，大专学历。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。
王国华	副总经理	1978年出生，中国国籍，大专学历。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。
夏骏	副总经理	1978年出生，中国国籍，大专学历。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。
刘晓维	监事会主席	1964年出生，中国国籍，大专学历。2013年5月至2014年5月任上海新成格林尔食品有限公司品控经理；2014年5月至2018年3月任味知香有限品控经理，2018年4月至今任味知香监事会主席、质量部经理。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **核心员工持股激励充分：**金花生为发行人实施股权激励的持股平台，由夏靖及其配偶胡家红共同出资设立，除持有发行人股权外无实际经营。除实控人外，有26名核心员工持股，出资额共计20万元。

图5：截至2021-4-14金花生出资结构情况

序号	合伙人名称	合伙人性质	出资额	出资比例	在发行人任职情况
1	夏靖	普通合伙人	15.06	75.28%	董事长、总经理
2	谢林华	有限合伙人	0.8	4.00%	董事、财务总监、董事会秘书
3	夏骏	有限合伙人	0.58	2.90%	副总经理
4	姚旌江	有限合伙人	0.48	2.40%	配送部经理
5	刘晓维	有限合伙人	0.38	1.90%	监事会主席、质量部经理
6	李金云	有限合伙人	0.38	1.90%	行政部经理
7	刘苏珍	有限合伙人	0.34	1.70%	财务部经理
8	江艺	有限合伙人	0.34	1.70%	市场部经理
9	江秀妹	有限合伙人	0.34	1.70%	人力资源部经理
10	王国华	有限合伙人	0.28	1.40%	副总经理
11	夏宗利	有限合伙人	0.16	0.80%	开发部经理
12	潘爱蓉	有限合伙人	0.08	0.40%	监事、计划部副经理
13	张孩	有限合伙人	0.08	0.40%	生产部1号车间主任
14	王刚	有限合伙人	0.08	0.40%	生产部3号车间主任

序号	合伙人名称	合伙人性质	出资额	出资比例	在发行人任职情况
15	左宪锋	有限合伙人	0.08	0.40%	专卖部业务经理
16	张春梅	有限合伙人	0.07	0.34%	专卖部业务经理
17	夏劲松	有限合伙人	0.05	0.26%	配送部配送组长
18	王业军	有限合伙人	0.05	0.26%	生产部污水处理员
19	钱虹	有限合伙人	0.05	0.26%	流通部业务经理
20	张礼	有限合伙人	0.05	0.24%	专卖部业务经理
21	王吉顺	有限合伙人	0.05	0.24%	流通部经理
22	纪鹏	有限合伙人	0.05	0.24%	专卖部业务经理
23	李琴珍	有限合伙人	0.04	0.20%	财务部成本主管
24	张妮	有限合伙人	0.04	0.20%	市场营销中心客服主管
25	赵强	有限合伙人	0.04	0.20%	监事、质量部工程师
26	张清状	有限合伙人	0.03	0.14%	仓储部成品收货员
27	杨清举	有限合伙人	0.03	0.14%	仓储部成品收货员
合计		-	20	100%	-

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

主要产品

公司专注于半成品菜的研发、生产、销售，主要产品包括肉禽类、水产类半成品菜。此外，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。

肉禽类



黑椒牛排



奥尔良烤翅



宫保鸡丁



鱼香肉丝

水产类



铁板鱿鱼须



水晶虾仁

其他类



礼盒



蔬菜火锅面

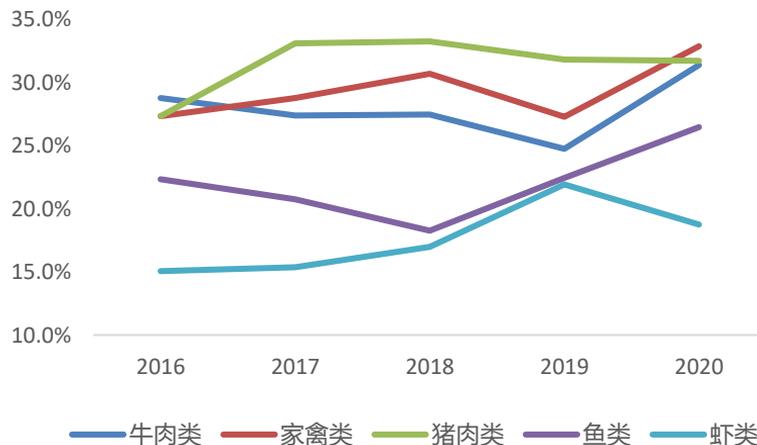
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司产品主要分为肉禽类、水产类和其他类。肉禽类为第一大品类，收入占比70%左右，且占比持续提升。水产类占比26%左右，逐年下滑。
- 肉禽类中牛肉，家禽，猪肉分别占比50%，14%，7%左右，其中牛肉，猪肉占比逐年提升。水产类中虾类，鱼类，占比11%，15%，占比均逐年下滑。
- 肉禽类毛利率较高，在25%-35%之间波动，其中猪肉类毛利率高于家禽高于牛肉类。水产类毛利率较低，其中虾类毛利率在20%以下，鱼类毛利率在20%-25%之间波动。

图6：分产品营收及占比（万元）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年		2020年	
	金额	占比								
肉禽类	17,682	61%	22,797	64%	30,359	66%	36,527	68%	43,641	71%
其中：牛肉类	11,824	41%	16,123	45%	22,120	48%	26,044	49%	30,825	50%
家禽类	3,900	14%	4,516	13%	5,977	13%	7,597	14%	8,392	14%
猪肉类	1,957	7%	2,157	6%	2,261	5%	2,886	5%	4,423	7%
水产类	10,730	37%	12,206	34%	14,924	32%	15,730	29%	16,025	26%
其中：虾类	5,821	20%	6,205	17%	7,275	16%	7,098	13%	7,005	11%
鱼类	4,910	17%	6,001	17%	7,649	17%	8,632	16%	9,020	15%
其他类	440	2%	518	1%	692	2%	1,175	2%	1,803	3%
合计	28,852	100%	35,521	100%	45,975	100%	53,433	100%	61,469	100%

图7：分产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- ▶ **立足华东，收入占比达到了97%左右。** 由于半成品菜产品需要冷链运输，客观上限制了产品的销售半径。公司所处的苏州市位于华东地区，早期从上海、苏州开始进行业务拓展。2018-2020，公司华东地区的经销商数量分别为1,650，1,708，1,932家，占经销商总数比例分别为97.92%，97.21%，96.75%，华东地区收入占比97%左右。
- ▶ **未来公司将立足于长三角地区，逐步向其他区域拓展客户。**

图8：分地区收入（万元）

地区	年份	2016	2017	2018	2019	2020
华东	金额	28,508.8	34,827.7	44,873.2	51,726.6	59,504.4
	占比	98.81%	98.05%	97.60%	96.81%	96.80%
华中	金额	186.0	324.9	539.1	740.1	677.9
	占比	0.64%	0.91%	1.17%	1.39%	1.10%
西南	金额	101.9	345.7	501.8	525.0	450.4
	占比	0.35%	0.97%	1.09%	0.98%	0.73%
华南	金额	9.1	8.7	19.5	26.3	1.8
	占比	0.03%	0.02%	0.04%	0.05%	0.00%
华北	金额	29.0	10.2	8.7	393.1	820.9
	占比	0.10%	0.03%	0.02%	0.74%	1.34%
东北	金额	13.9	3.4	4.6	-	-
	占比	0.05%	0.01%	0.01%	-	-
西北	金额	3.4	-	28.3	22	14
	占比	0.01%	-	0.06%	0.04%	0.02%
总计	金额	28,852.2	35,520.5	45,975.2	53,432.9	61,469.1
	占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **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。**公司在江苏、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。
- **经销渠道客户分类：**根据销售对象及终端客户不同，分为零售渠道和批发渠道。其中零售/批发约为7:3。
 - **零售渠道客户**面向个人消费者，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**。
 - **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“饕玉”品牌产品后销售给酒店/餐厅/食堂等客户。

图9：销售模式

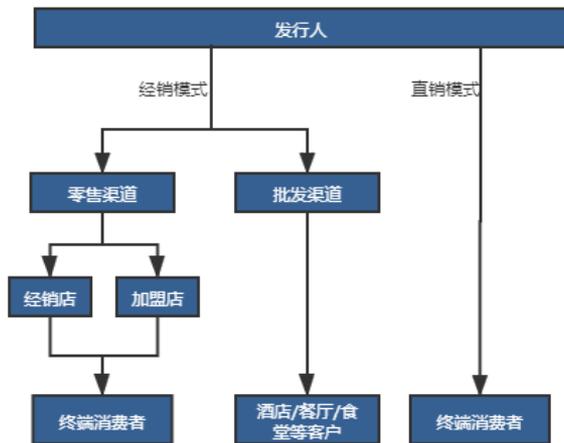


图10：分渠道收入（万元）

类型	2016年		2017年		2018年		2019年		2020年	
	收入	占比								
1) 零售渠道	21,983	76.19%	25,388	71.47%	31,039	67.51%	36,254	67.85%	42,480	69.11%
其中：加盟店	1,070	3.71%	2,179	6.14%	15,006	32.64%	25,979	48.62%	32,000	52.06%
经销店	20,914	72.49%	23,209	65.34%	16,033	34.87%	10,276	19.23%	10,480	17.05%
2) 批发渠道	6,831	23.67%	10,084	28.39%	14,857	32.32%	17,074	31.95%	18,478	30.06%
3) 直销渠道	38	0.13%	49	0.14%	79	0.17%	104	0.20%	512	0.83%
合计	28,852	100.00%	35,521	100.00%	45,975	100.00%	53,433	100.00%	61,469	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

图11: 各渠道模式比较

	经销店	加盟店	批发
客户类型	多为菜市场、农贸市场业主，主要从事农副产品或加工食品	主营半成品菜销售	从事各类冷冻食品的批发销售，其买断公司产品后可以在特定市场或区域内向终端酒店、餐厅、食堂等客户供货
是否专营	客户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，不专门销售公司产品	专营半成品菜产品，实行自主经营、自负盈亏、独立核算	不专门销售公司产品
费用	无	10,000元的开业支持费	无
区域保护	公司对经销店无区域保护，经销商不得跨区域销售	加盟店在所在市场及周边特定区域内享有独家经营的权利	批发客户不可跨区域销售，公司保留在同一区域内授权其他批发客户的权利
优点	新增投入少，合作成本低	公司管理更精细并给予较高的支持力度	公司单独设立“璞玉”品牌向其销售

图12: 加盟店营业情况



图13: 经销店营业情况



资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券研究院整理

- **加盟店快速发展：**公司着重打造加盟店体系，从品牌、销售、食品卫生等方面强化对加盟店的管理，**加盟店**销售收入占主营业务收入比例从2016年的3.71%上升至2020年的52.06%，而**经销店**销售收入从2016年的72.49%下降至2020年的17.05%。
- **经销店数量逐年减少，加盟店逐年增加。**公司经销店及加盟店总数相对稳定，2018-2020各期末分别为1,330家、1,398家和1,608家，其中加盟店和经销店结构变化较大。加盟店数量从2018年末的440家上升至2020年末的1,117家，而经销店从890家降至491家。
- **批发客户逐年增加。**2018-2020，公司批发客户家数分别为355家、359家和389家，客户数量总体呈现上升趋势。

图14：经销商，加盟商，批发客户数量

类型	年份	2018	2019	2020
经销店	期初	1323	890	597
	增加	111	50	86
	减少	-252	-196	-180
	经销转加盟	-292	-147	-12
	期末	890	597	491
	净增加	-433	-293	-106
加盟店	期初	58	440	801
	增加	107	251	421
	减少	-17	-37	-117
	经销转加盟	292	147	12
	期末	440	801	1117
	净增加	382	361	316
批发客户	期初	325	355	359
	增加	226	157	241
	减少	-196	-153	-211
	期末	355	359	389
	净增加	30	4	30

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

➤ 下游客户分散，公司前五大客户收入占比约8.3%。

图15：公司主要客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	占主营业务收入比例
2020年			
1	上海钱大妈农产品有限公司	1,123.8	1.83%
	无锡市钱大妈供应链有限公司	179.4	0.29%
	杭州钱大妈供应链有限公司	44.6	0.07%
	合肥钱大妈供应链管理有限公司	3.7	0.01%
2	上海傲鲜食品有限公司	1,260.9	2.05%
3	卢春国	1,071.8	1.74%
4	河北元富裕丰食品有限公司	721.0	1.17%
5	费建友	706.3	1.15%
	浙江膳和食品有限公司	4.5	0.01%
合计		5,115.9	8.32%
2019年			
1	卢春国	1,349.5	2.49%
2	上海傲鲜食品有限公司	964.0	1.78%
3	费建友	746.5	1.38%
	浙江膳和食品有限公司	28.6	0.05%
4	安徽生鲜传奇商业有限公司	698.9	1.29%
5	济南森沃食品有限公司	685.6	1.26%
合计		4,473.1	8.25%

序号	客户名称	销售金额（万元）	占主营业务收入比例
2018年			
1	济南森沃食品有限公司	1,057.0	2.27%
2	卢春国	1,011.9	2.17%
3	费建友	490.5	1.05%
	浙江膳和食品有限公司	271.3	0.58%
4	安徽生鲜传奇商业有限公司	642.8	1.38%
	安徽乐城投资股份有限公司	-3.0	-0.01%
5	徐建军	612.6	1.31%
合计		4,083.2	8.76%
2017年			
1	济南森沃食品有限公司	742.55	2.07%
	麦小宁	5.48	0.02%
2	卢春国	551.82	1.54%
3	福州市鲜脉贸易有限公司	543.48	1.51%
4	浙江膳和食品有限公司	424.62	1.18%
5	徐建军	421.91	1.18%
合计		2,689.85	7.50%
2016年			
1	福州市鲜脉贸易有限公司	415.72	1.43%
2	季跃忠	371.14	1.28%
3	阮孟君	290.62	1.00%
4	浙江膳和食品有限公司	287.57	0.99%
5	济南森沃食品有限公司	271.86	0.94%
合计		1,636.91	5.63%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

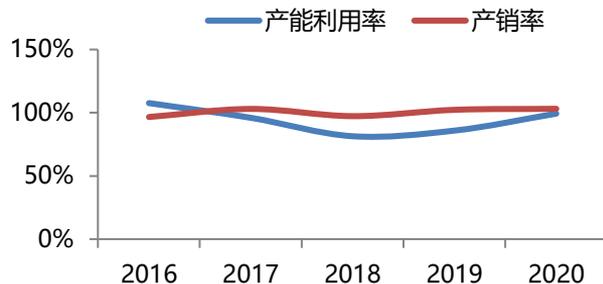
产能逐步扩张，利用率日趋加强

- **肉禽类和水产类产能为主：**公司产品主要分为肉禽类、水产类和其他类。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。
- **产能扩张情况：**2017年初，公司拥有8000吨产能（肉禽类5500吨、水产类2500吨）。2017年9月，公司投产新增产能7000吨（肉禽类5000吨，水产类2000吨）。
- **产能利用率持续上升：**2016-2020年，公司产量分别为8596、9353、12224、12884和14877吨，产能利用率分别为107.44%、95.93%、81.49%、85.89%和99.18%。2017年9月，由于新增产能，2018年产能利用率有所降低。
- **产销率稳定：**2016-2020年，公司销量分别为8310、9631、11900、13176和15330吨，各期整体产销率均高于96%，产销情况良好。公司会根据未来预期销量灵活调整生产计划，产量与销量相适应，因此产销率较为稳定。

图16：产能利用情况（吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
产能	8,000	9,750	15,000	15,000	15,000
产量	8,596	9,353	12,224	12,884	14,877
产能利用率	107.44%	95.93%	81.49%	85.89%	99.18%
销量	8,310	9,631	11,900	13,176	15,330
产销率	96.68%	102.97%	97.35%	102.27%	103.05%

图17：公司产能利用率，产销率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

图18: 分产品产能 (吨) 及产能利用率

项目	年份	2016	2017	2018	2019	2020
牛肉类	产量	2,842.0	3,543.1	4,880.2	5,165.5	6,055.2
	销量	2,767.2	3,581.3	4,714.6	5,245.0	6,093.6
	产销率	97.37%	101.08%	96.61%	101.54%	100.63%
家禽类	产量	1,818.3	1,960.8	2,783.1	2,885.2	3,516.5
	销量	1,770.7	2,014.8	2,629.3	2,992.5	3,528.5
	产销率	97.38%	102.76%	94.47%	103.72%	100.34%
猪肉类	产量	850.7	866.1	995.3	1031.3	1352.4
	销量	838.6	894.4	949.6	1049.2	1353.9
	产销率	98.58%	103.27%	95.40%	101.74%	100.11%
虾类	产量	1,040.7	965.8	1,149.2	1,081.7	1,078.3
	销量	1,017.2	984.0	1,127.3	1,082.8	1,084.4
	产销率	97.75%	101.88%	98.09%	100.09%	100.57%
鱼类	产量	1,666.3	1,683.3	2,057.9	2,268.7	2,315.2
	销量	1,580.7	1,725.8	2,037.4	2,259.4	2,493.1
	产销率	94.87%	102.53%	99.00%	99.59%	107.68%
其他类	产量	377.7	333.7	358.3	451.8	559.6
	销量	335.8	430.3	441.6	547.5	777.0
	产销率	88.92%	128.97%	123.27%	121.20%	138.85%

资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券研究院整理

- **发行情况：**本次发行前公司股份总额为7,500万股。本次发行股数为**2500万股**，占发行后总股本的比例不低于25%，全部为公司公开发行新股，**每股发行价28.53元**。预计募集资金总额为7.13亿元，扣除发行费用后**募集资金净额为6.47亿元**。

图19：募资用途（万元）

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入
1	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	28,618.00	27,500.00
2	研发检验中心和信息化建设项目	7,001.46	7,000.00
3	营销网络和培训中心建设项目	6,985.00	6,900.00
4	补充流动资金	24,000.00	23,261.74
合计		66,604.46	64,661.74

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

1. 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

- ▶ 项目计划总投资金额28618万元，由公司投资建设，计划于苏州市吴中经济技术开发区吴淞江科技产业园淞芦路北侧新建年产5千吨的食品用发酵菌液及年产5万吨发酵调理食品生产基地，基地包含生产厂房、总部办公楼等，**该项目计划建设期2年**。项目实施后，可大幅度提升公司产能，巩固公司主营业务体系，提高公司产品的市场占有率和持续竞争力。
- ▶ 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。公司拟使用募集资金新建厂房，将公司产能从现有的**1.5万吨/年**提升至**6.5万吨/年**。

图20：项目明细（万元）

序号	项目	投资金额	占比
1	土地费用	896.00	3.13%
2	固定资产	25,222.00	88.13%
2.1	建筑工程费	18,786.00	65.64%
2.2	设备购置及安装费	6,436.00	22.49%
3	其他费用	500.00	1.75%
4	铺底流动资金	2,000.00	6.99%
合计		28,618.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

2. 研发检验中心和信息化建设项目

- ▶ 项目计划总投资金额7001.46万元，包含两项内容，一是建设具有国内领先水平的半成品菜研发检验中心，完善公司研发体系，提升公司检验水平；二是新建信息化系统，通过引进先进ERP系统，扁平化、精细化管理公司运营中的各个环节，提升公司的综合管理能力，最大化提升公司竞争力。
- ▶ 项目建设地点为苏州市吴中经济技术开发区吴淞江科技产业园，研发检验中心项目计划建设期为12个月，信息化建设项目计划建设期为18个月。

图21：项目明细（万元）

序号	项目	投资金额	占比	其中：	
				研发检验中心	信息化项目
1	房产装修费	1,030.00	14.71%	850.00	180.00
2	设备购置和安装费用	4,811.46	68.72%	2,391.46	2,420.00
3	软件购置费用	1,160.00	16.57%	-	1,160.00
合计		7,001.46	100.00%	3,241.46	3,760.00

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

3. 营销网络和培训中心建设项目

➤项目计划总投6985万元，该项目包含两项内容，1、以苏州为中心，建立覆盖长三角、辐射全国的营销网络，包括设立直营展示门店、建立先进的现代化物流体系、品牌推广三个方面；2、为员工建设新的培训场所、购置相应设备，创设良好的培训环境，并聘请专业讲师针对不同岗位开设课程，提升员工专业技能及工作效率。

4. 补充流动资金

➤有效地提升公司的运营效率，降低营运风险，增加在主营业务方面的收入和利润。

图22：项目明细（万元）

序号	项目	投资金额	占比
1	直营展示门店建设费用	1,440.00	20.62%
1.1	门店场地租赁费用	360.00	5.15%
1.2	设计及装修费用	450.00	6.44%
1.3	配套设施	630.00	9.02%
2	物流体系建设费用	985.00	14.10%
2.1	冷链车辆	840.00	12.03%
2.2	物流信息系统	145.00	2.08%
3	品牌推广费用	3,950.00	56.55%
3.1	市场调研	100.00	1.43%
3.2	宣传物料	50.00	0.72%
3.3	广告投放	3,800.00	54.40%
4	培训中心建设费用	410.00	5.87%
4.1	培训场所装修费用	190.00	2.72%
4.2	配套设施	220.00	3.15%
5	预备费用	200.00	2.86%
合计		6,985.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

1. 营销网络优势

- **渠道深度下沉**：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，广泛分布各大农贸市场、集市、街道门店。销售渠道下沉使得产品更加贴近顾客消费场景，培育潜在消费者；也助于服务和巩固存量消费者，便利日常选购公司产品。
- **物流配送时效性高**：高效、及时的物流体系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，帮助公司进一步扩大产品销售区域，更好地服务客户，形成了对于同行业其他企业难以替代的优势。

2. 产品质量优势

- **生产端**：设立质量控制岗由品质专员全程监督生产过程。
- **仓储配送端**：储存场所、运输车辆会定期进行严格的清洗消毒，进行微生物检验，全面保障运输过程中的食品安全。

3. 核心技术优势

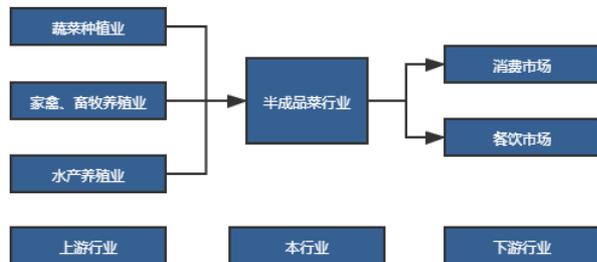
- **产品开发技术**：微解冻及除膜工艺、真空滚揉工艺、虾仁水分保持工艺的使用，使得公司在产品产出率、口感、质量稳定性上取得了显著的成果。
- **调理食品用发酵菌种及发酵工艺**：研发适用于半成品调制食品的发酵菌种，通过在半成品食品腌制过程中加入发酵菌液来提升食物风味及口感，并针对特定菌种调整相应的发酵工艺。

2021-5-16

行业发展情况

- **行业发展历史：**半成品菜是以农产、畜禽、水产品等为主要原料，经过洗、切及配制加工等处理后可直接进行烹饪的预制菜品。
- 20世纪60年代，半成品菜由净菜逐步发展、本土化而来，最早起源于美国，20世纪60年代起实现商业化经营；
 - 20世纪80年代，净菜加工配送在部分发达国家兴起，最初供应餐饮行业，以降低其人工费、水电费和垃圾处理费，减少厨房面积和设备采购；之后，部分净菜企业开始面向C端家庭、个人零售，方便居民日常烹饪。
 - 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，北京、上海、广州等大型城市相继发展净菜加工配送产业。
 - 2000年前后，我国陆续出现了半成品菜生产企业。
- **产业链：**半成品菜的上游行业包括家禽养殖、畜牧养殖、水产养殖、蔬菜种植以及调味品生产业，半成品菜产品直接材料成本（包括主材、辅材及调味品等直接原材料投入）占产品总成本的90%以上，下游是消费市场及餐饮市场。

图23：半成品菜行业上下游关系



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

需求端

1) C端：饮食便捷化需求。随着经济发展和生活节奏加快，饮食便捷化需求日益增加，速冻食品，自热食品，预制菜等产品需求快速增长。

2) B端：快餐，团餐等餐饮业态的红火。以及人工和租金成本的上涨。我国餐饮行业快速发展，快餐业、团体饮食业等餐饮业态快速发展。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%。随着人工成本和场地租金的上涨，以及对蔬菜安全要求的提高，企业食堂和配餐企业逐渐减少或停止后厨蔬菜的清洗、切分等作业，转为由专业企业提供成品净菜。

第三方代工菜品的优势：

- ①规模优势：批量采购原材料，在食材采购、物流运输上具有更强的议价权，具备规模效应，有效降低原材料成本；
- ②第三方代工厂原材料周转要好于单个餐厅，冷藏及物流运输更有保障，食材更加新鲜安全；
- ③代工厂标准化的生产流程保证菜品口味稳定；
- ④减少后厨所需人员，提高出菜速度，

供给端：冷链以及速冻技术的发展。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。随着速冻技术的发展，半成品菜的储存时间得以大幅延长。国产速冻设备和冷链运输车辆的推广大幅降低了企业物流配送成本，企业的辐射范围扩大。

➤ **竞争格局：**集中度低，竞争激烈，行业整体毛利率较低

半成品菜行业竞争特点	
地域特征明显	由于环境、经济的差异，我国各地居民饮食习惯及口味不一致。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。
集中度低，规模化企业较少	全国范围内半成品菜生产商数量众多，其中多数依然停留于作坊式生产加工模式，达到规模以上生产水平的企业较少。作坊式加工商只供应少量客户，产品单一、标准化程度较低，食品安全及品质难以保证。
渠道竞争逐步转化为品牌竞争	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。
半成品菜行业进入壁垒	
品牌壁垒	消费者通常倾向于选购品牌知名度更高的产品，对品牌的信任度和依赖度越来越高。
销售渠道壁垒	行业内企业多采用经销和加盟方式进销售，需要足够的门店、摊位数量来组成相对完善的销售网络。
食品质量及安全壁垒	行业新进入者在短期内难以达到较高的食品质量安全标准，获得消费者认可也是个长期的过程。
规模化经营壁垒	企业生产线在具备规模化生产的同时能够柔性化调整，以适应不同产品切换生产的状态。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **行业整体毛利率较低：**半成品菜行业存在众多同类型中小企业及个体工商户，其中多数采用作坊式生产，竞争较为激烈，从而导致行业整体毛利率较低。
- **公司毛利率高于竞争对手：**味知香主要竞争对手为半成品菜生产企业，其中成规模的企业有真滋味、好得睐、福成股份及绿进食品等。以福成股份为例，其半成品毛利率远低于味知香。主要原因在于：
 - **规模效应下有一定的议价能力：**作为规模化企业，公司在采购端建立了合格供应商名录，采购专员对多家供应商进行询价，并选择最优的进行采购。
 - **合理控制存货：**各类存货库龄短，不存在过期变质风险，产品能够迅速实现销售。

图24：公司毛利率高于竞争对手

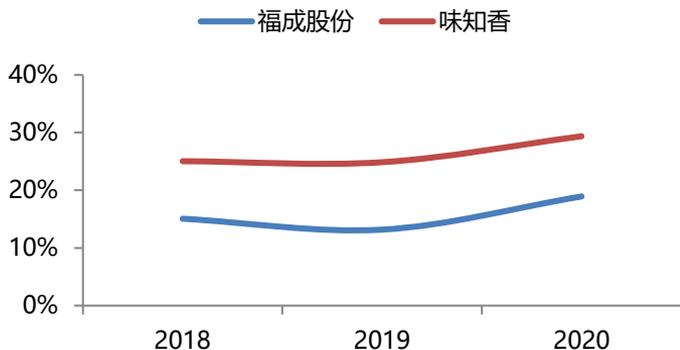
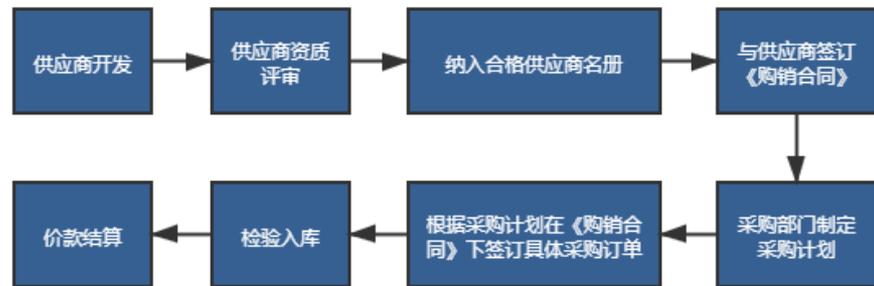


图25：公司采购流程



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理



zhenziwei.com

真滋味
2020营业收入
2-3亿

主要产品



糖醋里脊



清炒河虾仁



黑鱼片



主要产品



香脆骨



牛力骨

绿进食品



松板肉



主要产品



奥尔良烤翅



咖喱鸡丁



牛腩煲

好得睐食品
2020营业收入
3-4亿



美食因你而不同

主要产品



鱼香牛肉丝



奥尔良腿丁



水煮鱼

福成五丰食品
2020营业收入&净利润
10.86亿&1.08亿

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- ▶ **对标日本，发展初期，势头强劲：**日本预制菜品高速发展期为70年代末、80年代初，中国目前社会结构的核心指标跟日本70年代末非常类似，GDP维持6%左右增速，家庭规模缩小至3人，女性工作率70%以上，经济社会的发展催生各种提升效率，便捷化的消费需求出现，催生预制菜的发展。
- ▶ **市场容量大：**
 - ① 业界专家提到，上游预制菜企业已超过2万家，平均年销售额1500万，预制菜市场规模约为3000亿，但其占食材总体的比例还小于10%，而日本预制菜市场渗透率已突破60%。
 - ② 目前上游预制菜工厂年销售额增速已达到20%左右，未来5-7年，不论从增速还是领国对照都可看出预制菜有机会成长为**万亿级市场**。
- ▶ **市场需求旺盛**
 - ① 天猫公布的十大新年货数据显示，预制菜的销量同比去年**增长16倍**，排名“十大新年货”第一。
 - ② 京东数据显示，2021年春节以来，1至2人小包装半成品菜成交额同比**增长3.5倍**。
 - ③ 商务部数据表明，2021网上年货节启动以来，全国网络零售额超5100亿元，在线餐饮销售额同比增长40%，年夜饭系列商品销售额同比增长96%，其中，**半成品增长380%以上**。
 - ④ 淘宝2021年夜饭报告，半成品年夜饭销量暴涨，过年两周日销量同比去年**增长370%**。
 - ⑤ 饿了么数据显示，农历廿八至除夕，年夜饭半成品外卖同比**增长4倍**，年夜饭外卖礼盒同比**增长2倍**。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **一级市场火热：**近年来，预制菜受到广泛关注，不少新兴预制菜品牌已获得多轮融资，行业处于蓝海之中，发展前景广阔。
- **新零售和直播平台培育新赛道：**生鲜电商、社区团购、新型火锅超市是预制菜良好的落地场所。直播也为预制菜提供新的消费场景，凭借便利的包装和逐渐完善的口味成为直播带货的良好产品。据统计，罗永浩带货信良记小龙虾5分钟，累计销售额达2000多万元。

近期获融资的预制菜品牌					
名称	主要产品	融资时间	轮次	金额	投资方
珍味小梅园	水晶荷叶鸡、酸菜鱼	2021.3.19	A	数千万	毓盛资本
王家渡食品	一品东坡肉、樟茶鸭	2021.3.19	A	近亿元	复星星元、番茄资本
劲面堂	牛肉刀削面、担担面	2021.3.8	A+	数千万	小红书，新世相
三餐有料	鲍汁排骨饭、孜然鸡肉炒饭	2021.1.4	战略融资	未透露	梅花创投、英诺天使基金
餐爆食材	肥肠串、红糖锅盔	2020.12.1	A+	1000万	东合创投
易小鲜	鲜贝炒虾仁、爆炒童子鸡	2020.6.1	A	千万元	尚承资本
找食材	佛跳墙、红酒鸭	2020.5.21	A	8000万	青松基金、零一创投
食族人	酸辣粉	2020.5.9	A	数千万	众晖资本
萌鱼科技	鱼香肉丝	2020.2.24	天使轮	数千万	元璟资本
不等食品	满满蟹粉、白兰地熟醉小龙虾	2019.1.14	A	千万元	险峰长青、迭代资本
信良记	麻辣虾尾、鱼火锅	2019.7.20	B	3亿元	远洋资本、峰瑞资本、钟鼎创投

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **食品卫生安全重视程度不断加强：**对于食品安全问题，国家已出台相应政策，要求落实食品生产经营单位的主体责任，食品生产经营单位要配备专、兼职食品安全管理人员，并建立健全并严格落实进货查验、出厂检验等管理制度。
- **产品形态日益多样化：**半成品菜产品定位于便捷且健康的菜品，这决定了其目标消费人群整体较为年轻，促使半成品菜企业需要密切跟踪市场动态，把握消费者的口味和偏好，及时研发并推出迎合年轻人的产品。
- **品牌建设成为核心竞争力：**虽然半成品菜行业市场空间大，但行业内竞争日趋激烈，通过打造健康、绿色、美味的品牌特点，能够区别于同类竞品，建立自身优势、提升产品附加值。
- **企业经营更依赖信息化：**菜品数量不断增多导致采购、生产、运输等环节管理难度的上升。企业通过信息化管理可以对原材料进行追溯管理，深度参与从原材料采购到终端配送的多个环节，提高经营效率。
- **电子商务及物流发展培育新的销售渠道：**物流行业竞争激烈，生鲜物流成为了新的增长点。未来生鲜物流成本将进一步降低，为半成品菜互联网销售创造了更加有利的环境。

2021-5-16

财务状况分析

流动资产充足，变现能力强

➤ **流动/速动比率：**2016-2020年，公司流动、速动比率均持续上升，主要是公司三年来净利润逐渐提升，相应产生经营活动现金流净额增加，使得公司货币资金进一步增加。公司流动、速动比率显著高于同行业平均水平，体现了公司具备**较强的短期偿债能力**。

图26：流动比率对比

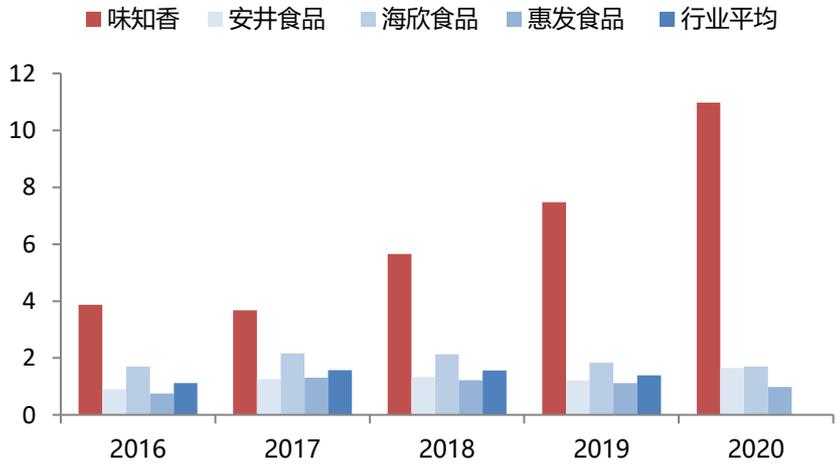
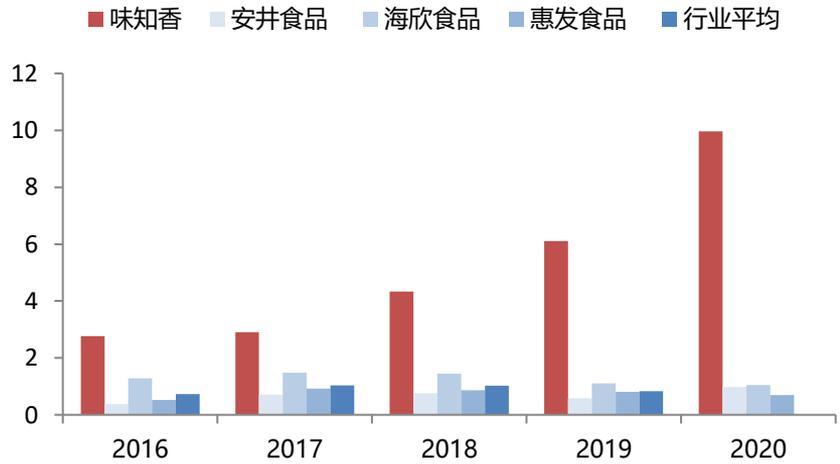


图27：速动比率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

负债水平稳定，现金流充分，偿债风险小

➤ **资产负债率**：2016-2020年，公司经营规模不断扩大，盈利能力持续增长，总资产和净资产呈现逐年上升态势，但总负债水平基本保持稳定，所以公司资产负债率**整体逐步下降**。与同行业相比，2016-2020各期末，公司的资产负债率均显著低于同行业平均水平。

图28：总资产、净资产数额（万元）

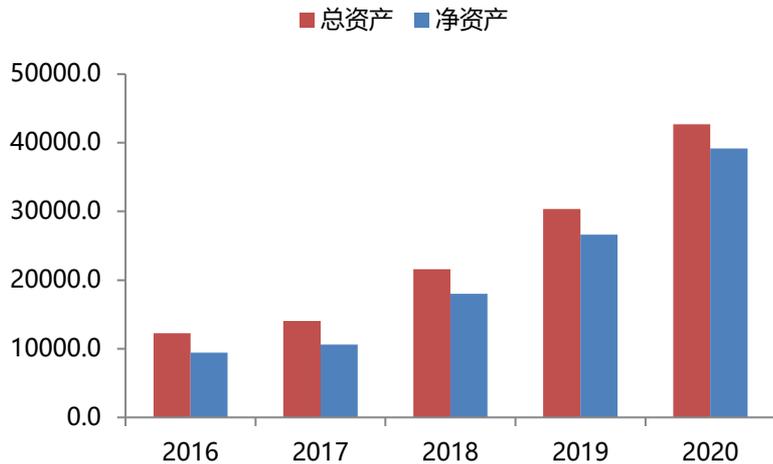
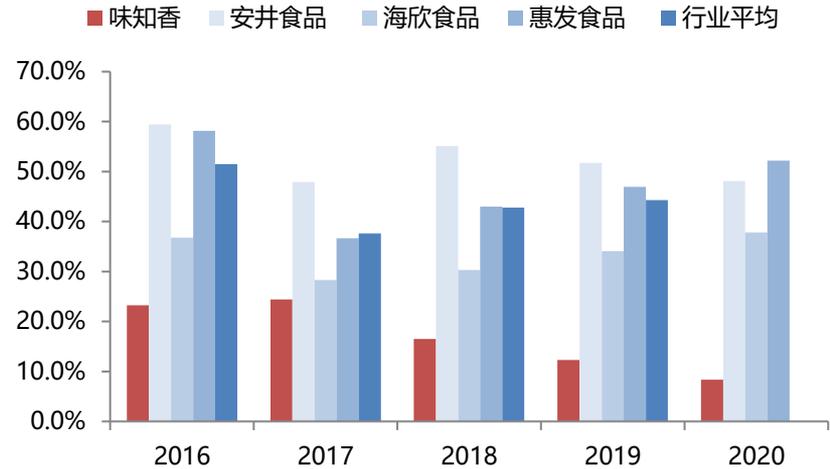


图29：资产负债率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **应收账款周转率：**公司应收账款周转率显著高于同行业可比公司，主要是由于公司大多采用**款到发货**的形式进行销售，与同行业可比公司收款模式存在较大差异，使得应收账款余额保持在较低水平。
- **存货周转率：**公司存货周转率基本保持稳定，高于同行业可比公司，主要是由于同行业可比公司主要生产火锅料速冻食品，与公司半成品菜产品相比季节性更强。此外，公司也对存货规模进行主动控制，降低存货价格波动给公司带来的财务风险。

图30：应收账款周转率对比

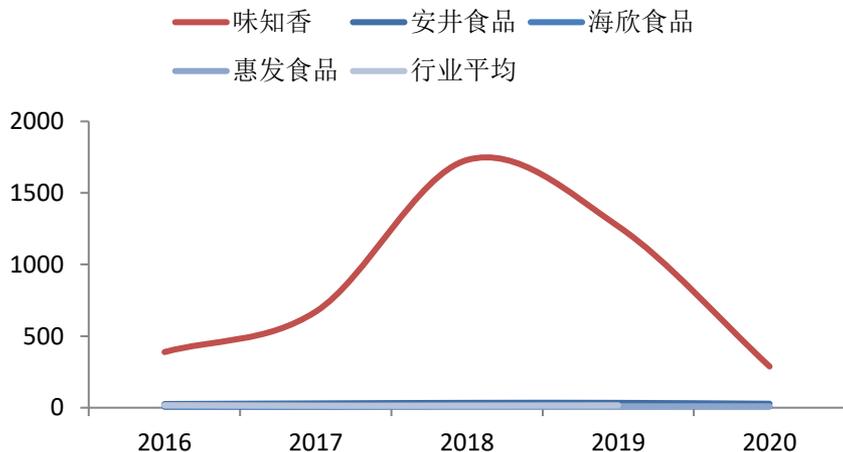
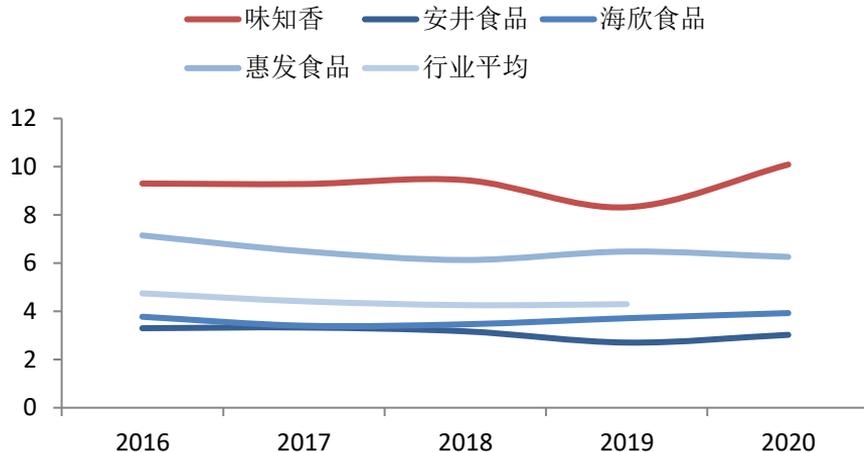


图31：存货周转率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **直接材料占成本的95%左右**：其中，2020年牛肉，鱼，虾，家禽，猪肉，调料及辅料，包材分别占比为48%，14%，13%，12%，5%，5%，3%。

图32：直接材料占比95%左右

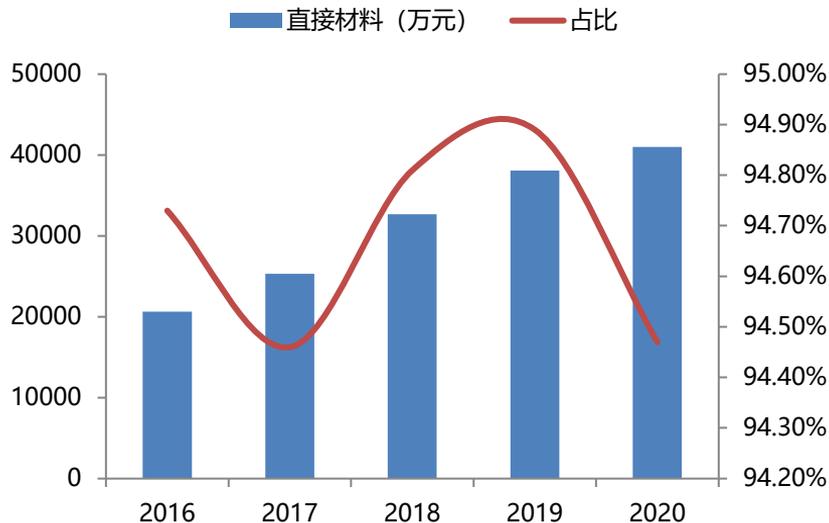
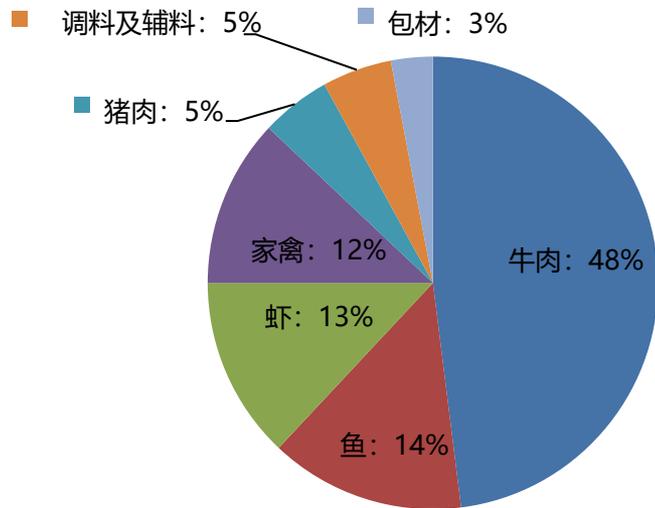


图33：2020年直接材料成本构成



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

➤ **销售费用率，管理费用率逐年下降：**2016-2020年，随着公司业务规模的增长，公司销售费用率管理费用率逐年下降。2016-2020销售费用率分别为5.8%，5.41%，5.33%，5.28%，5.23%。管理费用率分别为3.6%，3.79%，4.07%，3.31%，3.21%。

➤ **研发投入逐年增加：**2016-2020年，公司研发费用分别为63.7，86.43，87.37，94.88，125.23万元，2019，2020同比增长8.6%，32%。

图34：销售/研发费用（万元）及其增速



图35：费用率情况

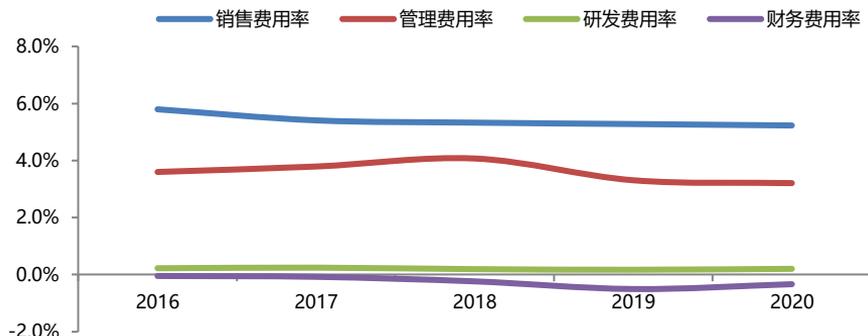
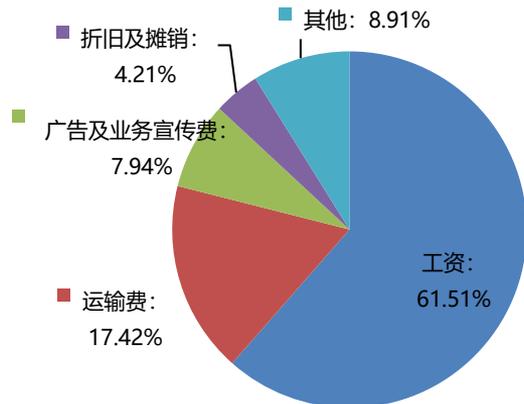


图36：2020年销售费用明细（万元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **食品安全风险。**
- **跨区域经营风险。** 目前公司产品销售主要覆盖江浙沪地区，并已逐步在重庆、成都、武汉等地展开布局，未来计划向全国市场扩张。一方面不同地域有不同饮食习惯和消费能力，一方面刚进入时在初始阶段难以形成物流配送、规模效应等优势。
- **新品推广风险。**
- **原材料价格波动风险。**
- **租赁房产产权存在瑕疵的风险。** 公司位于苏州市吴中经济开发区旺山工业园兴东路7号约8,700平方米的房产为向苏州鑫惠光学制品有限公司租赁取得，该处房产为公司主要的生产经营地，租赁期限为10年，自2017年1月21日至2027年1月20日。截至本招股说明书签署日，该处房产目前尚未取得房屋权属证明，若未来该处房产应政府要求被拆除或其他因素导致公司无法继续使用该处房产，将对公司的正常生产经营带来不利影响。
- **募集资金投资项目风险。** 本次募集资金投资项目建成后，公司固定资产将增加31,723.46万元，预计每年将新增折旧费用2,279.90万元。如果本次募集资金投资项目未实现预期效益，则新增的固定资产折旧费用将对公司整体盈利水平产生不利影响。
- **竞争加剧风险。**

- 当前限制公司成长的主要因素在于产能，公司募投计划中的5万吨产能建设今年下半年开始可以投产，产能释放视市场需求和渠道拓产进度决定。按公司目前的产能规划来看，我们预测2021，2022，2023年销量增速16.12%，18.18%，20.01%，吨价年均提升3.03%，3.39%，4.29%左右，我们预测2021-2023年收入增速18.14%，22.18%，25.17%。利润端，公司具备一定消化成本的能力，历史上只有2019年在牛猪禽类成本同向较大幅度暴涨时、综合毛利率受到影响，去年受益于牛肉，禽类采购价大幅下降，毛利率提升4.5pct。我们估计今年牛肉成本略有恢复性增长，禽类、猪肉成本下降，毛利率稳中有升。费用端，随公司规模扩大，销售费用率和管理费用率随规模效应持续下行。预计2021-2023年利润增速22%，26%，26%。当前考虑到预制菜行业未来发展空间、标的纯粹性和稀缺性，龙头企业上市先发优势有利于扩大产能和拓展市场，助力收入规模的快速提升，给与一定的估值溢价，给与目标价120元、对应明年PE60倍，给予增持评级。

图37：盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	622	735	899	1125
同比增长	15%	18%	22%	25%
净利润 (百万元)	125	153	192	242
同比增长	45%	22%	26%	26%
摊薄每股收益 (元)	1.25	1.53	1.92	2.42
PE	85	70	55	44

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。