



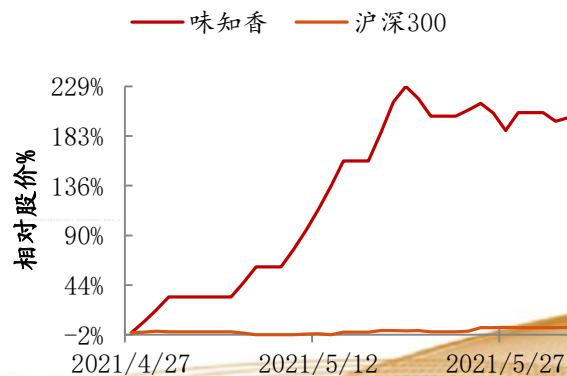
乘行业东风，预制菜第一股加速成长

——味知香(605089)

华西食品：寇星/卢周伟

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	123
股票代码:	605089
52周最高价/最低价:	139.8/41.08
总市值(亿)	123.00
自由流通市值(亿)	30.75
自由流通股数(百万)	25.00



分析师：寇星

分析师：卢周伟

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120120070103

联系电话:

联系电话:

核心观点：

▶ 预制菜蓝海市场，供需两旺加速成长

预制菜在美国、日本等发达国家已是渗透率较高的成熟产业，而随着近几年国内居民消费能力和生活水平的提高，该产业迎来了快速发展。预制菜需求端受益于居民收入提升、女性就业率提升以及在家烹饪次数减少、烹饪便捷化和快速化、餐饮供应链标准化等多重因素共振；供给端受益于生产制造水平提升、冷链物流行业发展以及渠道多元化；供需两旺使得行业正处发展风口，给予各企业较大的成长机遇。行业竞争格局极度分散，多数企业仍在市场探索期，B端企业以大单品、大客户为核心，代表企业厦门绿进；C端企业以多SKU、多渠道为核心，代表企业味知香，预计未来在产能、品牌和渠道等维度具备领先力的企业有望率先突围。

▶ 味知香深耕行业十余年，加盟模式初具规模

味知香成立于2008年，一直专注于半成品菜的研发、生产和销售，已推出 200 余种不同口味、规格的半成品菜产品，为消费者提供丰富的饮食形式和菜品选择。公司B类和C类客户均有覆盖，C端以加盟店和经销店模式对外销售，其中加盟店超过1100家，是核心渠道，且公司已经形成了一套行之有效的加盟门店开拓和管理体系，助力加盟门店扩张；经销店对于开拓新市场和新区城也是有效补充；B端以“饌玉”品牌运作，服务冷冻批发零售、酒店、餐厅等终端，形成多元化渠道布局。分区域来看，华东是公司的大本营市场，占比超过95%，其他区域仍在持续开拓布局。

品类端公司以肉禽类、水产类和其他类产品为主，在产品内部调配和规划层面经验丰富，既能应对市场变化又能确保整体盈利能力稳中有升。公司建立了以市场需求推动新品开发的研发机制，持续探索新工艺和新产品，且正在研发高端火锅食材系列、地方特色食品系列和烟熏风味食品系列，力图满足不同区域、不同口味消费者的需求。

▶ IPO加速产能扩张，区域扩张动力十足

公司现有产能1.5万吨，IPO募资拟新建年产5千吨的食用发酵菌液及年产5万吨发酵调理食品项目，建设完成后将大幅提升公司产能，为公司品类和区域扩张提供基础。受益于行业扩张和产能扩建，公司短期将继续加密华东市场布局，提升门店数量和市场占有率，长期将不断拓展华东以外的市场，将华东市场开发经验进行有效的跨区域复制，提升整体竞争实力。

味知香 (605089)

• 盈利预测

我们预计公司2021-2023年收入分别为7.62/9.29/11.17亿元，分别同比+22.5%/+21.9%/+20.1%；21-23年归母净利润分别为1.63/2.05/2.52亿元，分别同比+30.2%/+25.7%/+22.9%；EPS分别为1.63/2.05/2.52元；当前股价对应估值分别为75/60/49倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

• 风险提示

原材料价格上涨、原材料成本持续高企、食品安全。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	542	622	762	929	1,117
YoY (%)	16.4%	14.8%	22.5%	21.9%	20.1%
归母净利润(百万元)	86	125	163	205	252
YoY (%)	21.3%	45.0%	30.2%	25.7%	22.9%
毛利率 (%)	25.0%	29.5%	29.9%	30.4%	30.6%
每股收益 (元)	0.86	1.25	1.63	2.05	2.52
ROE	32.4%	32.0%	12.8%	13.9%	14.6%
市盈率	141.55	97.62	74.98	59.63	48.51

目录

CONTENTS

01

深耕预制菜十数年，业绩规模稳中有升

02

渠道广覆盖，产品多创新

03

预制菜市场蓬勃发展，BC两端共同成长

04

盈利预测&风险提示

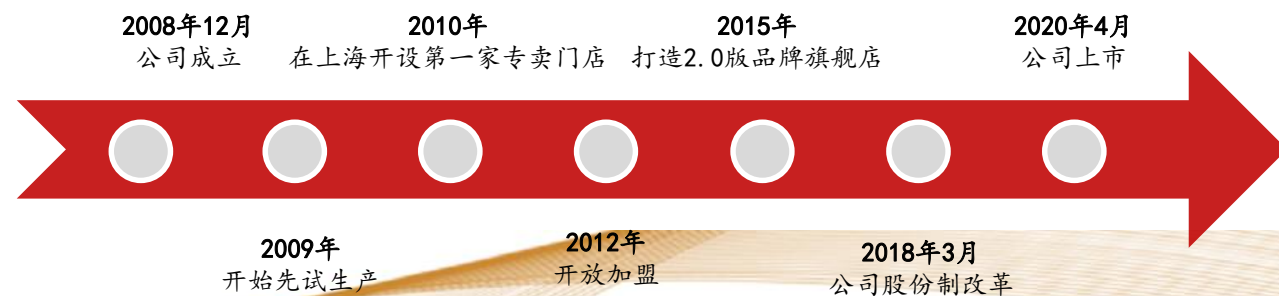
1.1 国内预制菜第一股，深耕行业十余年

- **聚焦预制菜超10年**：公司成立于2008年，一直致力于半成品菜的研发、生产和销售，2010年开设第一家专卖店，2012年开放加盟，2015年升级2.0旗舰店，2021年顺利在上交所主板上市，是国内第一批深耕预制菜的企业，也是A股预制菜第一股。
- **产品种类丰富，两大品牌服务终端**：公司经过不断地发展积累，拥有了涵盖肉禽类、水产类及其他类半成品在内的200余种半成品，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。公司通过“味知香”和“饌玉”两大品牌服务终端，“味知香”产品通过公司1000多家加盟店与经销店服务终端消费者，“饌玉”产品通过批发经销商服务于餐饮、团餐等客户。

图表1 公司主要产品

类别	产品展示			类别	产品展示		
肉禽类				水产类			
							
汤煲类				小食类			
							

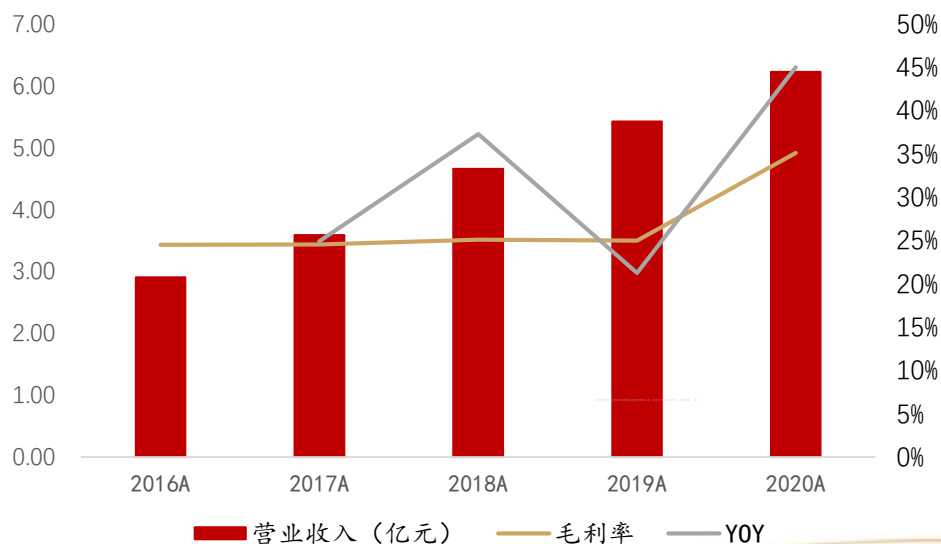
图表2 公司发展历程



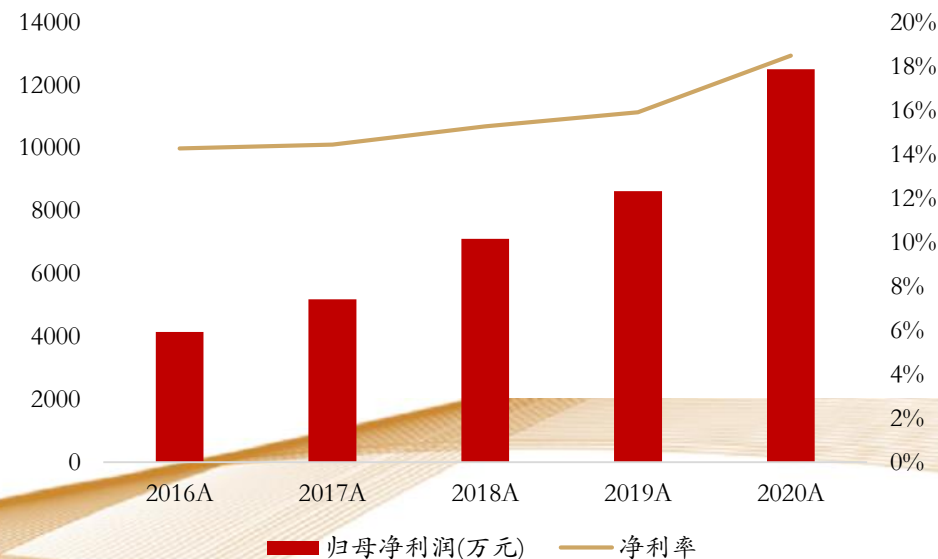
1.1 国内预制菜第一股，深耕行业十余年

➤ **营收近五年年化增长20.9%，盈利能力稳步提升：**公司收入规模随着市场扩张和行业需求增长稳步提升，16-20年收入从2.91亿元增加到6.22亿元，维持连续5年双位数增长，年化增速20.9%，收入规模快速增长，不断强化公司在预制菜行业的规模壁垒。公司毛利率持稳步提升，从2016年的24.49%增加到2020年的29.46%，受益于公司产品结构调整以及生产效率提升。相应的，公司2020年归母净利润达到1.25亿元，相较于2016年的0.41亿元增长205%，盈利能力持续提升，净利率也从14.27%增长到20.09%，经营能力不断优化提升。

图表3 公司收入稳步增长



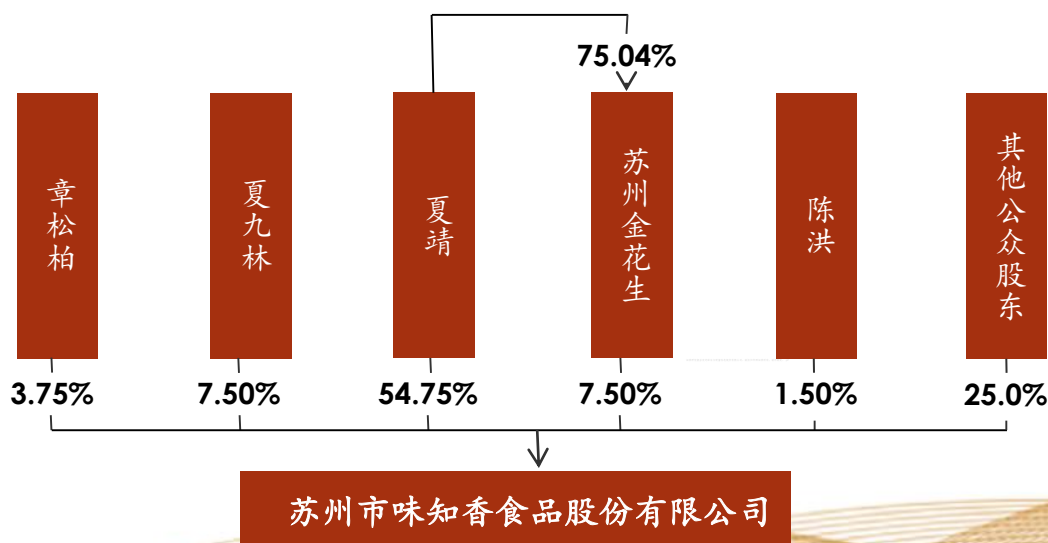
图表4 公司归母净利润增长情况



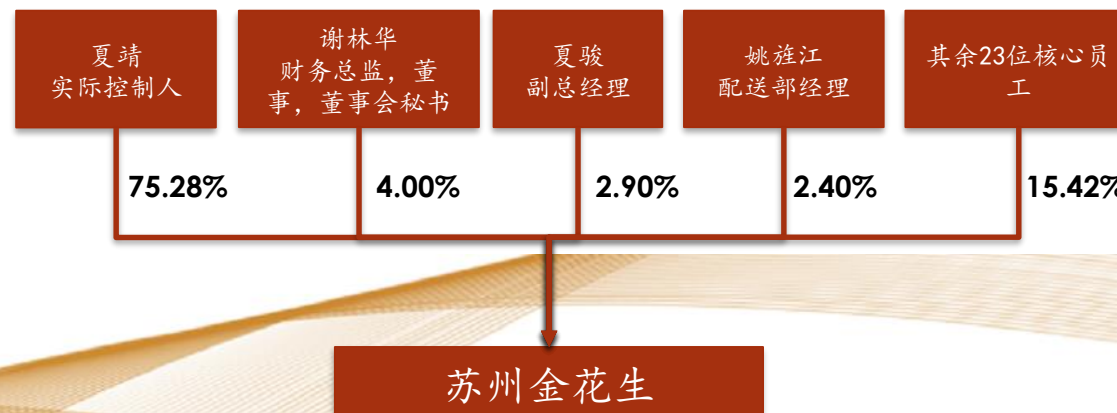
1.1 股权结构集中，员工持股覆盖面广

- ▶ **股权结构集中：**公司实控人为创始人夏靖，合计持有公司60.4%的股权，其中直接持股54.75%，通过金花生间接持股5.63%，另外夏靖的兄弟夏九林和表兄弟章松柏分别持有公司7.5%和3.75%股份，股权结构集中。夏总自公司创办之初便持续在公司和行业耕耘，熟悉行业发展趋势，是公司发展的总舵手。
- ▶ **员工持股广覆盖：**公司在未上市前便已通过员工持股平台金花生与核心员工共享发展成果，提升员工的积极性和主观能动性，其中金花生覆盖了27名核心员工。公司有望在上市之后进一步通过薪酬和股权激励等方式提升激励力度和覆盖面，增强核心员工粘性。

图表5 公司股权结构



图表6 金花生为公司员工持股平台



目录

CONTENTS

01

深耕预制菜十数年，业绩规模稳中有升

02

渠道广覆盖，产品多创新

03

预制菜市场蓬勃发展，BC两端共同成长

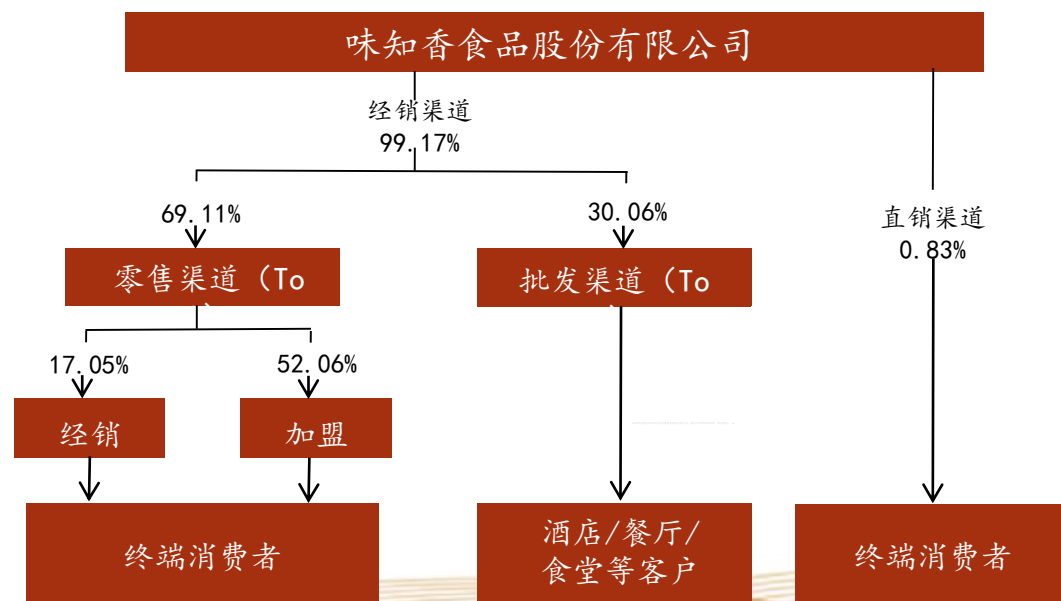
04

盈利预测&风险提示

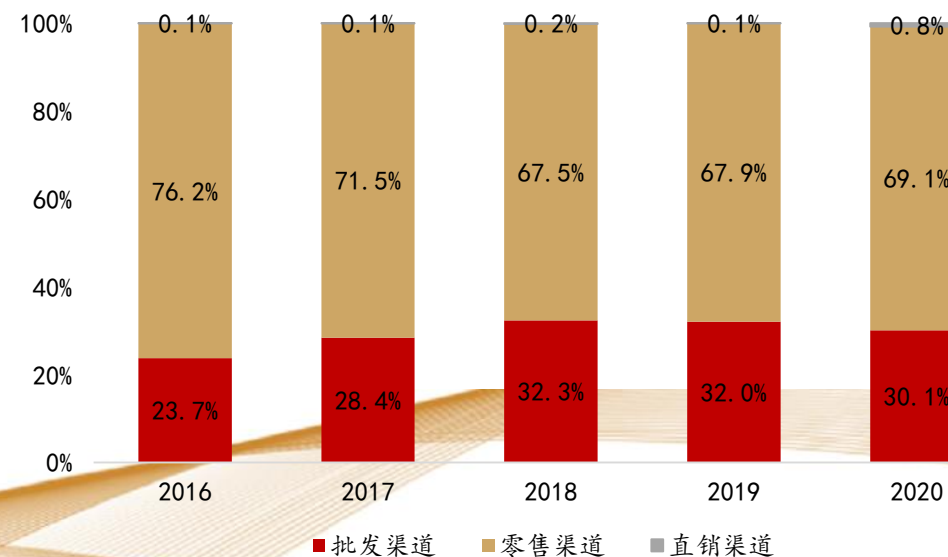
2.1 多元化渠道布局，C端零售为主

- **多渠道覆盖，零售渠道为主**：公司渠道端以经销为主，经销渠道客户根据销售对象及终端客户不同分为零售和批发渠道。公司零售渠道面向个人消费者，客户通过采购公司“味知香”品牌产品并经由经销店或加盟店销售给终端消费者，批发渠道客户主要采购公司“馐玉”品牌产品销售给酒店、餐厅、食堂等客户。
- **公司通过经销渠道同时覆盖C端和B端客户，但C端客户为核心**，占比70%左右，B端销售占比30%左右，渠道结构基本稳定。

图表7 公司渠道结构



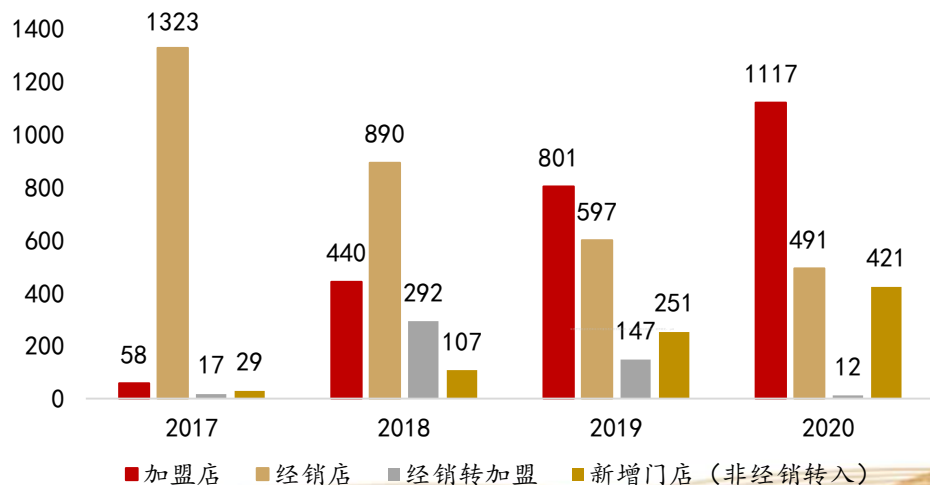
图表8 公司渠道结构变化



2.1.1 零售渠道大力发展加盟店，经销店助力区域扩张

- **加盟店是现阶段市场开拓的核心模式**：公司的To C零售渠道主要由加盟店和经销店两类门店组成，经销店客户多为菜市场、农贸市场摊主，不专门销售公司产品，也兼营其他种类或形态的产品；加盟店专门销售公司的半成品菜产品，由味知香进行业务指导和监督。对公司而言，经销店模式客户和区域拓展难度更低，但单店产出偏低、管理难度更大；加盟店更易于门店管理和品牌塑造，也有助于建立更高效的零售渠道，是公司现阶段市场开拓的核心模式。
- **公司经过持续探索，加盟店数量快速增加，从2017年的58家增加到2020年的1117家**，其中17-20年更分别有11/292/147/12家经销点转换成加盟店；相应地，经销店从1323家降至491家；但整体门店数量稳步提升，2020年末加盟和经销门店合计达到1608家。

图表9 公司加盟店快速增加



图表10 公司加盟店样板店



2.1.1 零售渠道大力发展加盟店，经销店助力区域扩张

- **加盟体系不断完善，开店进程有望加速：**公司近几年加盟门店的快速增加得益于公司着重打造了加盟商体系，给予加盟商细致的管理与更多的经营支持，不仅使得原有经销商客户积极主动转为加盟商客户，同时吸引了新的加盟商加盟。公司的加盟商管理体系将模式打造、选址、门店装修、营销方案、产品组合、冷链配送和安全保障等多个环节有效贯通，既能有效管理加盟商又能为加盟商持续赋能，模式已经成熟，后续有望加速开店进程，推动模式复制。
- **加盟门槛相对较低，回报周期较短，加盟商扩张难度不大：**与各类加盟业态对比而言，味知香半成品菜加盟门槛低（8平米以上门店+0加盟费+0.5万元履约保证金+1万元开业支持费+必要的装修和订货费用，前期投入8-10万即可开店），**回报周期短**（出厂口径单店年均销售30万元，投资回收期4-6个月），**运营难度低**（逐渐成为刚需，无需二次加工，仅需简单解冻和陈列），**公司支持足**（完善的加盟体系支持+上市公司背书），具备性价比，易于招商。同时预制菜品摊位在菜场的普及率不断提升，加盟模式的优势和菜场预制菜摊位的刚需，为以公司为代表的预制菜企业发展提供了充足的条件和土壤，加盟商和门店扩张难度不大。

图表11 公司加盟店支持政策



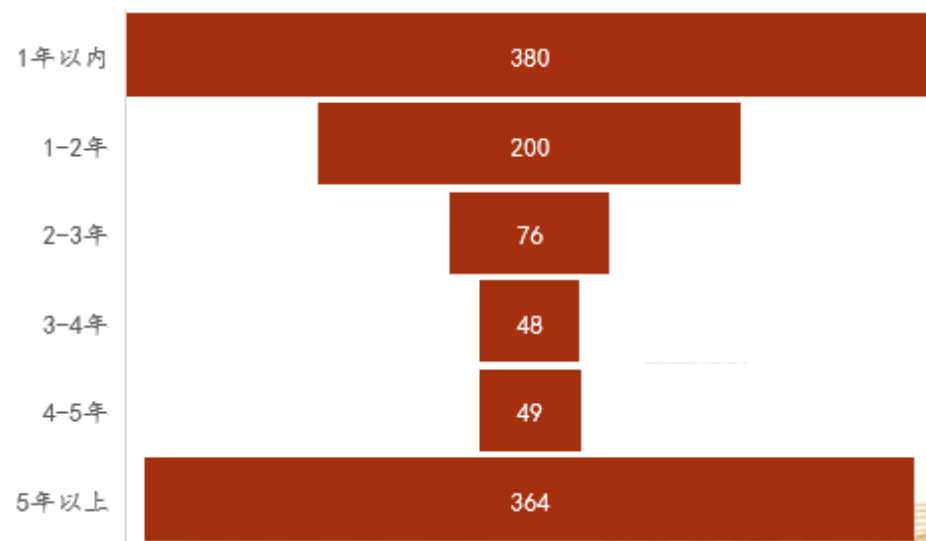
图表12 公司加盟店投资回报测算

加 盟 店	前期投入	房租+保证金+开业支持费+装修费+订货费
	后期运营	月销售额：5万 月运营成本：3.5万（进货+房租+其他必要运营成本）
	投资回收	净利率:30% 利润回收周期：4-6个月

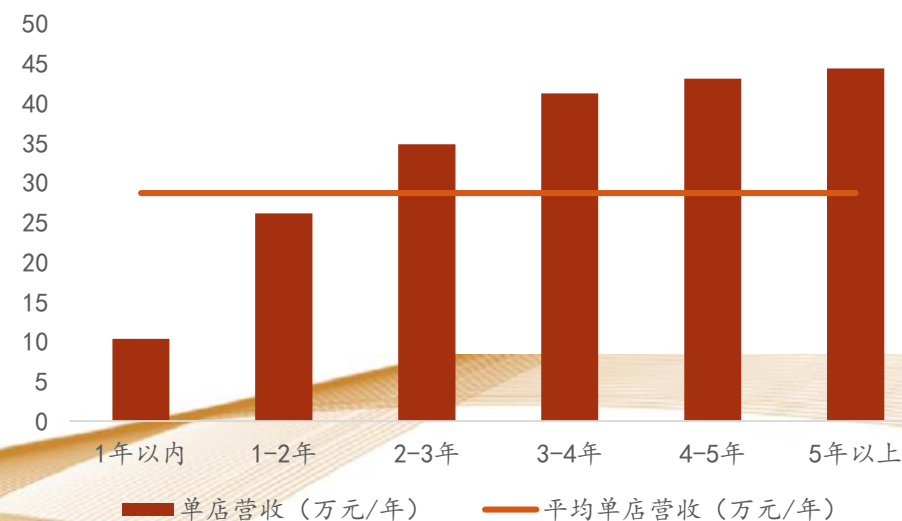
2.1.1 零售渠道大力发展加盟店，经销店助力区域扩张

- **新开和成熟加盟店两手抓，哑铃型加盟结构助力成长：**从公司加盟店加盟年限来看，1年以内和5年以上的门店占比最高，各占1/3，另有1/3门店为加盟1-5年的门店，形成哑铃型的加盟结构，证明不仅有大量的新加盟商认可公司模式，成为业务伙伴，更有越来越多的成熟加盟商成为公司发展的中坚力量，加盟规模持续扩大。
- **成熟门店占比增加，单店营收和加盟商忠诚度提升：**公司加盟店出厂口径单店营收与加盟年限相关性较高，加盟2年以上单店营收大概率将超过公司平均水平，而且加盟年限越长平均单店营收越高。我们认为随着加盟商平均加盟年限的持续增加和成熟门店占比的提升，加盟商的粘性和忠诚度将进一步提升，同时也将进一步提升公司平均单店营收。

图表13 公司加盟店结构



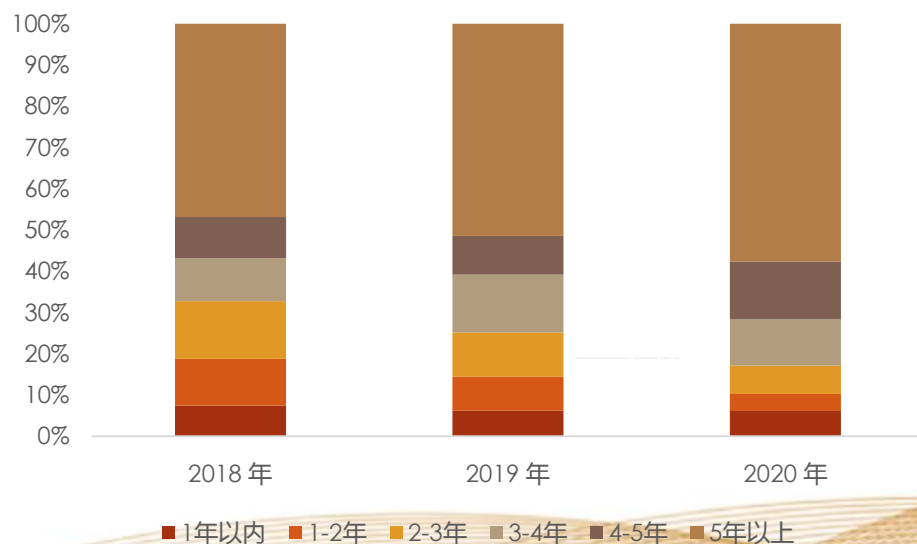
图表14 公司平均单店营收分析



2.1.1 零售渠道大力发展加盟店，经销店助力区域扩张

- **经销店是新区域开拓的重要途径：**经销店是相对灵活的合作模式，客户新增投入较少，合作成本低。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可以较快地切入当地市场，形成广泛且密集的销售网络。未来经销店将不作为公司市场拓展的重点方式，但仍将是公司新市场的开拓试水的重要途径，在华东公司品牌还未覆盖到的地方以及华东市场之外的扩张，采用经销店模式将是性价比更高的模式，后续如果市场开拓成功再将经销商转为加盟店也能提升加盟商的粘性。

图表15 公司经销店分年限结构



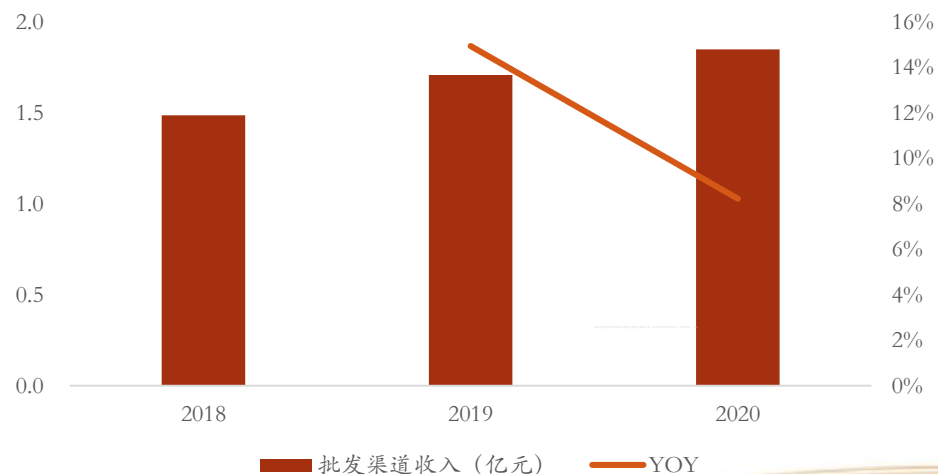
图表16 公司经销店分区域

	2018	2019	2020
华东	884	593	485
华中	2	2	5
华南	1	0	0
华北	2	1	1
西北	1	1	0

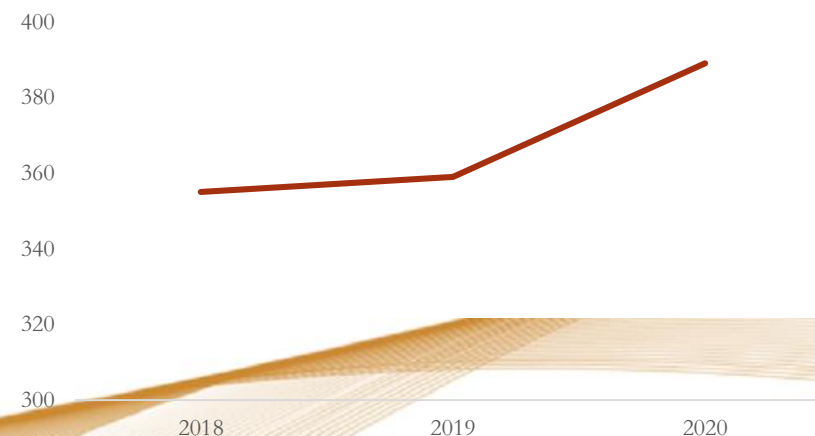
2.1.2 批发渠道以“饌玉”品牌服务B端客户

- “饌玉”品牌独立运作，精准服务B端客户：**公司批发渠道主要通过从事冷冻食品批发业务的客户销售至下游客户，公司2015年开始独立运作“饌玉”品牌向批发商客户销售。从产品端来看，饌玉通过自主研发、知名企业厨务合作、校企合作等方式进行全方位产品研发和创新，以高质量、高性价比的产品匹配市场需求；渠道端来看，饌玉聚焦于酒店、商超、乡厨和单位机关食堂等渠道，在酒店和乡厨两大渠道优势更为明显，不断扩大服务终端数量。
- 批发渠道规模持续增加，增强市场覆盖面：**B端同样是预制菜的大市场，因其可以有效地帮客户降低菜品成本、提升制作效率，味知香的批发客户和业绩体量逐年增加，2020年批发客户数量达到389家，总收入超过1.8亿，占总收入的30%。批发渠道是公司辐射饭店、餐厅及乡镇市场的重要抓手，随着公司产能提升和渠道铺设，B端客户规模将持续增加，提升公司业绩天花板。

图表17 公司批发业务收入稳步增加



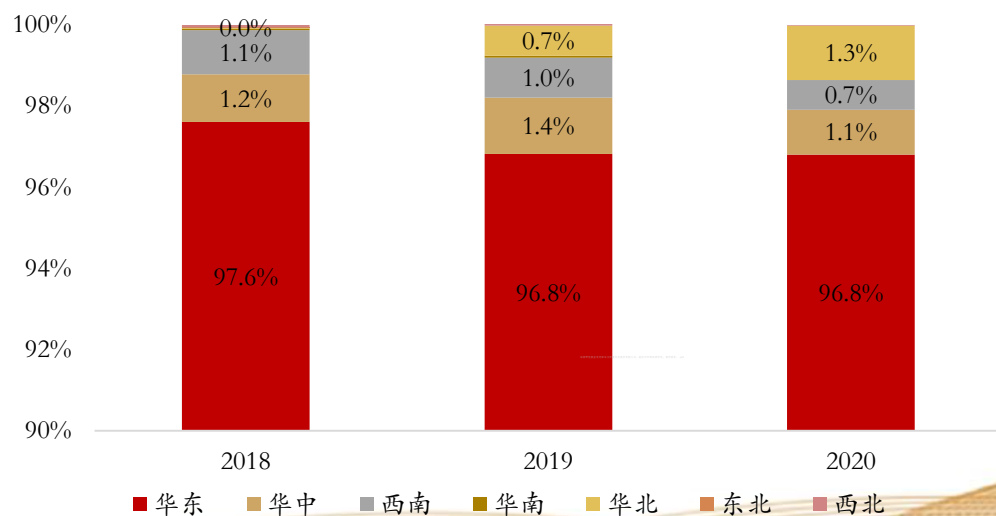
图表18 公司批发客户梳理持续增加



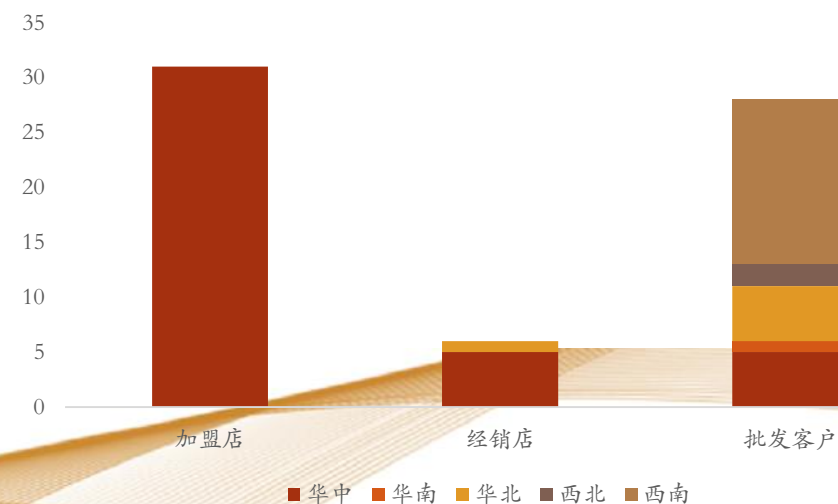
2.1.3 华东为主要市场，逐步实现全国多市场覆盖

- 立足华东，渠道深耕：**公司95%以上的收入来自华东地区，其中江浙沪是核心销售区域，一方面因公司成立于江苏苏州，熟悉华东市场，另一方面华东也是国内预制菜发展最为迅速的区域，同时受限于产能和冷链运输半径限制，华东一直是公司主销市场。但在华东市场，公司市占率仍然不高，仍有较多空白市场和下沉市场值得开拓，未来仍将是公司的主销区。公司将持续通过市场开拓和渠道精耕提升华东市场销售收入，强化品牌影响力。
- 辐射全国，实现多市场覆盖：**公司在华东之外的华中、西南等市场已有初步布局，将持续利用前期市场开拓经验，加大经销商营销力度，建立样板市场，不断吸引更多客户加盟，同时借助公司产能和物流支持，实现跨区域业务突破，形成覆盖全国的销售网络。

图表19 公司分区域业务占比



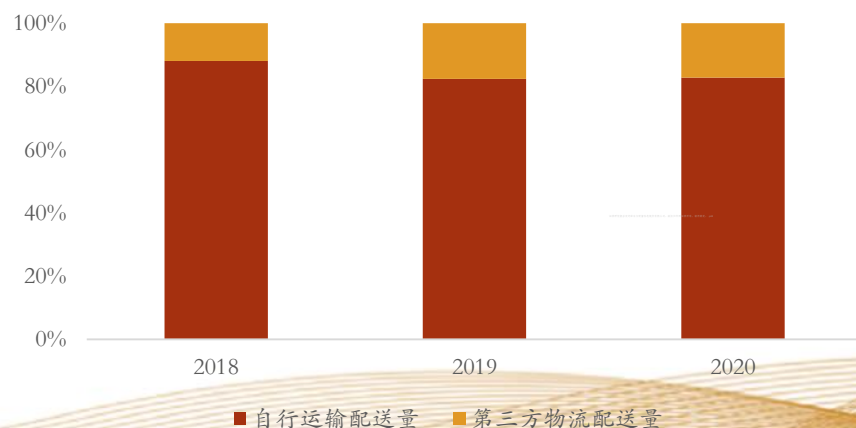
图表20 公司华东以外客户分布



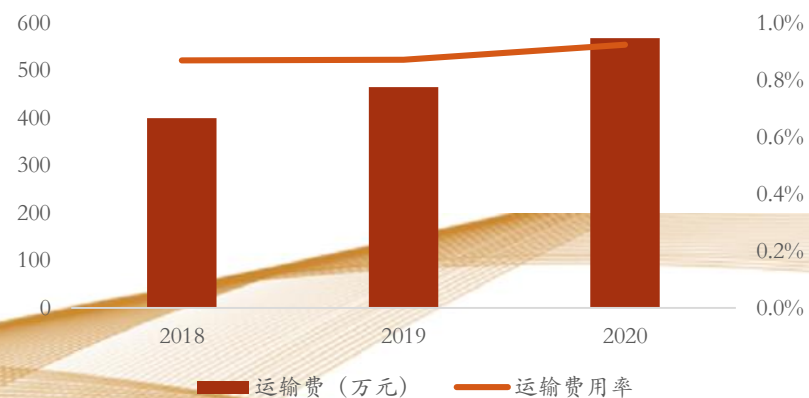
2.1.4 自建为主+第三方为辅，专用物流体系支持产品销售

- **自建物流体系，部分远程客户与第三方物流公司合作：**公司半成品菜需要低温保存和冷链运输，为此公司建立了以自有冷链运输车辆为主的专用物流配送体系，确保物流配送过程中产品质量控制，也使得公司产品能够定期、按时送达终端门店或批发客户。另外，公司对安徽、湖北、江西、福建等距离较远且集中度不高的客户配送采用的是与第三方物流公司合作的方式，自有物流的成本及第三方物流的费用均由公司承担。
- **自行运输配送量占超8成：**从配送量来看，公司80%以上的产品自行运输配送，自有运输车辆25辆。从费用端来看，第三方物流费用占比高于配送量占比，单位物流成本略高，这与运输半径和市场报价有关，但整体仍在可控范围内。
- **募投资金建设更为先进的现代化物流体系：**公司现有物流配送体系遇到了车辆数量不足、信息化程度低等问题，公司将通过募投资金建设更为先进的现代化物流体系，将通过扩充物流车队、购置终端配送设备并招聘配送人员来满足日益增长的物流配送需求，将有效提升公司物流配送效率，同时逐步降低物流配送费用率。

图表21 公司自行配送量占比超8成



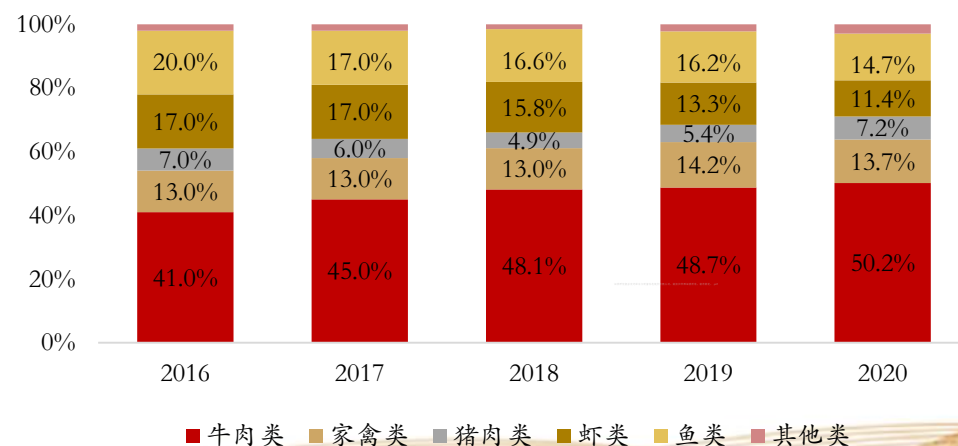
图表22 公司运输费用率基本稳定



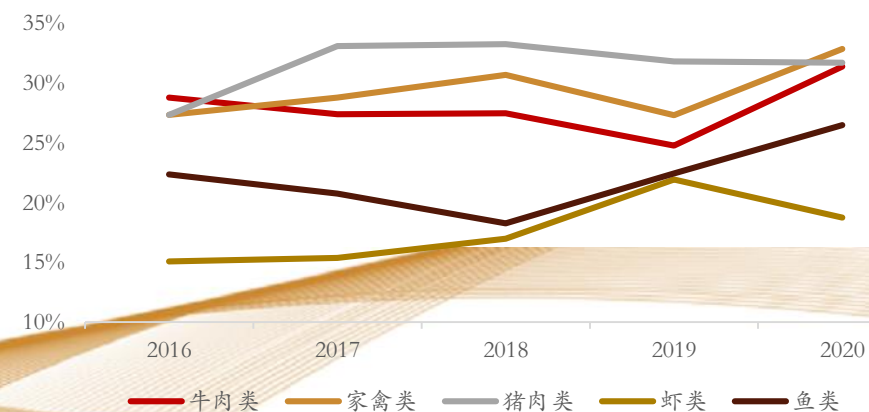
2.2 产品种类丰富，满足消费者需求

- 产品种类丰富，满足市场需求：**公司自创立之初便开始不断地进行菜品研发和创新，已成功上市推出200多种半成品菜品，主要分为肉禽类、水产类和其他类三大品类产品，肉禽类以黑椒牛柳、宫保鸡丁为代表，水产类以水晶虾仁、醋溜鱼片为代表，其他类有笋片滑草菇、火锅牛蛙等产品。公司丰富的产品组合是创新研发能力的体现，也为终端加盟店和经销店提供了丰富的产品选择，满足不同区域消费者的需求。
- 牛肉是主要产品，带动毛利率提升：**分品类来看，公司肉禽类占比提升而水产类占比下降，肉禽类产品的毛利率高于水产类，带动整体毛利率提升。肉禽类产品中牛肉为第一大品类，占收入的50%左右，公司在牛肉类产品中具备行业竞争力，而虾类产品占比有所下降，这与虾类半成品菜竞争加剧和公司更多的产能聚焦毛利率更高的牛肉类产品有关。公司在产品内部调配和规划层面经验丰富，既能应对市场变化又能确保公司整体盈利能力稳中有升。

图表23 公司产品分布



图表24 公司肉禽类毛利率普遍高于水产类产品



2.2.1 研发机制完善，持续探索新工艺和产品

- **研发机制完善，以市场需求推动产品研发：**公司拥有一套较为完善的研发机制，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，基于市场需求，不断进行产品研发，保持出新的节奏，顺应消费者需求。
- **兼具美味和工艺，确保产品口感：**公司的半成品菜产品需要经过速冻、解冻才能进入烹饪环节，不仅要考虑食物的口感，还要考虑原材料物理、生化特性和冷冻、解冻对产品的影响。公司从最终产品食用体验出发，有针对性地调料配比、改进加工工艺，形成一定的研发壁垒。
- **持续探索新工艺和新产品：**公司将用部分IPO募集资金在苏州建设研发检验中心，研发检验中心建成后，公司研发能力能得到进一步提升。公司在生产工艺和新产品研发领域持续发力，工艺端研发产品微调理、调理食品用发酵菌种及发酵工艺；产品端研发高端火锅食材系列、地方特色食品系列和烟熏风味食品系列，满足不同区域、不同口味消费者的需求。

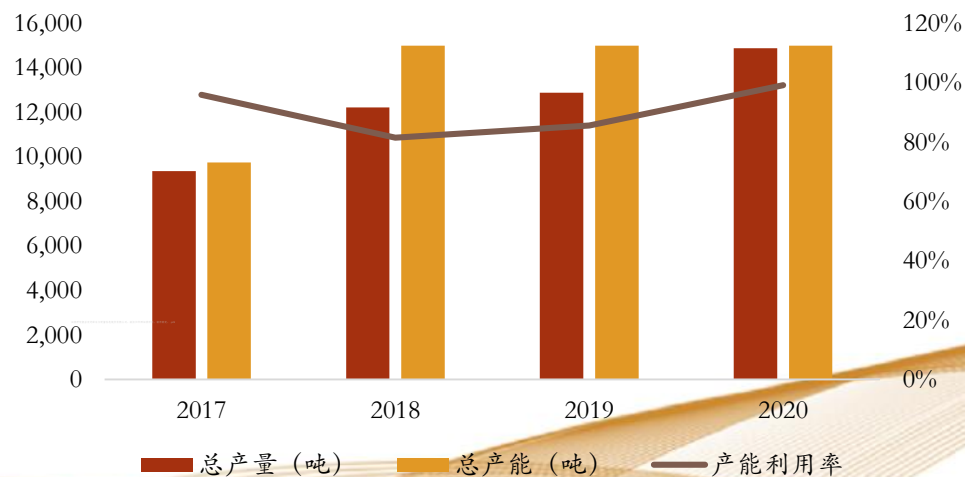
图表25 公司在研的部分产品

产品名称	产品介绍	所处阶段
高端火锅食材系列	为了满足消费者冬季火锅食用需求，公司经过对火锅行业的调研，明确了火锅食材的品类并选取合适的供应商、研究生产工艺。公司目前正研发牛肉卷、羊肉卷、毛肚片、白千层、猪黄喉、虾滑等火锅产品，未来将进一步丰富研发品种。	中试
地方特色食品系列	公司搜寻各地有代表性的特色食品，研究生产工艺实现产品批量生产。公司目前正研发太湖白虾、徽州刀板香等产品。	小试
烟熏风味食品系列	为了满足消费者对多种口味食品的需求，公司立足现有产品类型，对烟熏酱料和生产腌制工艺进行研究。	前期研发

2.2.2 产能遇瓶颈，IPO募资加速产能扩充

- **利用率近100%，产能遇瓶颈：**公司现有产能1.5万吨，其中肉禽类产能1.05万吨，水产类产能0.45万吨，随着需求驱动和门店扩张，2020年总销量达到1.49万吨，产能利用率达到99.18%，接近产能极限，公司遇到产能瓶颈。
- **IPO扩建产能，达产后总产能提升至6.5万吨：**公司将使用募集资金新建年产5千吨的食品用发酵菌液及年产5万吨发酵调理食品，建设周期2年左右，其中发酵菌液产能主要为了改良现有工艺，建成后公司将在生产腌制环节加入食用发酵菌液，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，发酵调理食品产能是对现有产能的补充。新产能建设完成之后，公司总产能将在现有基础上扩大3倍以上，总产能达到6.5万吨，产品种类更加丰富，能够更好地满足消费者不断增长的需求扩张，提升行业竞争力，支持公司业务持续增长。

图表26 公司产能利用率接近100%



目录

CONTENTS

01

深耕预制菜十数年，业绩规模稳中有升

02

渠道广覆盖，产品多创新

03

预制菜市场蓬勃发展，BC两端共同成长

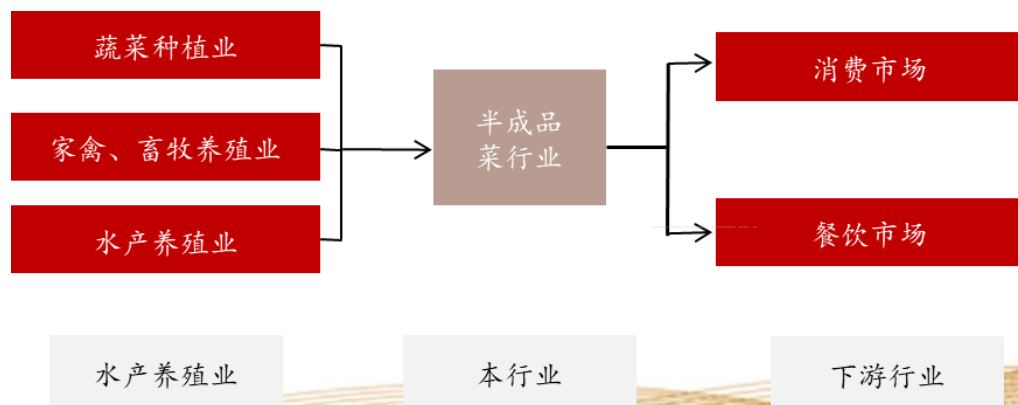
04

盈利预测&风险提示

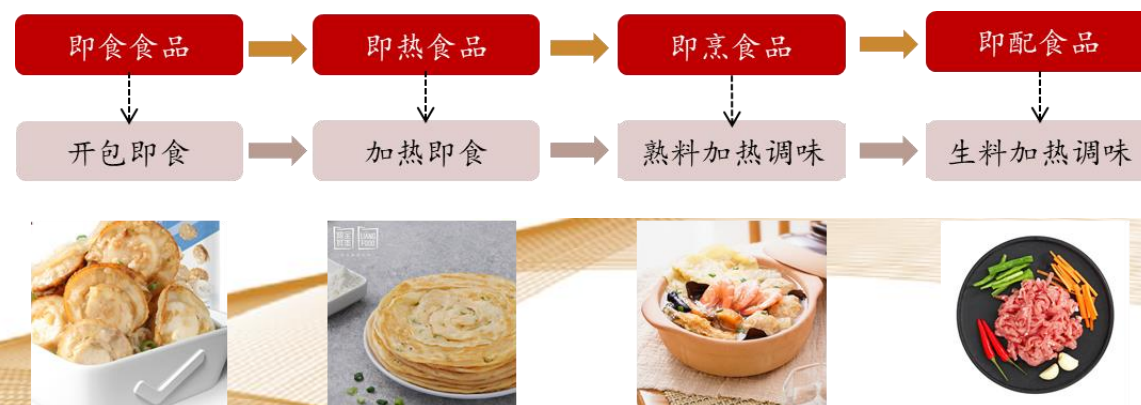
3.1 预制菜蓝海市场爆发在即

- **随着社会发展预制菜应运而生：**参考发达国家发展路径，预制菜是社会发展成熟的必然产物。预制菜是指以农产品、畜禽和水产品等为主要原料，经过洗、切及配制加工等处理后直接进行烹饪的菜品，预制菜具有便捷、新鲜、健康等特点，同时能提供多样化选择。
- **自净菜发展而来，半成品菜工业化程度高、烹饪难度低，顺应社会发展趋势：**半成品菜随着净菜逐步发展、本土化而不断发展，净菜最早起源于美国，20世纪80年代开始在日本、加拿大及部分欧洲国家兴起，净菜最早只是将新鲜原料处理加工后达到直接烹食或生食的卫生要求，降低餐厅人工费、水电费和垃圾处理费，减少厨房面积和设备采购，后续也逐步开始在家庭零售端得到普及。我国净菜产品最早起源于20世纪90年代后期，主要是面向快餐、团餐、连锁餐饮等提供成品净菜。2000年前后，我们陆续出现了半成品菜企业，实现对肉禽和水产等原材料的进一步加工，半成品菜比净菜种类更加丰富，烹饪更加方便。半成品菜接近成品菜，工业化程度高，烹饪难度低，顺应社会发展和居民生活水平提升的大趋势。

图表27 预制菜产业链



图表28 预制菜4大种类



3.2 家庭端降低烹饪难度，餐饮端提升经营效率

- **降低烹饪难度是新一代年轻人的重要诉求：**随着社会的发展，厨房主导者逐渐从70/80后转移至90/00后，80/90后面临着烹饪技能下降、烹饪经验不足、烹饪时间减少等难题，同时外卖的加速普及更加使其烹饪意愿下降。对年轻人而言，在家烹饪的价值无可替代，但降低烹饪难度是重要诉求，能够降低烹饪难度的方法也是促使年轻人提升在家烹饪频率的有效方式。
- **减少烹饪时间是必然趋势：**不可否认女性是家庭烹饪主力，但女性就业率的提升使得其在家做家务、烹饪的时间缩短，我国女性就业率高达73%，全国女性就业人员占全社会就业人员的43.7%，是全世界女性就业率最高的国家之一。就业率提升带来相应的烹饪时间减少成为重要诉求以及必然趋势。
- **预制菜消费者接受度逐渐提升：**预制菜便捷的使用方法是降低烹饪难度、减少烹饪时间的重要选择。预制菜发展至今，受益于消费者教育和市场培育，消费者接受度逐渐提升，逐步从华东、华南等发达地区向全国推广，将随着社会不断发展普及，行业在家庭端的成长空间逐步打开。

图表29 女性就业参与率和时长持续增加



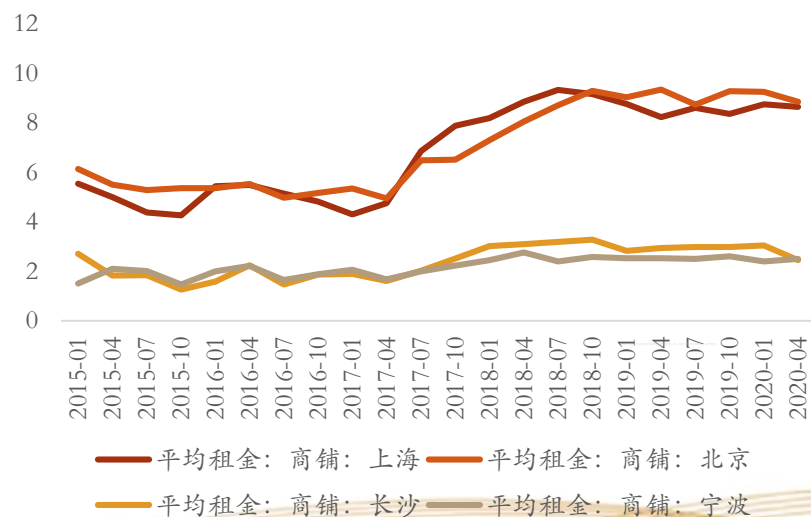
图表30 预制菜烹饪难度低



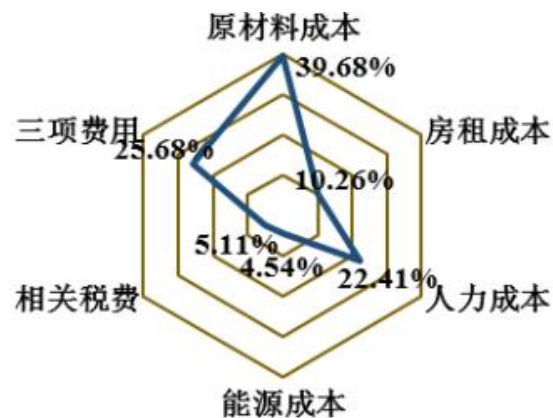
3.2 家庭端降低烹饪难度，餐饮端提升经营效率

- **“中央厨房”在餐饮终端快速普及：**我国餐饮市场总规模超过4万亿元，在连锁化率提升、综合成本上升和产品多元化等趋势下越来越多的上游供应链企业快速崛起。在菜品供应维度，“中央厨房”式企业越来越普遍，各大餐饮终端对中央厨房的接受度不断提升，采购端不仅限于原材料的采购，半成品的采购也逐渐成为刚需，净菜、半成品菜在餐饮终端快速普及。
- **B端预制菜提高效率，快速发展：**就预制菜具体而言，其能够实现菜品标准化供应，降低餐厅的人工成本和厨房租金成本，并且缩短出菜时间，提升餐厅经营效率。随着行业发展，品牌化预制菜企业不断受到认可，品牌企业出品稳定、规模领先、质量保证，餐饮店选择品牌化企业在追求性价比的同时兼顾可持续发展。

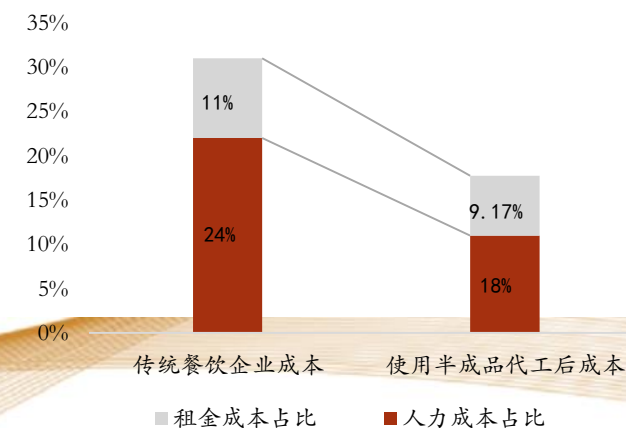
图表31 餐饮企业平均租金(元/日·平米)



图表32 正餐类餐饮企业成本构成



图表33 使用半成品代工餐饮企业支出占比变化



3.2 家庭端降低烹饪难度，餐饮端提升经营效率

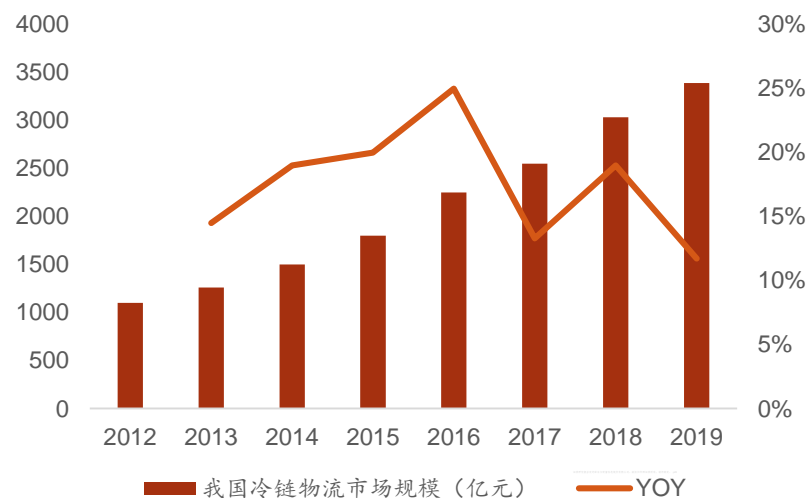
图表34 正餐类餐饮企业成本构成

	推动因素	代表企业	企业特性	发展方向
B端	<ul style="list-style-type: none"> • 连锁化率提升使得标准化供应成为刚需 • 房租、人工等成本上升使得餐饮店主寻找更多提升经营效率的方法 • 门店产品种类丰富，部分非核心菜品通过预制菜降低损耗 • 外卖快速兴起对出餐速度提出要求 	绿进 千味央厨 聪厨食品	<ul style="list-style-type: none"> • 大单品制胜，专注某类产品或某种口味 • 渠道为王，掌握经销商和终端门店是核心诉求 • 低价、低毛利率但净利率依旧可观 	<ul style="list-style-type: none"> • 覆盖更多的终端门店 • 在已覆盖的门店中嫁接更多的产品 • 企业从单品类布局多品类
C端	<ul style="list-style-type: none"> • 外卖、在外就餐食品安全不可控，在家烹饪更安心 • 烹饪时间减少，提升在家烹饪时间 • 烹饪技术不足，降低烹饪难度 • 会做的菜品有限，尝试更多的新菜品 	味知香 好得睐 新雅食品	<ul style="list-style-type: none"> • 产品种类丰富，丰富的SKU满足消费者需求 • 通过线下门店或柜台销售给消费者 • 品牌力重要性不断提升 • 偏高价、偏高毛利率、净利率与企业经营能力相关 	<ul style="list-style-type: none"> • 加快终端点位或门店覆盖 • 优化加盟商管理体系 • 从区域走向全国，研发符合不同区域口味特性的差异化产品

3.2 冷链物流行业发展支持预制菜行业成长

➤ **冷链物流行业蓬勃发展：**冷链物流是预制菜行业发展的基础和支撑。近几年，国家出台相关政策，对冷链物流产业发展目标、冷链运输行业标准以及冷链物流供应链体系建设等方面给予了指导，推动其规范化成长。我国冷链物流行业市场规模从2012年1100亿元增长到2019年的3391亿元，年复合增长18%，市场规模也突破3000亿元，而预制菜行业对冷链物流的基础设施建设依赖度较高，有望借力冷链物流行业发展实现较高成长。

图表35 我国冷链物流市场规模（亿元）



图表36 冷链物流相关政策一览

时间	颁发主体	政策文件&主要内容
2019年7月31日	中央政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。
2019年2月26日	初国家发改委、商务部等24个有关部门联合发布	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》 加强农产品物流骨干网络和冷链物流体系建设。探索开行国内冷链货运班列和“点对点”铁路冷链运输。
2018年9月1日	市场监管总局	《市场监管总局办公厅关于加强冷冻冷藏食品经营监督管理的通知》 加强冷藏冷冻食品监督管理，严打违法违规行为。各地食品药品监督管理部门要强化对冷藏冷冻食品和食用农产品经营、贮存等场所的监督检查。
2018年3月22日	商务部办公厅、国家标准化管理委员会办公室	《关于开展农产品冷链流通标准化示范工作的通知》 指出在农产品冷链温度监控、全程冷链、农产品产地预冷等方面对试点城市和试点企业加强指导和服务，推动试点城市和试点企业对照《工作通知》中评估考核要求加快示范

3.3 行业格局未定，品牌企业有望率先突围

- **行业仍在发展初期，市场规模扩张可期：**预制菜行业发展至今仍在相对早期阶段，参与企业众多，但多为区域型的中小企业，市场规模预计在百亿以上，但无较为权威的市场规模数据，考虑行业发展趋势以及市场需求的快速增长，预计预制菜将是快速成长的增量市场，市场规模扩张持续可期。
- **偏地域性：**中餐种类多样化、不同区域经济发展程度不一、冷链物流配送成本高，真正全国化的企业还未出现。
- **市场集中度不高：**作坊式和工业化企业共存、行业进入门槛不高和新兴市场等原因使得各企业规模都不够大，行业整体集中度不高。
- **参与企业类型多样：**连锁餐饮体系自有供应链、速冻企业、预制菜专业玩家、作坊型企业和生鲜平台等参与者众多。
- **品牌壁垒初步建立：**前期市场供不应求，各企业以渠道制胜；经过多年发展及竞争，行业内部分优质企业开始树立自身品牌并建立粘性更高的销售渠道，以此建立相对于同行业的竞争优势和竞争壁垒，巩固自身领先地位

图表37 预制菜代表企业一览

企业	类型	菜系	代表菜品	服务终端	成立时间
1 味知香	预制菜专门公司	江浙菜	黑椒牛柳、咕咾肉、手抓羊排	C端加盟店和经销商、B端通过经销商服务	2008
2 好得睐	预制菜专门公司	江浙菜	鸡汁牛柳、青虾仁、酱爆鸡丁	C端已在全国开设1000余家连锁门店，B端服务企业单位、学校等	2002
3 新雅食品	餐饮企业子公司	江浙菜	主要从事月饼和半成品菜肴及粽子、青团等时令食品的生产、销售	C端门店、团购礼盒	2005
4 绿进	预制菜专门公司	闽菜	烤乳猪、金钱肚、蒜香骨	为各大酒店、各种宴会、连锁、团膳、餐饮等企业单位定制美食研发与生产	2004
5 聪厨食品	预制菜专门公司	湘菜	鸡汁烟笋、千叶豆腐、鸡蛋干	已开发酒店特色菜原料、家庭餐桌风味美食、家庭营养养生食品等系列产品	2002
6 西贝贾国龙功夫菜	餐饮企业子公司	西北菜	羊蝎子、老坛酸菜鱼	自有门店销售	2020
7 国联水产	上游原材料企业	水产类产品	虾饺、虾滑、酸菜鱼	B端餐饮为主	2001
8 冻品先生	速冻企业子公司	炸类、鱼糜类和水发类为主	天妇罗、巴沙鱼柳、毛肚	加盟店服务C端，经销商服务B端	2019

目录

CONTENTS

01

深耕预制菜十数年，业绩规模稳中有升

02

渠道广覆盖，产品多创新

03

预制菜市场蓬勃发展，BC两端共同成长

04

盈利预测&风险提示

盈利预测

- ▶ 预制菜行业需求旺盛，公司已经构建了成熟的供应链管理和加盟体系，预计仍将延续多品类共同发展的趋势，其中肉禽类21-23年分别同比增长23%/23%/20%，水产类同比增长18%/15%/15%，实现收入的持续增长。
- ▶ 我们预计公司21-23年收入分别为7.62/9.29/11.17亿元，分别同比+22.5%/+21.9%/+20.1%；21-23年归母净利润分别为1.63/2.05/2.52亿元，分别同比+30.2%/+25.7%/+22.9%；EPS分别为1.63/2.05/2.52元；当前股价对应估值分别为75/60/49倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表39 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率PE (倍)				EPS (元)		
		TTM	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
味知香	125.00	92	75	60	49	1.63	2.05	2.52
安井食品	607.27	84	69	52	41	3.44	4.54	5.82
三全食品	156.14	22	21	18	16	0.81	0.94	1.05
海欣食品	31.35	50	38	28	25	0.17	0.23	0.26

图表38 公司收入拆分预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
肉禽类收入 (亿元)	3.04	3.65	4.36	5.37	6.60	7.92
YOY		20.3%	19.5%	23.0%	23.0%	20.0%
占比	65.2%	67.3%	70.1%	70.4%	71.0%	71.0%
毛利率	28.5%	25.9%	31.7%	32.0%	32.4%	32.6%
水产类收入 (亿元)	1.49	1.57	1.60	1.89	2.17	2.50
YOY		5.4%	1.9%	18.0%	15.0%	15.0%
占比	32.0%	29.0%	25.7%	24.8%	23.4%	22.4%
毛利率	17.6%	22.2%	23.1%	23.6%	24.0%	24.2%
其他类收入 (亿元)	0.07	0.12	0.18	0.27	0.41	0.61
YOY		69.7%	53.4%	50.0%	50.0%	50.0%
占比	1.5%	2.2%	2.9%	3.5%	4.4%	5.5%
毛利率	32.4%	30.3%	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务收入 (亿元)	0.06	0.08	0.08	0.09	0.11	0.13
YOY		30.6%	-3.9%	20.0%	20.0%	20.0%
占比	1.3%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
毛利率	27.9%	31.0%	35.9%	35.0%	35.0%	35.0%
合计收入 (亿元)	4.66	5.42	6.22	7.62	9.29	11.17
YOY		16.4%	14.8%	22.5%	21.9%	20.1%
毛利率	25.1%	25.0%	29.5%	29.9%	30.4%	30.6%

- **行业竞争加剧的风险：**预制菜行业参与者众多，竞争者呈现多元化趋势，未来公司面临一定的竞争压力。但我们认为公司深耕预制菜行业，已成为行业第一梯队领跑者，拥有丰富的应对行业竞争的经验。
- **原材料成本持续高企的风险：**公司肉制品原材料2019年以来上涨明显，未来预期成本有所回落。若未来肉制品原料回落幅度较小，仍维持在较高水平的情况下，公司成本将持续承压，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。
- **食品安全的风险：**公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。

盈利预测

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	622	762	929	1,117	净利润	125	163	205	252
YoY (%)	14.8%	22.5%	21.9%	20.1%	折旧和摊销	3	4	5	6
营业成本	439	534	647	775	营运资金变动	6	-9	-8	-7
营业税金及附加	2	3	3	4	经营活动现金流	135	157	201	251
销售费用	33	40	48	57	资本开支	-16	-90	-80	-50
管理费用	20	24	28	33	投资	0	0	0	0
财务费用	-2	-7	-9	-13	投资活动现金流	-16	-90	-80	-50
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	25	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	132	170	214	263	筹资活动现金流	0	713	0	0
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	119	781	122	201
利润总额	131	170	214	263	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	6	7	9	11	成长能力 (%)				
净利润	125	163	205	252	营业收入增长率	14.8%	22.5%	21.9%	20.1%
归属于母公司净利润	125	163	205	252	净利润增长率	45.0%	30.2%	25.7%	22.9%
YoY (%)	45.0%	30.2%	25.7%	22.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.25	1.63	2.05	2.52	毛利率	29.5%	29.9%	30.4%	30.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	20.1%	21.4%	22.0%	22.5%
货币资金	330	1,111	1,233	1,434	总资产收益率ROA	29.3%	12.4%	13.4%	14.1%
预付款项	20	19	25	30	净资产收益率ROE	32.0%	12.8%	13.9%	14.6%
存货	36	56	65	77	偿债能力 (%)				
其他流动资产	5	4	5	6	流动比率	10.98	26.51	24.96	24.14
流动资产合计	391	1,190	1,328	1,547	速动比率	9.40	24.83	23.26	22.47
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	9.27	24.75	23.17	22.38
固定资产	13	60	105	129	资产负债率	8.3%	3.4%	3.5%	3.6%
无形资产	10	10	9	9	经营效率 (%)				
非流动资产合计	36	122	197	241	总资产周转率	1.46	0.58	0.61	0.62
资产合计	427	1,312	1,525	1,788	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.25	1.63	2.05	2.52
应付账款及票据	15	21	24	29	每股净资产	3.91	12.67	14.72	17.24
其他流动负债	21	24	29	35	每股经营现金流	1.35	1.57	2.01	2.51
流动负债合计	36	45	53	64	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	97.62	74.98	59.63	48.51
非流动负债合计	0	0	0	0	PB	0.00	7.64	6.58	5.62
负债合计	36	45	53	64					
股本	75	100	100	100					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	391	1,267	1,472	1,724					
负债和股东权益合计	427	1,312	1,525	1,788					

分析师与研究助理简介

- **寇星**，华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。
- **卢周伟**，华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。
- **刘来珍**：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。
- **王厚**：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！