

味知香 (605089.SH)

预制菜领先品牌，门店扩张加速成长

十二年深耕预制菜，保持稳健增长。味知香成立于2008年，是行业领先的半成品菜生产企业之一，以“味知香”和“饕玉”两大品牌分别面向零售渠道和餐饮渠道。经过12年的深耕，公司已在华东地区建立了较密集的经销商渠道网络，实现了较快的增长。公司2020年实现收入6.22亿元，2016-2020年复合增速达到20.9%，实现归母净利润为1.25亿元，2016-2020年复合增速达到31.8%。公司净利率也保持较快增长，从2016年14.3%增长至2020年20.1%。

预制菜行业分析：空间广阔，跑马圈地进行时。预制菜起源于国外，我国处于发展早期阶段，市场规模约2000亿左右，C端便捷化需求和B端运营效率提升驱动预制菜行业增长，与海外相比我国预制菜从量价上仍有较大成长空间。从竞争格局来看，预制菜企业众多，尚处跑马圈地阶段，2020年预制菜相关企业数量在1.2万家左右，多为中小企业，多数停留在作坊式生产加工模式，只能应对少量客户，产品单一，标准化程度低，行业总体呈现南强北弱的市场分布格局。同时，我们深度研究了美国、法国和日本代表性餐饮食材供应公司发展历程，得出两点结论：上下游标准化程度决定了餐饮食材供应商的规模边界，高效供应链管理效率带来的规模优势构建竞争壁垒。

公司分析：兼顾BC渠道，打造加盟店体系。从产能端来看，公司产能以肉禽类和水产类为主，产能利用率保持高位，产销率保持良好。从产品端来看，公司通过味知香和饕玉两大品牌分别布局BC端，已成功推出200余种菜品。公司研发机制完善，持续改进工艺，后续有望推出高端火锅食材系列、地方特色食品系列。另外，开发“味知香工坊”系列火锅底料及调料包以及烟熏风味食品系列等，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。从渠道端来看，公司以加盟店模式为主，加盟店收入占比分别为52%，截至2020年底全国经销商1997家，加盟商已有1117家，对标其他品类食品加盟体系，我们认为公司加盟店投资回收期短，盈利能力较优，有望带来较强的展店势能。

盈利预测与投资建议：我们预计2021-2023年公司营业总收入分别为7.82/9.67/11.75亿元，同增25.7%/23.6%/21.5%，归母净利润分别为1.60/2.02/2.50亿元，同增27.8%/26.2%/23.9%，对应EPS分别为1.60/2.02/2.50元，对应PE分别为73/58/47倍。当前考虑到预制菜行业未来发展空间和公司拓店势能，我们预计公司在快速产能投放下，收入和业绩有望进入较快增长。参考可比的餐饮供应链概念龙头的海天味业、安井食品和天味食品的估值水平，同时考虑到行业的高成长性和标的的稀缺性，公司作为首支上市的预制菜概念标的，给予一定的估值溢价，给予目标价130元，对应明年65倍PE，给予“增持”评级。

风险提示：原材料成本波动、食品安全风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	542	622	782	967	1,175
增长率 yoy (%)	16.4	14.8	25.7	23.6	21.5
归母净利润(百万元)	86	125	160	202	250
增长率 yoy (%)	21.3	45.0	27.8	26.2	23.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.86	1.25	1.60	2.02	2.50
净资产收益率 (%)	32.4	32.0	29.0	26.8	24.9
P/E (倍)	135.9	93.8	73.3	58.1	46.9
P/B (倍)	44.0	30.0	21.3	15.6	11.7

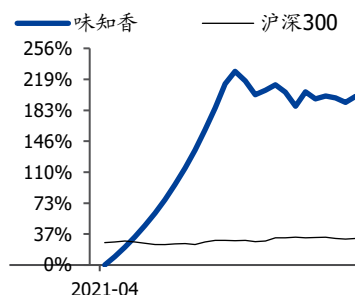
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年6月4日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	食品加工
6月4日收盘价(元)	122.86
总市值(百万元)	12,286.00
总股本(百万股)	100.00
其中自由流通股(%)	25.00
30日日均成交量(百万股)	4.93

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	279	391	592	785	1053
现金	211	330	492	687	911
应收票据及应收账款	0	4	2	5	3
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	15	20	23	30	35
存货	51	36	74	62	103
其他流动资产	1	0	0	0	0
非流动资产	25	36	40	43	47
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	13	13	17	21	24
无形资产	1	10	11	13	14
其他非流动资产	11	13	11	10	9
资产总计	304	427	631	828	1100
流动负债	37	36	55	50	72
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	16	15	24	24	34
其他流动负债	22	21	32	27	38
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	37	36	55	50	72
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	75	75	100	100	100
资本公积	29	29	29	29	29
留存收益	162	287	447	649	899
归属母公司股东权益	266	391	576	778	1028
负债和股东权益	304	427	631	828	1100

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	73	135	139	194	221
净利润	86	125	160	202	250
折旧摊销	3	3	3	4	5
财务费用	-3	-2	-5	-8	-12
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-16	6	-19	-4	-22
其他经营现金流	2	3	0	0	0
投资活动现金流	-14	-16	-7	-8	-9
资本支出	14	16	4	4	3
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-3	-4	-5
筹资活动现金流	0	0	30	8	12
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	25	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	0	5	8	12
现金净增加额	59	119	162	195	224

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	542	622	782	967	1175
营业成本	407	439	555	686	834
营业税金及附加	2	2	3	3	4
营业费用	29	33	39	46	53
管理费用	18	20	23	29	35
研发费用	1	1	2	2	2
财务费用	-3	-2	-5	-8	-12
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	90	132	168	211	262
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	90	131	167	211	261
所得税	4	6	8	9	11
净利润	86	125	160	202	250
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	125	160	202	250
EBITDA	87	124	158	197	243
EPS (元/股)	0.86	1.25	1.60	2.02	2.50

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	16.4	14.8	25.7	23.6	21.5
营业利润 (%)	21.7	46.8	26.5	25.8	24.1
归属母公司净利润 (%)	21.3	45.0	27.8	26.2	23.9
获利能力					
毛利率 (%)	25.0	29.5	29.0	29.0	29.0
净利率 (%)	15.9	20.1	20.4	20.9	21.3
ROE (%)	32.4	32.0	29.0	26.8	24.9
ROIC (%)	30.1	29.5	26.9	24.5	22.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.3	8.3	8.8	6.1	6.5
净负债比率 (%)	-79.4	-84.4	-89.3	-91.2	-90.8
流动比率	7.5	11.0	10.7	15.6	14.6
速动比率	5.7	9.4	8.9	13.7	12.7
营运能力					
总资产周转率	2.1	1.7	1.5	1.3	1.2
应收账款周转率	1337.4	303.0	303.0	303.0	303.0
应付账款周转率	22.7	29.0	29.0	29.0	29.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.86	1.25	1.60	2.02	2.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.73	1.35	1.39	1.94	2.21
每股净资产 (最新摊薄)	2.66	3.91	5.51	7.53	10.03
估值比率					
P/E	135.9	93.8	73.3	58.1	46.9
P/B	44.0	30.0	21.3	15.6	11.7
EV/EBITDA	132.4	91.6	71.0	56.0	44.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 4 日收盘价

内容目录

1、公司简介：深耕预制菜十二载，业绩保持稳健增长	5
1.1 行业领先的半成品生产企业	5
1.2 先市场后产能，逐步走向江浙沪	6
1.3 实控人控制力强，股权激励绑定核心管理层	6
2、预制菜行业分析：空间广阔，跑马圈地进行时	6
2.1 千亿市场，空间广阔	8
2.1.1 C端便捷化需求和B端运营效率提升驱动预制菜行业增长	9
2.1.2 预制菜人均消费与海外国家差距巨大，空间广阔	12
2.2 预制菜企业众多，尚处跑马圈地阶段	12
2.3 美日法预制菜市场及龙头公司发展情况	13
2.3.1 美国：Sysco 自建配送中心，并购扩张带来规模优势	13
2.3.2 法国：Picard 门店扩张，主打性价比优势	17
2.3.3 日本：神户物产打造生产销售一体化模式	19
3、公司分析：兼顾BC渠道，打造加盟店体系	20
3.1 产能扩张奠定增长基础	20
3.2 双品牌布局兼顾BC，研发保障产品竞争力	21
3.3 立足华东着重打造加盟店体系	23
4、募投项目分析：产能加速扩张，完善研发体系	26
5、盈利预测与投资建议	27
6、风险提示	28

图表目录

图表 1：公司收入及增速（亿元）	5
图表 2：公司归母净利润及增速（亿元）	5
图表 3：公司主要产品	5
图表 4：味知香股权结构（上市前）	6
图表 5：味知香股权结构（上市后）	6
图表 6：预制菜的分类	7
图表 7：预制菜与速冻食品概念关系	8
图表 8：预处理肉类和海欣市场规模及增速	8
图表 9：预处理水果及蔬菜市场规模及增速	8
图表 10：社零餐饮收入及增速	9
图表 11：正餐类餐饮企业成本构成	9
图表 12：历次全国人口普查中人口结构变化	9
图表 13：中国初婚登记年龄（%）	9
图表 14：中国一人户家庭占比	10
图表 15：中国女性就业率（%）	10
图表 16：我国中式快餐市场快速增长	10
图表 17：中国外卖市场规模及增速（亿元）	10
图表 18：连锁快餐门店数及增长率（家）	11
图表 19：人工&租金成本上行	11
图表 20：传统餐饮成本构成	11

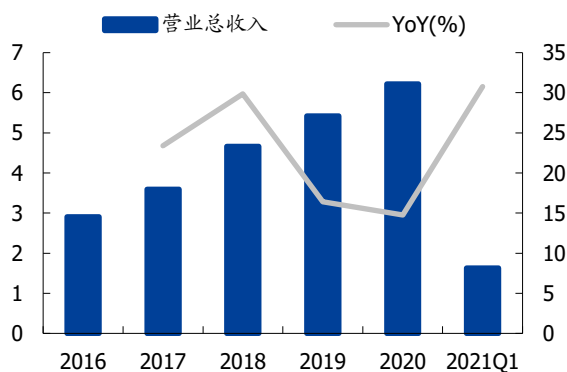
图表 21: 外卖成本中人力及房租成本占比大幅节省	11
图表 22: 我国冷库容量及增长率 (万立方米, %)	11
图表 23: 公路冷链运输车及增长率	11
图表 24: 中国生鲜电商市场交易规模及增速 (亿元)	12
图表 25: 2015-2020 年预处理肉类和水产产品人均消费量对比 (kg)	12
图表 26: 2015-2020 年预处理肉类和水产产品均价对比 (USD)	12
图表 27: 预制菜企业数量众多	13
图表 28: 美国餐配行业规模及增速	14
图表 29: 美国餐饮产业链体系	14
图表 30: 美国餐饮服务配送行业竞争格局 (2017 年)	14
图表 31: 美国餐饮宽线配销商产品结构	14
图表 32: Sysco 收入及增速	15
图表 33: Sysco 业绩及净利率	15
图表 34: sysco 旗下自有品牌及应用场景	15
图表 35: sysco 发展历史中重大事件	16
图表 36: sysco 毛利率高于竞品 (%)	16
图表 37: sysco 净利率高于竞品 (%)	16
图表 38: 美国 TOP3 公司指标对比 (2020 年)	17
图表 39: Picard 历史沿革	18
图表 40: Picard 收入及增速	18
图表 41: 法国零售端冷冻食品 SKU 及数量结构	18
图表 42: Picard 门店类型占比	18
图表 43: Picard 市占率	19
图表 44: Picard 净利率	19
图表 45: 神户物产收入及增速	20
图表 46: 神户物产业绩及净利率	20
图表 47: 公司近 3 年来产能及产能利用率情况 (吨)	21
图表 48: 公司产品结构	22
图表 49: 公司主要产品工艺及正在研发的工艺	22
图表 50: 公司正在研发的新品	23
图表 51: 公司各区域收入占比 (2020 年)	23
图表 52: 公司华东经销商数量变化	23
图表 53: 公司销售模式	24
图表 54: 公司渠道结构	24
图表 55: 公司各渠道模式对比	24
图表 56: 公司经销商粘性较高 (家)	25
图表 57: 公司加盟店统一对的装修风格	25
图表 58: 公司加盟政策	25
图表 59: 味知香加盟店投资回收期 (万元)	26
图表 60: 募投资金使用情况	26
图表 61: 公司收入端增长预测	27
图表 62: 可比公司估值水平	28

1、公司简介：深耕预制菜十二载，业绩保持稳健增长

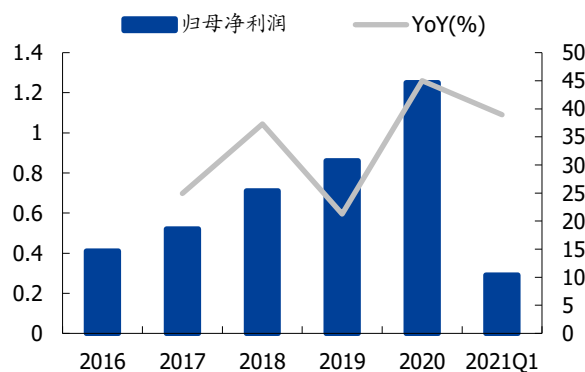
1.1 行业领先的半成品生产企业

味知香成立于 2008 年，是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，为消费者提供健康绿色、便捷美味的半成品菜肴。公司产品以良好的菜品口味、可靠的产品质量、便捷的用餐体验赢得了广大消费者的认可。公司建立了以“味知香”和“饌玉”两大品牌为核心的产品体系，产品包括肉禽类、水产类及其他类，涵盖数百种菜品，有效地满足了不同地区消费者的饮食习惯和口味偏好。其中，“味知香”产品通过公司数千家经销店与加盟店面向终端消费者，“饌玉”产品通过公司的批发经销商服务于餐饮、团餐等客户。经过 12 年的深耕，公司已在华东地区建立了较密集的经销商渠道网络，实现了较快的增长。公司 2020 年实现收入 6.22 亿元，2016-2020 年复合增速达到 20.9%，实现归母净利润为 1.25 亿元，2016-2020 年复合增速达到 31.8%。公司净利率也保持较快增长，从 2016 年 14.3% 增长至 2020 年 20.1%。

图表 1：公司收入及增速（亿元）



图表 2：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 3：公司主要产品

肉禽类



黑椒牛排



奥尔良烤翅

水产类



铁板鱿鱼须

其他类



礼盒



宫保鸡丁



鱼香肉丝



水晶虾仁



蔬菜火锅面

资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

1.2 先市场后产能，逐步走向江浙沪

2008-2012 年，成立于苏州，聚焦于上海。公司成立于苏州，早期公司创始人夏总经销商出身，聚焦渠道和销售，产能主要以 OEM 为主，当时上海地区的消费者更早的接受了方便菜和快捷菜，因此销售市场主要集中在上海地区，聚焦上海的农贸市场渠道。

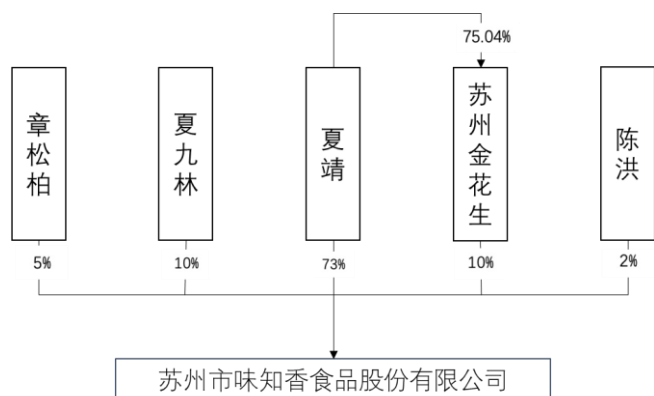
2012-2017 年，转变加盟模式，丰富经营渠道。经过一段时间的经营与探索，公司对品牌与渠道战略做出调整，在 2012 年开始开放加盟模式，逐渐加强招商力度，统一品牌输出形象，公司将一部分经销商转变为加盟商，加盟门店数量保持快速增长，每年约增 200-300 家门店。同时公司提出了一类店和二类店的构想，梯度建设门店，2015 年开始打造 2.0 版品牌旗舰店。市场方面也逐步从上海地区发展到苏南和浙北等相对发达地区。

2017 年-至今，加快产能建设，江浙沪全面铺开。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，其中肉禽类 5000 吨，水产类 2000 吨。到 2021 年公司上市，产能规划从 1.5 万吨提升至 6.5 万吨。同时，从市场布局来看，公司逐步在江浙沪市场逐步铺开，开始在周边省份如山东、安徽、河南等市场点状布局。

1.3 实控人控制力强，股权激励绑定核心管理层

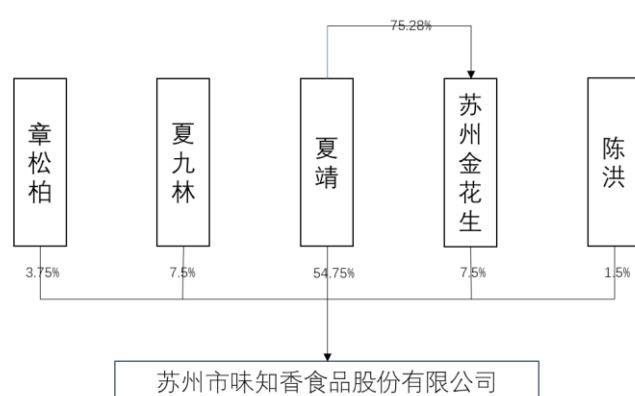
公司实际控制人也是公司的创始人夏靖，直接和间接共持有公司 60.4% 股份，其中有 5.6% 是通过苏州金花生间接持有，夏靖的兄弟夏九林和表兄弟章松柏分别持有公司 7.5% 和 3.75% 股份。金花生为公司股权激励的平台，由夏靖及其配偶胡家红共同出资设立，除持有发行人股权外无实际经营。除实控人外，有 26 名核心员工持股，出资额共计 20 万元。根据招股书披露，上市后公司还会考虑进一步通过上调工资和股权激励等方式提升激励力度。

图表 4：味知香股权结构（上市前）



资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 5：味知香股权结构（上市后）



资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

2、预制菜行业分析：空间广阔，跑马圈地进行时

预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，经预加工（如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味）而成的成品或半成品。预制菜省去了食材采购的烦恼，简化了制作步骤，经过卫生、科学包装，再通过加热或蒸炒等烹饪方式，就能直接作为餐桌上的便捷特色菜品。

预制菜起源于国外，我国处于发展早期阶段。预制菜最早起源于美国，20 世纪 60 年代，成品菜由净菜逐步发展，预制菜开始实现商业化经营；20 世纪 80 年代，净菜加工配送在日本、加拿大及部分欧洲国家兴起，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，通过对肉禽和水产等原材料的进一步加工，提供了比净菜更加丰富的产品种类并进一步精简了客户的烹饪环节。

预制菜按照深加工程度和食用方便性，基本可以分为四大类别：**1) 即食食品**：指开封后可以直接食用的预制调理制品，可以概括为“开包即食”食品。具体产品如即食泡椒凤爪、鸡腿、火腿肠和罐头等；**2) 即热食品**：指只需要经过加热即可食用的食品，可以概括为“加热即食”食品。比较典型的是近两年在市场上非常活跃的快餐料理包，如梅干菜扣肉，辣子鸡丁等；**3) 即烹食品**：指经过相对深加工（加热或浅油炸），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调理的食品，属于半成品预制菜范畴，可以概括为“熟料加热调味”食品，如香酥肉、椒盐排骨等；**4) 即配食品**：指经过清洗、分切等初步加工（只是物理加工）而成的小块肉、生鲜净菜等。一般以生的菜料为主，烹饪者要自行搭配各种调料，经过炒制加热变熟后可食用，可概括为“生料加热调味”食品。由此，按照加工的深浅程度，可以做如下排序：即食食品>即热食品>即烹食品>即配食品。

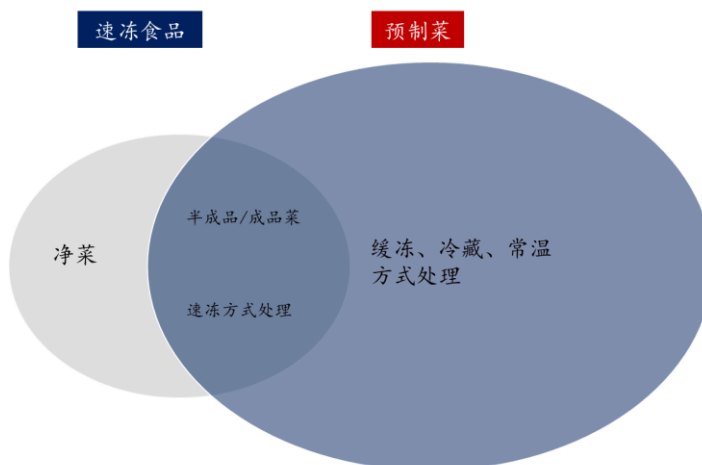
图表 6：预制菜的分类



资料来源：餐企老板内参、国盛证券研究所

明晰预制菜和速冻食品区分：速冻食品和预制菜有交集，但并不完全等同。根据《首届全国速冻方便食品技术设备展示会论文资料汇编》一文对速冻食品的定义，速冻食品指的是将需速冻的食品，经过适当的前处理，通过各种方式急速冻结，经包装储存于-18℃—-20℃下的连贯低温条件下送抵消费地点的低温产品。因此，其中包括净菜、半成品菜和成品菜，而后两者属于预制菜概念，前者并不属于预制菜概念。同样，预制菜概念对处理方式并未特别说明，我们理解可以是急冻、缓冻、冷藏或常温的处理方式，而速冻食品的概念中明确要求通过急速冻结的方式，因此速冻食品从概念上来看与预制菜有交集，但并不完全等同。

图表 7: 预制菜与速冻食品概念关系

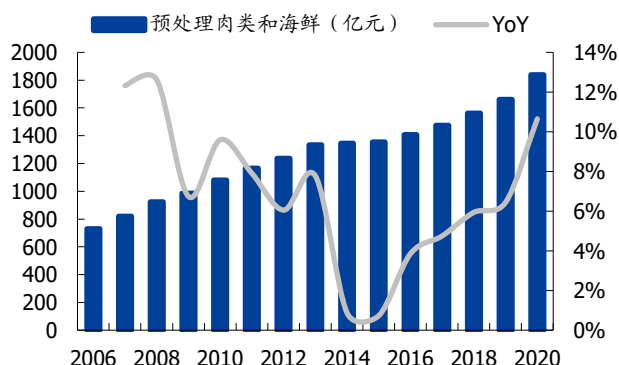


资料来源:《首届全国速冻方便食品技术设备展示会论文资料汇编》、餐企老板内参、国盛证券研究所

2.1 千亿市场, 空间广阔

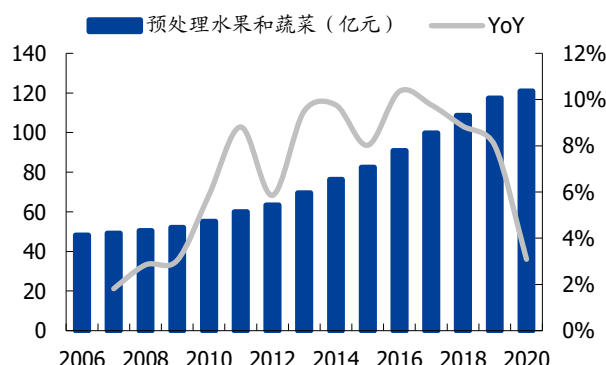
预制菜市场规模约 2000 亿左右, 保持稳定增速。根据中国产业信息网的统计, 2020 年我国预处理的肉类和海鲜市场规模约为 1838.29 亿元, 近 5 年 CAGR 为 6.3%, 预处理的水果和蔬菜市场规模约为 120.93 亿元, 近 5 年 CAGR 为 8.0%。因此, 预制菜合计 2000 亿左右, 未来有望保持 5-10% 的复合增速。另外, 仅从 B 端餐饮来看, 根据国家统计局数据, 2019/2020 年我国餐饮收入规模分别为 4.6/3.95 万亿元, 考虑 2020 年疫情影响数据可能失真, 选择 2019 年数据作为参考。根据中国饭店业协会《2019 中国餐饮业年度报告》数据, 正餐类企业平均原材料成本占比 39.7%, 结合渠道调研, 我们按照 35% 的原材料成本假设, 则食材采购规模达 1.6 万亿元, 其中预制菜尚处于起步阶段在餐饮食材中占比预计为 10% 左右, 因此按照渗透率 15% 假设, 我们预计 B 端餐饮预制菜规模为 1600 亿左右。

图表 8: 预处理肉类和海鲜市场规模及增速



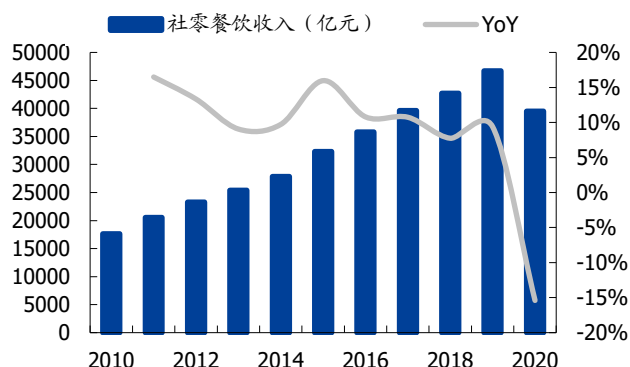
资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 9: 预处理水果及蔬菜市场规模及增速



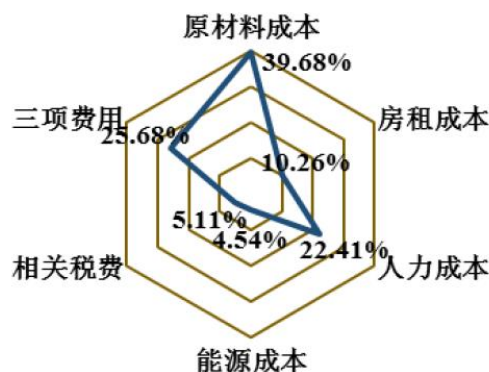
资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 10: 社零餐饮收入及增速



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 11: 正餐类餐饮企业成本构成



资料来源: 公司招股说明书、中国饭店业协会、国盛证券研究所

2.1.1 C 端便捷化需求和 B 端运营效率提升驱动预制菜行业增长

1) 从需求角度来看:

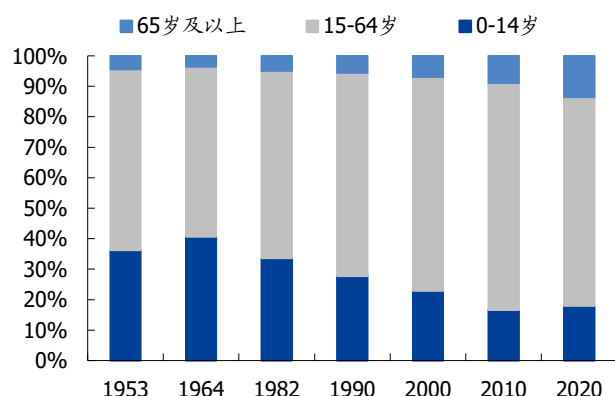
C 端: 老龄化、单身比较重加大和女性就业率的提升强化饮食便捷化趋势。

1) 老龄化: 根据国家统计局数据,我国 65 岁及以上人口占比从 2010 年的 8.9%左右上升至 2020 年的 13.5%左右, 老龄化占比快速提升。

2) 单身人口比重增加: 人们的家庭观念、生活方式等也在悄然发生改变。晚婚趋势不断显现, 20 至 24 岁初婚登记人数稳步下降, 一人户数量占比不断增加, 从 2004 年占比 7.8%增加到 2019 年 18.1%。随着年轻人的愈加“懒宅”, 预制菜的购买率将大幅提升。根据 2020 年天猫数据, 预制菜销量同比增长 111%, 自热火锅等新式方便速食在天猫上的销售增长超过 50%。

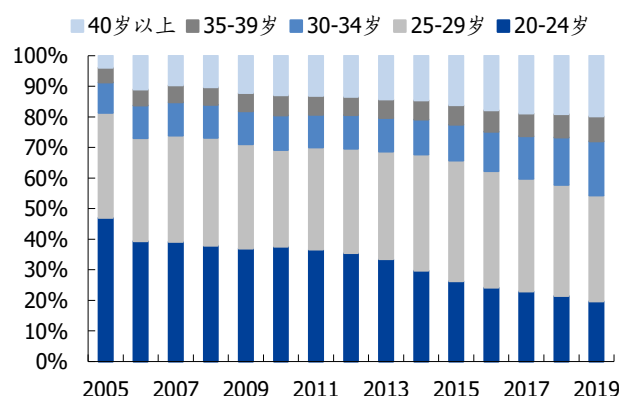
3) 女性就业率提升: 受传统文化及社会分工的影响, 我国家庭三餐通常由女性料理, 但随着越来越多的女性进入职场, 家务烹饪时间缩短, 甚至快节奏的生活及工作压力导致缺乏足够的时间和精力去制作三餐, 因此对便捷类商品需求上升。

图表 12: 历次全国人口普查中人口结构变化



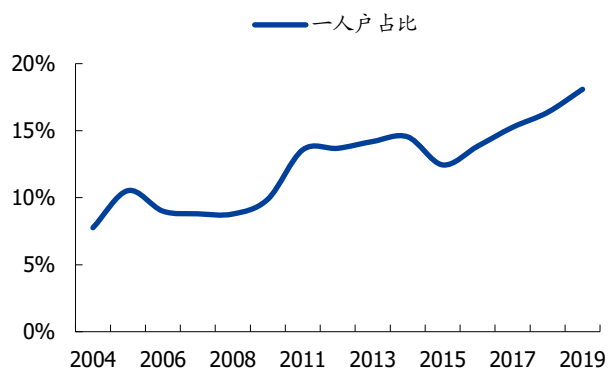
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 13: 中国初婚登记年龄 (%)



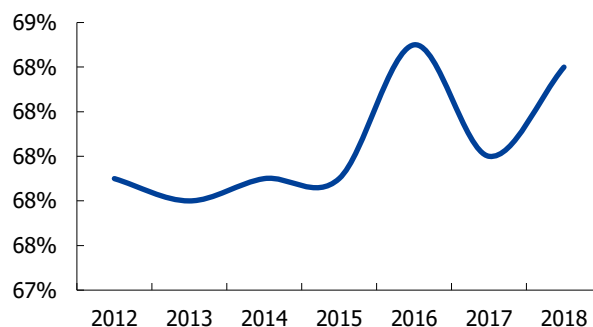
资料来源: 民政部、国盛证券研究所

图表 14: 中国一人户家庭占比



资料来源: Wind、国盛证券研究所

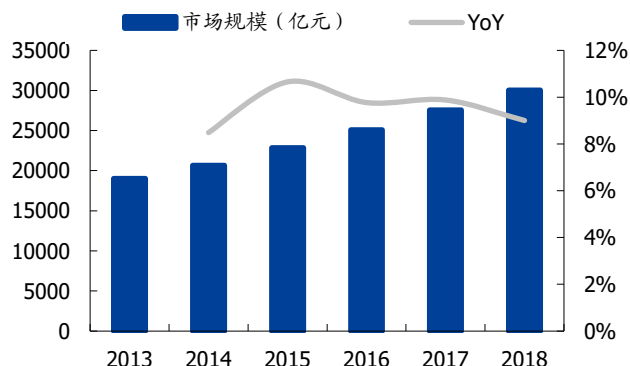
图表 15: 中国女性就业率 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

B 端: 下游门店连锁化提升, 运营效率改善势在必行。在外卖快速发展、成本压力提升驱动下, 餐饮连锁化稳步发展, 火锅、快餐及小吃等长尾品类逐步品牌化、连锁化替代无品牌。2019 年我国连锁快餐门店数达到 18725 家, 近十年复合增速达到 12.0%。人工、租金持续上涨, 去厨师、去厨房意愿提升, 运营效率提升势在必行。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, 正餐类餐饮企业平均人力费用占营业收入比例达 22.4%, 房租成本比例达 10.3%。随着门店租金、人员工资持续上涨, 厨房面积和厨师成本对餐饮业盈利掣肘大幅提高, 餐饮门店去厨房、去厨师化意愿迅速提升。

图表 16: 我国中式快餐市场快速增长



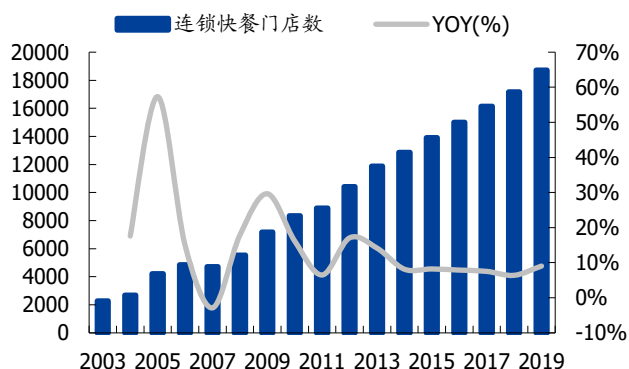
资料来源: Frost&Sullivan、国盛证券研究所

图表 17: 中国外卖市场规模及增速 (亿元)



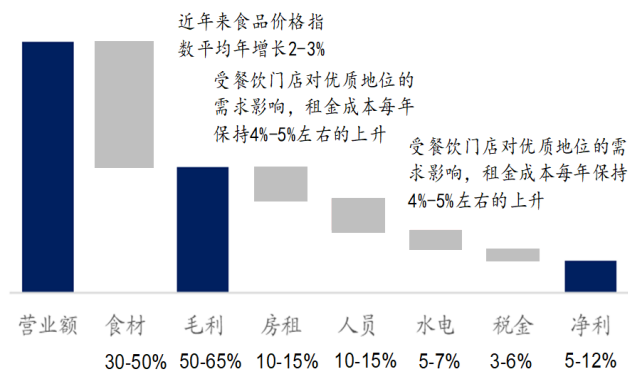
资料来源: Frost&Sullivan、国盛证券研究所

图表 18: 连锁快餐门店数及增长率 (家)



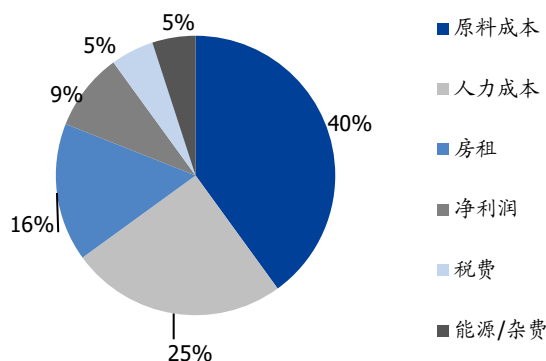
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 19: 人工&租金成本上行



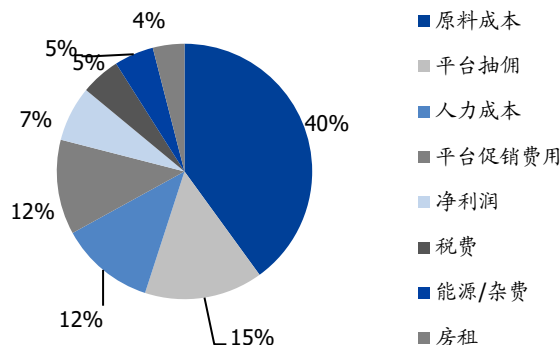
资料来源:《第三只眼看零售》调查、国盛证券研究所

图表 20: 传统餐饮成本构成



资料来源: 艾瑞咨询《餐饮行业报告》、国盛证券研究所

图表 21: 外卖成本中人力及房租成本占比大幅节省

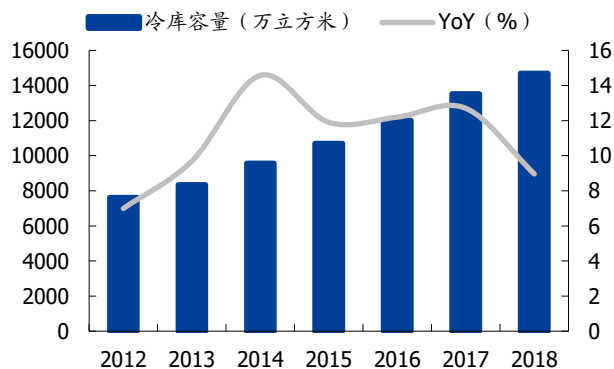


资料来源: 艾瑞咨询《餐饮行业报告》、国盛证券研究所

2) 从供给端来看

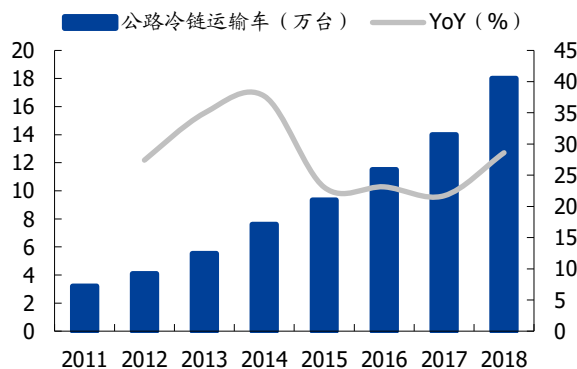
冷链物流逐步完备, 为预制菜发展提供保障。我国冷链物流水平正不断发展, 截至 2018 年我国冷库容量达到 1.47 亿立方米, 自 2012 年来, 我国冷库容量不断增长, 复合增长率达到 11.6%。公路冷链运输车的保有量也从 2011 年的 3.21 万辆增长到 2017 年的 14 万辆。

图表 22: 我国冷库容量及增长率 (万立方米, %)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

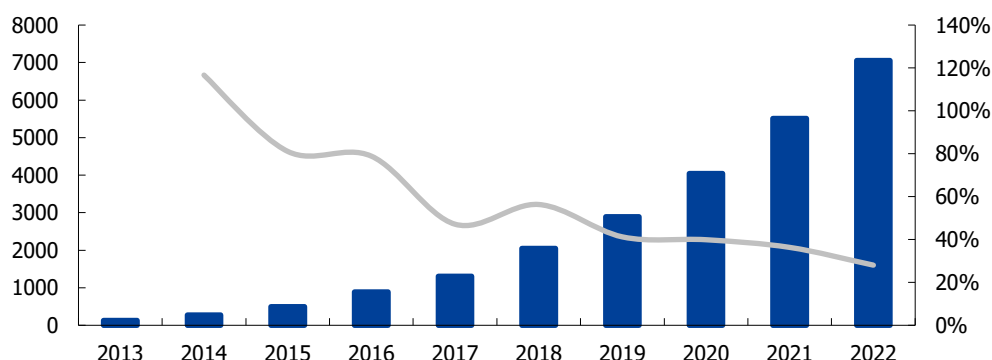
图表 23: 公路冷链运输车及增长率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

生鲜电商的发展提供了新兴的平台。生鲜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，相当于减少损耗提升流转效率；标准化的预制菜产品，可提高电商平台客单价，降低单位配送成本。

图表 24: 中国生鲜电商市场交易规模及增速 (亿元)

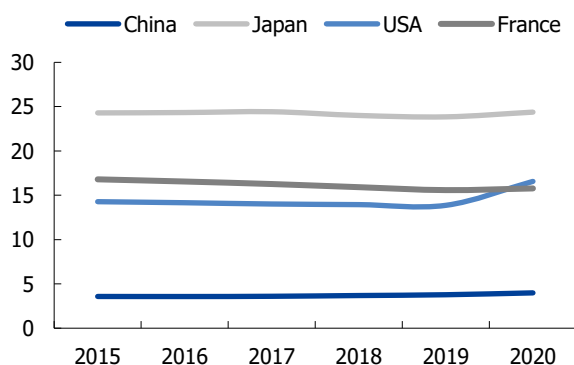


资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

2.1.2 预制菜人均消费与海外国家差距巨大，空间广阔

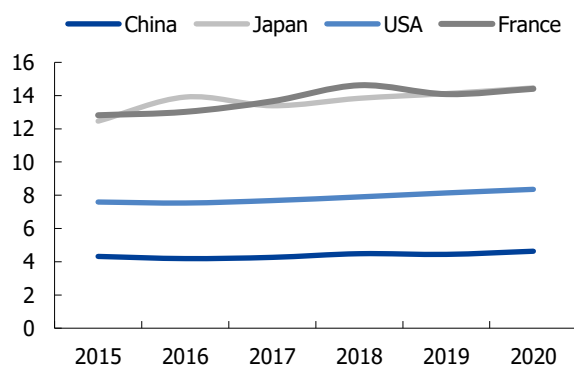
我国预制菜起步较晚，对标海外国家人均消费量仍较低。根据中国产业信息网，2020 年美国、法国、日本和中国的预处理肉类和水产销量分别为 553.26/106.54/308.38/573.81 万吨，人均消费量分别为 16.57/15.78/24.38/3.99 千克。同时，2020 年美国、法国、日本和中国的预处理肉类和水产成交均价分别为 8.36/14.41/14.46/4.63 美元。对比美国、法国和日本市场，我国人均预制菜消费量和成交均价均有较为广阔空间，按照人均消费量测算，预计有至少 4 倍左右的弹性，按照成交均价测算，预计至少有 2 倍左右的弹性。

图表 25: 2015-2020 年预处理肉类和水产产品人均消费量对比 (kg)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 26: 2015-2020 年预处理肉类和水产产品均价对比 (USD)



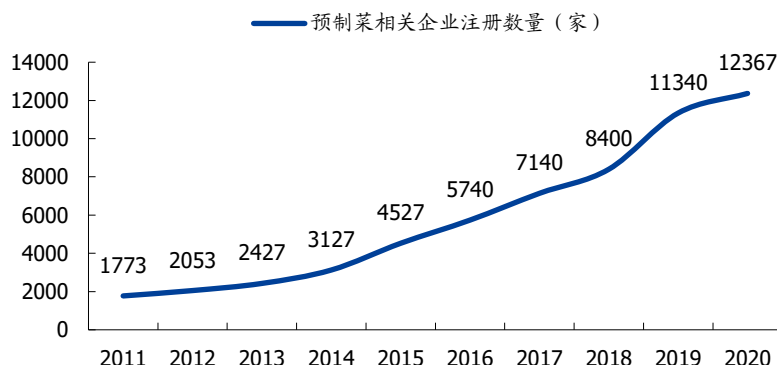
资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

2.2 预制菜企业众多，尚处跑马圈地阶段

受地域和冷链半径影响，预制菜生产企业众多。根据餐老板资讯网数据，当前上游预制菜企业大概有 2 万家，平均年销售额在 1500 万左右。根据企查查统计数据，2020 年预制菜相关企业数量在 1.2 万家左右。由于我国地区之间当地居民饮食习惯及口味不一致，且预制菜产品依赖冷链运输，有一定的覆盖半径，因此行业多为中小企业，多数停留在

作坊式生产加工模式，只能应对少量客户，产品单一，标准化程度低。

图表 27：预制菜企业数量众多



资料来源：企查查、国盛证券研究所 注：仅统计关键词为“速冻、预制菜、预制食品、半成品食品、即食、净菜”相关企业数量，数据截至 2021/4/28

预制菜行业呈现南强北弱的市场分布格局。预制菜市场的地域性特点十分明显，大型企业大多集中在湖南、四川、河北、山东、福建等地，湘菜、川菜、粤菜等预制菜的品种相对较多。主要系南方市场对分量小、口味好的精致小包装产品更青睐，这类产品成本低利润高，而北方市场更讲究实惠，对量大的肉制品更喜欢，但成本也高。因此，生产商和经销商在北方难以获得规模优势，铺市动力较弱。

从企业画像来看，当前预制菜企业可以主要分为三类：

传统的半成品菜企业：研发生产与销售半成品菜的企业，包括主要服务于餐饮、酒店和团餐等端企业的千味央厨、圣农发展，或是主要通过零售经销渠道销售的新雅食品和味知香。

餐饮零售化转型企业：广州酒家、云海肴、同庆楼和西贝等知名连锁餐饮企业以其供应链为基础，开发和打造半成品或成品菜。

OEM 模式的生鲜平台：包括主要面向零售市场的生鲜超市盒马工坊，产品主要为自主研发以及与当地的餐饮、食品企业合作。还有像半成品菜供应链企业找食材，通过自主研发以及整合上游部分资源，自建物流网络等，为城市及县乡客户提供半成品菜。

随着行业的发展，预制菜竞争也出现两点变化：

变化 1：出现自动化规模化生产的企业。随着工业技术的提高，部分企业开始采购自动化产线，迅速扩张产能，占据先发优势。

变化 2：渠道竞争转变为品牌竞争。预制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。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。目前，行业内企业开始重视品牌建设，通过投放广告、举办推广活动、聘请代言人等方式提升品牌知名度。

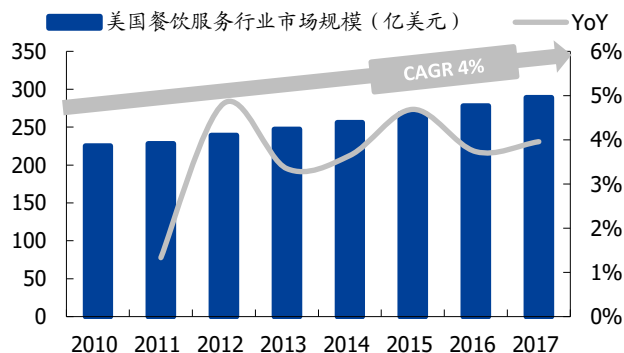
3.3 美日法预制菜市场及龙头公司发展情况

3.3.1 美国：Sysco 自建配送中心，并购扩张带来规模优势

美国食材供应链体系成熟，餐饮服务配送行业规模超 300 亿美元。美国食材供应链最初以初级农产品和冷冻罐头食品为主，20 世纪 70 年代末美国罐头食品出现供应过剩现象，迫使部分配销商增加水产、肉类、鲜活农产品等品类，实行商品多样化策略以降低单一品类的经营风险，降低整体的产能闲置率。随着竞争进一步加剧，围绕下游餐饮需求，食材供应链进一步向非食品品类延伸，扩展至餐厨用品、杂货设备甚至医药用品。经过

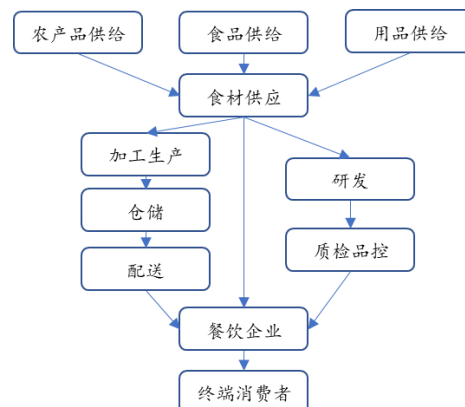
近半个世纪的发展，欧美发达国家的食材供应链已经相当发达，已发展出了专业的餐饮服务配销行业（Foodservice Distribution Industry），2017年美国餐饮服务配销行业食材规模为289亿美元，近10年复合增长率为4%，预计2019年行业规模超300亿美元。预制菜行业只属于餐饮服务行业食材半成品部分。

图表 28: 美国餐配行业规模及增速



资料来源: technomic、PFG 官网、国盛证券研究所

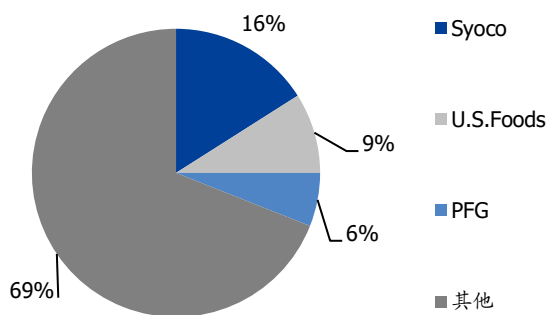
图表 29: 美国餐饮产业链体系



资料来源: 国盛证券研究所

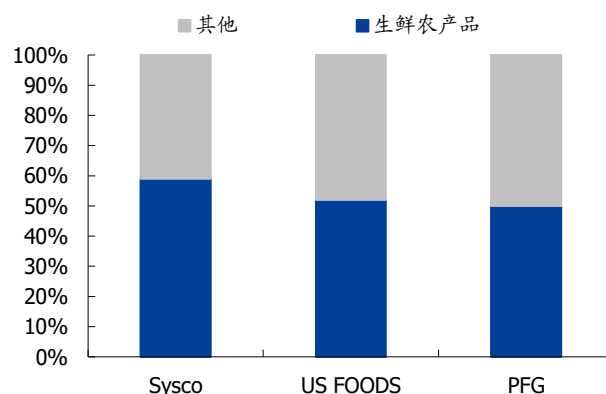
餐饮配销行业集中度高，以生鲜冻品为主。美国餐饮配销行业参与者可以分为三类：1）宽线配销商（Broadline distributors）：提供的产品线和服务范围较宽，覆盖食材全品类以及相关用品设备；2）窄线配销商（Specialized distributors）：专注于特定的产品品类销售，或服务于特定的客户类型；3）专营配销商（System distributors）：专为大型餐饮连锁提供针对性的产品和服务。美国餐饮企业主要依靠 50 余家大型的宽线配销商、上万家小型的窄线配销商以及仓储式超市进行采购，前三大行业龙头 Sysco、USFoods、PFG 占据 31% 的市场份额，Top4~10 占据 10% 的份额，行业集中度逐年提升。其中，美国“宽产品线”市场集中度最高，行业 CR3 达 70% 左右，品类主要仍以占比六成的基本生鲜类为主，食品及初级加工品占比约三成，用品品类虽然都会涉及但占比仍然较小，仅约一成不到的占比。

图表 30: 美国餐饮服务配送行业竞争格局（2017 年）



资料来源: technomic、PFG 官网、国盛证券研究所

图表 31: 美国餐饮宽线配销商产品结构

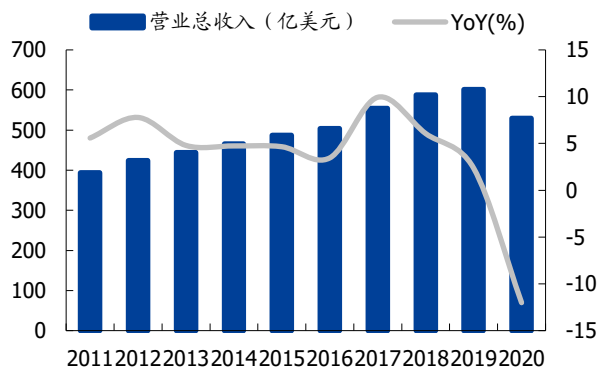


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

Sysco 是全球最大食品及相关产品分销商，竞争优势明显。公司产品类型以食品类为主，生鲜占比较大。产品端来看，Sysco 旗下拥有 13 个自有品牌，以意大利、美式、墨西哥和亚洲菜系等各个主流菜系为中心的相关烹饪所需食材，满足各个餐饮消费场景的需求。渠道端来看，营销网络覆盖全美，服务客户超过 60 万家，其中餐厅营收贡献占比超 60%。产销端来看，Sysco 上游从数以千计国内外供应商处严格筛选采购，中央直采为主，地域

分区采购补充，下游采用咨询式销售模式，提供强大产品解决方案。仓储物流实力雄厚，重资产运作稳定性强，拥有 1.4 万辆运输车队，332 家配送中心，78%均为自持。随着公司近 40 年发展，Sysco2020 年营业总收入 528.93 亿美元，实现净利润 2.15 亿美元，成为影响美国食品行业零售配送绝对龙头。

图表 32: Sysco 收入及增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 33: Sysco 业绩及净利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

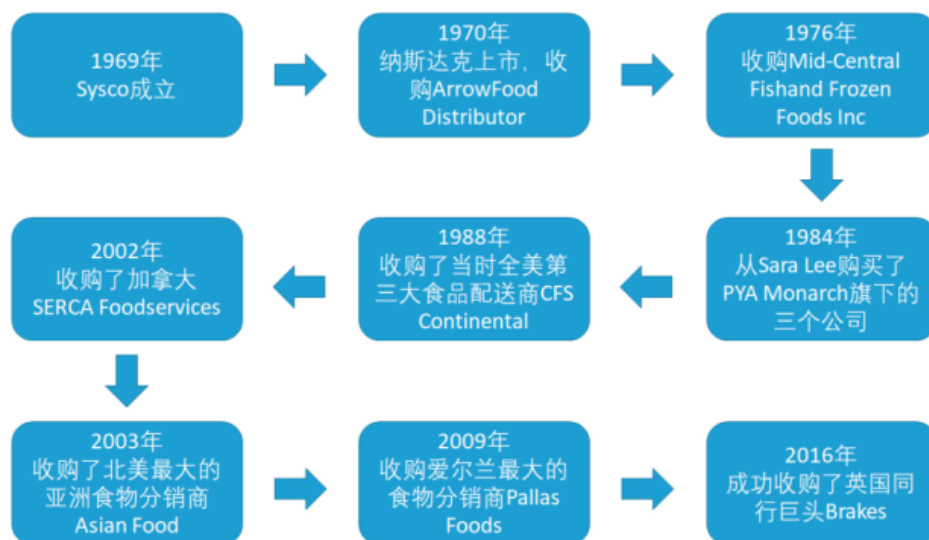
图表 34: sysco 旗下自有品牌及应用场景

品牌名称	对应场景	产品品类
ARREZZIO	意大利菜系餐厅	意大利面，意大利酱汁，奶酪、芝士等
Baker's Source	烘焙产品	600+种烘焙成品、半成品、即烤面团
Block&Barrel	三明治解决方案	650+种产品，包括各式肉类熟食、奶酪、酸黄瓜等
BUCKHEAD Pride	牛排	牛肉
Butcher's Block	高端肉类产品	小包装高端肉类产品
Casa Solana	墨西哥菜系餐厅	玉米片、牛油果、番茄辣酱汁、芝士等
Fire River Farms	汉堡，墨西哥卷饼	各类肉类
House Recipe	调味料	番茄酱、黄芥末酱、花生酱等
Jade Mountain	亚洲菜	速冻春卷、小笼包、饺子、大米、亚洲调味料等
Protico	海鲜	各类海鲜
Newport Pride	高端牛排	高端牛肉
Sysco/FreshPoint Natural	蔬菜	各类新鲜蔬菜
Wholesome Farms	蛋奶制品	蛋奶、牛奶、黄油、冰淇淋等

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

Sysco 于 1969 年成立，创始人 JohnBaugh 说服其他 8 个小的食品配送商将公司与 John 拥有的 ZeroFoods 进行合并，成立了 Sysco，以便能在所覆盖的区域内配送任何食品。1970 年，Sysco 登陆纽交所，并于当年进行了第一次并购。截止目前，公司累计并购数量接近 200 个。2013 年 12 月，Sysco 宣布将以 35 亿美元的价格收购第二名的 U.S.Foods。但是在 2015 年 6 月被法院裁定为垄断。Sysco 收购 U.S.Foods 未果，支付了 3.2 亿美元。2016 年，Sysco 将眼光放在了欧洲市场，31 亿美元成功收购了英国同行巨头 Brakes，拓展了公司的国际版图。

图表 35: Sysco 发展历史中重大事件

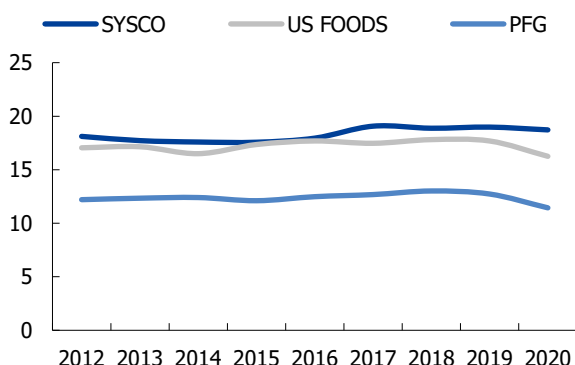


资料来源: 公司官网、亿欧咨询、国盛证券研究所

美国独特的体系导致餐配行业标准化程度高。美国农业种植地较为集中，单个农场的生产规模大，形成了比较完善的全国性蔬菜分工体系。同时，美国餐饮业尤其是快餐发展突出，形成了众多美式快餐为主的全国性大型餐饮连锁集团。因此美国的食材供应均以冻品为主，相较于难以标准化的中餐，美国对产品研发迭代和供应链管理精细度的要求不高，供应的标准化程度高。这使得餐饮服务配销企业的核心竞争力在于渠道与管理成本的控制，更多的渠道和更低的管理成本则意味着持续的现金流回收。

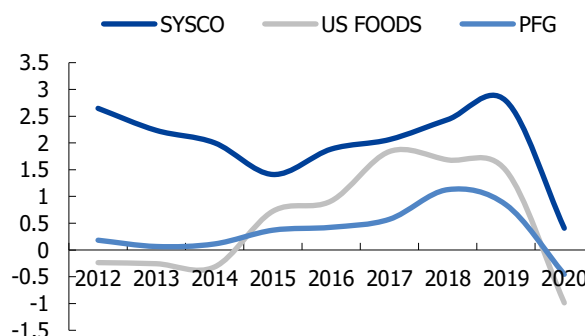
Sysco 的核心竞争力：持续并购，全国化设点带来规模优势。从 Sysco 并购历史沿革来看，公司并购的最终目的均是丰富 Sysco 的渠道。同时，Sysco 则是统一管理财务、采购等后台操作，通过输出标准化的管理方式降低管理成本。此外，Sysco 采取中央直采的方式，统一对客户的需求量进行预测和采购，统一运达各个地区运营公司送达客户。规模化的集采与配送放大了 Sysco 的利润空间，强化了 Sysco 的竞争力，持续提升其市场份额。

图表 36: Sysco 毛利率高于竞品 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 37: Sysco 净利率高于竞品 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 38: 美国 TOP3 公司指标对比 (2020 年)

	Sysco	U.S.Foods	PerformanceFoodGroup
成立时间	1969 年	1853 年	1875 年
市场份额	16%	9%	6%
市值	407 亿美元	84 亿美元	66 亿美元
客户种类	餐厅、医疗机构、教育机构、政府、旅游设施和零售商等	独立经营和连锁餐厅、医疗保健机构、政府和教育机构等	独立或连锁餐厅、快餐小吃店、剧院、学校、饭店、医疗机构等
产品种类	鲜冻肉、海鲜、家禽、蔬菜、水果、零食以及环保餐具厨房用品等	新鲜、冷冻、干货食品以及非食品产品等	海鲜、肉类、农产品、零食、饮料、罐头等
客户数	60 万	25 万	15 万
配送中心 (个)	332	60	73
物流车辆 (辆)	14000	6000	4000
SKU	40 万	35 万	15 万
销售收入	529 亿美元	229 亿美元	251 亿美元
毛利率	18.7%	16.3%	11.4%
净利率	0.4%	-1.0%	-0.5%
资产负债率	94.7%	67.4%	73.9%
固定资产占比	25.0%	20.0%	19.9%
存货周转天数	26	25	24

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

3.3.2 法国: Picard 门店扩张, 主打性价比优势

法国的行业情况大体上和美国的行业情况相差不大, 但其中 Picard 作为全法最大的冷冻食品供应商 (市占率为 19%) 以“直营+加盟”的展店的商业模式 (每年新增门店约 2/3 直营, 1/3 加盟), 走了与美国 Sysco 不一样的发展道路。

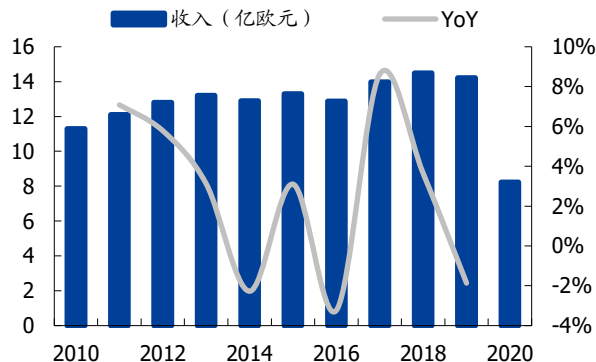
从冰块供应商到全法第一冷冻食品品牌。Picard 由 Raymond Picard 于 1906 年在法国创立, 其业务为向家庭供应冰块。在 1974 年 Picard 被 Arnaud Decelle 所收购, 公司在其接手后踏上转型之路, 从以往只是向家庭供应冰块的公司逐步转型为开店售卖冷冻蔬菜的企业并且取得成功。1999 年, Picard 已在法国拥有 400 多家门店, 正式走向国门, 通过在意大利开设新店开始其国际扩张。2015 年瑞士的 Aryzta 集团看中了 Picard 的业务并于 2015 年以 4 亿欧元收购了 Picard 49% 的股份。当前, Picard 已经成为全法国冷冻食品的龙头, 市占率约 19%, 2019 年销售额近 15 亿欧元, 业务遍布法国、意大利、瑞典、比利时、卢森堡及日本等国家。门店总数超过 1000 家。

图表 39: Picard 历史沿革



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 40: Picard 收入及增速

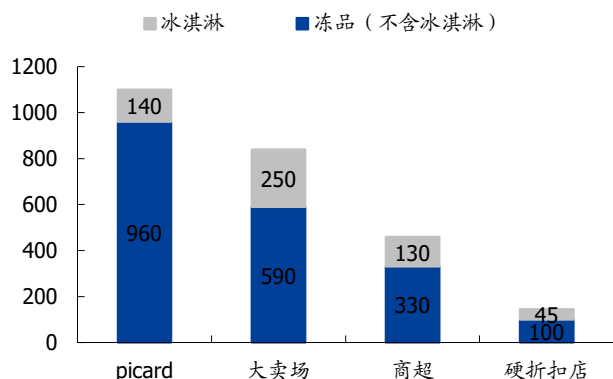


资料来源: Aryzta 年报、国盛证券研究所

SKU 持续迭代, 主打自有品牌性价比。Picard 致力满足消费者从早餐至夜宵、从个人用餐至派对用餐、法国菜至国际菜系的所有对于食品场景及喜好的需求。因此消费者在 Picard 的门店里可以找到冷冻蔬菜、蛋挞、盒饭、汤、酱料、牛角包、甜品等一系列产品。其冷冻食品的 SKU 数量高达 1100 个, 而且每年固定更新 200 个 SKU, 让消费者经常能尝到新品, 保持新鲜感。在冷冻食品这品类中, Picard 无论在数量及质量都比其他零售商有着较大优势。Picard 每年所售卖的 1100 个 SKU 中, 97% 为自有品牌, 其对于品质的把控、性价比、产品研发能力较强。

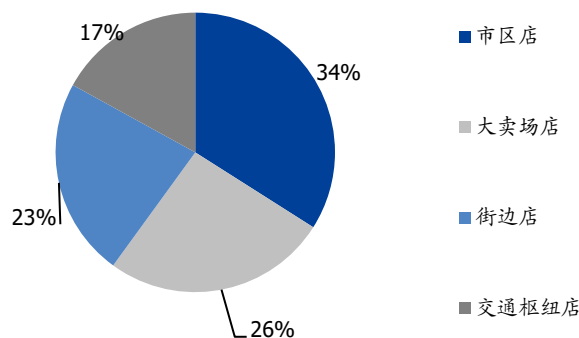
Picard 1000 多家门店分为 4 个类型: 街边店、市区店、交通枢纽店及在大卖场店。根据 fooddaily 及 Aryzta 公告, 公司街边店的主要服务半径为 3-5 分钟的步行距离, 普遍开设在比较密集的住宅区, 门店的面积约 200 平, 门店数量占比 26%。市区店开设在商业区, 其中追求方便快捷的司机客群占此类门店收入的 30% 左右, 门店面积约 255 平, 门店数量占比 17%。交通枢纽店主要开设在交通要道上, 普遍配有固定停车位供顾客停车, 门店平均面积与市区店同为 255 平, 门店数量占比 34%。而大卖场店主要开设在大型卖场的外租区, 少量开设购物中心里, 作为主体的补充业务。此类门店平均面积为 267 平, 门店数量占比 23%。所有门店均提供配送服务, 最大程度满足顾客需求。

图表 41: 法国零售端冷冻食品 SKU 及数量结构



资料来源: Aryzta 公告、fooddaily、国盛证券研究所

图表 42: Picard 门店类型占比

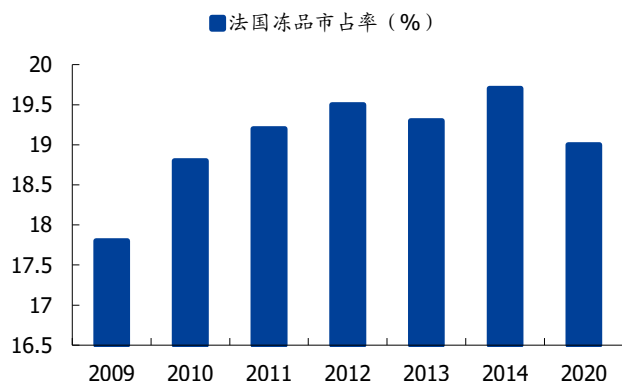


资料来源: Aryzta 公告、fooddaily、国盛证券研究所

门店模式毛利率处于高位, 净利率相对较低。根据 2015 年 Aryzta 收购公告, Picard 在法国的收入从 2010 年开始持续上升, Picard 法国地区全年收入为 11.3 亿欧元, 毛利率

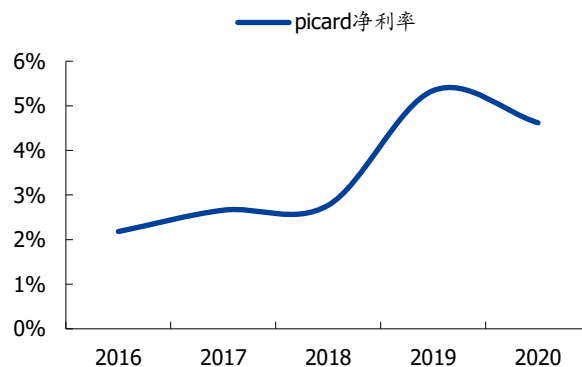
为 41%，到 2014 年 Picard 收入为 12.9 亿欧元，毛利率上升至 44%。目前 Picard 在法国的市场占有率从 2009 年的 17.8% 上升至 2014 年的 19.7%。

图表 43: Picard 市占率



资料来源: Aryzta 公告、fooddaily、国盛证券研究所

图表 44: Picard 净利率



资料来源: Aryzta 公告、国盛证券研究所

3.3.3 日本: 神户物产打造生产销售一体化模式

日本由于人口密度高,超市和便利店随处可见,预制菜包括速冻的和冷藏保鲜的需求量都很大。据日本行业协会数据统计,日本预制菜在上世纪 70 年代末 80 年代初得到高速发展,每年以 20% 以上的速度递增。目前,日本预制菜的渗透率已经达到 60% 以上。

神户物产主要以终端门店的形式经营食材生产制造兼零售批发,2020 年营业收入为 2600 亿日元。神户物产在日本有 21 个工厂,开发制造德用香肠、冷冻乌冬面、三文鱼片、水羊羹等原创商品。并且从 40 个国家直接进口食品,包括巴西产鸡腿肉、比利时产薯条、干果类等。截止到 2020 年 10 月末,神户物产还在全国开设业务超市 879 家,其中主要为加盟超市。

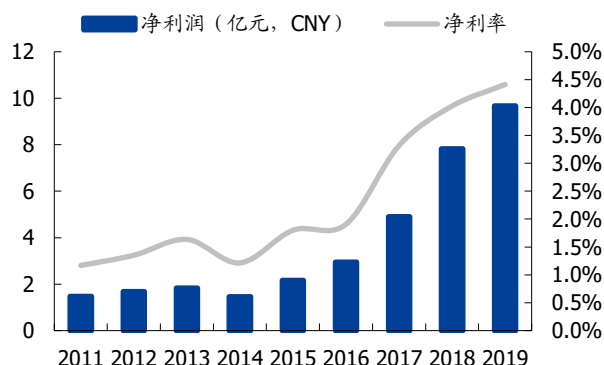
神户物产的生产销售一体化体制是成本控制的根源。从农蓄水产的生产到食品加工、流通销售,神户物产打通了第一、第二和第三产业,建立了独自の物流体系和低成本体制的零售体系。神户物产自行生产蔬菜、鸡肉、鱼类。北海道 1570 公顷的农场和埃及的沙漠中的 2900 公顷的农场,以及渔业业务和养鸡场,都为消费者提供了充足、高品质、放心的食物,也从源头降低了成本。神户物产的食品加工大多生产冷冻食品,既可以保证规模销售,又可以避免承担像生鲜商品产生的损耗。店铺确立了彻底排除浪费、损耗、非效率的低成本操作,由于信息一体化,使工厂实现无浪费、低成本的生产,进而形成良性循环。此外,神户物产业务超市销售独有商品(PB),既能降低成本,也实现了差异化销售。根据企业年报显示,2019 年公司 PB 商品品种占到 35%,销售额占到 42%。

图表 45: 神户物产收入及增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 46: 神户物产业绩及净利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

对比美国、日本、法国食材供应链的模式，我们得出以下 2 点结论：

结论一：无论是 B 端还是 C 端，上下游标准化程度决定了餐饮食材供应商的规模边界。西餐各个环节元素相对简单，消费者对于绝对新鲜的食材追求没有亚洲国家要求高。因此欧美餐饮食材供应上下游标准化高，行业中容易诞生大而全的龙头企业。例如 Sysco 和 Picard 的规模要大于神户水产和日冷食品。

反观中国，消费者对中餐丰富度的追求导致上下游标准化程度降低，预制菜企业产生一个核心矛盾，即批量化生产和餐饮个性化要求的根本性矛盾，行业难以出现大而全的公司。中餐饮食结构复杂，区域性特色明显，不同的烹饪手法会带来不同的口感，所以下游餐饮店的需求是多样且分散的，但这种分散对于上游供应预制菜的工厂是很大的挑战，即工厂追求的批量化和餐饮要求的个性化之间有矛盾，所以大部分预制菜企业大多只能专注于最擅长有限品类，诞生大而全的企业的可能就比较低，预计就不同菜系和不同地区诞生区域型的龙头企业。

结论二：高效供应链管控效率带来的规模优势构建竞争壁垒。无论是 Sysco 在全美自建配送体系，还是 Picard 持续高效的推出高性价比的 SKU，抑或是神户物产建立了独自の物流体系和低成本体制的零售体系，背后均体现了企业高效的供应链管理能力和通过高效的供应链管理，龙头企业在当地市场迅速做大，集采集供下规模优势持续的显现，能够游刃有余的应对行业的价格战，有效的降低自身成本。

我们认为供应链管理可以外化为生产端和需求端的管理能力。生产端来看，能够持续推出爆款大单品倒逼企业产能和配送网点保持一定扩张速度，能够满足下游爆发式的需求增长。同时，也需要企业营销团队对市场需求变化具备敏锐洞察力，能够及时发现适销对路的大单品，打造其性价比优势，降低试错成本。销售端来看，带动营销团队和经销商或者加盟商队伍将大单品迅速在渠道推广，提高费用投放效率，并组织活动提高终端复购率和品牌认知度也是企业能够胜出的关键。

3、公司分析：兼顾 BC 渠道，打造加盟店体系

3.1 产能扩张奠定增长基础

公司产能以肉禽类和水产类为主。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，因此公司在设计产能时一般仅考虑肉禽类和水产类。

公司产能持续扩张，产能利用率保持高位。2017 年初，公司拥有 8000 吨产能，其中肉禽类 5500 吨、水产类 2500 吨。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，其中肉禽类 5000 吨，水产类 2000 吨。2018-2020 年公司产能利用率分别为 81.5%/85.9%/99.2%，保持持续上行态势，同时 2018-2020 年公司产销率分别为 97.4%/102.3%/103.1%，产销情况保持良好。我们认为，预制菜下游需求旺盛，公司持续扩张产能有利于保持自身先发优势，也为后续增长提供动力。

图表 47: 公司近 3 年来产能及产能利用率情况 (吨)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能	15000	15000	15000
产量	12224.05	12884.14	14877.17
产能利用率	81.49%	85.89%	99.18%
销量	11899.79	13176.28	15330.44
产销率	97.35%	102.27%	103.05%

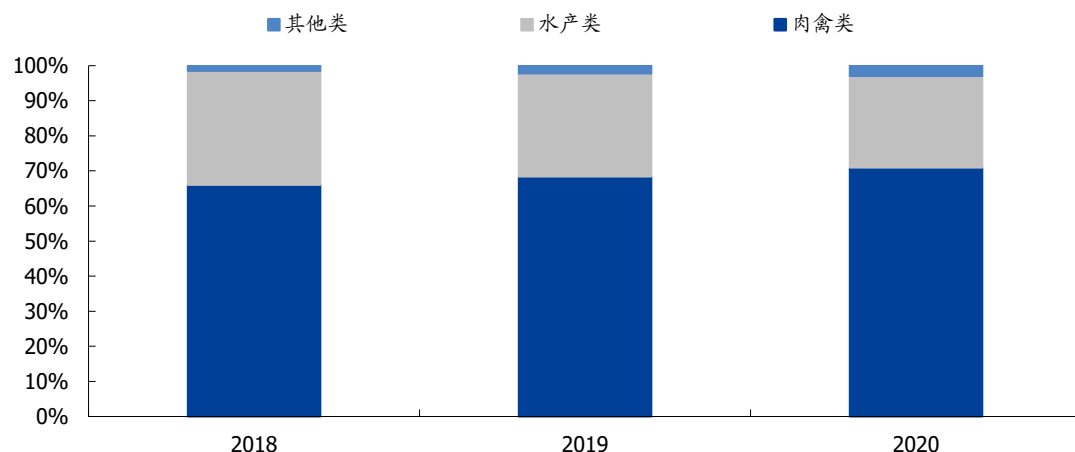
资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

3.2 双品牌布局兼顾 BC，研发保障产品竞争力

两大品牌分别布局 BC 端。公司主要有两大品牌，即味知香和饌玉品牌，共 200 余种不同口味不同规格的产品，包含咕鲁肉、八宝、鱿鱼须等等经典菜目。其中味知香品牌以 C 端为主，满足家庭早餐中晚餐聚会的各种需求，以中晚餐为主；饌玉品牌主要面向餐饮渠道，解决酒店、餐饮、商超、乡厨、家宴等配餐需求，提供标准化的预制产品。我们认为，公司双品牌布局能够充分享受到预制菜赛道 BC 端红利。

肉禽类产品为主，占比持续提升。从产品结构来看，公司半成品菜主要分为肉禽类和水产品类以及其他品类，其中肉禽类产品包括牛肉类、家禽类和猪肉类，如黑椒牛柳、宫保鸡丁和老坛雪菜肉丝等，水产类产品包括鱼类和虾类，如水晶虾仁、清溜鱼片等。2020 年公司肉禽类和水产类收入分别为 4.36/1.60 亿元，占公司主营业务收入的比例分别为 71%/26.1%，2016-2020 年，公司肉禽类产品收入复合增速 19.8%，占公司收入的比例也在逐年提高。肉禽类中，牛肉是最主要的细分品类。2020 年公司牛肉类产品收入 3.08 亿元，占公司主营业务收入的 50.2%。

图表 48: 公司产品结构



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

研发机制完善, 持续改进工艺。公司不断改进加工工艺, 比如针对牛肉类产品的微解冻及除膜工艺, 能提高肉质与腌制效果的真空滚揉工艺, 针对水产类产品的虾仁水分保持工艺等。公司研发机制较完善。在通过销售部市场调研, 管理层及研发部人员的审核过后, 完成新产品研发立项; 立项后研发部门接受研发任务, 开展原辅料挑选、口味调试等小试工作, 落实相关技术标准和生产工艺; 小试产品经过管理层和销售部门等审批后方可尝试小批量推向市场, 收集市场反馈意见后再进行针对性调整。公司会根据工艺改进对生产过程的提升效果、产品新产品市场销售情况, 对研发人员给予一定的奖励。

图表 49: 公司主要产品工艺及正在研发的工艺

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	公司采用的真空滚揉工艺一方面使得肉类在真空状态下膨胀, 另一方面通过滚揉、按压, 使调料、辅料搅拌均匀, 加快了产品腌制速度。肉类纤维经过滚揉被打断, 肉质会更加软嫩。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	虾仁采购到食用会因多次解冻、冷冻而流失水分, 影响食用口感。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, 引起轻微凝固和沉淀, 使水分与蛋白质充分结合, 提高虾仁吸水、保水能力。
产品微调理	正在研发	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	正在研发	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。

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

在火锅热度保持高企的背景下, 公司开发的“味爱疯狂”系列高端火锅食材已进入中试阶段, 包括牛肉卷、羊肉卷、毛肚片、白千层、猪黄喉、虾滑等丰富的品种; 公司还在搜寻各地有代表性的特色食品, 完善“搜香寻味”系列产品, 正在研发的有太湖白虾、徽州刀板香等。另外, 公司还在开发“味知香工坊”系列火锅底料及调料包以及烟熏风味食品系列等, 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 50: 公司正在研发的新品

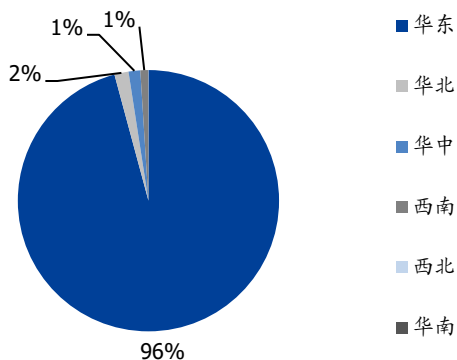
产品名称	产品介绍	所处阶段
高端火锅食材系列	为了满足消费者冬季火锅食用需求，公司经过对火锅行业的调研，明确了火锅食材的品类并选取合适的供应商、研究生生产工艺。公司目前正研发牛肉卷、羊肉卷、毛肚片、白千层、猪黄喉、虾滑等火锅产品，未来将进一步丰富研发品种。	中试
地方特色食品系列	公司搜寻各地有代表性的特色食品，研究生生产工艺实现产品批量生产。公司目前正研发太湖白虾、徽州刀板香等产品。	小试
烟熏风味食品系列	为了满足消费者对多种口味食品的需求，公司立足现有产品类型，对烟熏酱料和生产腌制工艺进行研究。	前期研发

资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

3.3 立足华东着重打造加盟店体系

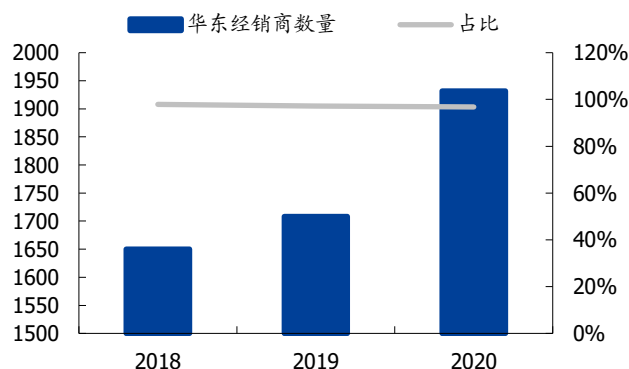
立足华东经济发达市场，未来有望向全国扩张。由于半成品菜产品需要冷链运输，客观上限制了产品的销售半径，公司所处的苏州市位于华东地区，早期便从上海、苏州开始进行业务拓展。因此，当前公司以华东市场为主，华东市场收入占比为 95.8%，2018-2020 年公司华东地区的经销商数量分别为 1650/1708/1932 家，占经销商总数比例分别为 97.9%/97.2%/96.8%。未来公司将立足于长三角地区，逐步向其他区域拓展客户。

图表 51: 公司各区域收入占比（2020 年）



资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

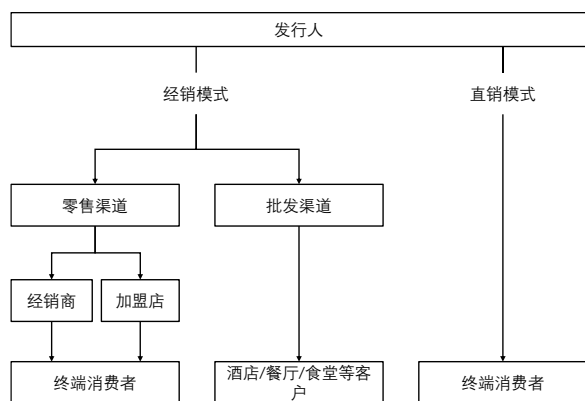
图表 52: 公司华东经销商数量变化



资料来源：公司招股说明书、国盛证券研究所

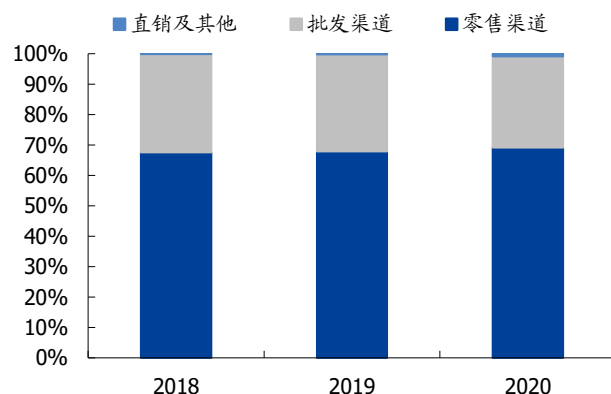
公司以经销模式为主，主要对接零售渠道。公司销售模式以经销模式为主，由零售渠道和批发渠道组成，批发渠道是通过经销商来服务酒店、餐厅、食堂等 B 端客户。截至 2020 年底，公司共有 1997 家经销商，其中零售渠道共有 1608 家（491 家经销店和 1117 家加盟店），批发渠道共有 389 家经销商。2020 年公司零售渠道、批发渠道和直销收入分别为 4.25 亿元/1.85 亿元/512 万元，分别占主营业务收入的 69%/30%/1%。

图表 53: 公司销售模式



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 54: 公司渠道结构



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 55: 公司各渠道模式对比

	经销店	加盟店	批发
客户类型	多为菜市场、农贸市场业主	主营半成品菜销售	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
排他性	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
开业费用	无	1 万元的开业支持费用	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
公司对经营的干涉程度	中性: 价格管控, 有限程度使用公司品牌及商标的权利, 不得采购其他厂家的半成品更换成味知香包装或以其名义销售等	强: 规范店员着装, 着带有品牌标识的工作服, 设计销售步骤, 培养沟通语言, 定期组织加盟店业主进行线上和线下培训	弱: 制定了返利政策, 对前一年度销量较大并达到当年约定订货金额的批发客户提供等值货物形式的销售返利
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	

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

公司零售渠道主要分为经销店和加盟店。公司发展初期通过与菜市场、农贸市场摊位业主等建立经销合作关系, 以此为切入点在上海、江苏等地建立销售网络, 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, 不专门销售公司产品。除了农贸市场的个体商户外, 公司还与许多连锁生鲜超市进行合作, 包括安徽生鲜传奇和上海钱大妈等连锁企业。经过一段时间的经营与探索, 公司对品牌与渠道战略做出调整, 在 2012 年开始开放加盟模式, 逐渐加强招商力度, 到 2020 年底已有 1117 家, 其中一大部分是由经销商升级而来。2020 年, 公司加盟店/经销店/批发渠道/直销收入分别为 3.2 亿元/1.05 亿元/1.85 亿元/512 万元, 占总营业收入的 52%/17%/30%/1%, 加盟店渠道收入占比从 2016 年的 3.7% 提升至 2020 年的 52%。

5 年以上经销商年收入高于平均水平, 粘性较高。2018-2020 年公司合作 5 年以上的经销商数量分别为 663/694/717 家, 占总经销商数量比重分别为 39.4%/39.5%/35.9%, 占总收入比重分别为 47.3%/46.0%/43.3%, 户均年收入 32.71/35.33/36.78 万元, 表明

合作5年以上的经销商质量优于平均，有较高的忠诚度。

图表 56: 公司经销商粘性较高(家)

合作年限	2018	2019	2020
一年以内	263	395	529
1-2 年	228	188	286
2-3 年	234	169	154
3-4 年	160	189	145
4-5 年	137	122	166
5 年以上	663	694	717
合作 5 年以上数量占比	39%	39%	36%
合作 5 年以上收入占比	47%	46%	43%

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

目前公司加盟店部分从原有经销店升级而来。一方面，加盟店初期投入相对于经销店较高，而原有经销店有一定的存量客户，盈利能力可以得到保障；另一方面，原有经销商在经过一段时期的经营后，对于提升品牌知名度和扩大销量等诉求增多，且公司对加盟店的支持力度较大，能够助其提高销量和运营效率。2017-2020 年加盟店增加 1096 家，其中由经销店升级的有 462 家，反应了原经销店转换成加盟店后客户经营状况显著提升，升级的积极性高。

图表 57: 公司加盟店统一对的装修风格



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 58: 公司加盟政策

加盟条件:

1. 身体健康, 年龄25-50之间, 有创业奋斗精神,
2. 门店经营, 自主经营, 自负盈亏,
3. 认同公司文化以及运营模式, 全心投入门店经营,
4. 本市人优先考虑,
5. 有零售开店经验优先考虑,

加盟政策:

加盟商投入

1. 加盟费0万元
2. 履约保证金0.5万元。(合作终止后, 免息全额退款)
3. 开业支持费1万元 (公司提供: 开业活动部分礼品、营销物料 (POP、氛围布置物料)、促销人员、工作服等)

加盟商承担费用

1. 自行支出: 人工工资、房租、冰箱设备、其他日常杂费、装修费用,
2. 支付公司: 进货费用 (汇入公司制定账号, 款到发货)
3. 加盟商收益: 门店利润100%归加盟商所有,

门店要求:

1. 门店面积: 营业面积不低于8平方, 门头3米以上,
2. 水电要求: 电力不低于8kw, 有上下水,
3. 门店位置: 农贸市场、生鲜超市等,
4. 店铺要求: 租赁期稳定, 可办理经营许可证,

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

公司加盟店投资回收期短。根据草根调研, 按照公司平均加盟店水平进行拆解, 公司加盟店初期投入费用为 6-7 万元, 其中包含开业前的 1 万元开业支持费, 保证金 5000 元, 统一的店铺装修 2-3 万元, 和店铺本身的固定资产投资 2-3 万元。另外公司加盟店场所大部分在农贸渠道, 根据蔬东坡网站的全国 33 个菜市场的抽样调查, 农贸市场日平均租金为 0.996 元/每平方米, 预计月租金在 2000-3000 元左右, 年租金约 2.4-3.6 万元。根据公司加盟店平均日均营业额, 考虑 1-2 个月达到稳定状态, 预计加盟店年均销售额为 30 万元左右, 由于加盟店一般为夫妻经营, 不考虑员工费用, 毛利率和净利率 (含税) 均处于高位, 预计平均毛利率 40%左右, 净利率 30%以上。因此, 预计 1 年左右味知香加盟店有望回收投资额, 领先于其他加盟店模式。

图表 59: 味知香加盟店投资回收期 (万元)

	第一年	第二年	第三年
投资总额	9.4	4.0	4.1
冰柜和其他辅助	2.5	0.0	0.0
加盟费	1.0	1.0	1.0
保证金	0.5	0.5	0.5
装修	3.0	0.0	0.0
房租	2.4	2.5	2.6
收入	30 万左右	30 万左右	30 万左右
毛利	14	14	14
净利率 (含税)	32%	34%	35%

资料来源: 渠道调研、国盛证券研究所 注: 调研数据和测算结构或存在误差, 样本数量有限

从单店模型来看, 公司加盟店盈利能力也较优。根据我们草根调研, 加盟店以散称零售为主, 散称零售占加盟店销售的比例约 80% 左右, 预包装产品占比约 10-20% 主要集中在节假日和网上销售。我们对标了与味知香不同模式的食物加盟店模式, 我们认为, 公司客单价和毛利率处于中等水平, 但由于公司加盟店主要开设在农贸渠道, 且夫妻老婆店居多, 因此单店模型中费用端有较大幅度的节省, 加盟商的净利率高于其他加盟店模式。

4、募投项目分析: 产能加速扩张, 完善研发体系

公司本次发行前公司股份总额为 7500 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。

图表 60: 募投资金使用情况

项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
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	2.86	2.75
研发检验中心和信息化建设项目	0.70	0.70
营销网络和培训中心建设项目	0.70	0.69
补充流动资金	2.40	2.33
合计	6.66	6.47

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

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 2.86 亿元, 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。

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。

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。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。

5、盈利预测与投资建议

收入端来看：当前公司预计满产满销，行业高景气度下有望维持稳健的产能增速。按公司目前的产能规划来看，我们预测 2021/2022/2023 年销量增速 22%/20%/18%，吨价年均提升 3% 左右，我们预测 2021-2023 年收入增速 25.7%/23.6%/20.5%。

图表 61：公司收入端增长预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（万元）	46,595.10	54,242.45	62,246.85	78219.40	96679.17	117503.87
yoy	-	16.22%	15.04%	25.66%	23.60%	21.54%
毛利率	25.10%	24.97%	29.46%	29.00%	29.00%	29.00%
产能（吨）	15000.00	15000.00	15000.00			
产能利用率	81.49%	85.89%	99.18%	100.00%	100.00%	100.00%
销量（吨）	11899.79	13176.28	15330.44	18703.14	22443.76	26483.64
YoY		10.7%	16.3%	22.00%	20.00%	18.00%
吨价（万元/吨）	3.86	4.06	4.01	4.13	4.25	4.38
YoY		5.0%	-1.1%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源：wind、公司公告、国盛证券研究所

利润端来看：1）毛利率：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，公司综合毛利率受到影响。公司去年受益于牛肉，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，毛利率保持稳定，预计未来 3 年毛利率为 29.0% 左右。**2）费用率：**预计公司后续加大费用投放，但规模效应有望持续显现，预计销售费用率稳步下行。预计 2021-2023 年销售费用率分别为 4.8%/4.6%/4.5%，管理费用率分别为 3.1%/3.1%/3.1%。

盈利预测及投资建议：综合来看，我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 7.82/9.67/11.75 亿元，同增 25.7%/23.6%/21.5%，归母净利润分别为 1.60/2.02/2.50 亿元，同增 27.8%/26.2%/23.9%，对应 EPS 分别为 1.60/2.02/2.50 元，对应 PE 分别为 73/58/47 倍。当前考虑到预制菜行业未来发展空间和公司拓店势能，我们预计公司在快速产能投放下，收入和业绩有望进入较快增长。参考可比的餐饮供应链概念龙头的海天味业、安井食品和天味食品的估值水平，同时考虑到行业的高成长性和标的的稀缺性，公司作为首支上市的预制菜概念标的，给予一定的估值溢价，给予目标价 130 元，对应明年 65 倍 PE，给予“增持”评级。

图表 62: 可比公司估值水平

	市值	净利润			PE		
	亿元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
海天味业	5,789	75.78	89.54	105.38	76	65	55
安井食品	568	8.31	11.08	13.69	68	51	42
天味食品	254	4.41	5.72	7.46	58	44	34

资料来源: wind 一致预期、国盛证券研究所 注: 2021 年 6 月 4 日

6、风险提示

原材料成本波动。公司原材料成本占比较高，若原材料价格波动或上涨超预期，公司盈利能力或承压；

食品安全风险。食品加工类企业普遍存在一定程度的食品安全风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

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

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com