

味知香 (605089)

证券研究报告

2021 年 06 月 09 日

产能、扩渠道、布局新品，预制菜龙头正当时

江浙沪半成品菜制作龙头，销售规模不断扩张。味知香是目前全国半成品菜研发、制造规模较大的企业之一，致力于从半成品原料加工企业升级为餐桌美味解决方案的提供商。伴随产品线的扩张、加盟体系的优化及产品价格提升，2016 年-2020 年，味知香收入快速增长；且销售、管理费用增幅逐年降低，盈利能力得到改善，2017 年-2020 年收入、利润同比增速分别为 23.4%/29.9%/16.4%/14.8%和 24.9%/37.3%/21.3%/45%。

疫情加速预制菜导入，空间广阔达万亿。B、C 端共振推动预制菜加速成熟，空间广阔。预制菜大致上分为即食、即热、即烹、即配食品四个类目，满足餐饮和个人消费者对便捷美味的需求。在餐饮端，餐饮行业成本控制诉求不断加剧，专业化分工需求日益强烈；在 C 端，短视频等为消费者接触预制菜提供了新的高效渠道，疫情则加速了消费者培育。观海外发展，饮食习惯和农产品供应决定了产业化难易，生活方式变迁和供给水平的提高是驱动行业增长的重要驱动力，对照之下中国预制菜市场规模长期可达万亿，成为外卖之外的另一种便利就餐之选。

味知香具备成熟的门店运营体系和新品研发体系，全面扩张有望迎来加速成长。

预制菜格局将长期分散，现阶段小规模、低生产水平和流通效率仍不能满足需求，味知香在新品研发、生产、渠道商都具备显著的优势。味知香具有持续开发，拓展新品的能力，主要产品可以分为肉禽系列、水产海鲜系列、素菜系列、汤煲系列、火锅系列、烧烤系列 200 余种不同口味规格的半成品菜产品，还有短期爆款的网红小吃产品、预制调味品等。

产能高速建设+拓展渠道+产品扩张，迎来快速成长期。公司募投年产 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建成投产后，公司将新增半成品菜产能 50000 吨/年，产能将在现有 15000 吨/年的基础上得到有效扩大；长期有望跨区域拓展；产品研发能力为公司扩张打下了坚实后盾，有望在 2B 端产品打造新成长曲线。

投资建议：预计公司 2021-2023 年实现营收 7.22/8.38/10.08 亿元，同比 +15.97%/16.05%/20.37%，实现归母净利润 1.53/1.84/2.21 亿元，同比 +22.15%/20.13%/20.65%，EPS 分别为 1.53/1.84/2.21 元/股。维持公司“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（维持评级）
当前价格	元
目标价格	137.7 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)	12164.00
流通 A 股市值(百万元)	3041.00
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	9.07
一年内最高/最低(元)	139.80/41.08

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

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

李田 联系人
litiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《味知香-首次覆盖报告:乘上市之风，一味知晓，香满人间》 2021-05-06

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	542.42	622.47	721.88	837.74	1,008.39
增长率(%)	16.41	14.76	15.97	16.05	20.37
EBITDA(百万元)	89.65	131.28	151.62	181.57	226.73
净利润(百万元)	86.24	125.05	152.75	183.50	221.40
增长率(%)	21.26	45.00	22.15	20.13	20.65
EPS(元/股)	0.86	1.25	1.53	1.84	2.21
市盈率(P/E)	141.04	97.27	79.63	66.29	54.94
市净率(P/B)	45.68	31.08	21.37	16.16	12.49
市销率(P/S)	22.43	19.54	16.85	14.52	12.06
EV/EBITDA	0.00	0.00	77.29	63.86	50.39

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 现为江浙沪半成品菜制作龙头，销售规模不断扩张	1
1.1. 股权相对集中于创始人，股权激励调动核心骨干积极性	1
1.2. 财务表现优异，经营规模不断扩张	1
1.2.1. 营业收入：营业收入持续增长，量价均有贡献	1
1.2.1. 盈利能力：费用率显著改善，利润增长快于营收增长	1
1.2.1. 现金流良好，经营杠杆相对较低	1
2. 疫情加速预制菜导入，空间广阔达万亿	1
2.1. 四大类预制菜，满足餐饮和个人消费者对便捷美味的需求	1
2.2. 海外发展启示——饮食习惯和农产品供应决定了产业化难易，生活方式变迁和供给水平的提高是驱动行业增长的重要驱动力	1
2.1. 疫情期间，预制菜市场加速成熟，市场空间达到万亿	1
3. 味知香——具备成熟的门店运营体系和新品研发体系，扩张箭在弦上	1
3.1. 预制菜格局将长期分散，供给水平将在现有水平上显著提升	1
3.1. 具备丰富的产品体系，持续拓展满足多方位需求	1
3.1. 经销为主，重点打造加盟体系树立品牌形象	1
4. 上市加速扩张，产能高速建设+拓展渠道+产品扩张，迎来快速成长期	1
4.1. 募投项目助力公司扩张	1
4.2. 长期有望跨区域拓展；远期 2B 端产品打造新成长曲线	2
5. 盈利预测	2
6. 风险提示	2

图表目录

图 1：发展历程	1
图 2：味知香发行前股权结构（截至 2021 年 4 月 26 日）	1
图 3：味知香发行后股权结构（截至 2021 年 4 月 26 日）	1
图 4：味知香营业收入（单位：百万元）变化，2016-2020 年	1
图 5：味知香归母净利润（单位：百万元）变化，2016-2020 年	1
图 6：量价拆分，2017 年-2020 年	1
图 7：细分品类毛利率，2017 年-2020 年	1
图 8：大类产品业务营收占比	1
图 9：细分产品业务营收占比	1
图 10：2017 年-2018 年味知香产品销售单价对比（单位：元/千克）	1
图 11：大类产品业务营收占比	1
图 12：细分产品业务营收占比	1
图 13：2017 年-2018 年味知香产品销售单价对比（单位：元/千克）	1
图 14：主营业务收入（单位：百万元）按销售渠道分类	1

图 15: 主营业务收入占比按销售渠道分类	1
图 16: 加盟店与经销店营收占比变化, 2016-2020 年	1
图 17: 销售费用率与管理费用率变化, 2016-2020 年	1
图 18: 流动比率对比, 2018 年-2020 年	1
图 19: 速动比率对比, 2018 年-2020 年	1
图 20: 资产负债率对比, 2018 年-2020 年	1
图 21: 总资产、流动资产与负债合计, (单位: 百万元), 2018 年-2020 年	1
图 22: 2017 年美国农田覆盖率	1
图 23: 2012 年美国农场规模统计	1
图 24: Sysco 最开始的九家公司分布区位	1
图 25: 2020 年 Sysco 门店分布情况	1
图 26: 美国冷藏仓库总容量, 1997 年-2019 年 (单位: 十亿立方英尺)	1
图 27: 中国公路冷链运输车产量 (单位: 辆/年)	1
图 28: 中国公路冷链运输车保有量 (单位: 辆/年)	1
图 29: 中国冷库容量, 2012 年-2018 年 (单位: 亿立方米)	1
图 30: 2018 年中国冷库容量构成按商品分类	1
图 31: 日本冷冻食品产量 (单位: 亿日元), 商用与家用占比, 2010 年-2020 年	1
图 32: 日本冷冻食品人均消费增长率与女性就业趋势基本保持一致 (左轴为就业率, 右轴为消费量增长率)	1
图 33: 女学生数占初等、高等教育总学生比重, 2011 年-2019 年	1
图 34: 中国连锁餐饮企业总店数 (单位: 个)	1
图 35: 规模以上快递业务收入 (单位: 亿元)	1
图 36: 中国冷链物流保有量: 公路冷链运输车 (单位: 万辆)	1
图 37: 日本及中国预制菜行业增长期人均 GDP 及增速对比 (单位: 美元)	1
图 38: 主要产品类别	1
图 39: 主要产品类别收入及占比 (单位: 万元)	1
图 40: 味知香销售模式	1
图 41: 2016-2020 公司各销售渠道收入占比 (%)	1
图 42: 2017-2020 加盟店和经销店数量 (家)	1

表 1: 公司管理层介绍 (截止 2021 年 4 月 26 日)	1
表 2: 预制菜的定义与分类	1
表 3: 生产端、产品端、渠道端竞争者分析	1
表 4: 公司加盟店、经销店及批发客户区域分布 (家)	1
表 5: 公司产品产销情况	2
表 6: 公司在研产品	2
表 7: 半成品菜解决制菜成本高、耗时长的的问题	2
表 8: 可比公司估值	2

1. 现为江浙沪半成品菜制作龙头，销售规模不断扩张

味知香成立于 2008 年 12 月，是目前全国半成品菜研发、制造规模较大的企业之一。公司秉承“传承中华美食精粹，为社会奉献好产品”的使命，承载了家的味道，重新连通家的幸福温馨时刻。在“味知香”和“饌玉”两大核心产品的基础上，公司进一步丰富产品线，致力于从半成品原料加工企业升级为餐桌美味解决方案的提供商。同时，公司将通过加强营销网点建设、提升公司品牌知名度、搭建连接线下销售网点的网络销售平台等措施，打造“立足江浙沪、辐射全国”的多渠道、多层次的营销网络，进一步全面提升公司核心竞争能力和竞争优势，成为行业龙头企业。

图 1：发展历程



资料来源：公司官网、味知香招股说明书、天风证券研究所

1.1. 股权相对集中于创始人，股权激励调动核心骨干积极性

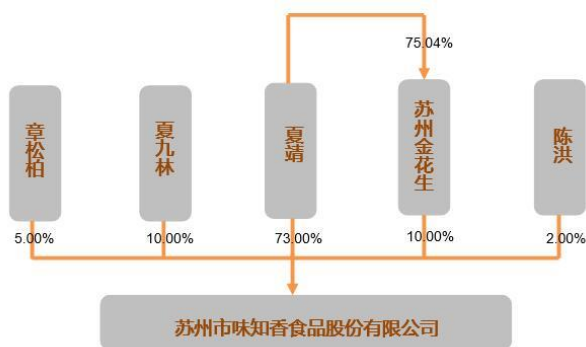
公司前身系苏州味知香食品有限公司，由夏靖、夏九林、章松柏、胡家芳创建，2017 年 10 月，夏靖将所持 10%股权转让给金花生，胡家芳将所持 2%股权转让给陈洪，2018 年 4 月，公司整体变更为股份有限公司。

管理层持股比列集中，控制权稳定。上市前公司实际控制人夏靖持股比例为 73%的股份并通过股权激励平台苏州金花生合计控制公司 83%的股份。夏靖的兄弟夏九林和表兄弟章松柏分别持有公司 10%和 5%股份。上市后，夏靖持股比例稀释至 54.75%，合计可控股股份 62.25%，控制权依然相对稳定。

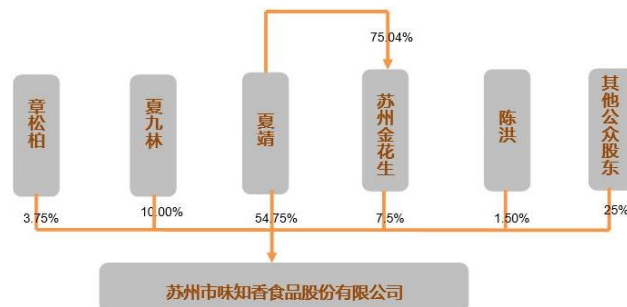
股权激励平台，调动核心骨干积极性。苏州金花生系味知香的股权激励平台，截至 2020 年 7 月，金花生的出资额 5.788 万元，对应公司股份 5.788 万股，味知香在员工实际取得股份时，一次性确认股份支付费用 286.51 万元。上市后发行人还会考虑上调工资、股权激励等其他奖励措施，进一步提升高管工作积极性及工作热情，促进公司业绩稳步成长。

图 2：味知香发行前股权结构（截至 2021 年 4 月 26 日）

图 3：味知香发行后股权结构（截至 2021 年 4 月 26 日）



资料来源：味知香招股说明书申报稿，天风证券研究所



资料来源：味知香招股说明书申报稿，天风证券研究所

表 1：公司管理层介绍（截止 2021 年 4 月 26 日）

姓名	职位	简历
夏靖	总经理	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	财务总监、董事会秘书	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
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。
王国华	副总经理	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	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。

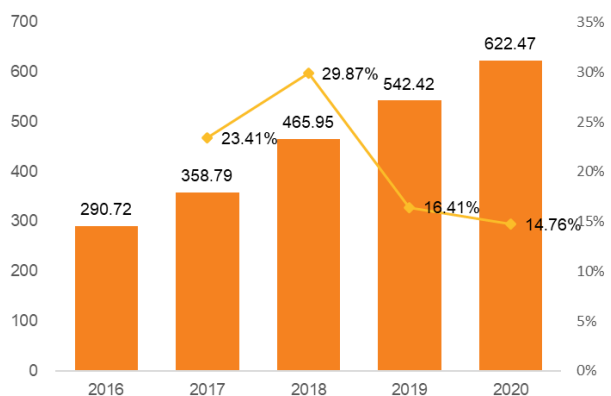
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

1.2. 财务表现优异，经营规模不断扩张

1.2.1. 营业收入：营业收入持续增长，量价均有贡献

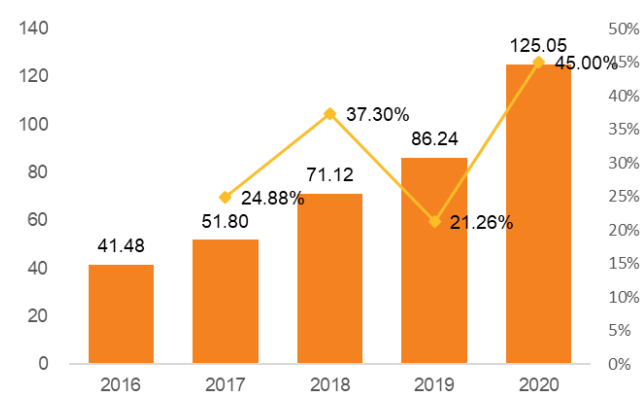
伴随产品线的扩张与加盟体系的优化，2016 年-2020 年，味知香收入快速增长，盈利能力可观。2016 年-2020 年，味知香的营业收入分别为 2.91 亿元、3.59 亿元、4.66 亿元、5.42 亿元与 6.22 亿元，2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年同比增长 23.4%、29.9%、16.4%和 14.8%。归母净利润分别为 0.41 亿元、0.52 亿元、0.71 亿元、0.86 亿元与 1.25 亿元，2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年同比增长 24.9%、37.3%、21.3%和 45%。

图 4：味知香营业收入（单位：百万元）变化，2016-2020 年



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

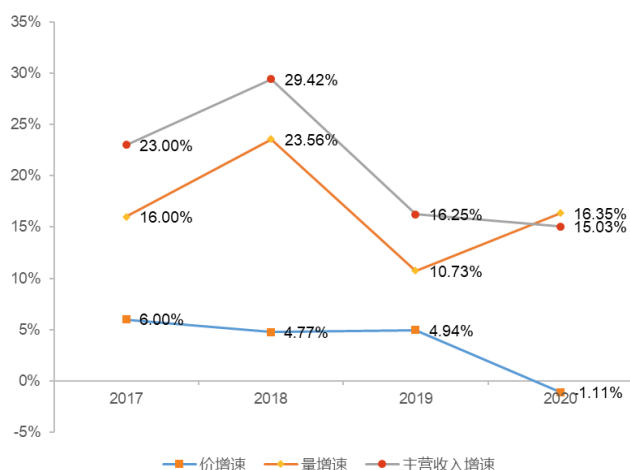
图 5：味知香归母净利润（单位：百万元）变化，2016-2020 年



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

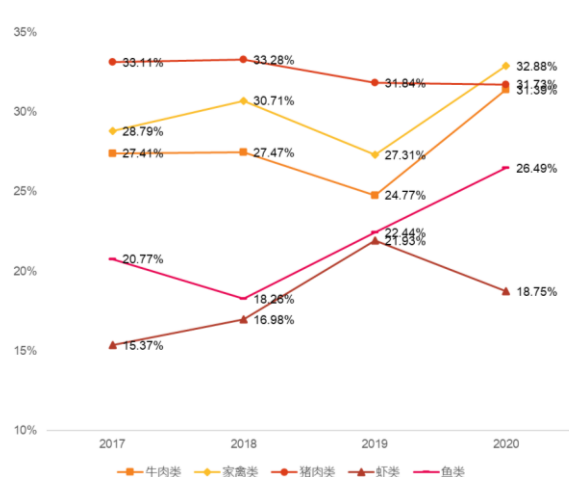
量价增速较快，肉禽类产品领涨业务营收。公司不断进行菜品的开发创新，现已推出 200 余种不同口味的预制菜品，主要分为肉禽类、水产类和其他类三大品类，肉禽大类下细分牛肉类、家禽类与猪肉类，水产大类下细分虾类和鱼类，其他类包括素菜半成品菜、冷冻丸子、礼盒及火锅类产品等。2017 年新产能投入后，公司在 2017 年到 2020 年公司销量增长迅速。从价格增速上看，除了 2020 年受新冠疫情影响，价增速出现负增长，自 2017 年到 2019 年，皆维持在 4.7% 以上。肉禽类产品是公司利润的主要来源，2017 年到 2020 年，肉禽类产品带来的营业收入皆占到主营业务收入的 64.17% 以上，从业务拆分上看，肉禽类的毛利率（24.77%-32.88%）显著高于水产品（15.37%-26.49%）其中，牛肉类产品利润绝对值占比最大，历年维持在 54.30% 以上，猪肉类产品的毛利率较高，2020 年达到 31.73% 的高位。

图 6：量价拆分，2017 年-2020 年



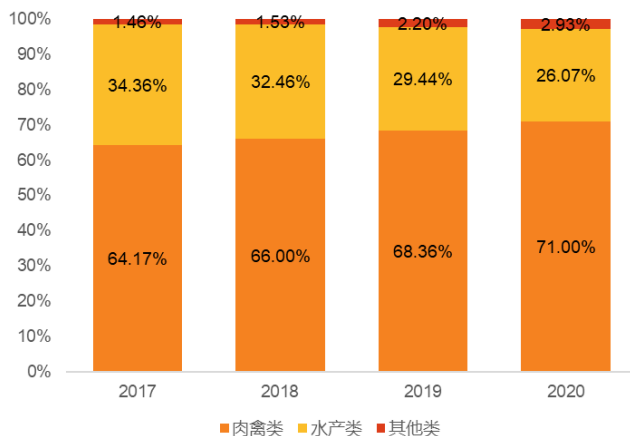
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 7：细分品类毛利率，2017 年-2020 年



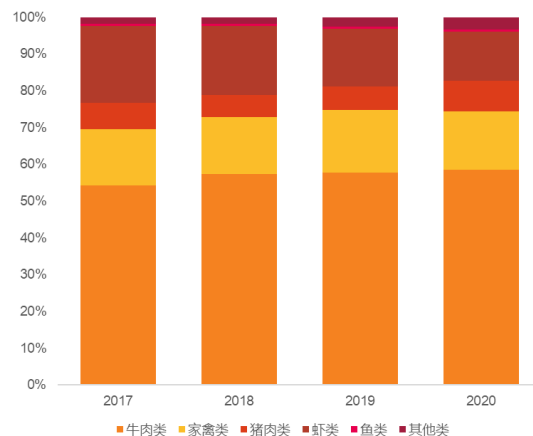
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 8：大类产品业务营收占比



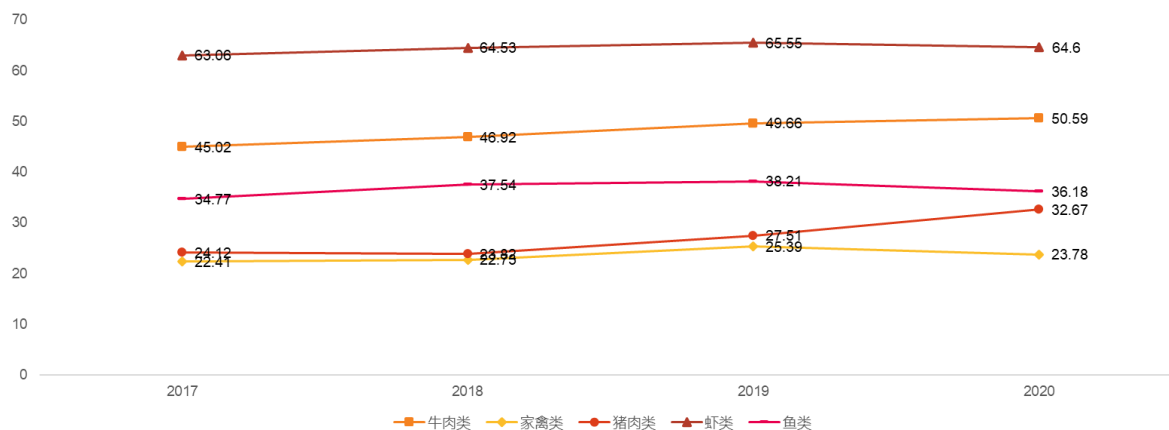
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 9：细分产品业务营收占比



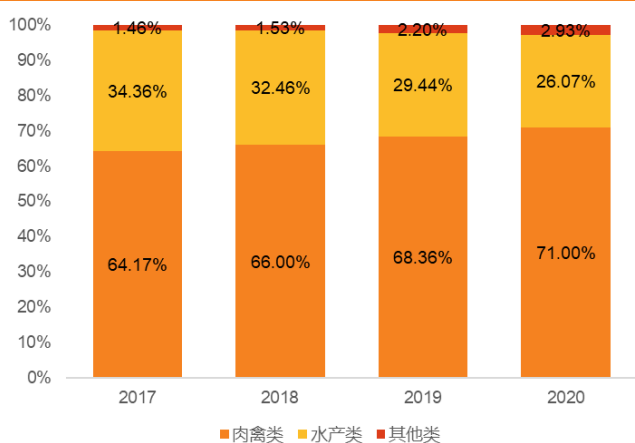
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 10：2017 年-2018 年味知香产品销售单价对比（单位：元/千克）



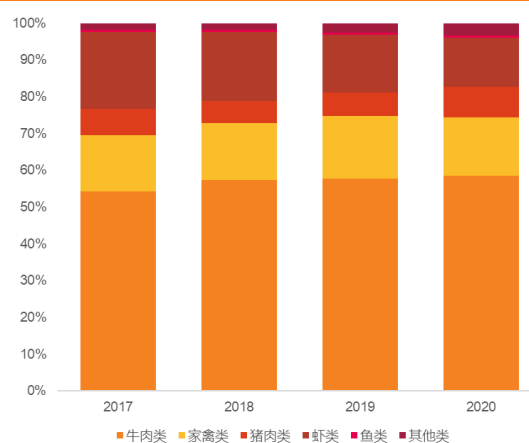
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 11：大类产品业务营收占比



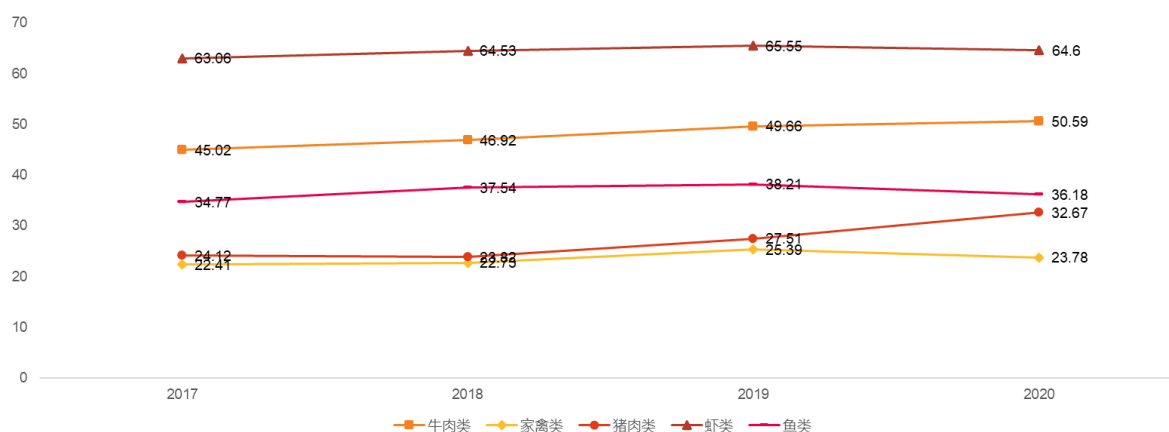
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 12：细分产品业务营收占比



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 13：2017 年-2018 年味知香产品销售单价对比（单位：元/千克）



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

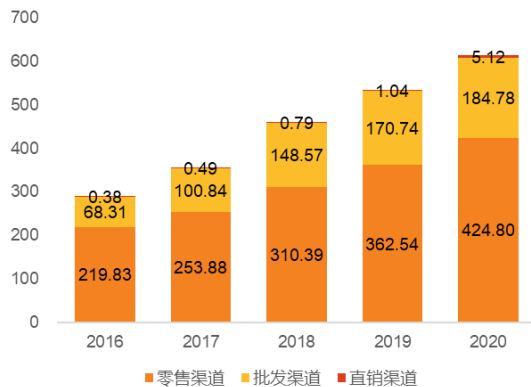
1.2.1. 盈利能力：费用率显著改善，利润增长快于营收增长

销售、管理费用增幅逐年降低，盈利能力得到改善，公司通过“加盟+经销”模式探索零售渠道收入增长发力点。按销售模式分类，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。公司对经销渠道客户根据销售对象及终端客户不同分为零售渠道和批发渠道。零售渠道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。

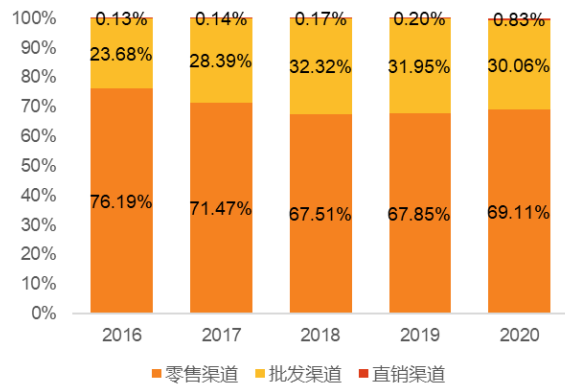
报告期内，公司批发渠道与直销渠道主营业务收入占比上升，零售渠道的收入绝对值显著上升，2016 年-2020 年，公司零售渠道销售额分别为 2.20 亿元、2.54 亿元、3.10 亿元、3.63 亿元与 4.25 亿元，占主营业务收入比例从 2016 年的 76.19% 下降到 2020 年的 69.11%。批发渠道销售额分别为 0.68 亿元、1.0 亿元、1.49 亿元、1.71 亿元与 1.85 亿元，占主营业务收入比例从 2016 年的 23.68% 上升到 2020 年的 30.06%。

图 14：主营业务收入（单位：百万元）按销售渠道分类



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

图 15：主营业务收入占比按销售渠道分类



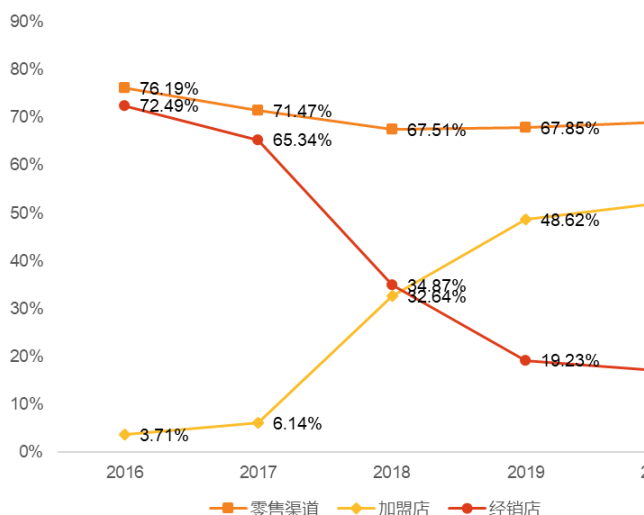
资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

截止 2020 年底，公司经销商（不含加盟店）数量为 880 家营收占比 17.05%、加盟店数量为 1117 家占比 52.06%，广泛分布在苏州、上海等地各大农贸市场、集市、街道门店。2018 年味知香零售渠道销售格局发生了较大的变化，加盟店占比反超经销店，原因系公司为加盟店提供较大的支持力度，包括销售流程优化与品牌战略建设，推动经销店向加盟店转化。同时，公司制定了返利政策，对经销店、加盟店客户中销售收入较高、销售增长速度较快的客户以等值货物的形式提供返利。

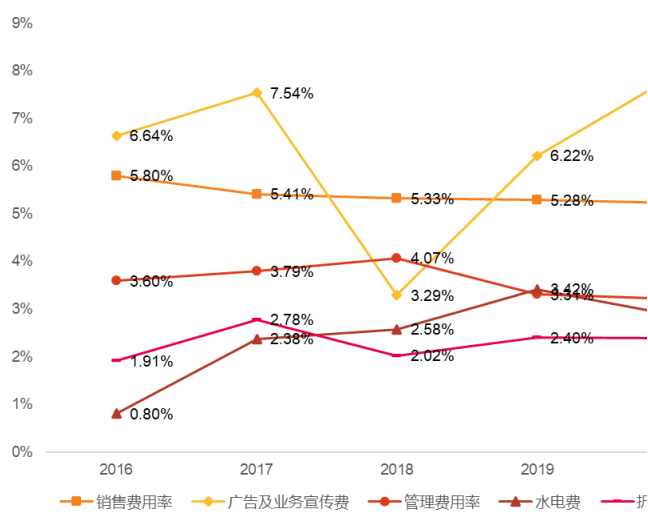
虽然零售渠道探索预期带来较大开支，公司依然将销售、管理费用维持在可控范围内。2016 年-2018 年销售费用率分别为 5.80%、5.41%、5.33%、5.28%、5.23%，管理费率为 3.60%、3.79%、4.07%、3.31%、3.21%，皆呈现出逐年下降的趋势，其中广告及业务宣传费、水电费、折旧和摊销却显现出强劲的增长，这说明公司已经逐渐探索出刺激零售渠道增长的“财富密码”，营业收入与净利率增长未来可期。

图 16：加盟店与经销店营收占比变化，2016-2020 年

图 17：销售费用率与管理费用率变化，2016-2020 年



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

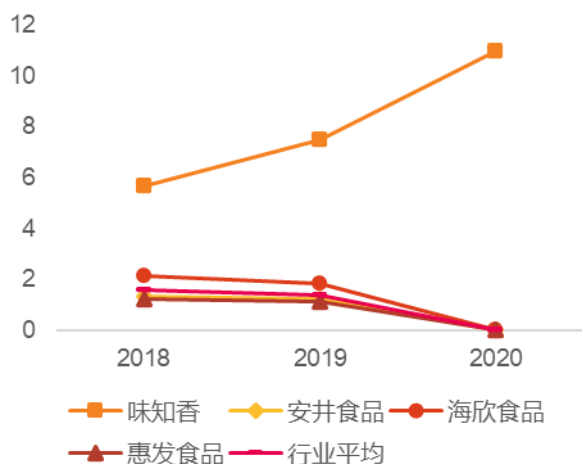


资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

1.2.1. 现金流良好，经营杠杆相对较低

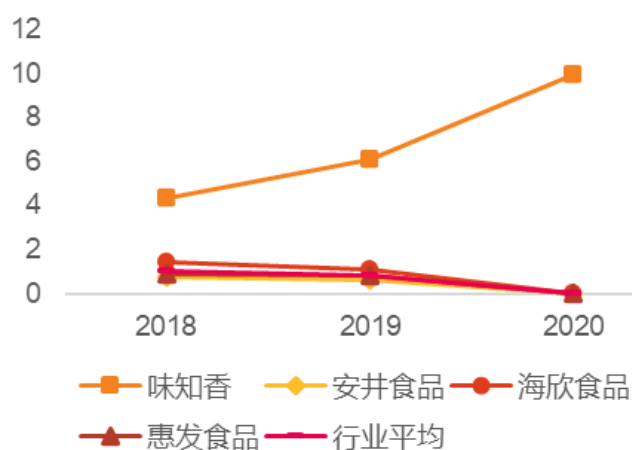
流动资产充足，负债水平稳定，变现能力强。2018 年-2020 年，公司流动、速冻比率持续上升，原因系公司三年来净利润逐渐增加，经营活动现金流增加，使得公司流动货币资金增加，公司流动、速动比率皆显著高于可比企业与行业平均水平。随着公司经营规模扩大，探索“加盟+经销”零售模式获得突出进展，公司盈利能力持续增加，总资产和净资产呈现逐年上升态势，资产负债率却维持在较低水平，体现了公司在拥有较强变现能力的同时又能将负债风险维持在可控范围内。

图 18：流动比率对比，2018 年-2020 年



资料来源：各公司招股说明书、天风证券研究所

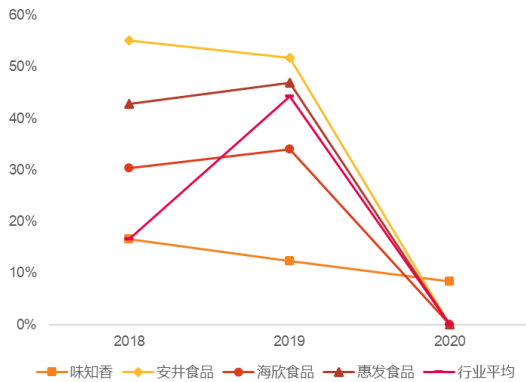
图 19：速动比率对比，2018 年-2020 年



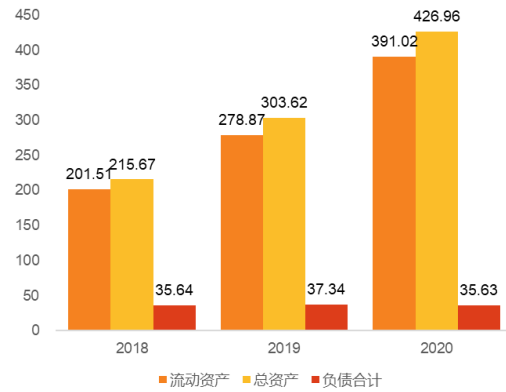
资料来源：各公司招股说明书、天风证券研究所

图 20：资产负债率对比，2018 年-2020 年

图 21：总资产、流动资产与负债合计，(单位：百万元)，2018 年-2020 年



资料来源：各公司招股说明书、天风证券研究所



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

2. 疫情加速预制菜导入，空间广阔达万亿

2.1. 四大类预制菜，满足餐饮和个人消费者对便捷美味的需求

目前，世界食品发展呈现多样化、方便话、多功能化、组合化、高转化率化和无害卫生化六大趋势，预制食品在市场上的影响力与日俱增。预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，通过预加工，例如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味而成的成品或半成品。按照市场需求和用途分类，预制菜大致上分为四个类目的产品：即食、即热、即烹、即配食品。

表 2：预制菜的定义与分类

种类	定义	典型产品
即食食品	指开封后可以直接食用的预制调理制品。	泡脚凤爪、罐头
即热食品	指只需要经过加热即可食用的食品。	速冻水饺、方便面、方便火锅
即烹食品	指经过相对深加工(加熟或浅油炸)，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。	香酥肉、椒盐排骨
即配食品	指经过清洗、分切等初步加工而成的半成品配菜原料食品。	物理加工而成的小块肉、生鲜净菜

资料来源：餐饮界、天风证券研究所

预制菜的出现，是餐饮和食品边界越来越模糊的标志，中国预制菜被社会广泛知晓，正是由于去年年初的疫情。疫情中，餐饮店都不允许堂食，预制菜便应运走进了大众的视野。对餐饮企业来说，预制菜品可以降低餐饮企业劳动用工成本，减少餐厅后厨的使用面积，还可以降低原材料成本，从而提升了餐饮企业的利润。因此，预制食品工艺便被广泛应用于餐饮连锁企业。对生鲜电商来说，预制菜对食品进行了初步加工，有效提升了溢价率，抵消了高昂的供应链成本，所以成为了生鲜电商的重要发展方向

2.2. 海外发展启示——饮食习惯和农产品供应决定了产业化难易，生活方式变迁和供给水平的提高是驱动行业增长的重要驱动力

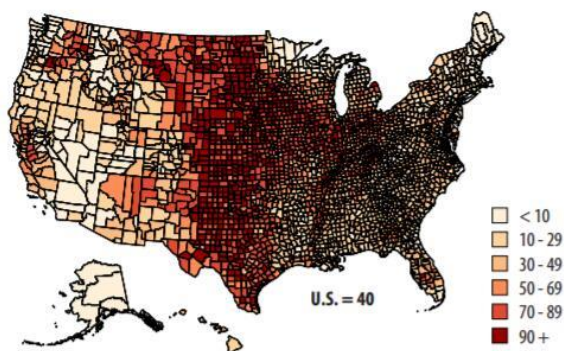
预制菜最早起源于美国，20 世纪 20 年代世界上第一台快速冷冻机在美国试制成功后，速冻加工品随即问世。到 50 年代，速冻食品越来越受到欢迎。因餐饮业发达，尤其是标准化餐饮企业数量居多，预制菜在美国餐饮渠道发展成熟，全球超大型食材配送供应链公司 Sysco 是美国较为成功的预制菜提供商。

产地端规模效益实现供应链的广泛布局。美国中南部地势平整、幅员辽阔孕育出规模化的种植体系，此外，美国具有较为先进的农场管理体系，农产品科技含量较高，机械化成熟，合作社与农场主是平行的关系，合作社的股东即为农场主，利用规模效应获取议价权，在购买农资、销售产品都具有话语权，这种原生性的规模化优势省去了企业整合产地端优势

的成本，与合作社达成一致就可以保障直采，农产品的质量也有一定保障，Sysco 最开始的 9 家公司均分布在美国的农业大州，持续打通和建设从一产到三产的食品生产全产业链条，铸造良性的产业生态平衡，不仅有效提高了农田的综合利用率，还帮助加工工厂发挥最大效益，使消费者得到优质低价的商品，使得企业之后的并购围绕区域和品类两方面加强和扩张。

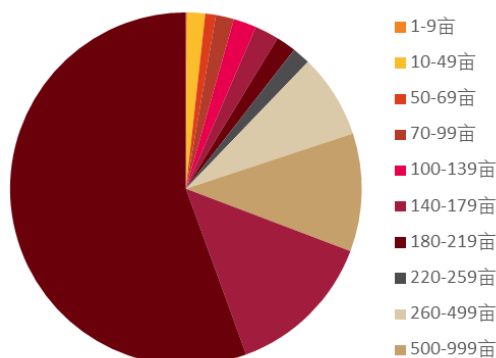
图 22：2017 年美国农田覆盖率

Farmland as Percent of Land Area by County, 2017



资料来源：美国农业部、天风证券研究所

图 23：2012 年美国农场规模统计



资料来源：美国农业部、天风证券研究所

图 24：Sysco 最开始的九家公司分布区位



资料来源：Sysco 公司官网、天风证券研究所

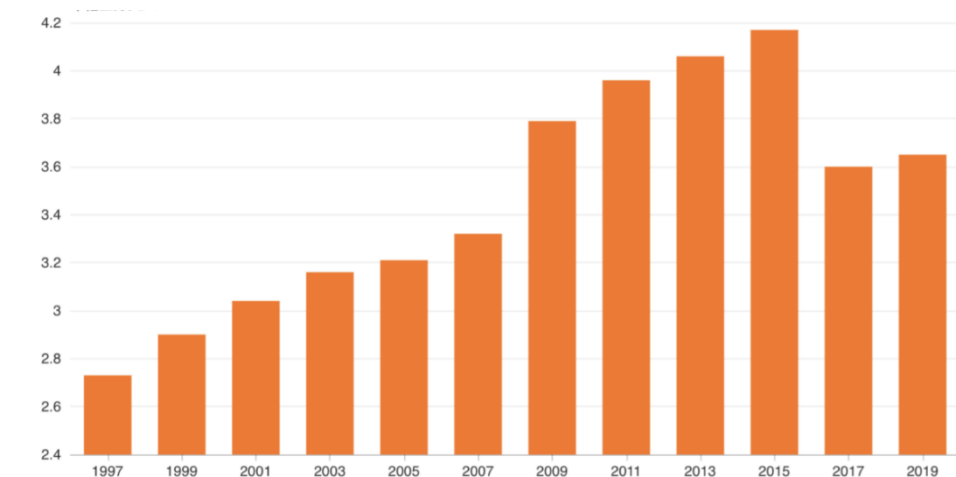
图 25：2020 年 Sysco 门店分布情况



资料来源：Sysco 公司官网、天风证券研究所

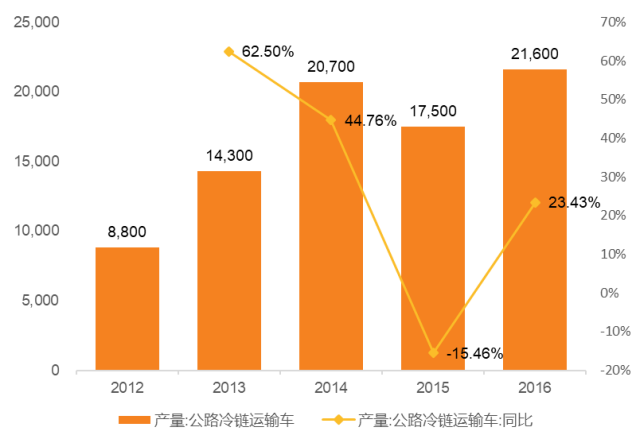
卓越的冷链配送体系促进产销闭环。Sysco 形成了完整的农产品冷链物流体系，“田间采后预冷—冷库—冷藏车运输—批发站冷库—超市冷柜—消费者冰箱”这几个环节，缺一不可。2017 年美国冷藏仓储总容量达 36 亿立方米，人均冷库容量达 11.069 立方米/人，远高于中国的 0.097 立方米/人。我国冷链配送体系相对比较落后，但历年维持高位增长。从数据来看，到 2016 年我国公路冷链运输车达到 21600 辆，相比 2014 年增长了 145.5%，2018 年冷库容量达 1.47 亿立方米，相比 2012 年增长 93.2%，2015 年果蔬、肉类、水产品的冷链流通率，分别为 22%、34%、41%，2015 年冷藏运输率分别为 35%、57%、69%。

图 26：美国冷藏仓库总容量，1997 年-2019 年（单位：十亿立方英尺）



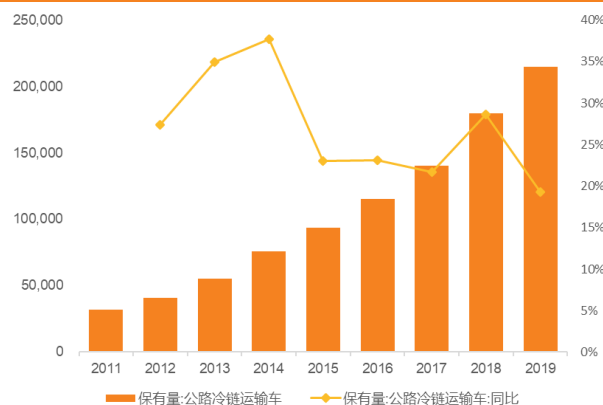
资料来源: 艾媒咨询、天风证券研究所

图 27: 中国公路冷链运输车产量 (单位: 辆/年)



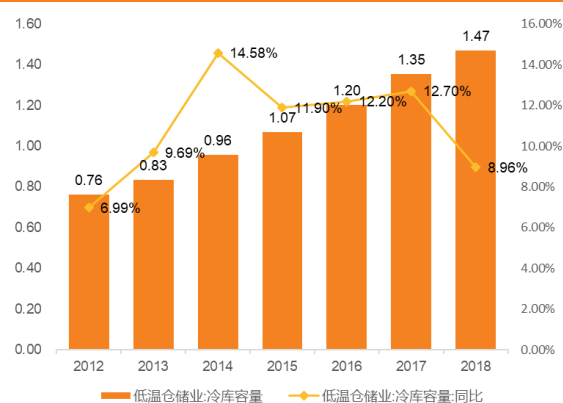
资料来源: wind、天风证券研究所

图 28: 中国公路冷链运输车保有量 (单位: 辆/年)



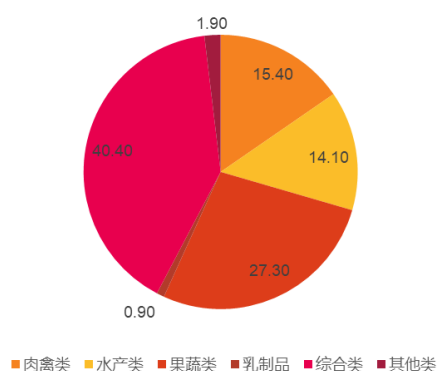
资料来源: wind、天风证券研究所

图 29: 中国冷库容量, 2012 年-2018 年 (单位: 亿立方米)



资料来源: wind、天风证券研究所

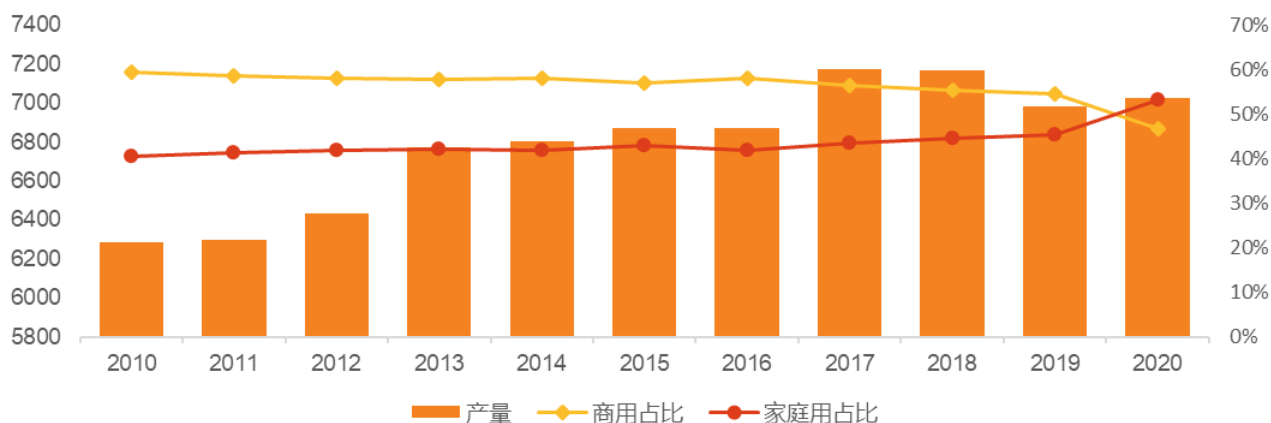
图 30: 2018 年中国冷库容量构成按商品分类



资料来源: wind、天风证券研究所

20 世纪 80 年代, 预制菜在日本、加拿大及部分欧洲国家也开始兴起。料理包最早出现在生活高度紧张的日本都市, 由于日本的人口密度高, 超市和便利店随处可见, 预制菜包括速冻和冷藏保鲜产品的需求量都很大。2001 年-2020 年, 日本冷冻食品生产量年复合增长率保持在 94.9% 以上, 2020 年冷冻食品创造生产价值 7028 亿日元, 增长率为 100.7%

图 31: 日本冷冻食品产量 (单位: 亿日元), 商用与家用占比, 2010 年-2020 年

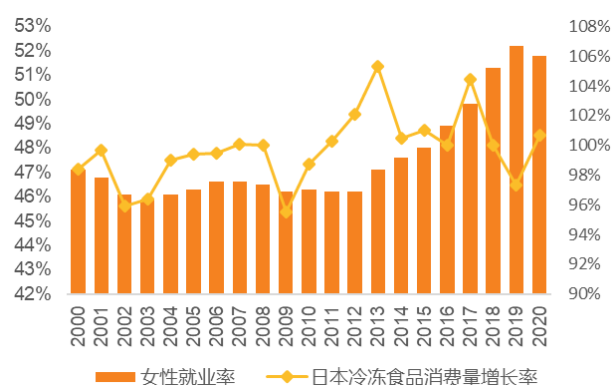


资料来源：Wind、日本冷冻食品协会、天风证券研究所

女性就业率上升带动预制菜家庭渠道消费。传统家庭分工中负责准备菜肴的女性参与工作比率逐年上升，家务时间减少，在高强度的压力下，消费者希望用更多时间休息，追求简单化的生活方式，预制菜能够为家庭成员节约烹饪时间且风味独特，减去了中间的加工环节，成为人民提高生活品质的最好选择。根据日本冷冻协会提供的数据显示冷冻食品消费量与女性就业率基本保持一致，这不仅说明女性是预制菜品消费的主力军之一，更说明在女性自由就业的背景下预制菜市场扩大是大势所趋。

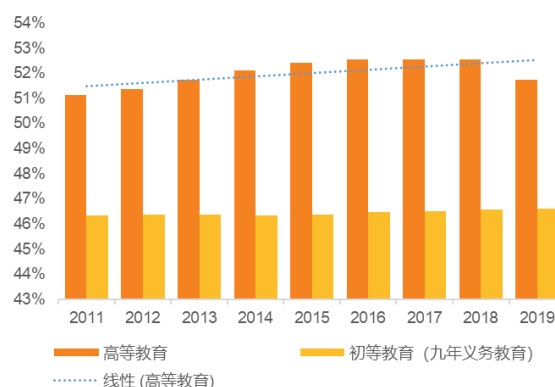
在中国，女性的社会地位日趋平等，更多女性走入职场，预制菜的发展空间巨大。截止 2019 年，普通高校女学生数占学生总数的 53.9%，相较 2014 年提高了 1 个百分点，拥有硕士、博士学位的女性占到 50.56%，年增速为 1.85%，预期未来女性参与社会工作的比例会进一步提升，这启示着企业要关注女性消费者这一蓝海，打造多元化的场景来满足女性对生活品质的要求。

图 32：日本冷冻食品人均消费增长率与女性就业趋势基本保持一致
(左轴为就业率，右轴为消费量增长率)



资料来源：Wind、日本冷冻食品协会、天风证券研究所

图 33：女学生数占初等、高等教育总学生比重，2011 年-2019 年



资料来源：wind、天风证券研究所

2.1. 疫情期间，预制菜市场加速成熟，市场空间达到万亿

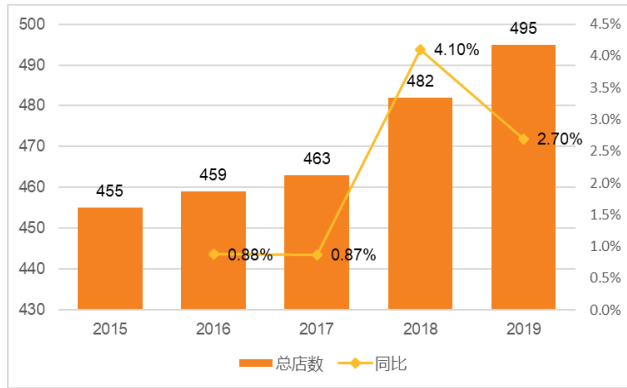
B、C 渠道共同需求推动行业成熟。

随着社会发展，B、C 渠道均表现出对半成品菜不断提高的需求，预制菜行业的发展与成熟是大势所趋。

在 B 端，1. 餐饮行业成本控制诉求不断加剧，专业化分工需求日益强烈。原材料在餐饮行业的成本构成中占比较高，且相比人工与房租更容易实现规模效应，因此成为了餐饮行业控制成本的重要突破口。在保证原材料食品安全与质量的前提下，预制菜可以降低原材料成本，提高采购效率，且可以降低部分人工及房租成本，有望解决餐饮成本痛点。

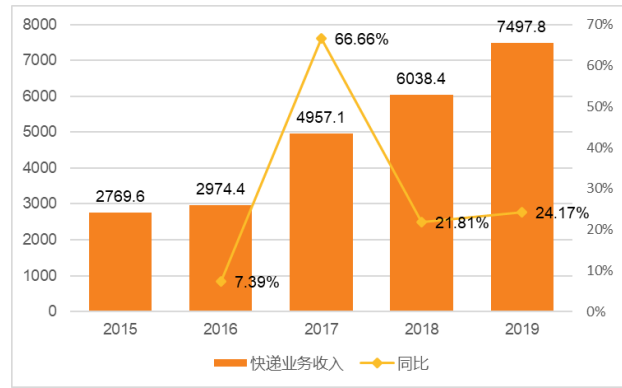
2. 餐饮行业扩容，且体现出连锁化、外卖化等特征。2019 年我国餐饮业营业额达 6557 亿元，行业不断扩容，且由于疫情下抗风险能力较差的非连锁中小型餐饮退出市场，整体行业呈现连锁化提高的现象。此外，外卖化也是整体行业趋势，我国近年来外卖增速维持在较高水平，且渗透率不断提高。预制菜的理念与餐饮行业连锁化，外卖化的特征相吻合，是众多餐饮企业填补需求缺口的选择。

图 34：中国连锁餐饮企业总店数（单位：个）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：规模以上快递业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在 C 端，随着经济发展，工作及生活节奏不断加快，兼以女性职场化等趋势，人们分配在烹饪上的时间精力减少，对烹饪的便捷性需求不断加剧。预制菜可以有效简化烹饪流程，节约烹饪时间，又可以有效保证成品的质量和安全，受到了 C 端消费者的青睐。目前 C 端消费者培育尚未成熟，但随着消费习惯逐渐养成，预制菜的需求将随着人的惰性高度固化。

疫情和短视频催化消费者培育。

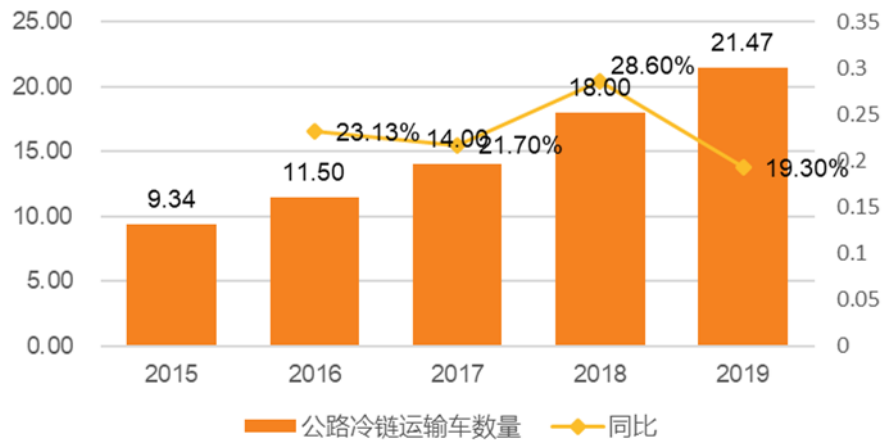
近年来，随着餐饮消费的升级与人们消费观念的改变，预制菜逐渐受到越来越多消费者的青睐。去年突如其来的疫情进一步推动了预制菜行业的成熟，使其在传统餐饮业普遍受到负面影响的疫情期间异军突起。疫情好转，预制菜的余热仍未消退。今年过年期间“春节期间非必要不返乡”的倡议又催生了新的年夜饭消费方式，预制菜又一次销售火爆。阿里巴巴发布的《把爱带回家》春节消费报告中显示，饿了么平台在 2021 年春节期间年夜饭半成品外卖同比增长 4 倍，年夜饭礼盒外卖同比增长 2 倍。

同时，借助抖音、快手等平台，预制菜也在直播带货和营销小视频中赚足了消费者的眼球。疫情和短视频的快速发展让预制菜行业快速为人们熟知，催化了预制菜市场的消费者培育，加速了行业成熟。

放眼未来，预制菜市场还有多重驱动因素，将进一步推动行业加速成熟。

1. **技术进步：**冷链技术发展提高了冷链运输能力，菜品储存周期大幅延长，配送成本降低，预制菜销售半径提高。此外，大数据发展方便统计繁多的 SKU 的销售数据，便于跟踪库存情况，从而最佳安排生产安排及配送，在实现精准营销的同时降低报废损失，大幅提高经营效益。

图 36：中国冷链物流保有量：公路冷链运输车（单位：万辆）



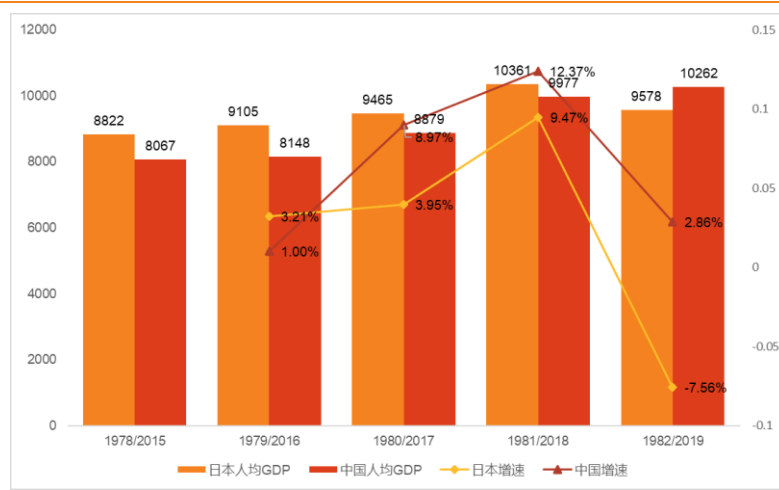
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 渠道多元化便利化：随着社会进步，菜品销售渠道更为多元化便利化，提高了预制菜的消费体验。除了传统的农贸商超及餐饮店外，生鲜电商（如盒马鲜生和叮咚买菜）、社区团购、社区专卖店也帮助开拓了更为快捷便利的预制菜销售渠道，加快预制菜行业的发展。

对标国际，预期市场规模有望达到万亿。

日本的预制菜行业在 20 世纪 70 年代末 80 年代初迎来高速发展期，年增速达到近 20%。将中国目前社会结构的核心经济指标，如人均 GDP 水平、劳动人口比重、家庭人口结构等当时的日本社会对标，格局较为类似，预期预制菜在中国也有机会迎来高速增长期。当前我国预制菜市场规模约为 3000 亿元，以 20% 的年复合增速估算，中国预制菜市场规模将在未来六到七年达到万亿水平。

图 37：日本及中国预制菜行业增长期人均 GDP 及增速对比（单位：美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 味知香——具备成熟的门店运营体系和新产品研发体系，扩张箭在弦上

3.1. 预制菜格局将长期分散，供给水平将在现有水平上显著提升

半成品菜生产企业众多、格局较为分散，主要体现出如下特点：

(1) 地域特征明显。我国各地区居民饮食习惯及口味存在差异，且半成品菜产品依赖冷链运输，单个企业产品的配送半径受到物流成本及产品新鲜度要求的多重限制。考虑到以上两点地域限制，目前的半成品菜企业通常只能覆盖一定区域，尚未出现全国性的半成品菜龙头企业。

(2) 集中化、规模化企业较少。国内半成品菜生产商数量众多，但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。目前，部分企业已开始采购自动化设备实现规模化生产，具备一定区域知名度。

(3) 渠道竞争格局分散。成品菜企业主要客户是区域内一二级加盟商，少部分产品直接销售给餐厅及终端消费者。加盟商的零售性质导致其覆盖范围较小，对产品推广力度有限，因此格局较为分散。目前行业内的渠道竞争正逐步转化为品牌竞争。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，扩大品牌影响范围。

现阶段味知香狭义的竞争者主要包括好得睐、真滋味、祥泰丰等，味知香相比其他竞争者而言体量较大，具有一定规模优势。除了上述狭义竞争者即传统的半成品菜企业外，市场中也存在其他竞争者，如推进零售化的传统餐饮企业，生鲜平台等，从生产端、产品端和渠道端分析，不同竞争者的商业模式之间存在差别。

表 3：生产端、产品端、渠道端竞争者分析

企业类型	企业	生产端	产品端	渠道端
传统半成品企业	味知香	自营商品	推出菜品种类丰富，主要为肉禽类和水产类半成品菜	线下经销，零售和餐饮均有
	好得睐	自营商品	半成品菜行业早期进入者，推出牛肉类、水产类、家禽类、猪肉类、什锦类、煲汤类六大系列等	线上+线下加盟与经销，餐饮端为主
	千味央厨	自营商品	推出速冻米面类产品	主要为餐饮、酒店、团体食堂服务
餐饮行业零售化	云海肴	自营商品	推出了云南小锅米线、青椒肥牛等半成品菜，以及生鲜蔬菜	线上+线下门店
	海底捞	自营商品	推出“开饭了”方便菜肴，主要为酸菜鱼，宫保虾球等半成品菜	借助自有蜀海供应链，线上+线下门店
生鲜平台	美团快驴	外部品牌商品	为餐饮商家提供米、面、粮油、餐具、纸巾等商品的进货服务，后来又增加了生鲜食材和半成品菜	主要服务餐饮
	盒马工坊	自营商品+外部品牌商品	推出熟食、半成品菜、面点等。半成品菜 SKU 种类丰富，且在不同城市内因地制宜	线上+线下门店零售

资料来源：企业官网，天风证券研究所

3.1. 具备丰富的产品体系，持续拓展满足多方位需求

味知香专注于半成品菜的研发、生产、销售，产品口味稳定，产品体系丰富，且具有持续开发，拓展新品的能力。长期来看，味知香的主要产品为肉禽系列、水产海鲜系列，除此之外还推出了素菜系列、礼盒类等半成品菜产品以及酱包、调料包等预制调味品。味知香现已推出 200 余种不同口味规格的半成品菜产品，且还在持续进行菜品的开发创新，力求满足消费者的多方位需求。

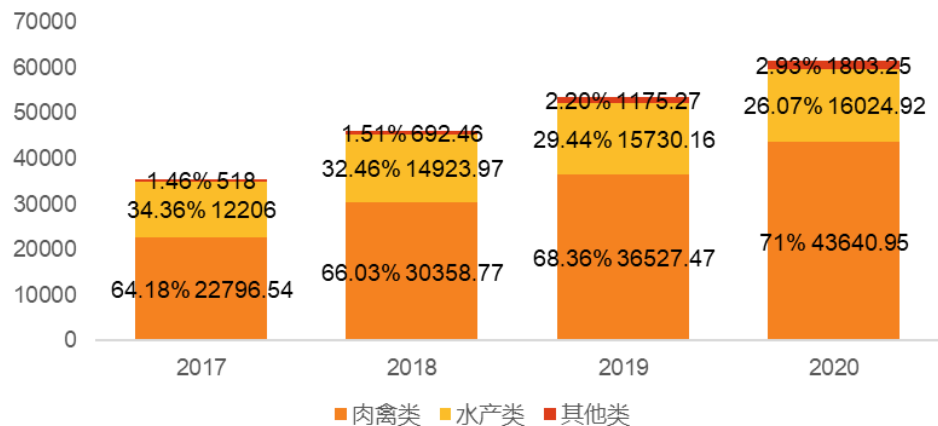
图 38：主要产品类别

肉禽系列		水产系列	
			
蚝油牛肉片	鱼香肉丝	铁板鱿鱼须	清溜鱼片
其他系列			
			
笋片滑草菇	火锅牛蛙	礼盒	酱爆酱

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

纵观味知香的产品体系，其主要产品目前为肉禽类产品和水产海鲜类产品，2020 年其收入分别为 4.36 亿元和 1.6 亿元，同比分别增长 19.48%和 1.88%，占总营业收入的 71%和 26.07%。在 2017 年到 2020 年间，肉禽类产品收入占比不断提升，水产海鲜类产品占比下降，其他产品占比有所提升。据细分品类来看，牛肉类占比较高，2020 年牛肉单细分品类收入达到 3.08 亿元，同比增长 18.36%，占总营业收入 50.2%。

图 39：主要产品类别收入及占比（单位：万元）



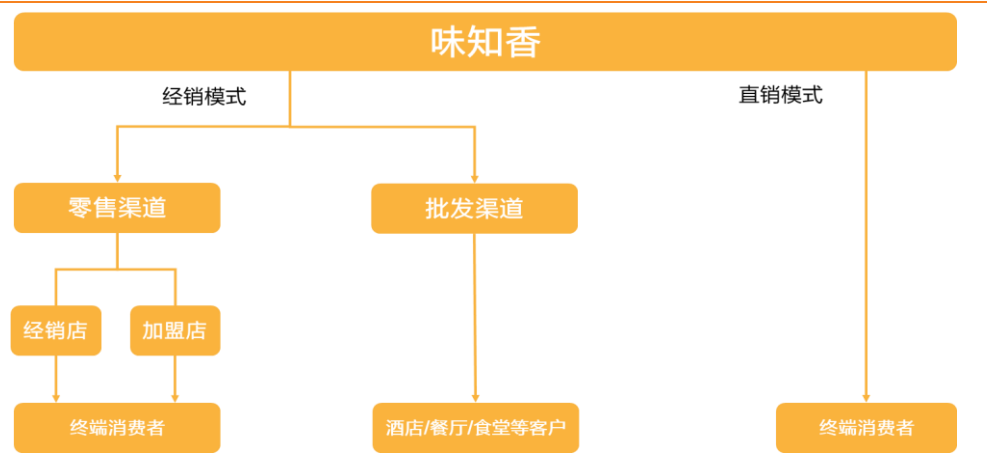
资料来源：招股说明书，招股说明书申报稿，天风证券研究所

3.1. 经销为主，重点打造加盟体系树立品牌形象

公司以经销模式为主，存在少量直销情况，全部为买断式销售。公司对经销渠道客户根据销售对象及终端客户不同分为零售渠道和批发渠道。零售渠道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。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“饽玉”品牌产品后销售给酒店、餐厅、食堂等客户。

零售渠道分为经销店和加盟店。1) 经销店：经销店客户多为菜市场、农贸市场业主，主要从事农副产品或加工食品的零售。这主要是因为公司半成品菜作为日常饮食，其消费场景于果蔬生鲜消费场景高度重合。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。由于产品消费场景是日常餐饮，终端客户单次使用量较小，因此经销店以个体工商户为主且不专门销售半成品菜。2) 加盟店：加盟店经公司授权使用公司名称、品牌、商标等资产主营半成品菜销售。公司对新开业的加盟店统一收取 10,000 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。

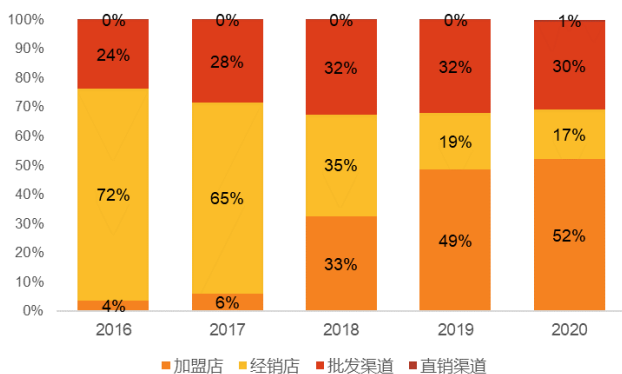
图 40：味知香销售模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

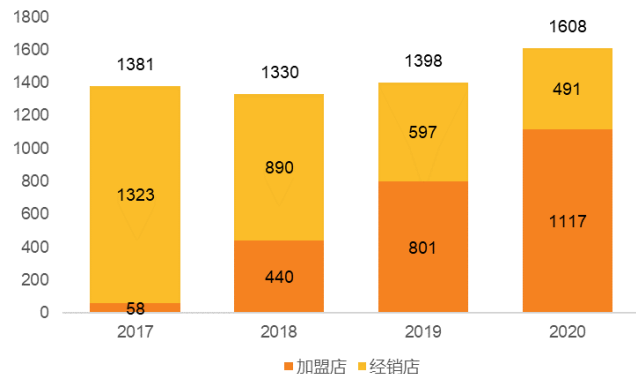
2020 年零售渠道占公司主营收入 69.11%，其中加盟店渠道占主营收入 52.06%，为主要销售渠道，经销店渠道占比 17.05%，批发渠道占 30.06%。2020 年末公司有经销店和加盟店一共 1608 家，其中加盟店 1117 家，经销店 491 家。公司加盟店营收和数量占比逐年上升，营收从 2018 年的 32.64% 上升至 2020 年的 52.06%，数量从 2018 年末的 440 家上升至 2020 年末的 1117 家，而经销店从 890 家降至 491 家。主要因为公司开拓新客户及部分原有客户停止经营而产生的自然流动，以及公司为树立良好的品牌形象、建立更加高效的零售渠道，着重打造加盟店体系，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。

图 41：2016-2020 公司各销售渠道收入占比（%）



资料来源：招股说明书，招股说明书申报稿，天风证券研究所

图 42：2017-2020 加盟店和经销店数量（家）



资料来源：招股说明书，招股说明书申报稿，天风证券研究所

公司深耕华东，江浙沪是核心销售区域。公司位处苏州市，早期从上海、苏州开始进行业务拓展，在江苏、上海及浙江部分地区建立了密集的销售网络。2020 年，公司华东地区共有加盟店 1086 家，经销店 485 家，批发客户 361 家，分别占各类店面 97.2%/98.8%/92.8%。

表 4：公司加盟店、经销店及批发客户区域分布（家）

类别	地域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
加盟店	华东	50	427	779	1086
	华中	8	13	22	31
	小计	58	440	801	1117
经销店	华东	1316	884	593	485
	华中	3	2	2	5
	华南	1	1	-	-
	华北	3	2	1	1
	西北	-	1	1	-
零售渠道合计	小计	1323	890	597	491
		1381	1330	1398	1608
批发客户	华东	311	339	336	361
	华中	2	4	6	5
	西南	11	10	11	15
	华南	-	1	1	1
	华北	-	-	3	5
	东北	1	-	-	-
	西北	-	1	2	2
	小计	325	355	359	389
合计		1706	1685	1757	1997

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. 上市加速扩张，产能高速建设+拓展渠道+产品扩张，迎来快速成长期

4.1. 募投项目助力公司扩张

公司募投资金主要用于扩张产能，研发检验中心建设以及营销网络扩张等，综合提高公司业务发展及实力。

表 5：公司募集资金项目（万元）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金投资额
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
研发检验中心和信息化建设项目	7,001.46	7,000.00
营销网络和培训中心建设项目	6,985.00	6,900.00
补充流动资金	24,000.00	23,261.74
合计	66,604.46	64,661.74

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

产能扩张助力公司业务持续增长。2017-2020 年，公司产能利用率分别为 95.93%、81.49%、85.89%和 99.18%，均处在较高水平，现有产能给公司带来发展瓶颈。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建成投产后，公司将新增半成品菜产能 50,000 吨/年，产能将得到有效扩大，实现业务的持续增长。同时项目优化现有工艺条件，使食品达到更高标准的安全要求。

表 5：公司产品产销情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
产能（吨）	9,750.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00
产量（吨）	9,352.69	12,224.05	12,884.14	14,877.17
产能利用率（%）	95.93%	81.49%	85.89%	99.18%
销量（吨）	9,630.72	11,899.79	13,176.28	15,330.44
产销率（%）	102.97%	97.35%	102.27%	103.05%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

探索线上平台，挖掘新增长点。公司计划搭建连接线下销售网点的网络销售平台，实现“客户网上下单，门店就近配送”的销售模式，目前已在测试相应的手机 APP 及微信小程序。同时，公司也从 2020 年上半年起与同程生活等网络销售平台开展合作，通过第三方平台销售公司产品。

研发检验中心建设项目提高公司新产品研发能力，丰富产品体系。公司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，丰富产品结构，满足消费者多场景需求。同时项目提升公司检验水平，使得公司能够对半成品菜生产过程中各项变量的影响进行细致分析，从而精确把控产品质量和安全。

营销网络建设优化线下营销布局，完善物流体系，增强品牌推广。公司以苏州为中心，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。1）直营展示门店：项目将在苏州、上海选取人流量集中、租金适当、交通便捷的大型社区周边租赁场地开设直营展示门店，向客户展示公司产品应用场景、菜品种类，让客户了解并尝试使用公司半成品菜，有助于提升客户对品牌忠诚度。2）物流体系：公司目前设有自有物流配送车队，每日安排物流车辆从厂区装车配送至各地客户，配送方式以自营物流为主，第三方物流作为补充。目前的物流体系建设尚不完善，配送能力相对不足。项目建成后，公司将扩充物流车队、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，同时购置信息化物流系统，实时掌握库存、在途和配送情况，便于公司进行发货管理和记录。3）品牌推广：公司将研究各地区潜在消费者偏好、口味等，在此基础上有针对性地在线下及线上投放有代表性的产品广告，吸引更多消费者，塑造公司品牌。

4.2. 长期有望跨区域拓展；远期 2B 端产品打造新成长曲线

依托新品研发能力及物流体系建设，公司长期有望实现跨区域拓展。公司具有出色的菜品开发能力和良好的生产工艺，已开发出多样的半成品菜。研发检验中心建设项目将进一步提高公司新产品研发能力，推出更多适合其他地区口味的产品。公司生产的半成品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。

表 6：公司在研产品

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、白干层、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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2B 产品具备长期拓展的潜力。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，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%。相对于传统餐厅在后厨进行食材加工和菜品烹制，半成品菜的优势体现在：①半成品菜企业会批量采购原材料，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半成品菜处理便捷，提高出菜速度；③半成品菜企业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，同时标准化的生产流程保证菜品口味稳定。因此，餐饮店、酒店对半成品菜的需求长期存在，公司 2B 产品“饌玉”具有长期拓展潜力，我们预计未来五年公司批发客户保持每年 20~30 家的增长速度。

表 7：半成品菜解决制菜成本高、耗时长的问题

餐饮店加工食品痛点	半成品菜特点
高人工、原材料成本	规模效应降低原材料成本
部分食材处理过程繁杂	加工便捷
食品安全、口味难以保障	标准化生产保证菜品口味稳定、安全

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测

预计公司 2021-2023 年实现营收 7.22/8.38/10.08 亿元，同比+15.97%/16.05%/20.37%，实现归母净利润 1.53/1.84/2.21 亿元，同比+22.15%/20.13%/20.65%，EPS 分别为 1.53/1.84/2.21 元/股。根据行业可比公司安井食品，2021 年 PE 估值为 75 倍，由于预制菜行业市场潜力更大，行业渗透率更低，且味知香作为新股上市投产更快，给予味知香 2021 年 90 倍估值，对应目标价为 137.7 元，维持公司“买入”评级。

表 8：可比公司估值

公司代码	可比公司	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
603345.SH	安井食品	36.61	75.6	74.94	56.85	44.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

食品安全风险

预制菜可以提高食品标准化程度，符合消费者对食品安全的高期待。然而，由于预制菜行业正处于加速发展阶段，行业监管力度不足，存在食品安全风险，有待监管的进一步加强。

原材料价格波动风险

预制菜行业对食材进行半加工后出售，由于下游价格不能发生过大波动，因此更需提防上游原材料价格波动带来的风险。

产能扩张不及预期风险

存在突发事件影响产能扩张的可能，需提防业绩不及预期风险。

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	441.56	563.87	736.29
应收票据及应收账款	0.49	3.62	1.11	(21.71)	(26.14)
预付账款	14.58	19.83	13.10	22.93	24.80
存货	50.66	36.33	74.01	54.34	97.78
其他	1.75	0.97	1.13	1.66	1.45
流动资产合计	278.87	391.02	530.91	621.10	834.19
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	626.68	792.45	1,046.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	15.64	14.64	24.37	21.42	30.79
其他	21.70	20.98	33.23	18.44	41.64
流动负债合计	37.34	35.63	57.60	39.86	72.43
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	57.60	39.86	72.43
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	469.08	652.59	873.99
其他	(28.88)	(28.88)	(28.88)	(28.88)	(28.88)
股东权益合计	266.28	391.33	569.08	752.59	973.99
负债和股东权益总计	303.62	426.96	626.68	792.45	1,046.42

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	86.24	125.05	152.75	183.50	221.40
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	(0.31)	(0.31)	(0.31)
营运资金变动	(24.45)	20.62	(8.93)	13.87	(6.39)
其它	7.65	(14.14)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	72.83	134.80	135.20	186.53	209.63
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)	(119.69)	(159.69)	(99.69)
投资活动现金流	(13.56)	(15.58)	(59.69)	(79.69)	(49.69)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	16.78	16.11	49.78	29.47	26.48
其他	(16.78)	(16.11)	(14.00)	(14.00)	(14.00)
筹资活动现金流	0.00	0.00	35.78	15.47	12.48
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	111.29	122.31	172.42

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	721.88	837.74	1,008.39
营业成本	406.96	439.06	508.92	587.42	700.53
营业税金及附加	1.72	2.25	2.42	2.83	3.48
营业费用	28.66	32.56	37.53	43.39	52.11
管理费用	17.94	20.01	22.81	26.19	31.32
研发费用	0.95	1.25	1.36	1.57	1.94
财务费用	(2.78)	(2.11)	(10.78)	(15.47)	(12.48)
资产减值损失	0.00	0.00	0.01	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	0.31	0.31	0.31
其他	(1.21)	(2.99)	(0.62)	(0.62)	(0.62)
营业利润	90.19	132.44	159.92	192.11	231.79
营业外收入	0.03	0.14	0.07	0.08	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	159.27	191.34	230.86
所得税	3.68	6.00	6.52	7.84	9.45
净利润	86.24	125.05	152.75	183.50	221.40
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	152.75	183.50	221.40
每股收益（元）	0.86	1.25	1.53	1.84	2.21

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.41%	14.76%	15.97%	16.05%	20.37%
营业利润	21.73%	46.85%	20.75%	20.13%	20.66%
归属于母公司净利润	21.26%	45.00%	22.15%	20.13%	20.65%
获利能力					
毛利率	24.97%	29.46%	29.50%	29.88%	30.53%
净利率	15.90%	20.09%	21.16%	21.90%	21.96%
ROE	32.39%	31.96%	26.84%	24.38%	22.73%
ROIC	310.28%	279.77%	239.72%	136.82%	114.00%
偿债能力					
资产负债率	12.30%	8.34%	9.19%	5.03%	6.92%
净负债率	-79.39%	-84.40%	-77.59%	-74.92%	-75.60%
流动比率	7.47	10.98	9.22	15.58	11.52
速动比率	6.11	9.96	7.93	14.22	10.17
营运能力					
应收账款周转率	1,337.41	303.01	305.56	-81.31	-42.15
存货周转率	11.08	14.31	13.08	13.05	13.26
总资产周转率	2.09	1.70	1.37	1.18	1.10
每股指标（元）					
每股收益	0.86	1.25	1.53	1.84	2.21
每股经营现金流	0.73	1.35	1.35	1.87	2.10
每股净资产	2.66	3.91	5.69	7.53	9.74
估值比率					
市盈率	141.04	97.27	79.63	66.29	54.94
市净率	45.68	31.08	21.37	16.16	12.49
EV/EBITDA	0.00	0.00	77.29	63.86	50.39
EV/EBIT	0.00	0.00	78.57	65.65	52.10

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