

味知香 (605089.SH)

2021年07月16日

预制菜领先企业，深耕基地市场，向外稳步拓张

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

叶松霖（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

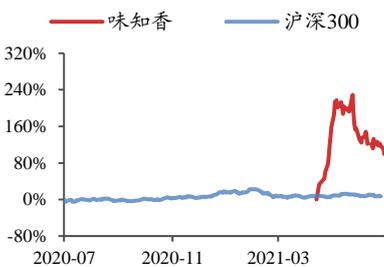
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120030038

日期	2021/7/15
当前股价(元)	80.70
一年最高最低(元)	138.88/41.08
总市值(亿元)	80.70
流通市值(亿元)	20.18
总股本(亿股)	1.00
流通股本(亿股)	0.25
近3个月换手率(%)	-

股价走势图



数据来源：贝格数据

● **B端、C端双管齐下，产能扩张助力市场扩张，首次覆盖给予“增持”评级**
公司布局半成品菜行业较早，产品结构完善、已形成一定品牌力，且在上游采购、冷链物流配送、下游多渠道开拓上均有优势。公司B端和C端客户均有布局，未来随着产能陆续释放、开店速度加快，可稳步拓张华东市场，享受行业发展红利，发展潜力较大。我们预计公司2021-2023年净利润分别为1.56亿元、1.93亿元、2.34亿元，同比增长24.7%、23.7%、21.3%；EPS分别为1.56、1.93、2.34元，当前股价对应PE为51.7、41.8、34.5倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● **预制菜行业加速发展，格局分散，万亿市场可期**

预制菜目前处于加速发展阶段，需求逐步释放：（1）在B端，预制菜帮助餐饮店优化成本结构、提升运营效率、保障连锁餐饮各门店出品质量；（2）在C端，预制菜性价比高，可有效降低消费者做饭负担，提升生活品质。目前，行业区域特征明显，头部企业较少，竞争格局分散，处于跑马圈地阶段。我国预制菜行业发展空间广阔，万亿市场可期。

● **多渠道布局，具备领先优势**

公司已具备领先优势：（1）产品品类丰富，研发及推新机制完善；（2）深耕华东市场多年，具备品牌力；（3）规模优势降采购成本，自建冷链物流配送体系效率较高，下游多渠道发力。公司零售渠道占比较高，对客户进行精细化管理，经销商、加盟店的盈利能力和稳定性都较强。加盟店模式日益成熟，有助于公司向复制扩张。

● **新产能投产缓解产能瓶颈，助力公司开拓空白市场**

公司目前年产能1.5万吨，产能利用率超过99%。随着5万吨产能逐步释放，可有效缓解产能瓶颈。江浙沪地区及周边市场渠道开拓空间广阔，门店扩张速度加快下公司可进一步深耕大本营市场，并对外拓张新市场，业绩有望快速增长。

● **风险提示：**经济下行、食品安全、原材料价格波动风险、市场拓张不及预期、产能投放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	542	622	762	923	1,108
YOY(%)	16.4	14.8	22.5	21.0	20.1
归母净利润(百万元)	86	125	156	193	234
YOY(%)	21.3	45.0	24.7	23.7	21.3
毛利率(%)	25.0	29.5	29.0	29.4	30.0
净利率(%)	15.9	20.1	20.5	20.9	21.1
ROE(%)	32.4	32.0	13.1	13.9	14.4
EPS(摊薄/元)	0.86	1.25	1.56	1.93	2.34
P/E(倍)	103.2	71.2	51.7	41.8	34.5
P/B(倍)	33.4	22.7	6.8	5.8	5.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 专注半成品菜行业，为行业领先品牌	4
1.1、 深耕半成品菜行业，股权集中度高	4
1.2、 肉禽类占比较高，收入利润快速增长	5
2、 预制菜行业加速发展，格局分散，前景广阔	6
2.1、 预制菜行业加速发展，自江浙沪向外拓张	6
2.2、 预制菜解决 B 端、C 端痛点，需求逐渐释放	8
2.3、 头部企业数量较少，行业竞争格局分散	11
2.4、 发展空间广阔，万亿市场可期	13
3、 B 端、C 端齐发力，具备领先优势	13
3.1、 产品品类丰富，研发及推新机制完善	14
3.2、 双品牌运营，具备品牌力	15
3.3、 规模优势逐渐显现，物流效率高，加盟店模式日益成熟	16
3.3.1、 具备规模优势，采购成本低于行业水平	16
3.3.2、 自建冷链配送团队，优势明显	18
3.3.3、 零售、批发渠道齐发力，加盟模式日益成熟	19
4、 新产能陆续投放，助力自江浙沪向外拓张	21
5、 盈利预测与投资建议	22
5.1、 关键假设	22
5.2、 投资建议	23
6、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 味知香产品包括肉禽类、水产类及其他类	4
图 2： 公司 2020 年营收增 14.8%至 6.2 亿元	5
图 3： 公司 2020 年归母净利增 45%至 1.3 亿元	5
图 4： 味知香牛肉、禽肉类产品占比最高	6
图 5： 味知香业务主要集中在华东地区	6
图 6： 2015-2020 年冷藏和冷冻预制菜销售额快速增长	8
图 7： 2015-2020 年预制肉制品的销售额快速增长	8
图 8： 2020 年餐饮外卖行业占餐饮收入的 20.2%	9
图 9： 2019 年在线外卖渗透率为 20.2%	9
图 10： 原料、房租和人力成本占 75%	9
图 11： 北上广深商铺租金在 2017-2018 年的增幅较大	9
图 12： 住宿和餐饮业平均工资增速约 7%	10
图 13： 2019 年外卖需求中正餐占较大比例	10
图 14： 2019 年中国餐饮行业连锁店铺占比 10.3%	10
图 15： 2019 年美国餐饮行业连锁店铺占比 54.3%	10
图 16： 餐饮行业收入增速趋稳，2020 年因疫情受挫	11
图 17： 餐饮百强企业营收占比不足 10%	11
图 18： 中国餐饮业连锁化率为 10%，低于全球平均水平	11

图 19: 中国餐饮品牌 CR5 占比为 2%，低于发达国家.....	11
图 20: 70 年代日本家庭调理食品消费金额快速增长.....	13
图 21: 80 年代日本家庭冷冻调理食品消费金额快速增长.....	13
图 22: 味知香门店产品品类齐全.....	14
图 23: 味知香各产品生产流程相近.....	14
图 24: 公司 2020 年销售费用率为 5.23%.....	16
图 25: 2020 年公司采购小黄瓜条单价显著低于牛肉市场均价.....	17
图 26: 2020 年公司鸡大胸采购价显著低于白条鸡市场价.....	17
图 27: 2020 年公司猪肉采购单价略低于市场价.....	17
图 28: 2020 年味知香的销售毛利率为 29.46%.....	18
图 29: 2018 年以来合作 5 年以上经销商占比较高.....	20
图 30: 2018 年来合作 5 年以上经销商平均创收持续增长.....	20
图 31: 2017 年以来加盟店数量快速增长.....	20
图 32: 2020 年经销店转为加盟店，经销店数量下滑.....	20
图 33: 公司批发渠道毛利率略低于零售渠道.....	21
表 1: 公司股权集中度较高.....	5
表 2: 预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四种类型.....	7
表 3: 目前头部预制菜企业数量较少.....	12
表 4: 公司掌握有助于提高产品品质的先进工艺技术.....	15
表 5: 公司积极开发新生产工艺.....	15
表 6: 自行运输模式成本优势明显.....	18
表 7: 零售和批发渠道为公司主要销售渠道.....	19
表 8: 加盟店单店销售额显著高于经销店.....	21
表 9: 未来新产能投产可缓解公司产能瓶颈.....	22
表 10: 预计 2021 年公司营收同比增 22.5%.....	23
表 11: 可比公司估值：味知香高于行业平均水平.....	23

1、 专注半成品菜行业，为行业领先品牌

1.1、 深耕半成品菜行业，股权集中度高

专注于半成品菜行业，为行业领先企业。味知香成立于2008年，主要经营半成品菜的研发、生产、销售，产品包括肉禽类、水产类及其他类，共计超200多个SKU。公司采取零售渠道与批发渠道并存的渠道模式，通过“味知香”、“饕玉”品牌分别推动公司零售、批发业务的发展。味知香已经深耕半成品菜行业约十二年，在行业中处于领先地位。

图1：味知香产品包括肉禽类、水产类及其他类



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司股权集中度高，管理层与公司利益绑定。公司创始人夏靖先生共计持有公司60.4%的股权，并担任公司董事长及总经理职务。其兄长夏九林、表兄弟章松柏分别直接持有公司7.5%、3.75%的股权，三者合计持股比例达71.65%。此外，公司核心员工通过员工持股平台金花生管理咨询企业持股，中高层人员合计持股比例达72.5%。味知香股权集中度高，实控人持股比例高，控制力强，管理层与公司利益绑定。

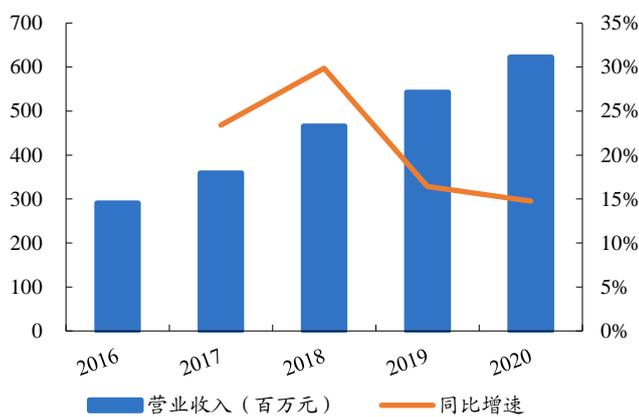
表1: 公司股权集中度较高

姓名	职务	持股比例
夏靖	董事长、总经理	60.38%
谢林华	董事、财务总监、董事会秘书	0.30%
章松柏	董事	3.75%
刘晓维	监事会主席	0.14%
潘爱蓉	职工代表监事	0.03%
赵强	职工代表监事	0.02%
夏九林	副总经理	7.50%
王国华	副总经理	0.11%
夏骏	副总经理	0.22%
合计		72.45%

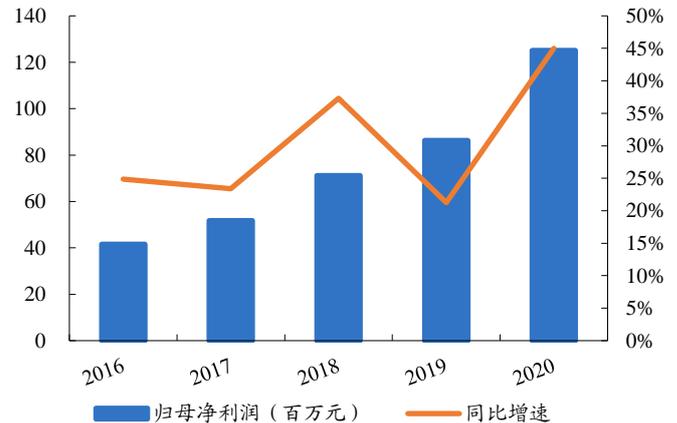
资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、肉禽类占比较高, 收入利润快速增长

公司收入、净利呈快速增长态势。公司主营业务是生产销售以牛肉、猪肉、禽肉、虾类、鱼类为主的半成品菜。味知香通过加盟店拓张、产品升级、产线扩张, 营收、净利增速较快。公司营业收入自 2016 年的 2.91 亿元增长至 2020 年的 6.22 亿元, 年复合增速约 21%; 归母净利润自 2016 年的 0.41 亿元增长至 2020 年的 1.25 亿元, 年复合增速约 32% 以上。2020 年公司受到疫情影响有限, 营业收入及利润稳步增长。2020 年公司营业收入为 6.22 亿元, 同比增 14.76%, 归母净利润为 1.25 亿元, 同比增 45%。

图2: 公司 2020 年营收增 14.8% 至 6.2 亿元


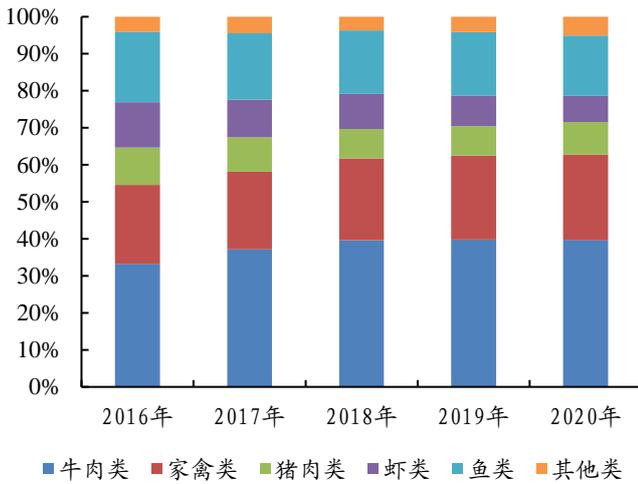
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 公司 2020 年归母净利润增 45% 至 1.3 亿元


数据来源: Wind、开源证券研究所

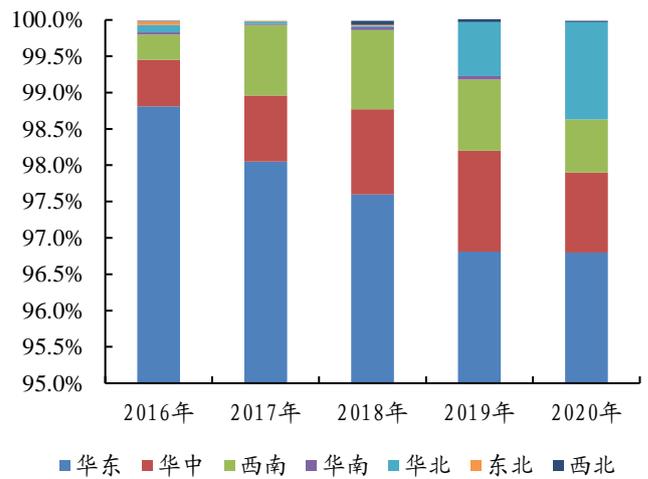
肉禽类为主要产品, 华东地区占比较高。分产品来看, 味知香的主要产品为牛肉、禽肉、猪肉、虾类、鱼类。其中, 牛肉类、禽肉类、鱼类占比最高, 2020 年分别占比达 39.7%、23.0%、16.3%。分地区来看, 大本营华东地区仍贡献了大部分销售额, 2020 年华东地区占比达 96.8%。

图4: 味知香牛肉、禽肉类产品占比最高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 味知香业务主要集中在华东地区



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、预制菜行业加速发展，格局分散，前景广阔

2.1、预制菜行业加速发展，自江浙沪向外拓张

预制菜产品分为四种类型，多数企业经营即热和即烹食品。预制菜通过简单加工即可食用，是以农、畜、禽、水产品为原料，同时配各种辅料，通过分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等预加工步骤制成的成品或半成品。预制菜通过需要加工的程度多少可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四类，其中即食食品是开封即可直接食用，而即配食品是需要自行配菜、调味及烹饪。若产品需要加工的程度越高，产品的口味可以越灵活地调整。目前大部分预制菜企业经营的主要是即热和即烹食品。

表2: 预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四种类型

种类	特点	消费群体	企业
即食食品	开封即可食用，如即食凤爪、牛肉干、八宝粥、罐头、卤味店的部分产品等	C 端	银鹭、华文食品、有友食品
即热食品	需要加热即可食用的产品，有速冻水饺、冷冻火锅料、便利店快餐、方便面、卤味店的部分产品等	C 端、B 端	安井食品、三全食品、锅圈食会、绝味鸭脖、康师傅等
即烹食品	食材已经过一定加工，按份分装，但是为了恢复原味一般需要入锅加工，几分钟即可，另有搭配的调料可以按需放入，如冷藏牛排、冷藏宫爆鸡丁、面向 B 端的料理包等	B 端、C 端	味知香
即配食品	经过筛选、清洗、分切、按份封装的净菜，需要自行烹饪和调味	B 端、C 端	盒马

资料来源：餐饮界、开源证券研究所

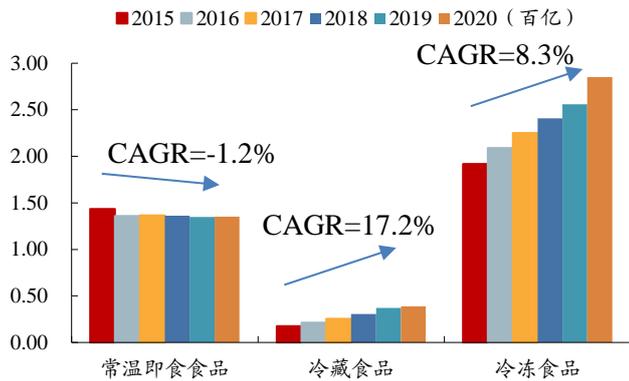
国内预制菜雏形为净菜，可分为早期引入、初步发展和加速发展三个发展阶段。

(1) 早期引入：从 20 世纪 90 年代后期开始，由于麦当劳、肯德基等快餐店进入中国市场，净菜加工配送工厂开始出现；

(2) 初步发展：2000 年左右开始，半成品菜生产企业开始出现，经济发展较快的地区开始出现手工作坊式的半成品菜企业，之后逐渐发展出规模化和工业化生产的企业；

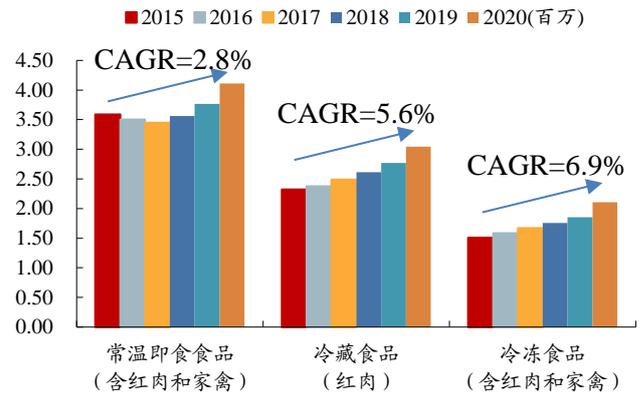
(3) 加速发展：2020 年伊始爆发的新冠疫情加速半成品菜发展。一方面，疫情期间，餐厅、外卖无法营业，生鲜蔬菜供应紧张，而预制菜专卖店和商超等是民生工程，政府允许且要求营业，促使部分人尝试消费预制菜。另一方面，消费者的卫生观念加强，更注重食品安全，对实行低价竞争策略的手工作坊造成一定冲击。此外，2021 年春节期间政府倡导就地过年、减少外卖，大量留在城市的年轻人选择购买小份预制菜、半成品菜年货来制作年夜饭，一些餐厅也推出了半成品菜年夜饭套餐外卖服务，消费者进一步接受预制菜。

图6: 2015-2020年冷藏和冷冻预制菜销售额快速增长



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图7: 2015-2020年预制肉制品的销售额快速增长



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

预制菜由上海兴起, 向江浙扩张, 华东地区为重点销售地区。华东地区的预制菜行业从上海农贸市场兴起, 随后苏南、浙北地区逐渐发展起来, 逐步自江浙沪向外扩张。2002年苏州好得睐在上海第一个推出农贸市场加盟形式, 2005年成为上海市政府标准化菜市场改建的半成品类推荐品牌。目前经过十多年的发展, 半成品菜已成为江浙沪地区每个农贸市场的标配, 每个农贸市场都有2-3家半成品菜的柜台, 此外大量商超也设有半成品菜柜台。

预制菜行业在华东地区从C端发展到B端餐饮, 在华东地区以外的拓展从B端发力, C端发展较慢。预制菜行业起步于华东地区C端消费者, 后发展延伸出面向B端的餐饮预制菜。预制菜在华东地区B端和C端均具备市场规模, 在华东以外地区的发展上以B端为主, C端发展较慢。影响C端接受程度的主要是消费者观念和消费人群:

- (1) 在消费观念上, 由于华东地区的农贸市场预制菜发展较早, 因此中老年人的接受度较高, 已经将预制菜当作日常消费。
- (2) 在消费人群上, 华东地区经济发展较快, 对新事物的接受程度较快, 并且有较多人因为工作压力、生活节奏较快而没有精力和时间做饭, 因此需求较大。
- (3) 华东以外的地区经济发展相对较慢, 加班较少, 年轻人外流, 预制菜在这些地区的历史不长, 因此需求释放较慢。
- (4) B端客户主要是餐饮企业, 餐饮企业需优化成本结构、提升运营效率、且连锁率持续提升, 对于预制菜的需求较大, 故华东地区外B端客户对预制菜的接受程度更高。

2.2、预制菜解决B端、C端痛点, 需求逐渐释放

预制菜具备方便快捷、产品质量稳定、性价比高等特点。预制菜产品只需简单加工即可食用, 方便快捷, 并且产品品类多样、质量较为稳定, 性价比较高, 可针对性地解决B端、C端用户的痛点。目前中国预制菜市场B端和C端消费者的占比大约为8:2。

C端消费者: 近年来C端消费者做饭成本提升, 做饭便携化需求增加。(1) 随

着经济发展，居民生活节奏越来越快，加班已成为部分上班族的常态，挤占了做饭的时间和精力，使做饭机会成本越来越大。(2)中青年对于饮食口味的要求逐渐提高。随着城镇化水平和经济水平的提高，人们对于餐厅和外卖的接受度越来越高，因而对于家常菜的口味要求也逐渐提高，但是自己在家要做到相似口味菜品的难度较大。(3)做饭能力逐渐下降。年轻人对于厨艺和食材挑选的掌握程度下降。(4)老龄化占比提升，2020年我国65岁及以上人口占比达13.5%，有时间但精力不足的老年人占比快速提升。(5)女性就业率提升。

预制菜有效降低C端消费者做饭负担，提升生活品质。 预制菜具备多种特点：

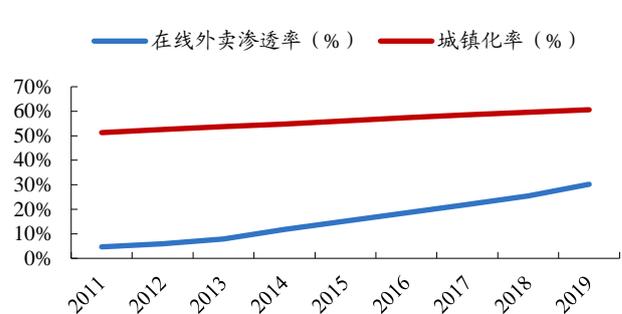
(1)可散称、也可小包装销售，可满足不同用户需求；(2)性价比高，价格低于餐厅消费，且可低于散买材料自制；(3)加热即可食用，方便快捷；(4)也可根据个性化口味自行调味，口味好。因此预制菜可满足方便快捷、味道好、性价比高的C端用户需求。

图8: 2020年餐饮外卖行业占餐饮收入的20.2%



数据来源: 观研天下、开源证券研究所

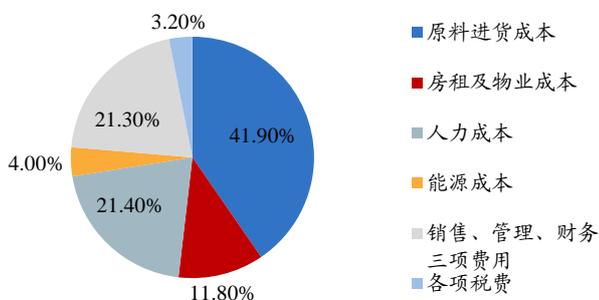
图9: 2019年在线外卖渗透率为20.2%



数据来源: Wind、艾媒咨询、开源证券研究所

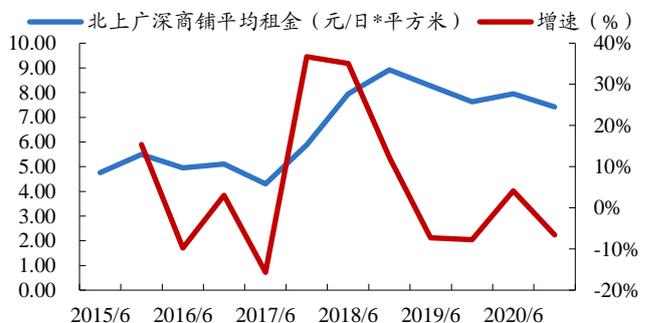
B端客户：一方面，餐饮企业人工、租金成本较高，企业需要优化成本结构以增强盈利能力。 餐饮企业的食材成本、员工工资、房租成本皆较高。根据中国饭店协会数据，原料进货成本、房租及物业成本、人力成本分别占41.9%、11.8%、21.4%，合计共占约75%。增长较快的员工及租金成本压缩餐饮企业盈利空间，使得餐饮企业有动力优化菜单及成本结构，标准化、流程化制餐并提高出餐效率以降低人工成本，压缩后厨面积以降低租金成本等。

图10: 原料、房租和人力成本占75%



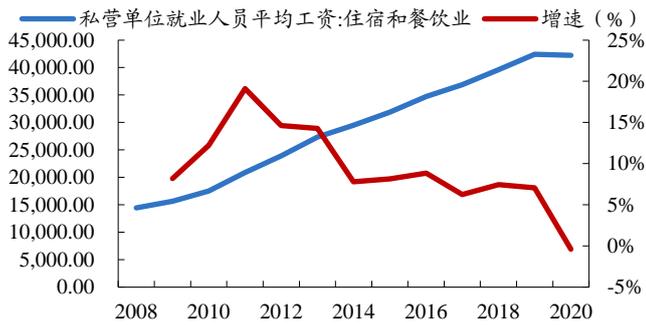
数据来源: 中国饭店协会、开源证券研究所

图11: 北上广深商铺租金在2017-2018年的增幅较大



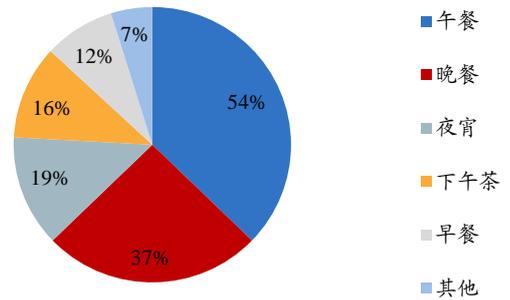
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 住宿和餐饮业平均工资增速约 7%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

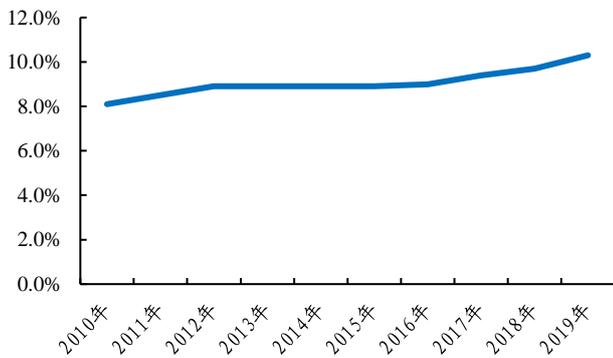
图13: 2019 年外卖需求中正餐占较大比例



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

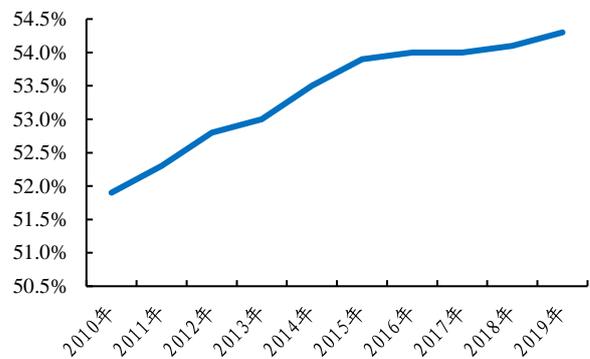
另一方面，餐饮行业连锁化率不断提升，需解决产品质量稳定、口味统一等问题。根据欧睿数据，美国的餐饮连锁化率约 54.3%，而中国餐饮业连锁化率自 2010 年的 8.1% 增 2.2pct 至 2019 年的 10.3%。目前我国餐饮业连锁化率远低于全球平均水平，餐饮业集中度也较低，2019 年餐饮百强企业营收占比不足 10%。由于中国各地饮食习惯差异较大，餐饮业的连锁化率提升尚需一定时间。但连锁餐饮企业对菜品的标准化、规模化、工业化要求较高，部分连锁餐饮企业如海底捞、广州酒家等已经自建中央厨房生产半成品菜。根据中国饭店协会数据，目前超 74% 的连锁餐饮企业已经自建中央厨房，其中超 50% 的连锁餐饮企业正在研发可加热即食的标准化半成品菜，统一生产制作后低温保存、配送至门店，再简单加工后出餐。但由于餐饮店菜品较为丰富，若建设多品类生产线需要较大的前期投入，因此轻资产运营、规模相对较小、菜品品类丰富的餐饮企业仍需考虑和预制菜公司合作。

图14: 2019 年中国餐饮行业连锁店铺占比 10.3%



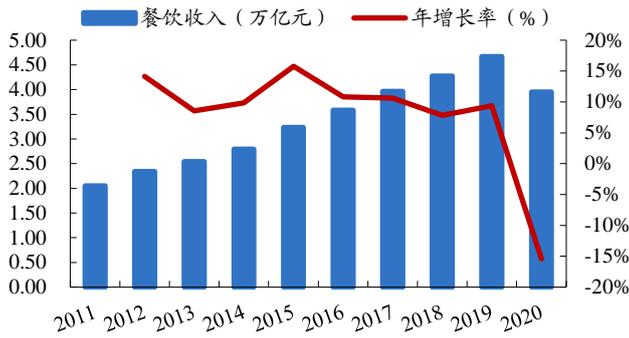
数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图15: 2019 年美国餐饮行业连锁店铺占比 54.3%



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图16: 餐饮行业收入增速趋稳, 2020年因疫情受挫



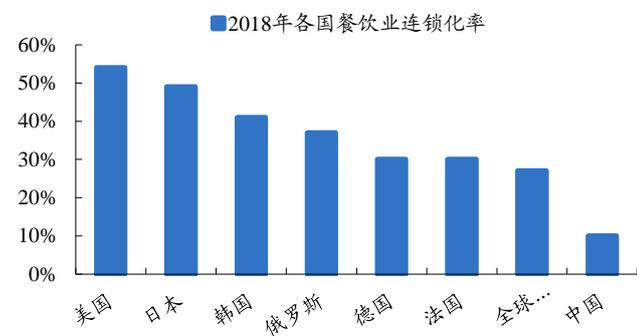
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图17: 餐饮百强企业营收占比不足 10%



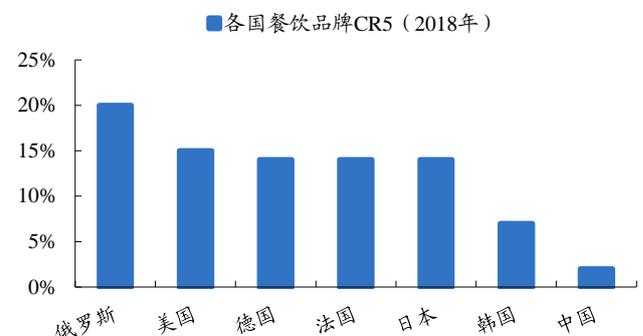
数据来源: 中国烹饪协会、前瞻研究院、开源证券研究所

图18: 中国餐饮业连锁化率为 10%，低于全球平均水平



数据来源: 锐观咨询、开源证券研究所

图19: 中国餐饮品牌 CR5 占比为 2%，低于发达国家



数据来源: 锐观咨询、开源证券研究所

预制菜标准化程度高、出餐快、性价比高，受 B 端客户青睐。使用预制菜可以降低食材采购和损耗的成本、减少后厨面积和人工成本、提高后厨出餐效率以及提高菜品毛利，可解决 B 端客户痛点：

(1) 解决原料进货成本高的问题。预制菜企业有规模优势，具备对上游的议价权，可有效降低原材料成本。以味知香为例，其小黄瓜条、鸡大胸、猪肉等主要原材料采购价均低于市场均价。

(2) 预制菜规模化生产，产品标准化程度较高，可保障菜品出品的一致性，降低餐饮企业的管理难度。

(3) 解决用人成本高、房租高的问题，提升效率。预制菜免除了食材采购、清洗、加工等流程，简单处理几分钟即可出餐，并且份量有固定规格。因此，餐饮门店可减少后厨人员的数量，减少甚至取消厨师的配置，减少后厨面积，在有效节约用人及后厨租金成本的同时，提高出餐效率。

(4) 提升菜品出新效率。一些餐厅可把半成品菜企业推出的新品迅速加入自身菜单中，在保证不断推出新品的同时把研发成本转嫁到上游企业中。此外，半成品菜制作上也仍可自行加入餐厅特色的调味料进一步制作，保留餐厅独特的口味。

2.3、头部企业数量较少，行业竞争格局分散

近年新注册预制菜企业数量较多。根据企查查数据，2011年-2020年预制菜相关企业的注册量逐年上升，2015年首次突破4000家；2018年首次突破8000家；2020年新注册1.25万家，同比增9%；2021Q1新注册预制菜企业为1448家，同比下降42%。而根据天眼查的数据，截止至2021年1月，中国已经有超过6.9万家预制菜相关企业。

预制菜区域特征明显，多为小作坊形式。中国预制菜行业以中小规模企业为主，普遍受冷链运输、渠道和资金等限制，因此市场集中程度低、区域特征明显：（1）预制菜企业多在南方市场布局，消费者习惯购买小包装、量少的产品；北方市场预制菜发展尚不成熟，消费者更倾向于大批量采购产品；（2）目前我国冷链发展尚不成熟，预制菜需冷链配送，具有配送半径限制；（3）预制菜制作流程中工业化程度相对较低，企业多为手工作坊形式，规模化企业数量较少；（4）预制菜B端客户为餐饮企业，C端渠道多为农贸市场专卖店，渠道较为分散。

目前头部企业数量仍较少，行业集中度较低。目前过亿的头部预制菜企业主要有4家，主要布局华东市场，均主要采用专卖店模式，工厂均位于江浙沪地区。除味知香外，其余企业多定位于区域市场。其他企业较少向外扩张主因若要向根据地以外的市场扩张，需在销售人员培养、对专卖加盟门店的支持、售后管理、物流配送、车辆购置等方面投入巨额成本。而在根据地之内拓展市场的成本是随着销售规模渐进式增加的，相对在大部分企业的可承受范围内。

表3：目前头部预制菜企业数量较少

企业名	成立时间	注册资本	2020年销售额	主要渠道	主要经营地区
苏州市味知香食品股份有限公司	2008-12-10	1亿(元)	6.2亿	专卖和流通、新零售渠道（社区生鲜）	华东地区，80%的专卖店集中在江浙沪的农贸市场，B端定位全国
苏州市好得睐食品科技有限责任公司	2002-08-28	3,000万(元)	3亿左右	专卖和流通、新零售渠道（电商）	华东地区
苏州真滋味美食食品有限公司	2007-08-03	1,000万(元)	2亿出头	专卖店、新零售渠道（电商）	苏南地区：上海、苏州，浙江：湖州、嘉兴
绍兴市祥泰丰食品有限公司	2014-08-11	600万(元)	超1.5亿	专卖和流通、新零售渠道（电商）	浙江绍兴、杭州
南京留香阁食品有限公司（咀留香品牌）	2009-10-10	500万(元)	超1亿	专卖和流通	专卖加盟只在南京，南京以外发展商超流通等渠道

资料来源：企查查、开源证券研究所

预制菜的进入壁垒不高，但向外扩张的壁垒高。新进入企业可以凭借1-2个系列菜品和流通渠道进入行业，使用低价策略参与竞争，但是较少的品类不足以支撑C端的专卖店形式，也难以培育品牌。以味知香为例，味知香目前已经有超过200个SKU，销量占比较大的SKU有50-60个。而想要扩张品类、塑造品牌、开拓C端则

需要大量投入在采购、物流建设、技术研发、渠道建设、品牌营销等，提升全方位的运营能力，因此预制菜企业向外拓张的壁垒相对较高。

仍处跑马圈地阶段，竞争格局较为分散。预制菜行业参与者逐渐增加，但目前尚处跑马圈地阶段，还未出现全国性的龙头企业，竞争格局较为分散。行业参与者主要包括：(1) 预制菜企业，如味知香作为预制菜第一股已经于 2021 年 4 月上市，百胜、华莱士的供应商郑州千味央厨食品股份有限公司也在准备上市；

(2) 新兴预制菜品牌，如王家渡食品、珍味小梅园、找食材等在 2020-2021 年获得上千万投资；

(3) 新零售企业，如盒马鲜生、每日优鲜等已经开始售卖自有品牌的预制菜产品；

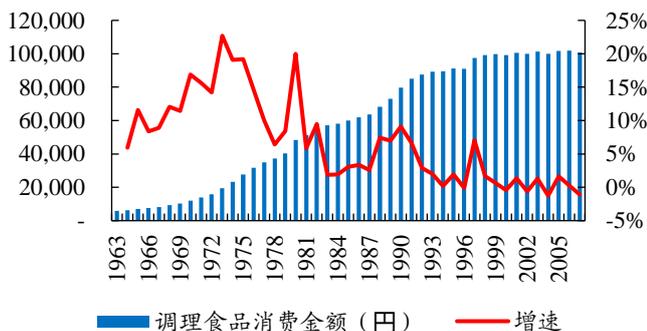
(4) 传统速冻企业，如三全食品成立快厨系列公司，安井食品成立冻品先生科技公司，将进一步发展速冻菜肴系列产品；

(5) 餐饮企业，如海底捞、西贝、外婆家等也在发展中央厨房和半成品零售业务。

2.4、发展空间广阔，万亿市场可期

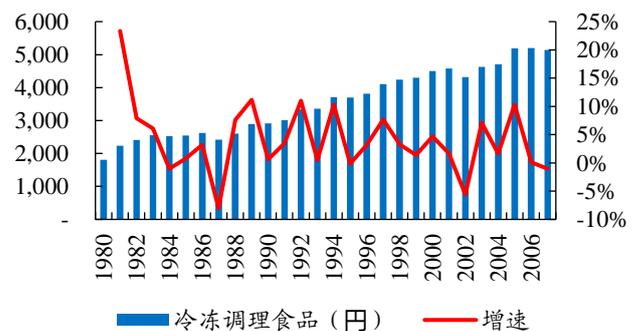
20 世纪 70 年代末，日本预制菜行业快速发展。20 世纪 70 年代末，日本经济快速发展、城镇化率持续提升、人们生活节奏加快，预制菜迎来高速发展期。根据日本总务省统计局数据，1973 年日本家庭调理食品消费金额增 22.7% 至 19515 日元；1982 年日本家庭冷冻调理食品消费金额增 23.3% 至 2230 日元。我国目前人均 GDP、劳动人口结构、城镇化率等皆与当初的日本较为接近，中国预制菜行业或也将步入高速增长阶段。

图20：70 年代日本家庭调理食品消费金额快速增长



数据来源：日本总务省统计局、开源证券研究所

图21：80 年代日本家庭冷冻调理食品消费金额快速增长



数据来源：日本总务省统计局、开源证券研究所

目前我国预制菜行业约为千亿规模，B、C 端齐发力下万亿规模可期。目前我国预制菜行业规模约 3000 亿元，2019 年增速约 20%。若对标日本预制菜消费均价，我国预处理肉类和水产消费均价为 4.63 美元，而饮食习惯相近的日本预处理肉类和水产消费均价为中国的 3.1 倍，我国预制菜行业仍有 3 倍弹性空间。若对标日本 20 世纪 80 年代预制菜快速发展时期，行业复合增速约 20%，则未来随着 B、C 端用户需求释放，预制菜行业规模可达万亿。

3、B 端、C 端齐发力，具备领先优势

3.1、产品品类丰富，研发及推新机制完善

产品品类丰富，有利于提升消费粘性。公司拥有超过 200 个 SKU，主要分为肉禽类、水产类、其他类。公司高于同业的 SKU 数量为门店提供充足的商品品类，有助于终端消费者实现“一站式购物”，提升消费者粘性。根据行业专家的研究，一家专卖门店的开业需要至少 30-50 个菜品支撑。安井食品的预制菜品牌冻品先生尚处于起步期，产品线较少。高于同业的 SKU 数量成为味知香发展加盟店模式的强大支柱。

图22: 味知香门店产品品类齐全

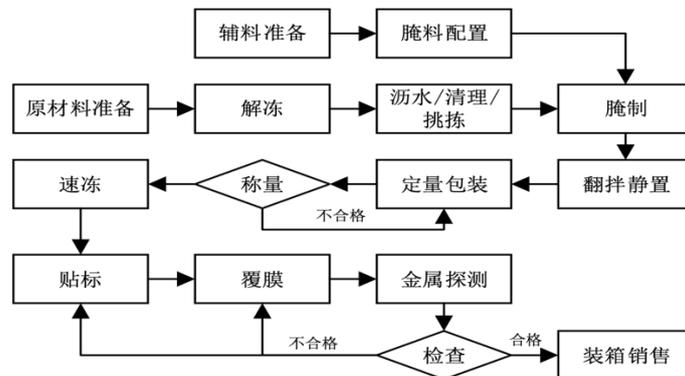


资料来源：网易

产品生产流程相近，便于柔性生产。公司不同产品间尽管配方差异大，但是生产流程相近。在生产过程中，切换品类的成本相对较低，有利于根据需求柔性生产。公司主要半成品菜的生产流程为原材料准备、解冻、清洗挑拣、腌制、翻拌静置、包装、速冻、品控检查等。

大单品销售较为稳定，紧随行业趋势推新。公司主要产品如牛肉、禽类等比较适合大众口味，销售较为稳定，销售占比较大。除主流大单品外，公司也会根据不同渠道、顺应行业趋势定期推出新品，如近两年公司推出牛羊肉卷、黄喉、蛋饺等火锅产品。公司产品研发及推新机制比较完善，通常会采风新奇特、传统产品进行创新。通过判断原材料是否可大规模采购、是否可工业化生产、产品是否有性价比后进行小范围试做和调整，最后推出市场。

图23: 味知香各产品生产流程相近



资料来源：公司招股说明书

生产工艺持续改进。公司生产的半成品菜均经过速冻，以冷冻品的形式送达客户。产品在进入烹饪步骤前需要解冻。然而，经过一轮速冻、解冻之后，菜品的口味和口感可能会出现较大的变化，从而影响客户对公司产品的满意度。为此，公司以保证食用体验为目标，通过研究原材料物理、生化特性和冷冻、解冻对产品的影响，调整调料配比、改进加工工艺，使产品的口味和口感达到客户的要求。通过对生产工艺的研究改进，公司已掌握微解冻及除膜工艺、真空滚揉工艺、虾仁水分保持工艺。为进一步优化产品品质，公司积极投入到产品微调理技术、调理食品用发酵菌种及发酵工艺的研发。截至2021年4月，公司拥有12项实用新型专利。此外，公司与江南大学建立了长期友好的学术及技术合作关系，成为江南大学一级博士生实践点，通过与大学的合作提升自身技术水平。

表4: 公司掌握有助于提高产品品质的先进工艺技术

工艺名称	适用品类	工艺概述
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主要原材料。国外采用流水线批量处理牛肉产品，牛小条本身不规则覆盖的筋膜难以直接去除，而保留筋膜直接加工会影响最终产品口感。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	为保证产品保质期，其生产过程均在低温状态下进行，这给使得配置好的调料难以渗入原材料。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。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表5: 公司积极开发新生产工艺

工艺名称	技术特点
产品微调理	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	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、开源证券研究所

3.2、双品牌运营，具备品牌力

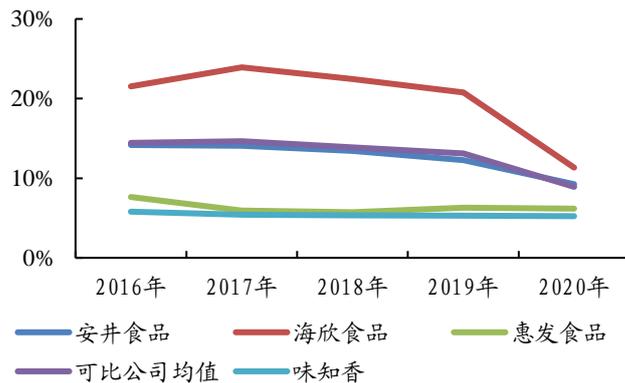
B端、C端客户双管齐下，双品牌布局。公司双品牌运营，通过味知香品牌布局C端客户，主要满足家庭预制菜需求；通过饌玉品牌布局B端客户，满足餐饮企业、

酒店等企业的需求。公司 B 端、C 端双管齐下，可充分享受预制菜行业加速发展期的红利。

在基地市场形成了品牌影响力，品牌形象深入人心。味知香先后获得了 2016 年度江苏省食品行业优秀品牌企业、2014-2017 年江苏省著名商标、全国主食加工业示范企业等多个荣誉称号，是中国肉类协会副会长单位。随着居民生活水平逐渐提高，消费者对食品安全、口味、健康等方面有着更高的需求。公司多年来重视品质把控，在严格保障食品安全的同时，生产出符合消费者口味的高品质产品。公司产品高品质的品牌形象已深深烙印在消费者心中，也支撑味知香较同业高的产品定价。B 端客户注重产品质量稳定性、C 端客户品牌意识提升，味知香品牌力可在行业竞争中为公司赋能，进一步提升产品附加值及市场份额。

目前行业还在发展初期，销售费用率相对较低。2016 年以来，味知香的销售费用率较可比公司低，且呈现逐年下降的趋势，2016 年公司销售费用率为 5.8%，2020 年销售费用率降至 5.23%。销售费用率较低主因：（1）味知香所在半成品菜细分赛道市场空间大、客户分散，少有与竞品在同一家农贸市场开店；（2）行业内参与者菜品各具特色，且行业仍处发展初期，各企业跑马圈地，暂未形成激烈的竞争；（3）公司广告及业务宣传费投入效率较高。

图24：公司 2020 年销售费用率为 5.23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

建设展示门店，塑造品牌形象。公司募集资金计划建设展示门店，门店设有产品展示区域、菜品体验区域、零售柜台，以方便消费者更好地了解公司产品的应用场景和口味，培育消费者。此外，公司针对性地根据不同地区潜在消费者的偏好和口味进行产品广告投放，加强品牌建设。

3.3、规模优势逐渐显现，物流效率高，加盟店模式日益成熟

3.3.1、具备规模优势，采购成本低于行业水平

规模优势显现，原材料采购价格低于市场平均水平。根据招股说明书，味知香产品的直接材料成本接近主营业务成本的 95%，原材料成本成为影响公司利润的重要因素。2018 年至 2020 年，牛肉、猪肉、家禽三类原材料合计采购额分别占公司采购总额的 55.1%、61.8%、61.7%。味知香通过规模采购，具备较强的议价能力。2018 年起公司牛肉、猪肉、家禽三类原材料采购价格均低于市场价。由于牛肉品类采购额最高，味知香采购的规模优势在牛肉品类中明显体现。自 2020 年 1 月起，全国牛肉批发价缓步上升，而味知香可以与不同供应商谈判比价，小黄瓜条的采购价呈下降趋势，加大了与全国牛肉批发价的价差，强化了公司的成本优势。

图25: 2020年公司采购小黄瓜条单价显著低于牛肉市场价


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

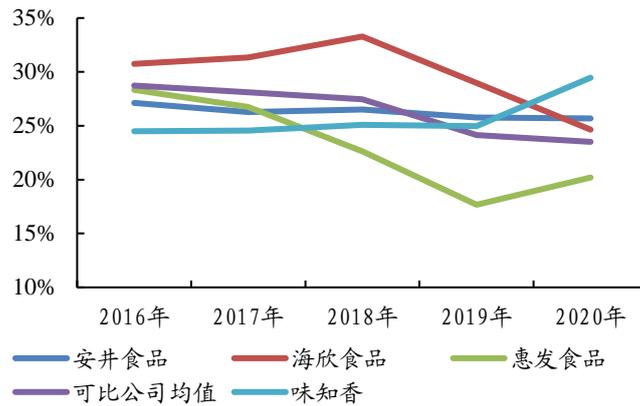
图26: 2020年公司鸡大胸采购价显著低于白条鸡市场价


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图27: 2020年公司猪肉采购单价略低于市场价


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

味知香毛利率高于行业平均水平。2020年味知香的毛利率同比增4.5pct至29.5%，高于可比公司平均23.5%的水平。味知香毛利率较高主因：（1）产品类型、加工流程不同；（2）可比公司产品价格相对刚性。而味知香消费场景多为家庭等，消费者价格敏感度相对较低，当原材料成本上行时，公司可适度进行产品调价，消费者对价格调整接受度较高。规模效应降采购成本、消费者对产品调价接受程度较高，使得味知香的毛利率弹性较大。

图28: 2020 年味知香的销售毛利率为 29.46%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3.2、自建冷链配送团队，优势明显

自建冷链物流配送为主，第三方物流配送为辅。味知香自建冷链物流配送体系，自有物流主要配送核心市场的门店。截至 2020 年末，公司冷链配送团队车辆达到 26 台，2020 年总配送量 12865.5 吨。同时，公司与第三方物流公司合作，通过第三方物流公司配送至距离较远的，尚处发展初期门店数量、集中度较少的市场如安徽、湖北、江西、福建等。截至 2020 年末，与公司合作的第三方物流公司共 8 家，2020 年的配送量为 2658.8 吨。公司目前主要以自有冷链物流配送为主，自有物流配送量达 82.9%。

自有物流配送在成本和实效性上有显著的优势。公司主营产品为半成品预制菜，产品从仓储到物流配送均需要保持低温环境以达到保鲜的目的。由于门店面积小，仓储空间较小，一般为一至两台冰箱，单次订货总量少，品种多，订货频率高。因此，公司为门店配送产品的实效性非常重要，一旦出现到货延误的情况，门店将面临断货的难题。目前行业内规模较小的企业没有动力去自建物流配送体系；而规模较大的企业并未给预制菜品业务组建专门的冷链运输团队。其配送服务主要依赖于经销商，企业难以把控配送服务的质量。且经销商负责配送的商业模式要求经销商对所有产品均拥有大量库存，使经销商库存压力较大。而专注半成品行业的味知香自有配送团队不仅在实效性上有明显的优势，在配送成本上也有显著的优势。

表6: 自行运输模式成本优势明显

项目	2020 年	2019 年	2018 年
自行运输费用 (元)	4,036,200	3,598,000	3,146,600
配送量 (吨)	12,865.5	11,043.8	10,619.4
吨价 (元)	313.7	325.8	296.3
第三方配送费用 (元)	1,636,500	1,049,600	843,600
配送量 (吨)	2,658.79	2,356.16	1,448.62
吨价 (元)	615.5	445.5	582.3
自行运输吨价/第三方配送吨价	51.0%	73.1%	50.9%

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

扩建物流配送团队，提升配送能力。目前味知香的冷链运输车辆有限、信息化程

度低、物流设备高负荷运转，配送能力较难满足公司未来的市场扩张需要。公司募集资金建设信息化系统以实时掌握产品库存和运输情况；并扩充物流配送队伍，提升配送能力，以进一步满足公司未来需求。

3.3.3、零售、批发渠道齐发力，加盟模式日益成熟

布局零售、批发、直销渠道，零售渠道占比较高。公司 B 端、C 端市场双管齐下，布局零售、批发、直销渠道，2020 年营收占比分别为 69.2%、30.1%、0.8%。批发渠道主要面对餐饮、酒店、食堂等 B 端客户，零售渠道主要面对 C 端消费者。味知香深耕华东农贸市场、集市等贴近消费者的地方，优势明显，零售渠道占比较高。截至 2020 年末，公司经销商数量 880 家、加盟店数量 1117 家，零售渠道合计 1997 家，主要集中在江浙沪核心地区。

零售渠道：经销商、加盟店结合布局，加盟店模式为主。在零售渠道方面，公司打造经销商与加盟店相结合的方式面向 C 端消费者销售公司产品。经销商与加盟店营收分别占约 17.1%、52.1%。公司为进一步打造良好的品牌形象、建立高效的渠道体系，注重打造加盟店，并给予加盟店更多支持及精细化管理。许多经销店转换成加盟店后经营情况提升，故原有经销店客户升级成加盟店的积极性较高，加盟模式为公司的主要运营模式。

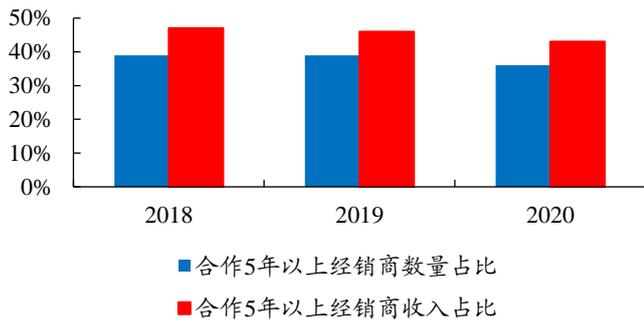
表7：零售和批发渠道为公司主要销售渠道

渠道类型	门店数量	2020 年营收占比	模式详情	
零售渠道	经销	491	17.1%	经销店客户多为从事农副产品或加工食品的菜市场、农贸市场业主。经销店在销售味知香半成品菜的同时兼营生鲜肉食、冷冻食品、熟食等其它种类产品。经销商不专门销售公司产品。
	加盟	1117	52.1%	公司授权加盟客户使用公司名称、品牌、商标等资产从事味知香产品的对外销售。加盟店主营公司的半成品菜销售，自主经营、自负盈亏、独立核算，由公司进行业务指导和监督。加盟店需向公司支付开业支持费和押金；公司为加盟店提供风格统一的装修、运营培训和商品配送。相对于经销店，公司对加盟商客户实行更加精细的管理并给予更高的支持力度。公司鼓励加盟店内销售丸子类等与公司产品互补的产品，但禁止销售同行的竞品。
批发渠道	389	30.1%	公司产品经由从事冷冻食品批发业务的客户销售至下游客户。批发客户不专门销售公司产品，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。批发渠道客户主要销售公司“饜玉”品牌产品。	
直销渠道	\	0.8%	公司通过线上门店等形式，直接向向终端消费者销售公司产品。	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

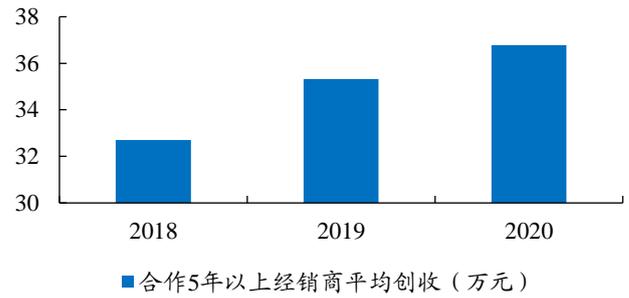
经销商合作周期长，创收能力持续提升。味知香合作 5 年以上经销商数量占比皆较高，2018 年-2020 年分别为 39%、39%、36%；合作 5 年以上经销商收入占比分别为 47%、46%、43%。2018 年以来，公司合作 5 年以上经销商平均创收能力持续增长，自 2018 年的 32.7 万元增至 2020 年的 36.8 万元，公司经销商粘性强，合作周期长，且质量较高。

图29: 2018年以来合作5年以上经销商占比较高



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

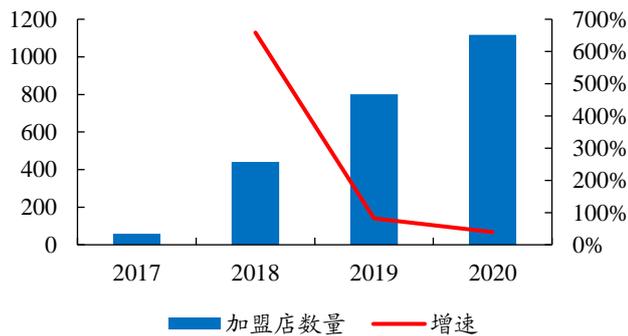
图30: 2018年来合作5年以上经销商平均创收持续增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

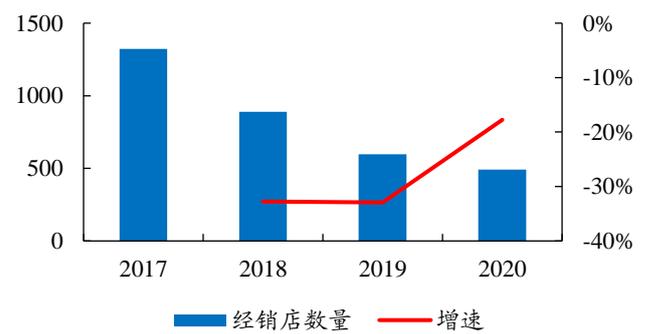
2012年开放加盟渠道, 加盟店数量快速提升。公司于2012年开始开放加盟店渠道, 2018年起加盟店渠道发展迅速, 成为公司重点发展的渠道。味知香2018-2020年末加盟店数量分别为440家、801家、1117家, 同比分别增长658.6%、82.0%、39.5%。剔除经销转加盟后, 2019年、2020年加盟店数量同比分别增加144.6%、84.0%。加盟店统一的招牌、装修风格、员工服饰有利于提升公司门店的辨识度, 使得味知香品牌形象深入人心。

图31: 2017年以来加盟店数量快速增长



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图32: 2020年经销店转为加盟店, 经销店数量下滑



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

精细化管理加盟店, 提升品牌形象和门店运营能力。公司对加盟店进行更精细化的管理, 有利于公司在提高门店运营能力的同时树立良好的品牌形象。其精细化管理体现在: (1) 根据新加盟业主的需求, 公司安排专业人员实地进行测算和评估, 筛选出合适的店铺地址; (2) 为加盟业主提供办证咨询和销售技术培训, 帮助其更好地经营、管理店铺; (3) 举行面向加盟店客户的促销活动, 加盟店购买产品即赠送特定产品作为礼品; (4) 对味知香品牌形象进行广告策划及宣传, 向加盟商赠送宣传物料; (5) 实施区域保护制度, 加盟店在所在地及周边特定区域可独家经营等。

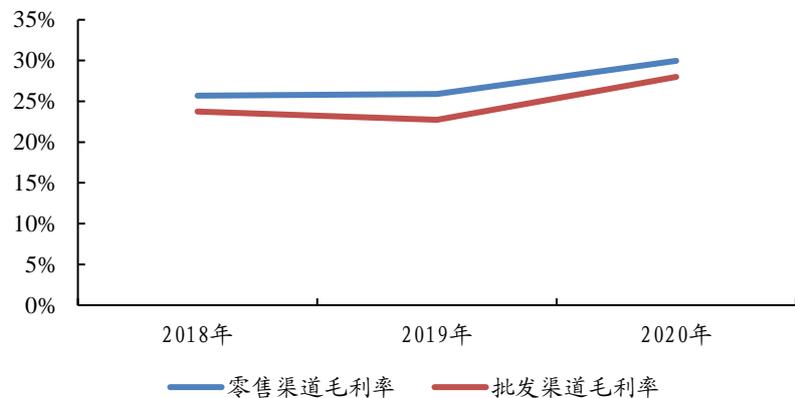
加盟店盈利能力较强, 经销店有动力转为加盟店。更精细化的管理使2018年及2019年加盟店平均单店进货价值分别比经销商高88.3%、88.4%。2020年在疫情的冲击下, 加盟店平均单店进货价值仍比经销商高34.2%。从单店模型来看, 味知香的加盟店多为夫妻店形式, 基本不需要额外人工成本。且产品只需解冻陈列即可, 运营难度较低。在不考虑人工成本的情况下, 其初始投入约6-7万元(包括公司的1万元开业支持费用), 回收期约4-6个月, 净利率约30%, 盈利能力较强。因此经销店有动力转化为加盟店, 原有加盟店粘性也较强, 5年以上的加盟店单店营收较高, 且门店数量占比约32.6%。

表8: 加盟店单店销售额显著高于经销店

	2018年	2019年	2020年
经销店数量	890	597	491
经销店销售额(万元)	16032.72	10275.68	10479.58
平均单店销售额(万元)	18.01	17.21	21.34
加盟店数量	440	801	1117
加盟店销售额(万元)	15006.17	25978.66	32000.44
平均单店销售额(万元)	34.10	32.43	28.65
加盟店平均单店销售额/经销店平均单店销售额	189.3%	188.4%	134.2%

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

批发模式: 批发业务体量小, 增速快于公司整体水平。公司批发业务主要通过馐玉品牌面向从事冷冻食品批发业务的客户销售公司的半成品菜, 其下游客户为食堂、酒店、餐厅等大批量采购的客户。味知香批发业务体量小, 增长较快, 2016年至2020年批发业务复合增长率为28.2%。受疫情影响, 2020年酒店、食堂等餐饮需求减少, 2020年味知香批发业务增速放缓, 同比增8.2%。相较于零售业务, 公司批发业务尽管单一客户采购量较大, 其毛利率并未因采购量大而出现大幅下降, 仍保持较高的水平, 体现公司具备一定议价力。2018-2020年公司批发业务毛利率分别较零售业务低1.96pct、3.16pct、1.97pct至23.7%、22.7%、28%。

图33: 公司批发渠道毛利率略低于零售渠道


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

采取先款后货的商业模式, 减少回款风险。自2017年5月起, 公司统一采用款到发货的结算方式, 仅有少数客户经公司审批后才可有一定授信额度。除少数授信客户外, 其他客户需要在公司订货系统付款, 待人员审核确定货款到账后才能发货。先款后货模式有效减少了味知香无法收回货款的风险。

4、新产能陆续投放, 助力自江浙沪向外拓张

产能利用率处于较高水平, 产能瓶颈限制公司市场扩张。味知香2017年新建7000吨产能项目, 投产后公司产能自8000吨提升至1.5万吨。但目前味知香产能利用率较高, 2018年至2020年产能利用率分别为81.5%、85.9%、99.2%。公司精耕大本营市场, 并自江浙沪向外拓张, 产能瓶颈制约公司发展。

新厂房建成投产后可缓解公司产能瓶颈。味知香募集资金用于产能扩建项目、研发检验中心项目、信息化项目、营销网络和培训中心建设项目及流动资金的补充。其中，公司计划在苏州市吴中区建设5万吨产能的新工厂，其2.8亿的投资额包括了办公楼、厂房、生产设备的投资。5万吨新产能投产后，公司合计产能可达6.5万吨，可有效缓解公司产能瓶颈问题。

表9：未来新产能投产可缓解公司产能瓶颈

项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）
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	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

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

募集资金提升生产技术，研究发酵菌液技术。公司2019年底开始与江南大学食品生物技术研究合作进行发酵菌液的开发。在生产流程方面，发酵调理食品与公司原有半成品菜相似，其区别在于发酵调理食品需在半成品菜腌制流程添加发酵菌液。发酵调理半成品菜在提升产品风味的同时，也符合当今消费者追求健康消费趋势。发酵调理半成品菜口感更佳、更健康的特点，有利于公司与竞争对手保持差异化、提高公司盈利能力。

主要通过加盟模式开拓华东市场，扩张空间较大。根据现代快报及浙江省市场监管局的数据，截至2020年1月，江苏、浙江拥有农贸市场分别为2415家、2207家。上海政务数据网显示，2021年1月上海市拥有农贸市场约1000家。尽管公司1997家零售终端不局限于农贸市场渠道，但与三地农贸市场数量合计5600余家的数据相比，公司在江浙沪地区渠道开拓空间仍较大。

门店扩张速度加快，可带动公司业绩快速增长。2020年末公司零售渠道的经销门店和加盟店共有1608家。公司加盟店盈利能力强、加盟模式成熟，未来新开门店以加盟店为主。江浙沪地区及周边市场渠道开拓空间广阔，门店扩张速度加快下公司可进一步深耕大本营市场，并对外拓张新市场，享受行业加速发展的红利，业绩有望快速增长。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

味知香的5万吨新产能预计2021H2开始陆续投产，可缓解公司产能瓶颈。此外，公司也可通过两班、三班制实现产量增长。我们预计公司2021年-2023年产量分别同比增21%、22%、23%。味知香产销率维持较高水平，预计2021年-2023年销量分别同比增21%、19%、18%。吨价稳中略增，故预计公司2021年-2023年营业收入分别同比增22.5%、21%、20.1%。

表10: 预计 2021 年公司营收同比增 22.5%

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
产量 (吨)	12885.14	14877.17	18000.00	22000.00	26975.00
产销率	102.27%	103.05%	103.00%	100.00%	96.00%
销量 (吨)	13175.28	15330.44	18540.00	22000.00	25896.00
均价 (万元/吨)	4.06	4.01	4.06	4.14	4.22
销售额 (万元)	53432.9	75272.40	75272.40	91106.40	109385.33
增速	16.22%	15.04%	22.46%	21.04%	20.06%
毛利率	24.88%	29.38%	29%	30%	30%

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要可比公司的估值水平, 可发现 2021 年行业平均估值在 42.0 倍 PE 左右, 而味知香估值 51.7 倍 PE, 高于行业平均水平。我们认为预制菜行业正处于加速发展阶段, 行业发展空间广阔, 而味知香作为行业内上市第一股, 随着产能瓶颈缓解, 业绩可快速增长, 故可享受估值溢价。

表11: 可比公司估值: 味知香高于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE		
		元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603345.SH	安井食品	200.00	3.43	4.48	5.71	58.36	44.60	35.00
002216.SZ	三全食品	16.93	0.78	0.91	1.05	21.65	18.57	16.06
603317.SH	天味食品	31.90	0.58	0.75	0.97	55.21	42.78	32.94
002702.SZ	海欣食品	5.43	0.17	0.21	0.26	32.91	25.43	20.62
	平均值					42.03	32.85	26.15
605089.SH	味知香	80.70	1.56	1.93	2.34	51.73	41.81	34.49

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、除味知香外, 其他企业均使用 Wind 一致预期

2、最新股价采用 7 月 15 日收盘价

5.2、投资建议

预制菜行业处于加速发展阶段, 随着消费者饮食便携化需求提升、餐饮连锁化率及成本结构优化需求增加, 未来行业仍有广阔的发展空间。味知香布局半成品行业较早, 产品结构完善、已形成一定品牌力, 且在上游采购、冷链物流配送、下游多渠道开拓上均有优势。公司 B 端和 C 端客户均有布局, 未来随着产能陆续释放、开店速度加快, 可自江浙沪向外拓张, 享受行业发展红利, 发展潜力较大。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.56 亿元、1.93 亿元、2.34 亿元, 同比增长 24.7%、23.7%、21.3%; EPS 分别为 1.56、1.93、2.34 元, 当前股价对应 PE 为 51.7、41.8、34.5 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

经济下行、食品安全、原材料价格波动风险、市场拓张不及预期、产能投放不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	279	391	785	702	815	营业收入	542	622	762	923	1108
现金	211	330	718	619	661	营业成本	407	439	541	651	775
应收票据及应收账款	0	4	1	4	2	营业税金及附加	2	2	3	3	4
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	29	33	40	49	56
预付账款	15	20	24	32	42	管理费用	18	20	25	30	36
存货	51	36	41	46	109	研发费用	1	1	1	2	2
其他流动资产	1	0	0	0	0	财务费用	-3	-2	-10	-12	-10
非流动资产	25	36	491	761	910	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	1	3	2	3	2
固定资产	13	13	237	463	628	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1	10	11	13	14	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	13	242	286	268	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	304	427	1276	1463	1724	营业利润	90	132	164	203	246
流动负债	37	36	57	51	79	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	2	1	1	1
应付票据及应付账款	16	15	25	25	37	利润总额	90	131	163	202	245
其他流动负债	22	21	31	27	41	所得税	4	6	7	9	11
非流动负债	0	0	0	0	0	净利润	86	125	156	193	234
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0	归母净利润	86	125	156	193	234
负债合计	37	36	57	51	79	EBITDA	87	124	170	245	332
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.86	1.25	1.56	1.93	2.34
股本	75	75	100	100	100						
资本公积	29	29	676	676	676	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	162	287	443	636	870	成长能力					
归属母公司股东权益	266	391	1219	1412	1646	营业收入(%)	16.4	14.8	22.5	21.0	20.1
负债和股东权益	304	427	1276	1463	1724	营业利润(%)	21.7	46.8	23.8	23.6	21.3
						归属于母公司净利润(%)	21.3	45.0	24.7	23.7	21.3
						获利能力					
						毛利率(%)	25.0	29.5	29.0	29.4	30.0
						净利率(%)	15.9	20.1	20.5	20.9	21.1
						ROE(%)	32.4	32.0	13.1	13.9	14.4
						ROIC(%)	30.1	29.5	11.8	12.5	13.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	12.3	8.3	4.4	3.5	4.6
						净负债比率(%)	-79.4	-84.4	-60.1	-44.6	-40.8
						流动比率	7.5	11.0	13.8	13.7	10.3
						速动比率	5.7	9.4	12.7	12.2	8.4
						营运能力					
						总资产周转率	2.1	1.7	0.9	0.7	0.7
						应收账款周转率	1337.4	303.0	300.0	350.0	400.0
						应付账款周转率	22.7	29.0	27.0	26.0	25.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.86	1.25	1.56	1.93	2.34
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.35	1.82	2.22	2.87
						每股净资产(最新摊薄)	2.66	3.91	11.94	13.87	16.21
						估值比率					
						P/E	93.6	64.5	51.7	41.8	34.5
						P/B	30.3	20.6	6.8	5.8	5.0
						EV/EBITDA	90.4	62.2	43.4	30.4	22.3

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	73	135	182	222	287
净利润	86	125	156	193	234
折旧摊销	3	3	22	63	106
财务费用	-3	-2	-10	-12	-10
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-16	6	15	-21	-43
其他经营现金流	2	3	-0	-0	-0
投资活动现金流	-14	-16	-477	-333	-254
资本支出	14	16	455	271	149
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-22	-63	-106
筹资活动现金流	0	0	682	12	10
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	647	0	0
其他筹资现金流	0	0	10	12	10
现金净增加额	59	119	387	-99	42

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn