

## 公司研究

## 预制菜新秀，顺水泛轻舟

## ——味知香（605089.SH）投资价值分析报告

## 要点

**预制菜行业：高景气度，千帆竞发。**1) **短期逻辑：**中餐标准化浪潮，疫情冲击传统餐饮业，预制菜行业站上风口。2) **长期逻辑：**餐饮连锁化加速，外卖兴起，B端亟需降本增效；家庭结构小型化，“速食”成消费风潮，居民做饭技能及需求弱化，倒逼预制菜行业崛起，呈现高景气度。3) **行业现状：**目前我国预制菜行业尚处起步阶段，多派系公司争相切入，一片蓝海千帆竞发。4) **市场规模：**据上下游双角度测算，2019年我国预制菜市场规模为2633亿左右，2025年有望达到万亿规模，2019-2025年CAGR约25.42%。

**对标日本：放量当时，短“B”长“C”。**1) **时代背景带来发展机遇：**从经济发展、社会结构和生产要素价格层面看，中国与日本70-80年代类似，该阶段正值日本速冻调理食品快速放量。2) **从中日差异看发展路径：**日本90年代便利店体系搭建完成，解决了C端冷链配送问题，此后速冻调理食品C端消费逐步赶超B端；我国冷链配送“最后一公里”问题尚待突破，短期内B端为主要渠道。

**味知香：产品筑基，渠道扩容。**1) **产品结构多元，产能加速扩张：**公司产品在行业内相对高质高价，使用柔性生产线搭建多元产品矩阵，持续进行工艺改进，保障竞争优势，募投项目大规模扩产突破产能瓶颈。2) **加盟店投资回收期短，开店空间广阔：**拆分味知香单店模型，其投资回收期仅6个月，开店初始投资7万元左右，门槛较低，有助于迅速扩张；目前公司加盟店在华东地区农贸市场覆盖率近1/4，据测算达成全覆盖的收入增量空间为8.6亿元。3) **品牌体系布局完善，战略眼光长远：**公司通过“味知香”、“饌玉”两大核心品牌兼顾B、C市场，新设“味爱疯狂”、“搜香寻味”、“味知香工坊”等品牌系列，分别进军火锅食材、地方特色美食、调味品等全新品类，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。4) **营运层面：高效造血，高周转率。**2018-2020年公司收现比分别为111.4%/110.6%/108.7%，净现比分别为131.5%/84.4%/107.8%，销售回款状况良好，盈利质量较高；存货、总资产周转率高于同业，具备较强营运能力。

**盈利预测、估值与评级：**预测公司2021-23年营收分别为7.79/9.70/12.08亿元，归母净利润为1.59/2.02/2.49亿元，对应EPS为1.59/2.02/2.49元，当前股价对应P/E为44/35/28倍。考虑预制菜行业为快速发展的高景气度新兴赛道，公司产品体系与渠道布局优势突出，开店空间广阔，后续产能突破瓶颈，业务增长有望提速，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险，宏观环境变化风险，原材料价格波动风险，新股股价波动风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	542	622	779	970	1,208
营业收入增长率	16.41%	14.76%	25.12%	24.54%	24.52%
净利润(百万元)	86	125	159	202	249
净利润增长率	21.26%	45.00%	27.30%	26.68%	23.64%
EPS(元)	1.15	1.67	1.59	2.02	2.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.39%	31.96%	28.92%	26.81%	24.90%
P/E	61	42	44	35	28
P/B	19.8	13.4	12.7	9.3	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-09，注：2021年因IPO股本从0.75亿增至1亿股

## 增持（首次）

当前价：70.16元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.00
总市值(亿元)	70.16
一年最低/最高(元)	41.08/139.80
近3月换手率	244.11%

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-25.43	-10.96	NA
绝对	-28.35	-12.38	NA

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

**预制菜行业空间测算：**我们分别从下游餐饮市场和上游食材生产两种角度测算行业空间。**1) 下游倒推：**假设预制菜在餐饮业渗透率为 10%-15%，餐饮店食材成本占比 42%，经销商毛利率 20%，B 端消费占比 80%，测算得 2019 年我国预制菜市场规模为 2044-3066 亿元。假设 2025 年预制菜渗透率提升至 25-30%，经销商毛利率 18%，B 端消费占比降至 70%，测算得 2025 年预制菜市场规模有望达 9332-11198 亿元，CAGR 达 24.1%-28.8%。**2) 上游顺推：**假设 2021-25 年我国规模以上屠宰及肉类、水产品、蔬菜菌类加工企业营收规模 CAGR 为 4.46%，2018-2020 年农、畜、水产食材投入预制菜产业的比例分别为 6%/10%/13%，2025 年占比增至 30%，食材占预制菜成本比例 90%，预制菜生产厂商综合毛利率 30%，测算得 2019 年我国预制菜市场空间为 2633 亿元，2025 年有望达 10249 亿元，2019-2025 年 CAGR 或达 25.42%。

**开店空间测算：**味知香开店地点集中于华东地区的农贸市场，我们对味知香的单店模型进行拆分，并测算未来开店空间。受公司加盟店区域保护政策影响，假设：**1) 每处农贸市场仅开设一家加盟店；2) 单店原料成本 26.21 万元/年（单店成本模型测算）**为给公司创造的收入。测算得目前公司对华东地区农贸市场覆盖度仅占 1/4，达成全面覆盖时收入增量空间为 8.6 亿元。

### 我们的创新之处

**从差异化的角度看待中日预制菜发展路径区别：****1) 饮食习惯上**日本重“形”，我国重“味”，实现中餐标准化阻力更大，我国预制菜发展略滞后于复合调味料，我们判断预制菜放量会从全国性大单品开始，预制菜+复合调味料能够攻克中餐标准化难题。**2) 宴席文化上**我国更慷慨，家宴/乡厨或将成为预制菜发力的主阵地之一，助力市场空间扩容。**3) 渠道方面：**预制菜在 C 端市场的核心问题在于如何解决冷链运输的“最后一公里”，日本在 90 年代便利店体系基本建设完成，而我国 C 端冷链配送解决方案尚待探索，短期内预制菜放量主要以 B 端为主。

**从公司愿景、产品、品牌三个维度来解释味知香销售渠道发展与行业现状相背离的现象：****1) 短期来看**由于公司将消费者画像定位到居家百姓，相对高性价比的产品更易融入 C 端市场，打出品牌优势；**2) 中期来看** B 端市场是公司业务发展的主要增量，一方面源自酒店、团餐、乡厨市场的高需求，另一方面中小作坊生产的低质料理包面临清洗，会腾出广阔市场空间；**3) 长期来看**，借鉴日本速冻调理食品发展趋势，待中国解决面向终端消费者的高冷链成本问题，C 端市场或将成为行业增长的核心驱动，届时品牌力将成为公司核心竞争力。

### 股价上涨的催化因素

**1) 行业层面：**预制菜在餐饮业渗透率快速提升，切实解决行业痛点，对标海外正值放量期，一片蓝海千帆竞发。**2) 公司层面：**味知香作为预制菜首家上市公司享有先发优势，产品结构多元，单店模型优异，门店拓展提速，C 端品牌放量。

### 盈利预测、估值与评级

预测 2021-2023 年归母净利润分别为 1.59/2.02/2.49 亿元，对应 EPS 为 1.59/2.02/2.49 元，当前股价对应 PE 分别为 44/35/28 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

# 目 录

<b>1、行业：高景气度，千帆竞发</b> .....	<b>7</b>
1.1、短期：预制菜站上餐饮业风口 .....	7
1.2、长期：切实解决行业痛点，保障高景气度可持续性 .....	9
1.2.1、B端：“外卖兴起+餐饮连锁化”倒逼预制菜发展 .....	9
1.2.2、C端：“速食+健康”打开预制菜上行空间 .....	10
1.3、我国预制菜行业现状：起步阶段，千帆竞发 .....	12
<b>2、对标日本：放量当时，短“B”长“C”</b> .....	<b>14</b>
2.1、时代背景对照：放量正当时 .....	14
2.2、从中日差异化看发展路径 .....	15
2.2.1、饮食习惯差异：日“形”中“味”，标准化受阻 .....	15
2.2.2、宴席文化差异：日“俭”中“奢”，新增量助扩容 .....	17
2.2.3、销售渠道差异：短“B”长“C”，C端冷链配送尚待突破 .....	18
2.3、空间测算：2019年2000亿+，2025有望破万亿 .....	19
2.3.1、角度一：从下游餐饮市场倒推预制菜规模 .....	19
2.3.2、角度二：从上游食材生产推算预制菜规模 .....	20
<b>3、公司概况：专注预制菜生产十余载</b> .....	<b>22</b>
3.1、发展沿革：十年走出的预制菜首家上市公司 .....	22
3.2、财务分析：肉禽类产品为主要驱动，盈利能力走强 .....	23
<b>4、核心优势：产品筑基，渠道扩容</b> .....	<b>26</b>
4.1、产品结构多元化，产能加速扩张 .....	26
4.2、品牌体系布局完善，战略眼光长远 .....	29
4.3、渠道布局：立足华东，加盟为主 .....	30
4.3.1、为什么公司发展路径与行业现状相背离？ .....	30
4.3.2、零售渠道为主，大力发展加盟店 .....	31
4.3.3、立足华东市场，逐步向全国扩张 .....	34
<b>5、盈利预测、估值与评级</b> .....	<b>35</b>
5.1、盈利预测 .....	35
5.2、相对估值 .....	37
5.3、绝对估值 .....	37
5.4、估值结论与投资评级 .....	38
<b>6、风险分析</b> .....	<b>39</b>

## 图目录

图 1: 预制菜品主要四大类别 .....	7
图 2: 2020 年新冠疫情导致速冻及复合调味料概念公司估值迅速攀升 .....	8
图 3: 中国外卖行业市场规模及用户规模高速增长 .....	9
图 4: 食材及人力成本在餐饮店成本结构中占比超过 60% .....	9
图 5: 直接购买食材与使用预制菜成本比较 (单位: 元) .....	9
图 6: 中国餐饮连锁化率逐年提升 .....	10
图 7: 2018-2020 年餐饮连锁门店数量等级分布 .....	10
图 8: 以预制菜为代表的“懒人食品”在 C 端快速崛起 .....	11
图 9: 追求健康、速食已成当代消费者的新风潮 .....	11
图 10: 家庭结构小型化 .....	12
图 11: 消费者做饭技能掌握情况 .....	12
图 12: 驱动预制菜行业发展的主要因素 .....	12
图 13: 预制菜产业链及相关公司 .....	14
图 14: 日本速冻调理食品销量走势图 (吨) .....	14
图 15: 中/日人均 GDP 突破 1 万美元时间分别为 2019/1981 年 .....	15
图 16: 日本居民可支配收入走势图 .....	15
图 17: 日本城市化率走势图 .....	15
图 18: 日本餐饮市场规模、增速及饮食外部化率 .....	15
图 19: 中日饮食习惯差别对比 .....	16
图 20: 日本速冻调理食品品类结构 .....	16
图 21: 2020 年中国速冻调理食品品类结构 (按销售额) .....	16
图 22: 预制菜和复合调味料产业双循环促进发展 .....	17
图 23: 日本待客菜肴样例 .....	17
图 24: 中国“流水席”样例 .....	17
图 25: 日本速冻食品分渠道销量趋势图 (单位: 万吨) .....	18
图 26: 解决 C 端冷链运输是速冻食品发展的核心问题 .....	18
图 27: 中日便利店体系对比 .....	18
图 28: 日本便利店体系于 90 年代基本建设完成 .....	19
图 29: 预制菜产业对传统食材供应链的影响 .....	21
图 30: 味知香发展历程 .....	22
图 31: 味知香主要产品类别 .....	22
图 32: 公司营业总收入及同比增长 .....	23
图 33: 公司归母净利润及同比增长 .....	23
图 34: 味知香股权结构图 .....	23
图 35: 肉禽类产品占比逐年提升 .....	24
图 36: 肉禽和水产类产品收入细分结构 (亿元) .....	24
图 37: 公司 2020 年毛利率大幅上升 .....	24
图 38: 肉禽品类毛利率显著高于水产类 .....	24
图 39: 公司各项期间费用率保持稳定 .....	25

图 40: 2020 年公司净利率、毛利率同步提升.....	25
图 41: 公司主营业务造血能力强.....	25
图 42: 公司总资产周转率显著高于同业.....	26
图 43: 公司存货周转率显著高于同业.....	26
图 44: 料理包食品安全堪忧.....	26
图 45: 农贸市场味知香预制菜销售场景.....	26
图 46: 公司研发体系较完善.....	28
图 47: 公司研发费用逐年提升.....	28
图 48: 味知香主要品牌体系.....	30
图 49: 公司销售模式图.....	32
图 50: 公司各渠道销售收入占比.....	32
图 51: 经销店向加盟店转化基本完成.....	32
图 52: 2020 年味知香加盟店按合作年限分类收入构成.....	32
图 53: 味知香加盟店铺样例.....	32
图 54: 味知香加盟条件与政策.....	32
图 55: 味知香分地区收入占比.....	34
图 56: 华东地区经销商数量及占比.....	34
图 57: 味知香运输以自建物流为主.....	35

## 表目录

表 1: 预制菜及食材供应企业获得大量融资.....	8
表 2: 2020 年各类速冻食品市场规模及占比.....	13
表 3: 中国预制菜市场规模测算 (单位: 亿元).....	20
表 4: 中国预制菜 2025E 市场规模敏感性测算 (单位: 亿元).....	20
表 5: 中国预制菜产业收入规模测算 (亿元).....	21
表 6: 中国预制菜 2025E 收入规模敏感性测算 (单位: 亿元).....	21
表 7: 公司不断完善产品工艺, 保障竞争优势.....	27
表 8: 公司 2018-2020 年产能利用率及产销率情况 (吨).....	28
表 9: 公司现有及在建产能情况.....	29
表 10: 公司 IPO 募集资金项目 (万元).....	29
表 11: 对应新设品牌公司开始研发新产品系列.....	30
表 12: 外卖行业使用料理包市场规模测算.....	31
表 13: 味知香加盟店单店成本模型.....	33
表 14: 味知香加盟店单店收入模型.....	33
表 15: 味知香华东地区潜在可开店空间及创收预测.....	33
表 16: 2020 年公司前五大客户明细.....	34
表 17: 味知香分项业务收入、毛利率及费用率预测.....	36
表 18: 味知香与可比公司 P/E 及 PEG 估值倍数对比.....	37
表 19: 绝对估值核心假设表.....	37
表 20: 现金流折现及估值表.....	38

表 21: 敏感性分析表 .....	38
表 22: 绝对估值法结果汇总 .....	38

# 1、行业：高景气度，千帆竞发

## 1.1、短期：预制菜站上餐饮业风口

预制菜分为四大品类，逐步向少工序、低附加值、高新鲜度靠拢。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。目前市场上存在的预制菜品主要分为四大类别，从即食食品、即热食品、即烹食品到即配食品，加工深度依次减小，食用方便性依次降低。从预制菜发展趋势来看，正在由高附加值、工艺复杂、易储存的品类逐渐过渡到低附加值、工艺简单、新鲜度要求高、难储存的品类。主要系消费者对食品安全与营养提出了更高要求，且我国冷链建设日趋完善，解决了运输难题。味知香主营的半成品菜属于即烹食品品类，既迎合市场发展趋势，拥有广阔发展空间，又兼具便携与美味的优质属性，是未来增长潜力较大的细分品类。

图 1：预制菜品主要四大类别



资料来源：《餐饮界》，光大证券研究所整理

**中餐标准化浪潮来袭，疫情加速预制菜产业培育进程。**中餐标准化的概念早在麦当劳、肯德基等为代表的西式快餐进入中国时就被提出，但中式菜品从材料到烹饪，想要实现完全标准化都存在很大挑战，此外，制作出的成品如何保存以使消费者带回家轻加工后口味不变也是一大难题。近年来随着“懒人经济”的兴起，餐饮制造商技术工艺的逐步成熟，中餐标准化的浪潮再次来袭。更为直接的推动因素是 2020 年新冠疫情对餐饮业的冲击，隔离政策导致大量线下餐饮店倒闭，以预制菜为代表的速食产品需求上涨，倒逼上游生产商重心向预制菜偏移。同时资本市场敏锐捕捉到这一产业变革，一方面相关概念公司在二级市场估值创下新高，另一方面预制菜及食材供应企业获得大量融资，推动产业的培育进程。

表 1: 预制菜及食材供应企业获得大量融资

公司名称	融资轮次	融资金额	融资时间	投资方
味知香	IPO	7.13 亿元	2021.04.15	
餐爆食材	战略投资	千万级人民币	2020.12.01	东合创投
	天使轮	千万级人民币	2020.09.08	美林创投
味库海鲜	C+轮	数千万美元	2020.11.11	创世伙伴、DCM 中国
	C 轮	千万级美元	2020.11.10	DCM 中国、经纬中国、SIG 海纳亚洲创投资金
火锅物语	天使轮	千万级人民币	2020.10.09	德迅投资
易道农业科技	A 轮		2020.09.09	榕林资本
三田供应链	Pre-A 轮	1000 万人民币	2020.09.01	沙丘资本
锅圈食汇	C 轮	6000 万美元	2020.07.30	嘉御资金、IDG 资本、不感创投、启承资本
	B 轮	5000 万美元	2020.02.24	嘉御资金、IDG 资本、不感创投
蜀海	战略投资	数千万人民币	2020.07.27	雨知控股、太阳维斯塔、亭和明
味之家	A 轮	数千万人民币	2020.07.23	和智投资
冻师傅	Pre-A 轮	数千万人民币	2020.07.06	信天创投、漠策资本
莲菜网	B+轮	1.55 亿人民币	2020.06.28	美菜网
大希地	B 轮	近亿元	2020.06.18	金镒资本、红衫资本中国、兼固资本等
找食材	A+轮	8000 万元	2020.05.21	零一创投、青松基金、银河系创投
乐禾食品	D 轮	数亿人民币	2020.12.18	和智投资、鼎晖投资、龙珠资本
	C 轮	4 亿人民币	2020.05.11	
望家欢	B 轮	6 亿人民币	2020.03.09	美团、隐山资本
佳源央厨	A 轮	数千万元	2019.08.20	和智投资
信良记	B 轮	3 亿元	2019.07.20	远洋资本、钟鼎资本、峰瑞资本

资料来源: 红餐网, 企查查, 光大证券研究所整理

图 2: 2020 年新冠疫情导致速冻及复合调味料概念公司估值迅速攀升



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截至 2021 年 8 月 6 日, 单位: 倍

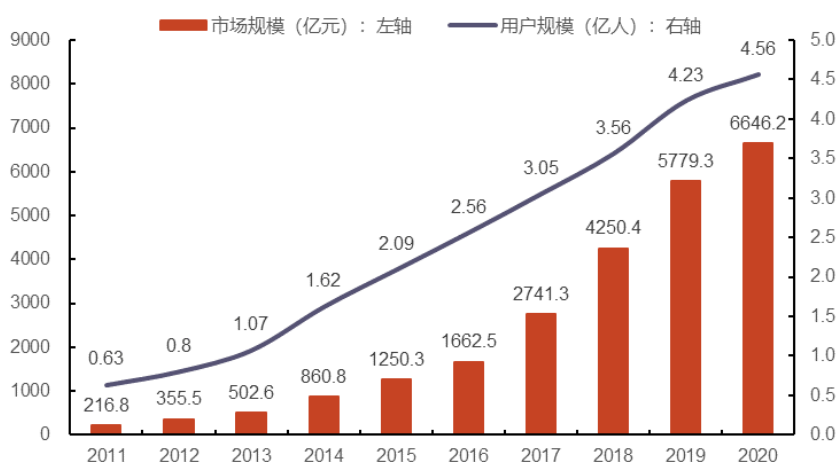


## 1.2、长期：切实解决行业痛点，保障高景气度可持续性

### 1.2.1、B端：“外卖兴起+餐饮连锁化”倒逼预制菜发展

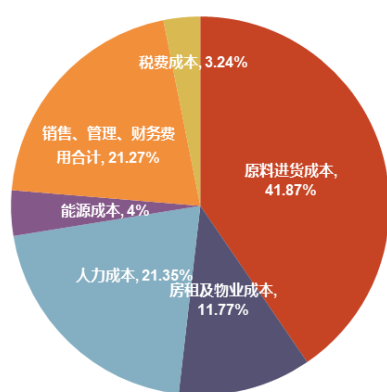
外卖兴起，餐饮店降本、增效、推新需求迫切。我国外卖行业市场规模从 2011 年的 216.8 亿元增至 2020 年 6646.2 亿元，CAGR 达 46.27%，用户规模已达 4.56 亿人。外卖产业逐步成为了我国餐饮消费增长的重要驱动力，同时也给餐饮店日常经营带来了一些问题：1) 传统的后厨现炒模式难以满足外卖订单所需的出餐速度；2) 同业竞争+平台费用极大压缩了餐饮店的利润空间，线下店铺的客户被线上外卖抢占；3) 外卖平台给消费者提供了多元化的产品选择，餐饮店推新能力亟待增强。

图 3：中国外卖行业市场规模及用户规模高速增长



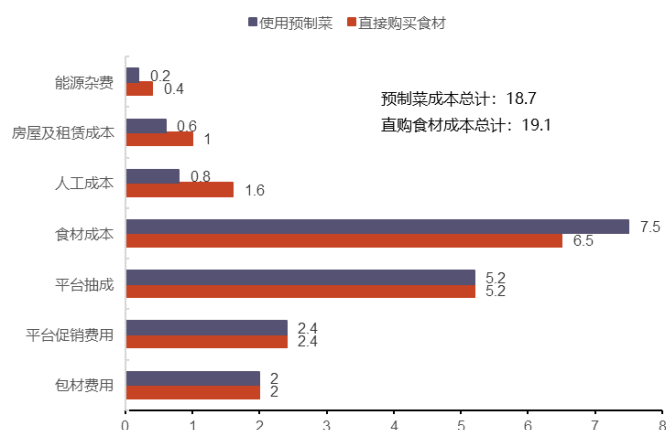
资料来源：中国饭店协会，艾媒咨询《2020-2021 年中国外卖行业发展研究报告》，光大证券研究所整理

图 4：食材及人力成本在餐饮店成本结构中占比超过 60%



资料来源：中国饭店协会《2020 中国餐饮业年度报告》，光大证券研究所整理

图 5：直接购买食材与使用预制菜成本比较（单位：元）

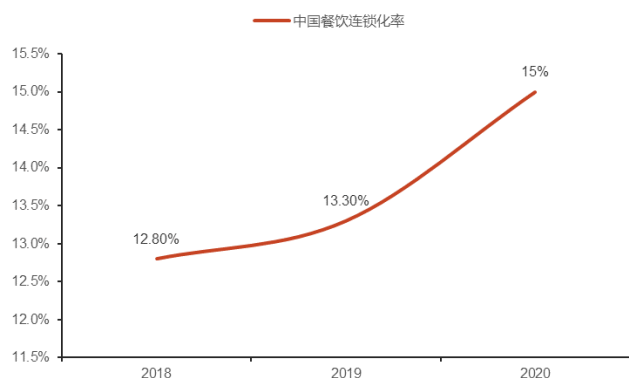


资料来源：美团，前瞻产业研究院，光大证券研究所整理，注：统计时间为 2021 年 7 月

餐饮连锁化率加速提升，产品标准化趋势显著。中国餐饮市场连锁化进程不断加快，2020 年连锁化率提升至 15%，较美国 50% 的水平还有较大提升空间。从连锁品牌的不同门店数规模分布来看，百家以内规模门店数占比最高，万店以上规

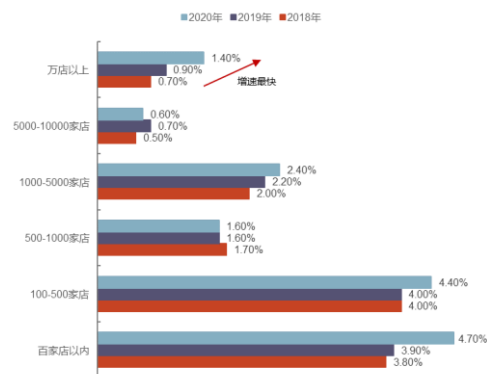
模门店数占比上升最快，三年时间占比翻倍，连锁餐饮正在快步走向万店时代。小规模、弱创新管理能力、高成本的个体店铺被逐渐出清，品牌餐饮企业使用标准化产品，重视创新管理，规模化生产趋势显著。

图 6：中国餐饮连锁化率逐年提升



资料来源：美团餐饮学院《中国餐饮大数据 2021》，光大证券研究所整理

图 7：2018-2020 年餐饮连锁门店数量等级分布



资料来源：美团大学餐饮学院，光大证券研究所整理，注：合计值为餐饮连锁化率

**预制菜：外卖产业破局“标准答案”，餐饮连锁化进程重要推手。**预制菜更像是被餐饮业发展倒逼的产物，无论是外卖兴起导致终端门店所面临的问题还是餐饮连锁化推进中尚待解决的规模化扩张问题，都亟需以预制菜为代表的标准化中餐来解决。使用中央工厂或第三方厂商生产的预制菜品，一方面可以帮助终端门店大幅提高出餐速度，降低生产成本，增强推新能力；另一方面可以帮助品牌企业实现产品标准化，降低管理难度，便于复制与扩张。

### 1.2.2、C 端：“速食+健康” 打开预制菜上行空间

“懒人经济”推动预制菜高速增长，年夜饭对预制菜的高需求走向常态化。“懒人经济”是基于经济和科技进步、社会分工细化下催生的新兴经济形态。预制菜相较传统下厨与餐厅外食，兼具省事省时省钱的特点，因此逐步成为消费者解决饮食需求的第一选择。以 2021 年夜饭为例，据天猫消费电子报告，半成品年夜饭销量位居十大新年货榜首，同比增长 16 倍。主要系：1) 预制菜烹饪方式简单，解决了家庭年夜饭丰盛菜肴制作难的问题；2) 品类丰富，让消费者在家也可以品尝到高端酒楼的产品，同时在家食用更具年味，消费者体验更佳；3) 能够响应国家就地过年政策，减少聚集。从常态化视角看，预制菜在消费端的快速崛起之势是不可阻挡的。一方面，预制菜继承了半成品年夜饭火爆时响亮的知名度及充分渗透的下游客户，另一方面，“懒人经济”的兴起正在逐步成为预制菜增量需求的主要驱动。

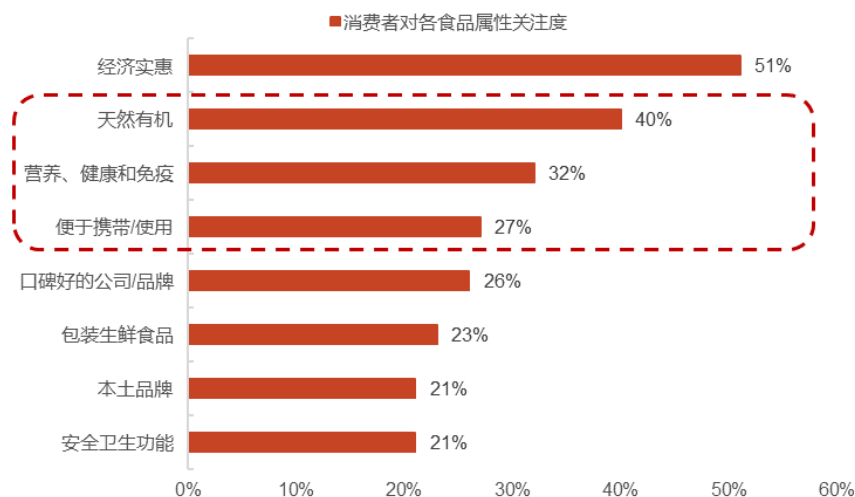
图 8：以预制菜为代表的“懒人食品”在 C 端快速崛起



资料来源：天猫 2021 年货节，阿里《2018 懒人消费数据》，光大证券研究所整理

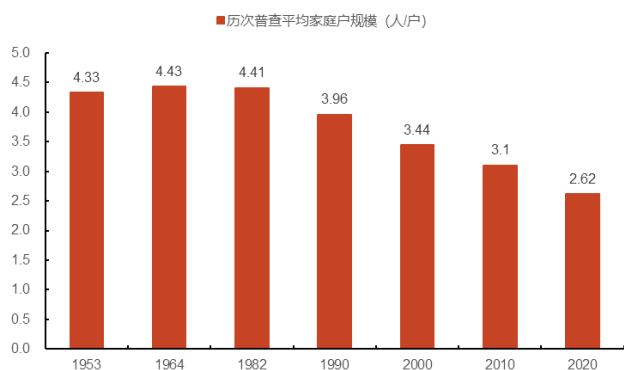
**速食、健康成年轻一代消费核心诉求，助力预制菜打开市场上行空间。**根据 2020 年 4 月尼尔森消费趋势指数调查数据，除性价比外，健康、营养、速食已成当代消费者追求的新风潮，究其原因主要系：**1)** 当代年轻人工作压力大，缺乏做饭的时间和精力；**2)** 家庭结构小型化，女性进入职场比例上升，进而导致大多数消费者做饭能力退化；**3)** 人均居民收入提升带来消费升级，食品消费需求更加重视健康和营养搭配。**预制菜的产品属性契合消费需求，未来有望借力充分打开市场上行空间。**

图 9：追求健康、速食已成当代消费者的新风潮



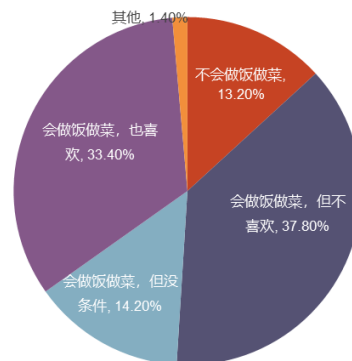
资料来源：尼尔森消费趋势指数调查（2020 年 4 月），光大证券研究所

图 10: 家庭结构小型化



资料来源: 国家统计局,光大证券研究所整理

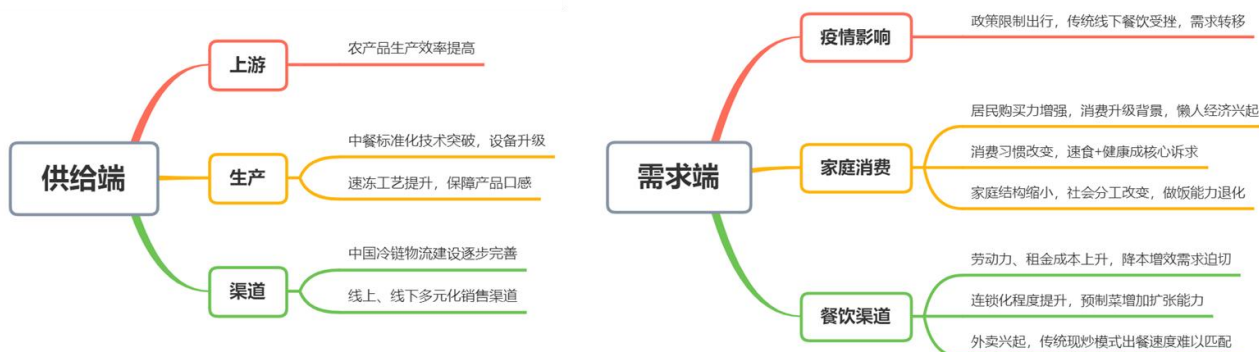
图 11: 消费者做饭技能掌握情况



资料来源: 美团研究院, 光大证券研究所整理, 注: 2020 年 2 月美团问卷调查

**行业驱动力总结: 供需两端齐发力, 多重驱动保障高景气度。从供给端来看, 1) 上游农产品生产效率提高, 推动食品厂商生产更具规模化、计划性的半成品(预制菜); 2) 中餐标准化的一系列技术突破, 速冻工艺水平提升, 都有助于在延长保质期的同时保障产品口感和品质, 让标准化中餐从概念变成现实; 3) 冷链物流完善配送, 线上、线下多元化渠道大幅提升销售效率。以上三要素为预制菜产业提供了合适的培育土壤。从需求端看, 1) 疫情冲击让预制菜站上了餐饮业风口; 2) 无论是 B 端连锁化加速扩张、外卖兴起使出餐速度难以匹配, 还是切实的人力、租金成本上涨的行业痛点, 都亟需一种标准化半成品改变现状, 因此可以说预制菜是餐饮业发展倒逼的产物, 长期来看是餐饮业放量不可或缺的元素; 3) 居民消费习惯改变, “懒人经济”兴起, 家庭结构缩小, 社会分工改变的时代背景, 塑造了预制菜产业的第二增长曲线, 是保障长期高景气度的又一重要推手。**

图 12: 驱动预制菜行业发展的主要因素



资料来源: 光大证券研究所绘制

### 1.3、 我国预制菜行业现状: 起步阶段, 千帆竞发

预制菜产业三千亿规模尚处起步阶段, 即烹食品占比较小但潜力巨大。根据草根渠道调研, 目前市场上有 2 万家预制菜生产厂商, 平均营收在 1000-1500 万左右, 整个预制菜产业约有 2000-3000 亿的市场规模。其中包括不需冷冻运输的

即食食品，以及以速冻米面、料理包产品为代表的即热食品、以半加工生鲜食材为代表的即配食品。具体到味知香的主营产品品类——即烹食品，在我国预制菜蓝海中的占比相对较小，2020年冷冻预制即烹食品市场规模为108亿元<sup>1</sup>，在速冻食品市场中占比3.4%，在整个预制菜行业中占比仅3.6%。主要系即烹食品同时需要严格的冷链运输环境以及相对较高生产工艺，在预制菜的产业进程中出现较晚，但长期来看，即烹食品更符合中餐标准化理念，迎合餐饮业发展趋势，发展潜力巨大。

**产业链上下游关联密切，双循环促进发展。**预制菜产业链上游为家禽、畜牧、水产养殖、蔬菜种植的食材原料供应商，食材占预制菜成品成本的90%，上游价格变动对预制菜厂商利润水平影响较大。预制菜行业的发展能够促进上游种植、养殖业标准化，集约化；上游产业化进程加速，生产效率提高，也会通过让利来反哺下游预制菜生产厂商，双方相互促进，循环发展。

**预制菜蓝海千帆竞发，多派系公司争相切入。**目前切入预制菜的企业主要分为四个派系：**1)**以味知香、好得睐为代表的专业派，专攻预制菜生产，品类丰富，研发生产能力较强，主营产品为较复杂的即烹类菜品，下游客户既包括餐饮、酒店、团餐等B端市场，还有通过加盟店、商超、经销商零售的C端市场；**2)**以广州酒家、西贝为代表的餐饮派，这些企业大多以堂食为主，借助原有供应链和客户基础实现发展，开发预制菜主要为提升自身出餐效率，同时会推出具有节令性的预制菜礼盒；**3)**以找食材、蜀海供应链为代表的食材供应链派，产品属性更偏向即配食品，与所服务企业合作，协助开发半成品菜；**4)**以安井、金龙鱼为代表的综合派，本身有自己的主营业务，近年来看好预制菜发展前景，进行业务拓展，能够充分利用自身的渠道和品牌优势实现快速增长。**综合来看，预制菜行业整体竞争格局分散，一片蓝海尚待开拓。**

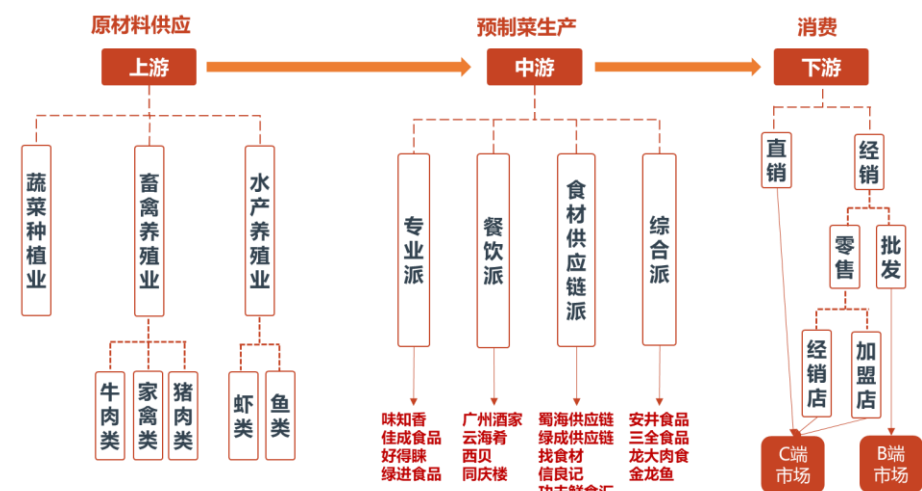
表 2：2020 年各类速冻食品市场规模及占比

原材料 (56%)	主要产品	占比	市场规模 (亿元)
冷冻果蔬食品	冷冻蔬菜和果实、浓缩果汁、玉米笋、甜玉米粒、红萝卜等	8.00%	253.92
冷冻畜禽食品	速冻猪牛羊分割肉，速冻鸡鸭等	25.00%	793.5
冷冻水产品	速冻鱼、虾、蟹、鱿鱼、鳕鱼等	23.00%	730.02
<b>原材料合计</b>		<b>56.00%</b>	<b>1777.44</b>
调理食品 (44%)	主要产品	占比	市场规模 (亿元)
冷冻米面	速冻非油炸主食：水饺、汤圆、包子、粽子、馄饨等；速冻油炸食品：南瓜饼、面包虾、面包鱼、比萨等；	26.80%	849.47
冷冻火锅食品	冷冻鱼糜制品及肉制品，主要包括速冻鱼丸、虾丸、蟹棒、肉串及其他火锅系列	13.80%	438.87
<b>冷冻即烹预制菜品</b>	<b>猪排、复杂菜品</b>	<b>3.40%</b>	<b>108.22</b>
<b>调理食品合计</b>		<b>44.00%</b>	<b>1396.56</b>
<b>速冻食品合计</b>		<b>100.00%</b>	<b>3174.00</b>

资料来源：利和味道，光大证券研究所

<sup>1</sup> 数据源为利和味道测算

图 13：预制菜产业链及相关公司



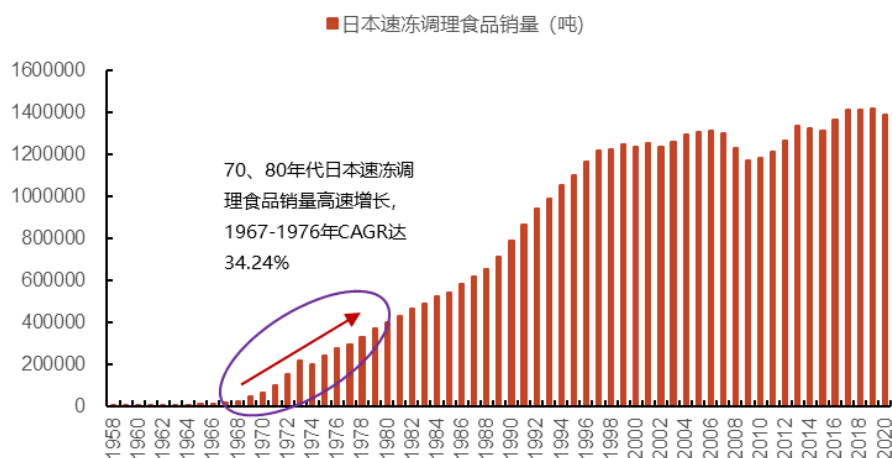
资料来源：味知香招股书，光大证券研究所绘制

## 2、对标日本：放量当时，短“B”长“C”

### 2.1、时代背景对照：放量正当时

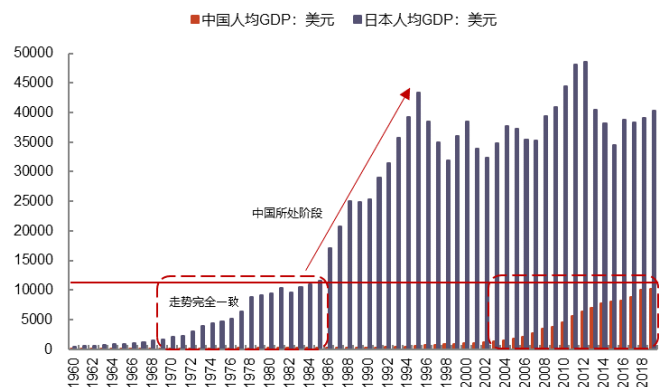
发展阶段对标日本 70-80 年代，标准化餐饮培育土壤优渥。对比中日发展历程，发现我国发展阶段类似于日本 70-80 年代：1) 经济崛起，城镇化率提升，居民可支配收入增加，餐饮市场规模保持高增速。2) 社会结构层面，家庭结构小型化，女性劳动参与率增加，家庭烹饪需求减小，居民饮食外部化率提升。3) 生产要素层面，劳动力、租金成本攀升，餐饮业亟需标准化食材降本增效。这样的时代背景赋予了标准化餐饮优渥的培育土壤，日本速冻调理食品销量从 1967-1976 年实现了 34.24% 的复合增长率。速冻调理食品中大部分品类同时属于预制菜的范畴，目前我国预制菜行业尚处起步阶段，预期未来十年将保持高速增长发展。

图 14：日本速冻调理食品销量走势图（吨）



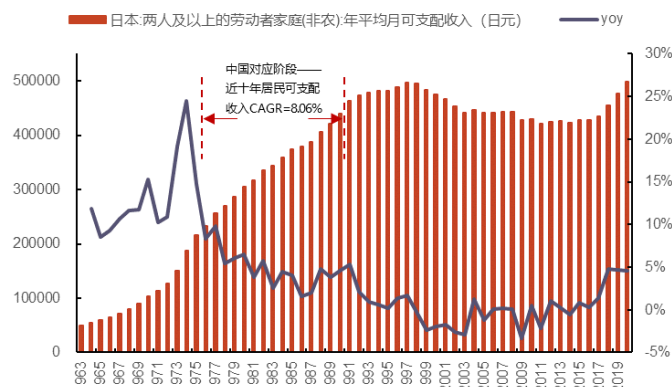
资料来源：日本冷冻食品协会，光大证券研究所整理，统计截至时间 2020 年

图 15: 中/日人均 GDP 突破 1 万美元时间分别为 2019/1981 年



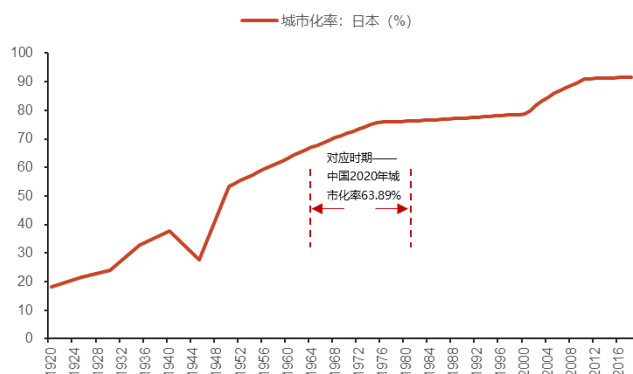
资料来源: 世界银行, 光大证券研究所整理; 统计截至时间 2019 年

图 16: 日本居民可支配收入走势图



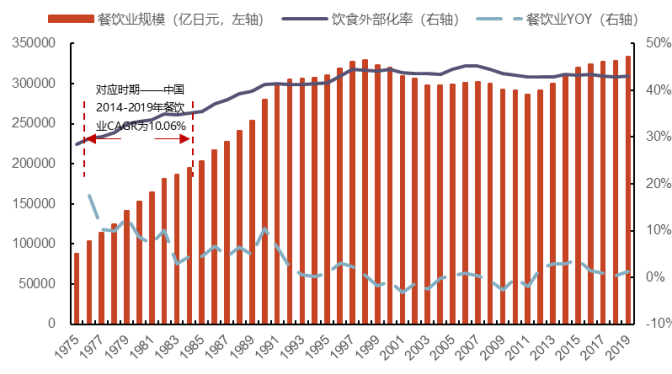
资料来源: 日本总务省, 国家统计局, 光大证券研究所整理; 统计截至时间 2020 年

图 17: 日本城市化率走势图



资料来源: 联合国, 光大证券研究所整理; 统计截至时间 2018 年

图 18: 日本餐饮市场规模、增速及饮食外部化率



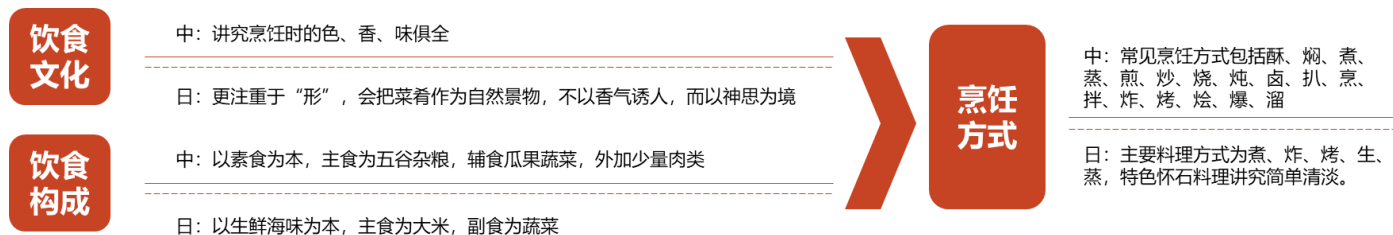
资料来源: 日本食品服务协会, 光大证券研究所整理; 统计截至时间 2019 年

## 2.2、 从中日差异化看发展路径

### 2.2.1、 饮食习惯差异: 日“形”中“味”, 标准化受阻

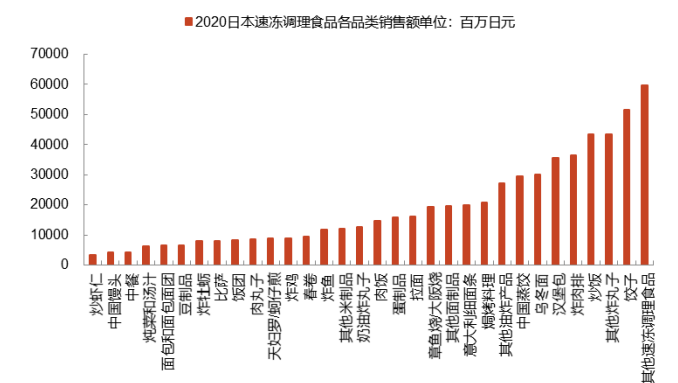
饮食习惯差异导致中餐标准化受阻, 预制菜发展会从全国性大单品开始起量。中餐标准化的概念早在 1990 年麦当劳、肯德基等西方快餐进入中国时就已提出, 但真正大规模实现是在 30 年后的今天, 而日本早在 1950 年就开始对海产品进行速冻标准化加工。其背后原因除了经济基础的影响以外, 中日饮食习惯的差异是导致中餐标准化受阻的最主要因素。1) 我国饮食文化讲究烹饪时的色、香、味俱全, 日本饮食更侧重于“形”, 会把菜肴作为自然景物, 不以香气诱人, 而以神思为境; 2) 中国先天地理优势提供了更好的食材选择, 饮食构成种类繁多, 以素食为本, 主食为五谷杂粮, 辅食瓜果蔬菜, 外加少量肉类, 日本为岛屿国家, 物产资源稀缺, 饮食构成以生鲜海味为本, 主食为大米, 副食为蔬菜; 3) 具体到食材加工层面, 我国常见烹饪方式有 17 种, 不同地方菜系也各有不同, 如川菜素有“一菜一格, 百菜百味”的佳话, 日本料理方式主要有 5 种, 特点是清淡少油、分量小、生凉鲜。综上, 中式菜肴的复杂性远超日式料理, 产业化进程推进缓慢, 预计我国预制菜将会从全国性大单品开始放量, 逐步向地方菜品扩张。

图 19: 中日饮食习惯差别对比



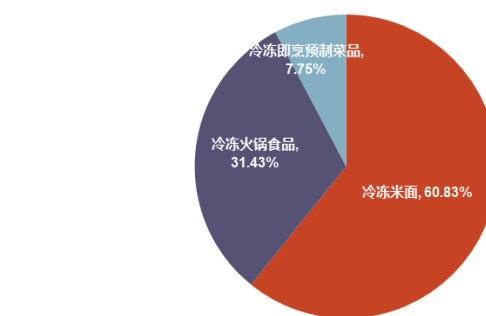
资料来源:《试从细微之处探究中日饮食文化之差异》(张海洋/于安宁), 光大证券研究所整理

图 20: 日本速冻调理食品品类结构



资料来源: 日本冷冻食品协会, 光大证券研究所

图 21: 2020 年中国速冻调理食品品类结构 (按销售额)

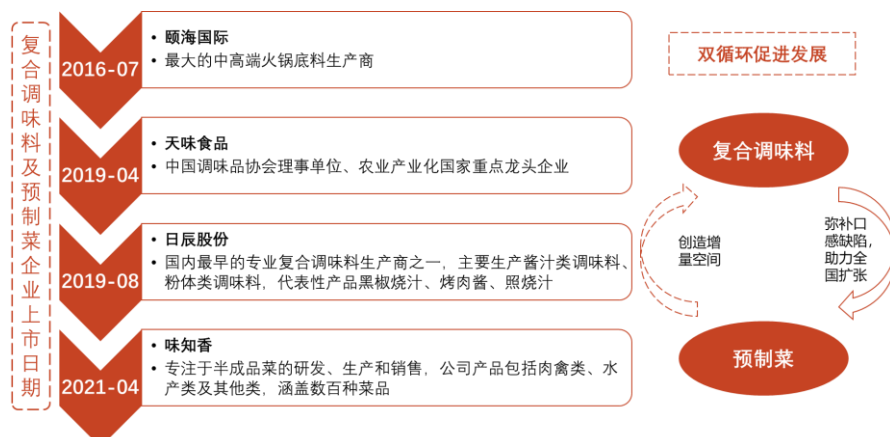


资料来源: 利和味道, 光大证券研究所

“预制菜+复合调味料”给出解决方案, 餐饮万亿蓝海尚待探索。味之素 1960 年推出“超鲜味精”标志着日本复合调味料市场拉开帷幕, 之后的 20 年快速扩张, 该时期也正值速冻调理食品在日本餐饮界大放异彩之时。转观国内市场, 颐海国际/天味食品/日辰股份相继于 2016/2019/2019 年上市, 复合调味料迎来快速发展期, 而预制菜仍处起步阶段, 即日本复合调味料与速冻调理食品同步扩张, 而我国预制菜发展滞后于复合调味料。我们认为这背后的原因还是由于饮食习惯差异, 日式料理重“形”大于“味”, 复合调味料对速冻调理食品的口感提升为锦上添花效果, 不起决定性作用。而中式菜肴口味丰富, 制作复杂, 把食材处理、预加工、味道调配三步骤拆分, 前两者在中央工厂完成, 最后由消费者或终端餐饮店完成味道调配工作。复合调味料和预制菜产品本质上都是为了提高出餐效率, 但在复合调味品产业化之前, 预制菜成品的口味较现制菜肴差距过大, 难以调动消费者的味蕾, 因此中国预制菜的发展进程会稍滞后于复合调味品。总的来说, 预制菜产业的兴起也会增加消费者对复合调味料的需求, 复合调味料的发展会进一步弥补标准化中餐口感上的缺陷, 助力攻克特色地方菜品以及完成全国化扩张, 二者循环促进发展, 共同发掘万亿餐饮市场。



图 22：预制菜和复合调味料产业双循环促进发展



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

### 2.2.2、宴席文化差异：日“俭”中“奢”，新增量助扩容

中国宴席文化更“慷慨”，新增量助预制菜持续扩容。中日待客方式及观念大相径庭，中国人待客，喜欢“宁剩勿少”，桌上所剩饭菜越多，越能显示主人的盛情与美意。如乡村操办红白事时都要准备的“流水席”，形如其名，菜肴似行云流水般络绎不绝。而日本人待客注重节俭，既让客人吃饱，又不剩饭剩菜，所用食材讲究“新、奇、鲜”，摆盘精美，将饭菜吃净会让主人很高兴。更慷慨盛情的宴客文化让宴请人在准备食材及下厨时要花费更多的时间和精力，随着消费水平提升，无论乡间大厨还是家庭主妇，都更愿意使用预制菜来解放自己的双手。一方面，据中国饭店协会，我国 2020 年团餐市场规模达 1.7 万亿元，类似日本速冻食品现状，预制菜由于标准化特性，在团餐市场发展如鱼得水。另一方面，家宴/乡厨市场正处于资本加速布局主阵地之一，作为团餐的“初始形态”，未来将助力预制菜持续扩容。

图 23：日本待客菜肴样例



资料来源：搜狐网，光大证券研究所

图 24：中国“流水席”样例

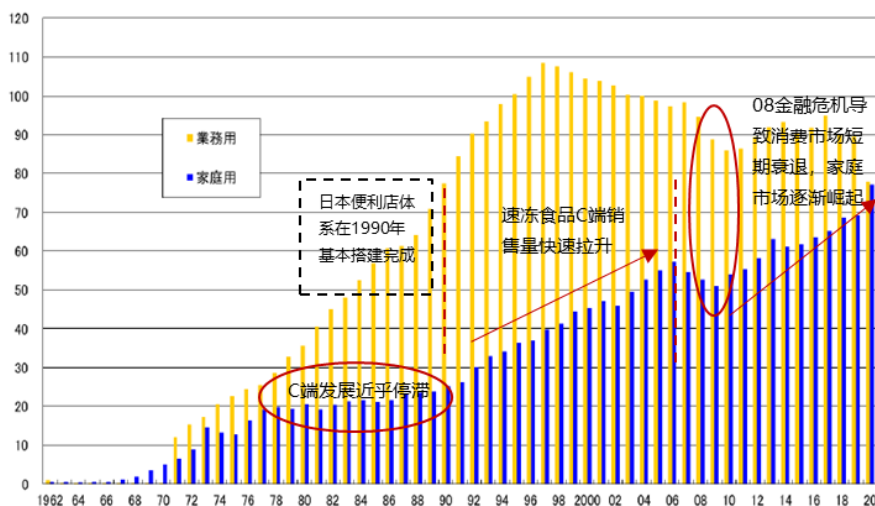


资料来源：搜狐网，光大证券研究所

### 2.2.3、销售渠道差异：短“B”长“C”，C端冷链配送尚待突破

前期发力看 B 端，后期成长看 C 端。根据日本速冻食品不同渠道的销售占比演变来看，快速增长是从 70 年代的 B 端市场发起的，C 端从 1980-1990 年基本处于发展停滞的状态，随后进入了高速发展期，B 端占比在此期间达到顶峰并开始下滑，经过 2008 年经济衰退冲击后，C 端逐步成为速冻食品的主战场，2020 年销售额占比 53.3%，正式超过 B 端，细分品类速冻调理食品的 C 端占比 56.8%。2008 年后受日本餐饮业萎缩的影响，B 端市场陷入了发展瓶颈，而 C 端市场进入第二增长阶段，未来仍存在较大上升空间。

图 25：日本速冻食品分渠道销量趋势图（单位：万吨）



资料来源：日本冷冻食品协会，光大证券研究所整理

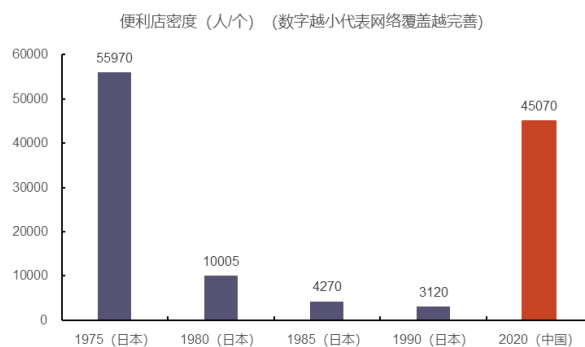
C 端突破核心在于供给端，目前国内缺乏成熟的终端冷链配送体系，我国预制菜发展短期内以 B 端为主。冻品在 C 端取得突破的一个核心点是如何解决冷链运输的成本问题。日本的解决方案是便利店，其具有“最后一公里”优势，同时作为冷链存储点能够完美解决配送难题，回顾日本冻品以及便利店体系的发展历程，80-90 年代便利店体系正处于建设期，C 端冻品陷入停滞，90 年代初建设基本完成，便利店体系覆盖广度和深度都有较大飞跃，随后速冻食品开始在 C 端快速放量。我国虽然冷链建设日趋完善，但直接面向终端客户的物流成本难以摊薄，便利店密度相当于日本 70 年代末期水平，还不足以支撑下游需求，解决方案尚待探索，短期内以 B 端作为主渠道。

图 26：解决 C 端冷链运输是速冻食品发展的核心问题



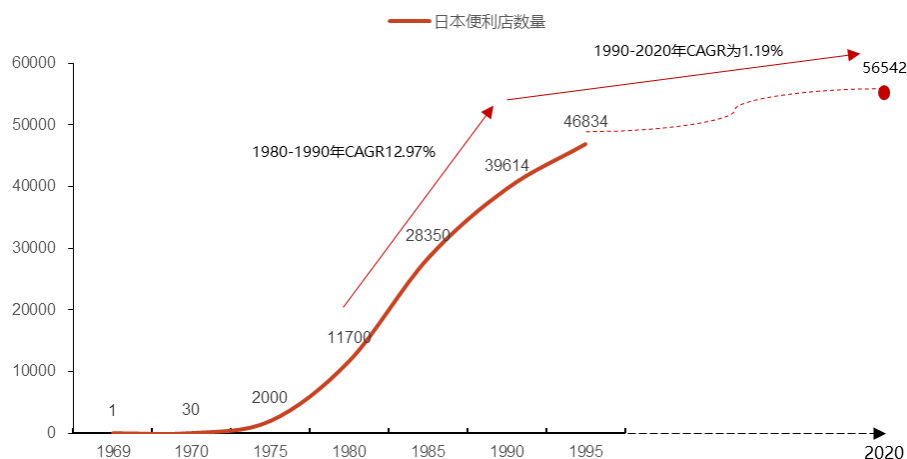
资料来源：光大证券研究所绘制

图 27：中日便利店体系对比



资料来源：国家统计局，日本财务省，《日本便利店发展基本数据分析》（孙前进），日本统计局，光大证券研究所

图 28：日本便利店体系于 90 年代基本建设完成



资料来源：《日本便利店发展基本数据分析》(孙前进)，日本财务省，光大证券研究所绘制

## 2.3、空间测算：2019 年 2000 亿+，2025 有望破万亿

### 2.3.1、角度一：从下游餐饮市场倒推预制菜规模

估算 2019 预制菜市场规模为 2000-3000 亿之间，2025 年有望破万亿。鉴于 2020 受疫情影响餐饮业出现大幅萎缩不具代表性，我们选择 2019 年数据进行预制菜市场的测算。从销售渠道看，由于缺乏对接终端消费者的低成本冷链运输方案，目前国内预制菜市场以餐饮（B 端）为主要销售渠道，据渠道调研数据，预制菜在 B 端销售占比为 80%。测算过程如下：

1) 根据国家统计局，2019 年我国餐饮业市场规模为 46721 亿元。2) 根据中国饭店协会发布报告，餐饮企业原料进货成本占营收比例约为 42%，对应 2019 年我国餐饮业所用食材成本为 19623 亿元。3) 根据《Home Meal Replacement Market Heating Up in Japan》报告中数据，日本 2018 年预制菜市场为 10.25 万亿日元，渗透率超过 60%，而我国正处于预制菜导入期，据渠道调研，预制菜在餐饮业的渗透率在 10-15% 之间，估算 2019 年餐饮渠道采购预制菜的规模为 1962-2943 亿元。4) 根据草根调研，不同品类的预制菜经销商毛利率有差别，但总体维持在 20% 左右，估算得 2019 年预制菜 B 端出厂规模为 1635-2453 亿元。5) B 端销售占比为 80%，**预制菜（包括即食、即热、即烹、即配四类产品，下同）在 B+C 端市场的规模合计为 2044-3066 亿元。**

我国预制菜产业发展水平处于日本 70-80 年代，该阶段正值日本速冻调理食品高速增长时期，渗透率逐步提升，同时考虑到：1) 餐饮企业使用标准化半成品菜肴进行降本增效的趋势显著；2) “懒人经济”加持下，健康速食成为当代中国消费者的新风尚；3) 下游高需求倒逼食品供应链产业变革，加速冷链建设。预计预制菜在餐饮业渗透率不断提升，C 端市场占比增加，经销渠道毛利率略有下降。假设 2025 年预制菜在餐饮业渗透率提升至 25-30%，C 端销售占比升至 30%，结合弗若斯特沙利文对中国餐饮规模预测，**测算得 2025 年预制菜采购规模有望达到 7708-9250 亿元，B 端销售出厂规模有望达 6532-7839 亿元，中国预制菜市场规模合计有望达 9332-11198 亿元，2019-2025E 预制菜收入规模 CAGR 或达 24.10%-28.80%。**

**表 3：中国预制菜市场规模测算（单位：亿元）**

	2019		2025E	
餐饮业市场规模/亿元	46721		73411	
食材进货占比	42%		42%	
食材成本/亿元	19623		30833	
日本预制菜 2018 年渗透率	60%			
假设预制菜在餐饮业渗透率	10%	15%	25%	30%
餐饮渠道采购预制菜规模/亿元	1962	2943	7708	9250
经销渠道毛利率	20%	20%	18%	18%
预制菜出厂规模（B 端）/亿元	1635	2453	6532	7839
预制菜 B 端市场占比	80%		70%	
中国预制菜市场规模合计	2044	3066	9332	11198

资料来源：国家统计局、中国饭店协会，弗若斯特沙利文，渠道调研，《Home Meal Replacement Market Heating Up in Japan》，光大证券研究所预测

**表 4：中国预制菜 2025E 市场规模敏感性测算（单位：亿元）**

指标	预制菜在餐饮业食材中的渗透率					
	25%	26%	27%	28%	29%	30%
B 端市场占比						
64%	10207	10615	11023	11432	11840	12248
66%	9897	10293	10689	11085	11481	11877
68%	9606	9991	10375	10759	11143	11528
70%	9332	9705	10078	10452	10825	11198
72%	9073	9436	9798	10161	10524	10887
74%	8827	9181	9534	9887	10240	10593

资料来源：国家统计局、中国饭店协会，弗若斯特沙利文，光大证券研究所预测

### 2.3.2、角度二：从上游食材生产推算预制菜规模

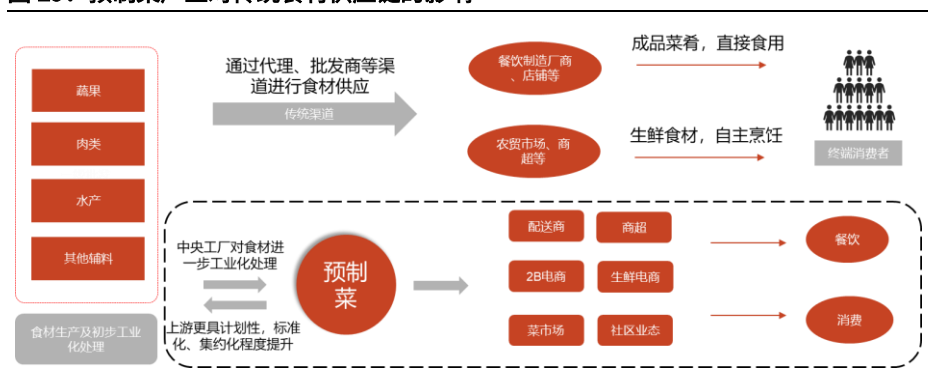
**从上游食材生产厂商角度测算我国预制菜市场规模：**1) 根据国家统计局数据，我国 2018/2019/2020 年规模以上屠宰及肉类、水产品、蔬菜菌类加工企业营收规模分别为 15863/16589/17307 亿元，2018-2020 年 CAGR4.46%，假设 2021-2025 年 CAGR 保持不变，估算 2025 规模达 21522 亿元。2) 考虑到预制菜在我国为新兴行业，目前食材流通仍以传统渠道为主，假设 2018/2019/2020 年农、畜、水产食材投入预制菜生产的比例分别为 6%/10%/13%，另外借鉴日本预制菜发展历程，看好其对我国食材供应链变革的影响，假设 2025 年用以生产预制菜食材占比占比达到 30%，测算得 2018/2019/2020/2025E 我国用以生产预制菜的食材规模分别为 952/1659/2250/6457 亿元。3) 根据味知香招股书，在预制菜生产过程中，食材原料占生产成本比例为 90%，测算得 2018/2019/2020/2025E 我国预制菜生产成本为 1058/1843/2500/7174 亿元。4) 根据草根调研，预制菜综合毛利率为 30%，测算得 2018/2019/2020/2025E 我国预制菜营收规模或达 1511/2633/3571/10249 亿元，2019-2025E 收入 CAGR 为 25.42%。

表 5：中国预制菜产业收入规模测算（亿元）

	2018	2019	2020	2025E
规模以上屠宰及肉类、水产品、蔬菜菌类加工企业营收规模	15863	16589	17307	21522
用以生产预制菜食材占比	6.00%	10.00%	13.00%	30.00%
用以生产预制菜食材规模	952	1659	2250	6457
预制菜生产成本中食材原料占比	90%			
预制菜生产成本	1058	1843	2500	7174
预制菜毛利率	30%			
预制菜收入规模	1511	2633	3571	10249

资料来源：中国工业统计年鉴，光大证券研究所预测。注：2025E 规模以上肉类、水产、蔬菜加工企业营收规模为根据 2018-2020 年复合增长率推算所得。

图 29：预制菜产业对传统食材供应链的影响



资料来源：光大证券研究所绘制

表 6：中国预制菜 2025E 收入规模敏感性测算（单位：亿元）

指标	用以生产预制菜食材占比				
食材加工企业 2020-2025E 收入 CAGR	26%	28%	30%	32%	34%
3%	8280	8917	9554	10191	10828
4%	8690	9359	10027	10696	11364
5%	9116	9817	10519	11220	11921
6%	9559	10294	11029	11764	12500
7%	10018	10789	11559	12330	13101

资料来源：中国工业统计年鉴，光大证券研究所预测

综合以上两种方法的测算结果，2019 年我国预制菜市场规约在 2000-3000 亿元，2025 年有望破万亿，2019-2025E 的 CAGR 达 22%-30%。根据日本冷冻食品协会，日本速冻调理食品产量从 1970 年 63655 吨至 1980 年 402564 吨，CAGR 达 20.25%，目前我国外卖市场的高速增长叠加餐饮连锁化率提升带来的 B 端需求高涨，预制菜市场增速可能会略领先于日本 70-80 年代水平。另外从品类上看，目前我国预制菜市场现存品类以即食食品和即热食品为主，未来伴随着冷链运输技术的进步，消费者更加追求健康、复杂美味的菜肴，即烹食品和即配食品的占比预期将有所提升。

### 3、公司概况：专注预制菜生产十余载

#### 3.1、发展沿革：十年走出的预制菜首家上市公司

预制菜 A 股第一家，2016-2020 年营收 CAGR 达 20.91%。公司成立于 2008 年，秉承“传承中华美食精髓，为社会奉献好产品”的使命，专注于半成品菜的研发、生产和销售。2010 年开设第一家专卖店，是国内进军预制菜赛道最早的企业之一，目前是 A 股第一家预制菜上市公司。公司围绕“味知香”、“饕玉”两大核心品牌建立了多元化产品体系，包括肉禽、水产及其他类上百种菜品，有效满足不同地区消费者的饮食偏好。2020 年公司实现营业收入 6.22 亿元，同比增长 14.76%；实现归母净利润 1.25 亿元，同比增长 45%；扣非归母净利润为 1.24 亿元，同比增长 44%。

图 30：味知香发展历程



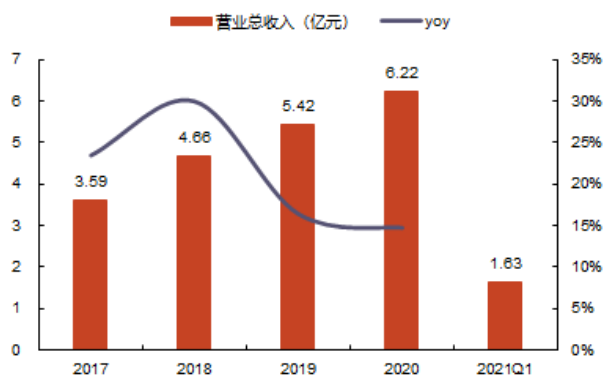
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 31：味知香主要产品类别



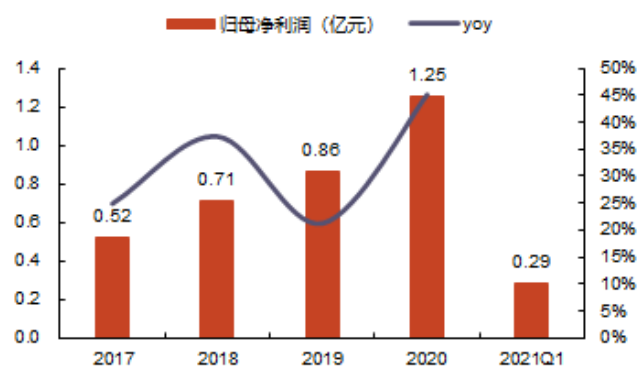
资料来源：味知香招股书，光大证券研究所

图 32：公司营业总收入及同比增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

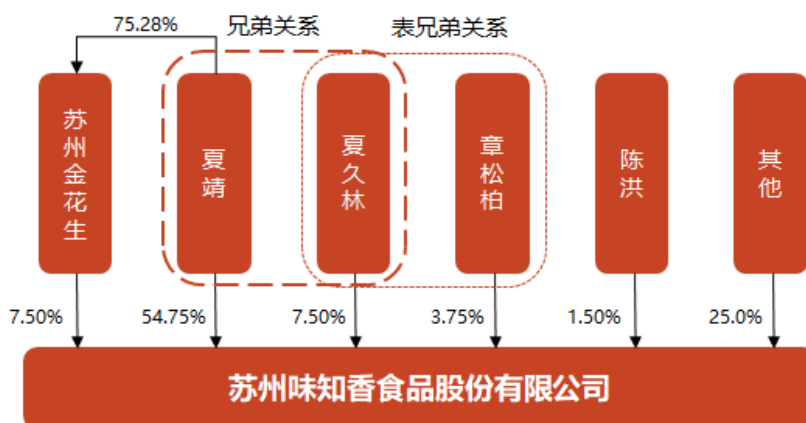
图 33：公司归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

**类家族式企业掌控力强，股权激励调动核心骨干积极性。**公司的初创团队为同乡亲朋关系，截至 2021 年 4 月 27 日（IPO 上市后），实际控制人夏靖直接持有公司 54.75% 的股份，通过苏州金花生间接持股 5.6%，合计 60.4%，其兄弟夏久林和表兄弟章松柏分别持有公司 7.5%/3.75% 的股份，公司股权结构相对集中，管理层稳定，拥有高决策效率。金花生为员工持股的股权激励平台，当前除夏靖外 26 名核心骨干合计持有金花生 24.72% 股份。

图 34：味知香股权结构图

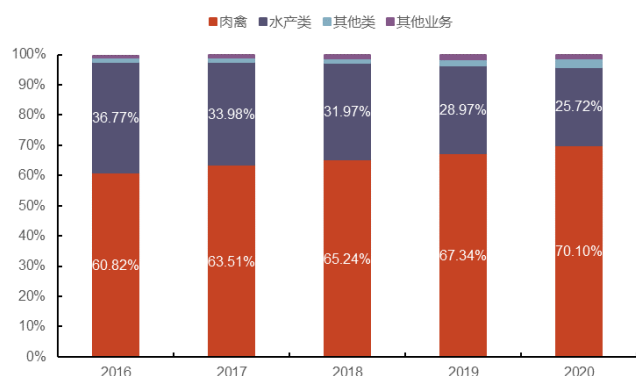


资料来源：公司公告，光大证券研究所，截至 2021 年 4 月 27 日

### 3.2、 财务分析：肉禽类产品为主要驱动，盈利能力走强

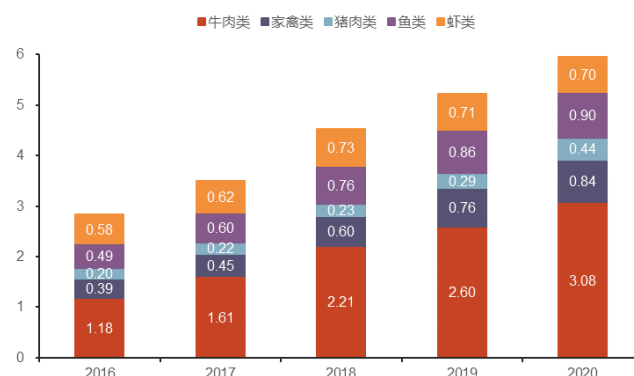
**肉禽类产品收入占比超过 70%，牛肉占主导地位。**分产品来看，2020 年公司肉禽类/水产类/其他类产品分别实现营业收入 4.36/1.60/0.18 亿元，占比 70.10%/25.72%/2.89%。具体到细分品类，2020 年肉禽中牛肉/家禽/猪肉类产品分别实现营收 3.08/0.84/0.44 亿元，占比均在持续提升；水产中虾类/鱼类产品收入分别为 0.70/0.90 亿元。

图 35: 肉禽类产品占比逐年提升



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所

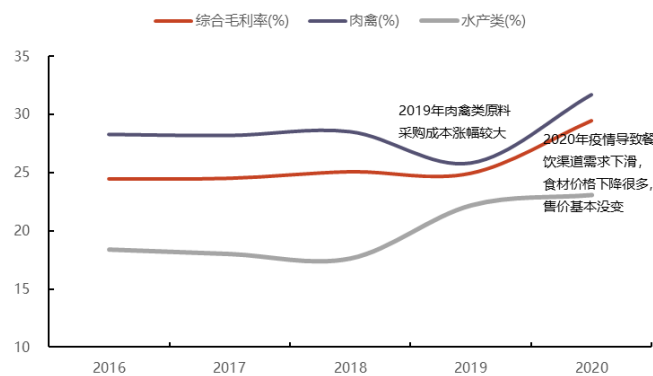
图 36: 肉禽和水产类产品收入细分结构 (亿元)



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所

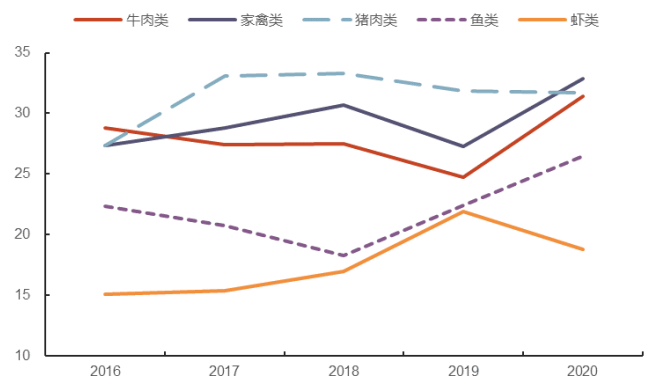
公司毛利率稳步提升, 肉禽类产品毛利率显著高于水产类。公司 2018-2020 年毛利率分别为 25.06%/24.88%/ 29.38%, 19 年小幅下降, 20 年大幅反弹, 主要系成本端变动影响, 2019 年肉禽类原料采购成本涨幅较大, 2020 年疫情导致餐饮渠道需求下滑, 食材价格下降较多, 公司产品售价基本未调整; 另一方面, 毛利水平更高的肉禽品类占比在持续提高。细分品类来看: 2020 年牛肉类/家禽类/猪肉类/虾类/鱼类毛利率分别为 31.39%/32.88%/31.73%/18.75%/26.49%, 猪肉类保持稳定, 虾类原材料价格小幅上升但未同步调高售价导致毛利率下滑, 其余三种品类原料价格回调, 毛利率较 2019 年同期大幅提升。

图 37: 公司 2020 年毛利率大幅上升



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所

图 38: 肉禽品类毛利率显著高于水产类



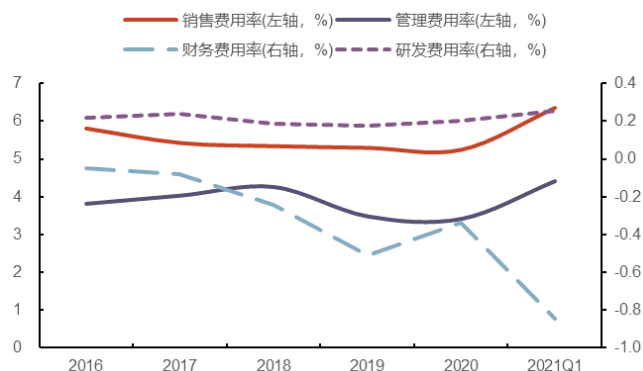
资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所

单位: %

2020 净利率小幅提升, 各项期间费用率保持稳定。2018-2020 年公司销售费用率分别为 5.33%/5.28%/5.23%。销售费用逐年递增, 费率相对稳定。公司销售费用主要构成为员工工资, 广告及业务宣传占比较低, 主要通过区域内销售人员逐步推广的方式进行渠道拓展及品牌宣传。公司为了加大市场开拓力度, 在补充销售人员的同时提高员工绩效奖励, 销售费用逐年增加。2018-2020 年公司管理费用率和财务费用率分别为 4.26%/3.48%/3.42%和 0.19%/0.17%/0.20%, 期间费用率整体保持稳定。2020 年公司净利率同比增加 4.19pct, 主要由毛利率提高所致。

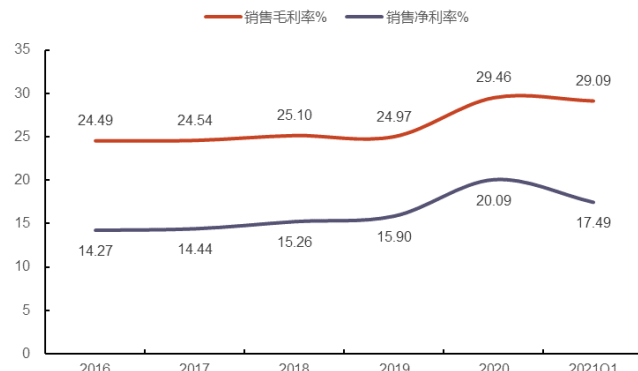


图 39：公司各项期间费用率保持稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

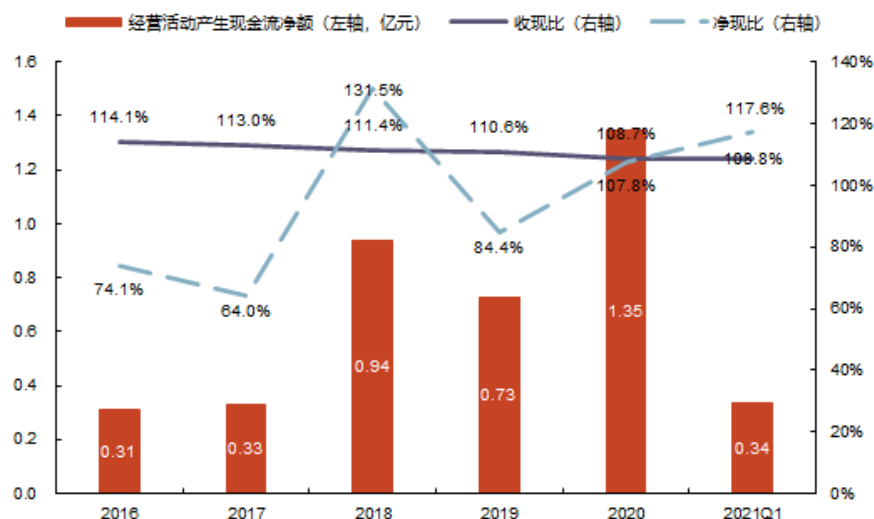
图 40：2020 年公司净利率、毛利率同步提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

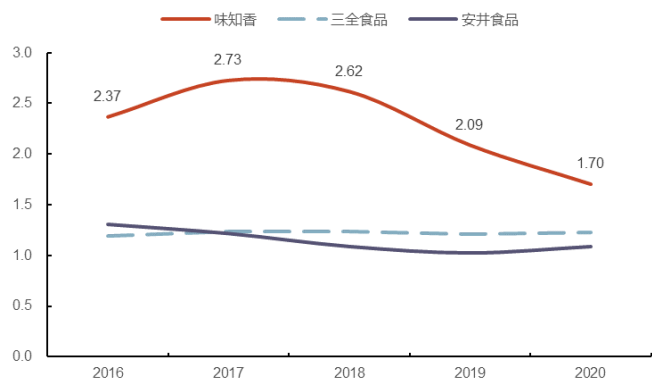
**主营业务高效造血，高存货、总资产周转率塑造强营运能力。**2018-2020 年公司经营活动现金流净额分别为 0.94/0.73/1.35 亿元，现金流情况较为健康。收现比分别为 111.4%/110.6%/108.7%，净现比分别为 131.5%/84.4%/107.8%，可见公司销售回款状况较好，盈利质量较高，主要系公司销售模式以经销为主，全部为买断式销售。2018-2020 年公司存货周转率分别为 9.44/8.31/10.09，总资产周转率分别为 2.62/2.09/1.70，高于安井食品、三全食品等速冻食品公司。

图 41：公司主营业务造血能力强



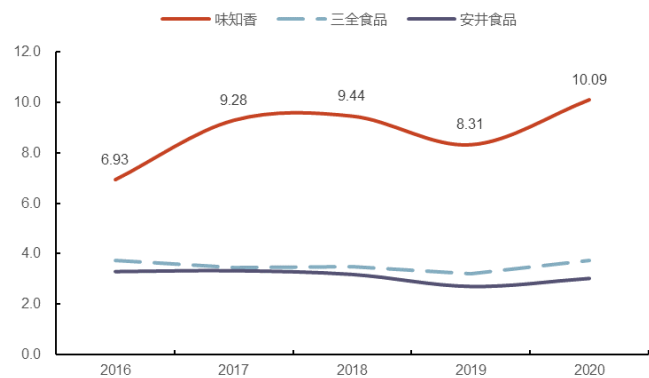
资料来源：Wind，公司招股书，光大证券研究所

图 42: 公司总资产周转率显著高于同业



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 43: 公司存货周转率显著高于同业



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 4、核心优势：产品筑基，渠道扩容

### 4.1、产品结构多元化，产能加速扩张

**料理包≠预制菜肴。**认识味知香的核心竞争力之前必须要明晰料理包和预制菜肴的差别，为什么前者因为食品安全问题难以被大众接受，而后者却成为二级市场最热的投资焦点之一。1) **保鲜方式**，预制菜肴通过低温冷冻保证食材新鲜度，而料理包在常温下保存，靠添加防腐剂增加保质期。2) **使用方法**，大部分预制菜肴都需要再次烹饪翻炒，而料理包只需简单加热就可食用。3) **加工运输过程**，预制菜肴通过中央厨房流水线作业，总体价格更高，品控更严格，而料理包通常为小作坊生产，缺乏监督；另外预制菜肴生产完立刻销售，原则上到消费者手中只需要两周以内，而料理包保质期 2-3 年，经过多重代理商才能到达终端餐饮店。预制菜肴可以理解为借助不断完善的供应链基础设施对料理包实现的消费升级，相较料理包，味知香品控更强，一方面可以通过较高品质产品留住核心客户群体，另一方面在预制菜肴产业对食品安全不合规的小作坊进行清洗阶段，可以通过产品壁垒迅速扩张市场份额，巩固龙头地位。

图 44: 料理包食品安全堪忧



资料来源: 搜狐网, 光大证券研究所

图 45: 农贸市场味知香预制菜销售场景



资料来源: 联商网, 光大证券研究所

**柔性生产线搭建多元化产品结构，持续工艺改进保障竞争优势。**为了满足消费者不同的饮食需求，半成品菜企业要预备数十甚至上百种菜品种类供消费者选择。生产部门要设立柔性化生产线针对不同菜品精准地配比食材、调料，也要满足部分非主销产品小规模、多样化的生产需求。公司通过对各品类生产工艺流程标准化设计，形成了以肉禽、水产为主，其他多形态品类可共用的两大类柔性生产线，目前供应 200+种 SKU，搭建了可灵活调配的多元化产品结构体系。同时由于半成品菜需要经过速冻、解冻才能进入烹饪环节，其制作流程的复杂程度远高于直接烹饪。即使配料相同，两者最后的菜品口味、口感也会存在差异。公司从最终产品食用体验出发，结合原材料物理、生化特性和冷冻、解冻对产品的影响，有针对性地调整调料配比、改进加工工艺，以满足消费者多样化的饮食需求。

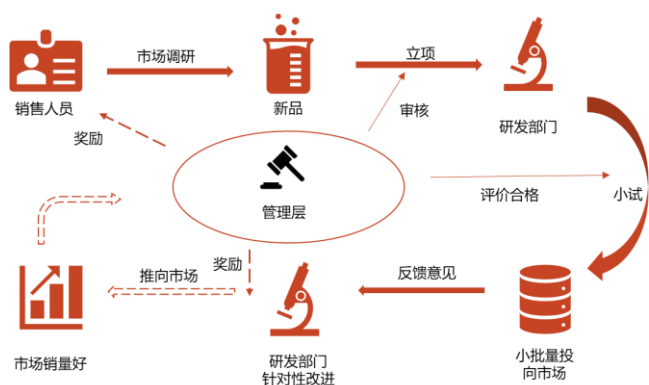
**表 7：公司不断完善产品工艺，保障竞争优势**

工艺名称	适用产品	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。
产品微调理	研发中	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	研发中	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：味知香招股书，光大证券研究所

**研发机制完善，激励充分，增强推新能力。**为了促进产品创新，保障公司产品市场竞争力，味知香制定了较为完善的研发体系及对应的激励制度。**1)**销售部门通过市场调研，提出全新产品研发或者现有产品线扩展需求，会同公司管理层及研发部主要人员进行审核，在原材料、技术、设备、生产工艺等条件均具备的条件下，通过新产品研发立项。**2)**新产品研发立项后，研发部门接受研发任务，挑选适当的原辅料、包装，开展小试工作，落实相关技术标准和生产工艺。**3)**小试产品经公司管理层、销售部门评价合格后进行小批量生产推向市场，收集市场反馈意见后再针对性地对原辅料、包装、技术标准和生产工艺等进行改进。另外会根据工艺改进对生产过程的提升效果、新产品市场销售情况，对研发人员给予一定的奖励。

图 46: 公司研发体系较完善



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所绘制

图 47: 公司研发费用逐年提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

下游市场供不应求, 产能利用率持续拉升亟需扩产。2020 年公司各类细分产品产销率均超过 100%, 2018-2020 年公司整体产销率分别为 97%/102%/103%, 即下游市场持续处于稳定的高需求状态。产能方面, 2020 年公司拥有 15000 吨/年的产能, 其中肉禽类 10500 吨, 水产类 4500 吨。2018-2020 年产能利用率分别为 81%/86%/99%, 随着公司业务规模的扩张, 产能利用率持续上升, 逐渐难以覆盖下游需求, 2021 年募投项目计划扩产 50000 吨, 将有效缓解生产瓶颈, 为公司后续成长加足马力。

表 8: 公司 2018-2020 年产能利用率及产销率情况 (吨)

项目	2020 年	2019 年	2018 年	
公司整体	产能	15,000	15,000	15,000
	产量	14,877	12,884	12,224
	产能利用率	99%	86%	81%
	销量	15330	13176	11900
	产销率	103%	102%	97%
牛肉类	产量	6055	5165	4880
	销量	6094	5245	4715
	产销率	101%	102%	97%
家禽类	产量	3516	2885	2783
	销量	3528	2992	2629
	产销率	100%	104%	94%
猪肉类	产量	1352	1031	995
	销量	1354	1049	950
	产销率	100%	102%	95%
虾类	产量	1078	1082	1149
	销量	1084	1083	1127
	产销率	101%	100%	98%
鱼类	产量	2315	2269	2058
	销量	2493	2259	2037
	产销率	108%	100%	99%
其他类	产量	560	452	358
	销量	777	548	442
	产销率	139%	121%	123%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 9：公司现有及在建产能情况

日期	现有产能 (吨/年)			在建产能 (吨/年)	建设时长
	总体	肉禽类	水产类	总体	总体
2017 年初	8000	5500	2500	7000	已完成
2017 年 9 月	15000	10500	4500	-	-
2021 年 4 月	15000	10500	4500	50000	2 年

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 10：公司 IPO 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	项目简介	项目建设期
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	28618	27500	计划新建年产 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，将在生产腌制环节中加入食用发酵菌液，利用特制的菌类发酵改善产品现有风味，提升消费者食用体验。	2 年
研发检验中心和信息化建设项目	7001	7000	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。	研发中心：1 年 信息化：1.5 年
营销网络和培训中心建设项目	6985	6900	一是以苏州为中心，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；二是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。	营销网络：3 年 培训中心：1 年
补充流动资金	24000	23262		
合计	66604	64662		

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

## 4.2、品牌体系布局完善，战略眼光长远

**从产品导向到品牌导向，公司战略布局眼光长远。**现阶段在预制菜领域，消费者购买决策主要为产品导向，偏好品质、食用体验和产品创意更佳的产品，未来行业竞争将上升为品牌导向，具有品牌优势的企业将会获得更多产品附加值，盈利空间 and 市场份额将进一步提升。味知香对品牌建设提前布局，通过门店形象展示、给予销售网点宣传物料支持、聘请代言人、加大广告投放等，进一步强化品牌定位，在扩大产品销量的同时，提升公司在产业链中的话语权和议价能力，增强公司核心竞争力。

**两大核心品牌兼顾 BC 市场，新设品牌助力业务升级。**公司产品体系以“味知香”和“饌玉”两大核心品牌为主，其中“味知香”品牌客户主要为经销店和加盟店，面向 C 端消费者，“饌玉”品牌客户主要从事冷冻食品批发业务，面向酒店、餐厅、食堂等 B 端。另外，在深耕原有半成品菜的基础上，开发了“味爱疯狂”，“搜香寻味”，“味知香工坊”等新设品牌系列，分别主营高端火锅食材、各地特色美食、火锅底料及调料包等全新品类，进一步丰富公司产品线，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 48：味知香主要品牌体系



资料来源：味知香招股书，光大证券研究所

表 11：对应新设品牌公司开始研发新产品系列

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

资料来源：味知香招股书，光大证券研究所

## 4.3、渠道布局：立足华东，加盟为主

### 4.3.1、为什么公司发展路径与行业现状相背离？

味知香销售渠道发展路径独树一帜。对比味知香公司个体和中（日）预制菜（速冻调理食品）行业发展路径，其中一个重大的区别：味知香预制菜终端客户以 C 端零售消费者为主，自创立了“饌玉”品牌之后才逐渐开始拓展 B 端市场，目前 B：C 渠道销售额占比在 3:7 左右；而目前我国预制菜 B、C 消费渠道占比为 8：2，日本速冻调理食品发展前期同样为 B 端主导，90 年代便利店体系搭建完成后 C 端才开始发力，08 年金融危机后餐饮业萎缩，C 端进入主舞台，2020 年疫情影响下，B、C 端速冻调理食品消费占比 5：5 左右。即公司的发展路径与行业出现了相互背离的情况。

为什么味知香发展路径是从 C 端向 B 端拓展？我们认为可以从公司愿景、产品、品牌三个维度来解释：

1) **公司愿景**：味知香初创团队为同乡亲朋，成立的愿景是为老百姓提供省时、健康、方便、美味的产品，对消费者画像的初始定位就是日常去菜市场买菜的居家百姓。公司产品销售起家于农贸市场，现在仍为主销售渠道，主要系可以利用农贸市场的引流作用大幅降低获客成本。

2) **产品因素**：在预制菜行业，公司产品具高性价比属性，C 端竞争力强于 B 端。根据《2018 中国餐饮业年度报告》，前 100 强集团营收仅占全国餐饮业的 5.04%，即我国餐饮业是高度分散的长尾市场，对于尾部的中小餐饮店，鉴于后厨基本不公开的属性及其降本增效诉求，在短期食品安全监管力量不足的情况下，会更多

选择低质低价的料理包赚取更多盈利。而 C 端消费者则更偏好新鲜度更高、品控更强的预制菜肴。

根据我们估算数据（测算逻辑近似于 2.2.1 预制菜市场规模测算），我国外卖行业使用料理包的出厂规模为 775-886 亿之间，约占预制菜 B 端市场的 1/2。我们认为这种现状不会持续太久，现阶段舆论对料理包食品质量的不安已初见端倪，预期未来随着对食品安全监管收紧，生产料理包的中小作坊被逐步清洗，该部分市场份额会由以味知香为代表的预制菜肴品牌商所替代。

3) 品牌因素：公司通过直营、加盟店直接面向终端消费者，更容易形成品牌依赖，“璞玉”品牌培育时间略短于“味知香”。味知香在 C 端塑造了知名的预制菜肴品牌之后，成立“璞玉”品牌主攻 B 端市场，两个品牌双团队独立运营，B 端品牌培育时间略短因此占比较低，长期变动则取决于市场供需。

我们的观点：1) 短期来看由于公司愿景将消费者画像定位到居家百姓，相对高性价比的产品属性更易融入 C 端市场，打出品牌优势；2) 中期来看 B 端市场是公司业务发展的主要增量，一方面源自酒店、团餐、乡厨市场的高需求，另一方面中小作坊生产的低质料理包面临清洗，会腾出广阔市场空间；3) 长期来看，借鉴日本速冻调理食品发展趋势，待中国解决面向终端消费者的冷链运输问题，C 端市场或将成为行业增长的核心驱动，届时品牌力将成为公司核心竞争力。

表 12：外卖行业使用料理包市场规模测算

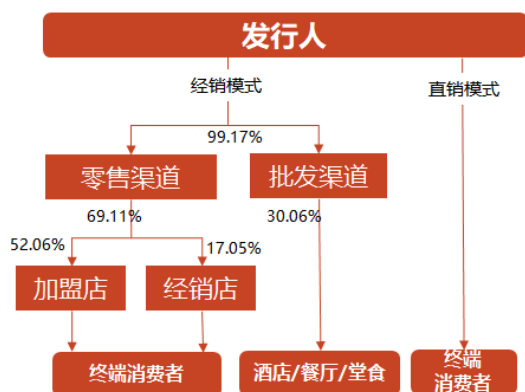
单位：亿元	2020 年	
外卖市场规模	6646	
假设外卖中使用料理包制作的餐品占比	70%	80%
使用料理包的外卖市场规模	4652	5317
料理包占外卖成品售价比例	20%	20%
外卖行业采购料理包市场规模	930	1063
经销渠道毛利率	20%	20%
外卖行业使用料理包市场规模	775	886

资料来源：《2020-2021 年中国外卖行业发展研究报告》，草根调研，光大证券研究所测算

#### 4.3.2、零售渠道为主，大力发展加盟店

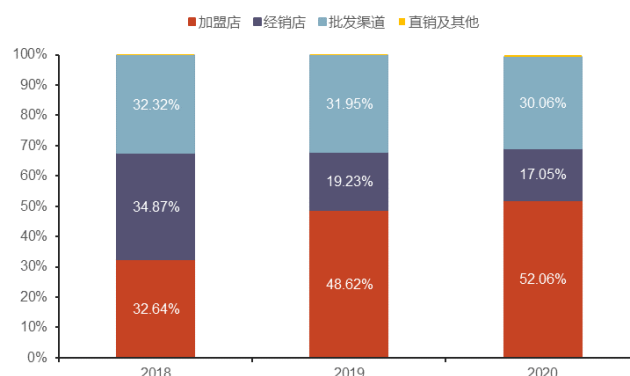
经销为主覆盖 B、C 两端，零售批发占比 7:3。公司销售模式以经销为主，存在少量直销情况，全部为买断式销售。对经销渠道客户根据销售对象及终端客户不同分为零售渠道和批发渠道，2020 年零售渠道实现营收 4.25 亿元，其中加盟店 3.20 亿元，经销店 1.05 亿元，批发渠道实现营收 1.85 亿元，零售渠道、批发渠道收入占比分别为 69%/ 30%。从趋势来看，公司为提高效率着力发展加盟店渠道，零售渠道中加盟店占比持续拉升。

图 49: 公司销售模式图



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所, 注: 数值为 2020 年该渠道营收占比

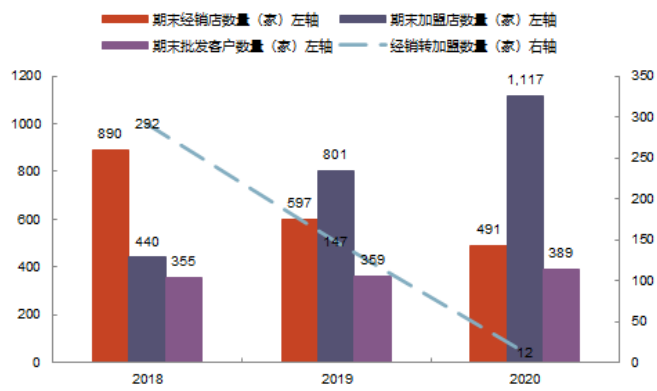
图 50: 公司各渠道销售收入占比



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所

**加盟店迅速扩张, 老客户为主要创收点。**味知香自 2018 年起就开始大力发展加盟店体系, 2018-2020 年加盟店数量从 440 家增至 1117 家, 其中新增的 67% 都是由经销店转化而来, 截至 2020 年末已基本转化完成。公司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、实施区域保护等, 原经销店转换成加盟店后客户经营状况显著提升。按合作年限拆分加盟店体系, 5 年以上经销店数量占比 32%, 收入占比达到 50%, 为主要创收点。而一年以内加盟店数量占比最高, 收入占比仅 12%, 主要系刚进入公司加盟店体系尚处于孵化期, 未来随着运营模式成熟, 创收能力有望赶上老客户。

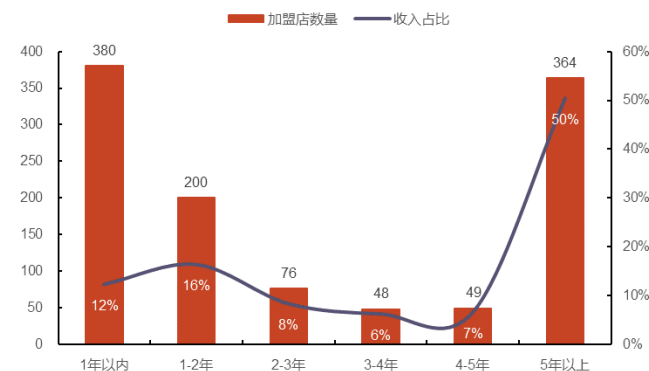
图 51: 经销店向加盟店转化基本完成



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所

单位: 家

图 52: 2020 年味知香加盟店按合作年限分类收入构成



资料来源: 味知香招股说明书, 光大证券研究所

单位: 家

图 53: 味知香加盟店铺样例



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 54: 味知香加盟条件与政策

**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. 本人优先考虑。
5. 有零售开店经验者优先考虑。

**门店要求:**

1. 门店面积: 营业面积不低于 8 平方, 门头 3m 以上。
2. 水电要求: 电力不低于 6kw, 有上下水。
3. 门店位置: 农贸市场, 生鲜超市等。
4. 店铺要求: 租期稳定, 可办理经营许可证。

**加盟政策:**

**加盟费用投入**

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: 人员工资、房租、冰柜设备、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。

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所



小店铺轻资产运营，投资回收期较短。据渠道调研数据对味知香加盟店单店模型进行拆分：1) 成本端，一家味知香加盟店前期投资包括开业支持费/履约保证金/设备/装修费/首笔货款等固定开支，总计在 7 万元左右，变动成本则涵盖房租/能源及杂费/原料成本等，总计 2.44 万元左右。2) 收入端，每个加盟店日销售额接近 1200 元，平均月收入 3.6 万元，月门店盈利 1.16 万元左右。综上，对于公司大部分加盟店，前期仅需 7 万元左右即可加盟开店，投资回收期为 6 个月，开店门槛低，有助于公司渠道迅速扩张。

可开店空间广阔，看好长期增长。味知香客户主要依托于华东地区的农贸市场，目前覆盖度仅 1/4 左右。据各省市商务厅，华东地区合计农贸市场 4761 处，受公司加盟区域保护政策影响，假设：1) 每处农贸市场仅有一家味知香加盟店，2) 单店原料成本 24.19 万元/年（单店成本模型测算）为给公司创造的收入。

根据渠道调研，公司加盟店在江苏、浙江、上海的农贸市场渗透率分别为 20%/20%/50%，测算得华东地区已覆盖农贸市场 1206 个，尚未覆盖农贸市场数量 3555 个，当前加盟渠道总共为公司创收  $1206 \times 24.19 = 29175.55$  万元（招股书披露 2020 年加盟店收入 3.2 亿元，按华东地区占比 96% 测算得 3.07 亿元），达成全覆盖时营收规模增量空间为 8.6 亿元。综上，公司可开店空间广阔，且随着募投项目建设，产能和物流瓶颈得到有效解决，对江浙沪以外地区覆盖也将进一步加强，看好公司长期成长。

表 13：味知香加盟店单店成本模型

成本类型	项目	投资金额 (元)	备注
固定成本 (前期投资)	开业支持费	10000	公司提供开业活动部分赠品、营销物料、促销人员、工作服；进行门店布置，菜品卖点，注意事项培训等
	加盟费	0	
	履约保证金	5000	合作终止后，免息全额退款
	设备	20000	主要是 2-3 台冰柜
	装修费用	25000	装修风格比较严格
	首笔货款	10000	首笔进货款
	合计	70000	
变动成本	租金	3000	店铺面积 8 平米以上
	能源费	1200	水电物业杂费
	原料成本	20160	据渠道调研，占零售额的 56%
	总计	24360	

资料来源：渠道调研，光大证券研究所测算，加盟店多为夫妻店，员工工资不计入模型

表 14：味知香加盟店单店收入模型

日销售额 (元)	每月收入 (元)	月可变成本 (元)	月门店盈利 (元)	固定成本投入 (元)	投资回收期 (月)
1200	36000	24360	11640	70000	6.0

资料来源：渠道调研，光大证券研究所测算

表 15：味知香华东地区潜在可开店空间及创收预测

	农贸市场数量 (个)	味知香渗透率	已覆盖农贸市场数量 (个)	尚未覆盖农贸市场数量 (个)
江苏省	2415 <sup>2</sup>	20%	483	1932
浙江省	1500 <sup>3</sup>	20%	300	1200
上海市	846 <sup>4</sup>	50%	423	423
华东地区合计	4761		1206	3555

<sup>2</sup> [http://swt.jiangsu.gov.cn/art/2020/2/6/art\\_58337\\_8963825.html](http://swt.jiangsu.gov.cn/art/2020/2/6/art_58337_8963825.html)

<sup>3</sup> [http://data.zjzfw.gov.cn/jdop\\_front/channal/data\\_public.do](http://data.zjzfw.gov.cn/jdop_front/channal/data_public.do)

<sup>4</sup> <https://data.sh.gov.cn/view/detail/index.html?type=cp&&id=AB6002012295>

单店原料成本（能为味知香创造的收入）：万元/年	24.19		
华东地区加盟店创收测算（万元）	-	-	29175.55
			86002.56

资料来源：江苏省商务厅，浙江省市场监管局，上海市商务委员会，渠道调研，光大证券研究所测算；

注：已覆盖和尚未覆盖农贸市场数量为测算数据；加盟店存在区域保护，假设每农贸市场仅开一家味知香加盟店；味知香 2020 年在华东地区加盟店实际数量为 1086 家，上述渗透率测算结果有一定偏差。

公司大客户优质，经销渠道钱大妈为第一大客户，批发渠道在前五中占四席。除着重拓展加盟店外，公司也在积极布局经销和批发渠道，2020 年与多家优质客户达成合作，其中最出色的是钱大妈，下半年开始合作，一跃成为公司第一大客户，销售金额占公司整体收入/经销店收入比重分别为 2.2%/12.9%。批发渠道稳定发展，目前在公司前五大客户中占四席。公司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，提高销售积极性，另一方面，持续加强 B 端酒店、食堂客户的拓展，利用行业风口实现快速放量。

表 16：2020 年公司前五大客户明细

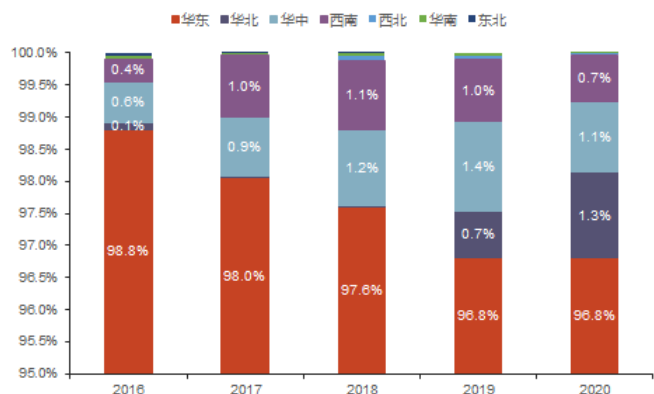
客户名称	销售金额（万元）	占营收比例	客户类型
钱大妈	1,351.47	2.20%	经销
上海傲鲜食品有限公司	1,260.92	2.05%	批发
卢春国	1,071.77	1.74%	批发
河北元富裕丰食品有限公司	720.95	1.17%	批发
浙江膳和食品有限公司	710.76	1.16%	批发
前五大合计	5,115.87	8.32%	-

资料来源：味知香招股说明书，光大证券研究所，注：同一控制下的关联客户合并计算

### 4.3.3、立足华东市场，逐步向全国扩张

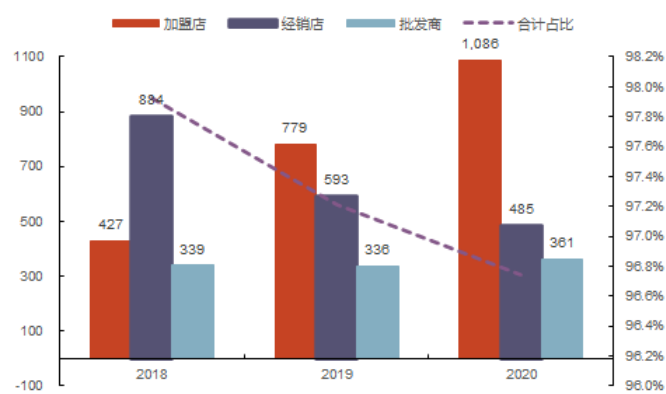
华东市场为基，逐步对外扩张。2018-2020 味知香华东地区收入占比分别达 97.6%/96.8%/96.8%，为公司创收核心区域。主要系公司起家于江苏，在江苏、上海及浙江部分地区建立了密集的销售网络，通过经销店、加盟店覆盖县市中心区域菜市场、农贸市场，通过批发客户辐射饭店餐厅及周边乡镇，华东地区经销商数量占公司整体的 97.9%/97.2%/96.8%。未来公司将立足于长三角地区，逐步向其他区域拓展客户，募投项目中新建产能及物流体系建设也将对公司开拓其他地区提供有力支撑，帮助公司产品走向全国市场。

图 55：味知香分地区收入占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 56：华东地区经销商数量及占比

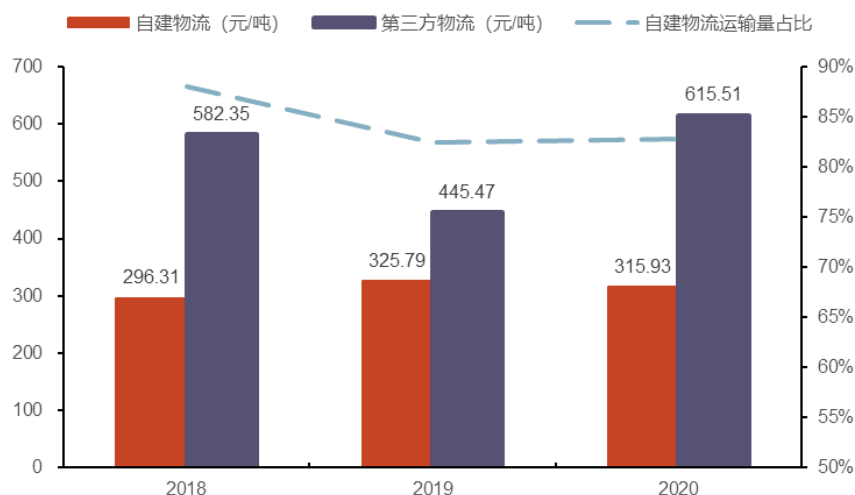


资料来源：味知香招股说明书，光大证券研究所

单位：家

自建物流为主，随业务区域拓展第三方物流占比增加。2018-2020 年公司自建物流运输量占比分别为 88.0%/82.4%/82.8%，公司的产品配送主要依靠公司建立的以冷链运输车辆为主的专用物流配送体系，目前拥有 25 辆。除此之外，公司还与第三方物流公司进行合作，对安徽、湖北、江西、福建等距离较远且集中度不高的客户进行配送。随着公司未来进一步拓展市场，公司当前的运输能力可能不能够满足未来发展需要，短期内第三方物流运输占比增加，长期将继续购买运输设备，加强与第三方物流公司的合作，以提升运输能力。

图 57：味知香运输以自建物流为主



资料来源：味知香招股说明书，光大证券研究所整理

## 5、盈利预测、估值与评级

### 5.1、盈利预测

公司产品销量跟店铺数量相关度较高，据 2018-2020 年披露数据，零售渠道销售占比稳定在 70% 左右，主要靠经销店和加盟店完成销售任务，2020 年合计拥有 1608 家店铺，公司预计 2025 年完成 5000 家开店目标，2021-2025 年店铺数量的 CAGR 为 25.47%。分产品结构来看：

- 1) **肉禽类**：考虑到门店扩张、预制菜行业保持高景气度，公司作为行业内首家上市公司，下游需求旺盛，预计 2021-23 销量增速 25%/24.5%/24%，均价增速 3%/3%/3%，由此得到肉禽类产品收入同比增速分别为 28.75%/28.24%/27.72%。**毛利率方面**，公司产品采购食材原料具备规模效应，预测 2021-23 年分别为 32%/32.5%/32.5%。
- 2) **水产类**：考虑到 2020 年疫情期间农贸市场关闭，公司业绩受挫，21 年有望反弹，另外 2020 年底公司积极布局互联网生鲜和直播带货渠道，上半年至尊虾饼表现优异；预计 2021-23 年水产类制品销量增速分别为 11%/10%/10%，均价增速 3%/2%/2%，由此得水产类产品营收同比增长 14.33%/12.2%/12.2%。**毛利率方面**，考虑到整体毛利率呈上涨趋势，预测 2021-23 水产品毛利率分别为 23.5%/24.0%/24.5%。
- 3) **综上**，预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.79/9.70/12.08 亿元，同比增长 25.12%/24.54%/24.52%，毛利率分别为 29.88%/30.59%/30.85%。

费用率方面，公司主要靠加盟店和经销店完成销售任务，经营模式清晰，研发体系完善，预计各项费率都将保持稳定。综合考虑下，预测 2021-23 年公司归母净利润分别为 1.59/2.02/2.49 亿元，同比增长 27.30%/26.68%/23.64%，对应 EPS 分别为 1.59/2.02/2.49 元。

表 17：味知香分项业务收入、毛利率及费用率预测

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>肉禽类</b>					
收入 (百万元)	365.27	436.41	561.88	720.52	920.25
同比	20.32%	19.48%	28.75%	28.24%	27.72%
销量 (吨)	9,286.64	10,975.99	13,719.99	17,081.38	21,180.92
同比	11.98%	18.19%	25.00%	24.50%	24.00%
均价 (万元/吨)	3.93	3.98	4.10	4.22	4.34
同比	7.45%	1.09%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	25.86%	31.71%	32.00%	32.50%	32.50%
<b>水产类</b>					
收入 (百万元)	157.30	160.25	183.21	205.57	230.64
同比	5.40%	1.88%	14.33%	12.20%	12.20%
销量 (吨)	3,342.13	3,577.43	3,970.95	4,368.04	4,804.85
同比	5.61%	7.04%	11.00%	10.00%	10.00%
均价 (万元/吨)	4.71	4.48	4.61	4.71	4.80
同比	-0.20%	-4.83%	3.00%	2.00%	2.00%
毛利率	22.21%	23.10%	23.50%	24.00%	24.50%
<b>其他类</b>					
收入 (百万元)	11.75	18.03	24.79	33.54	45.01
同比	69.80%	53.45%	37.50%	35.30%	34.20%
销量 (吨)	547.51	777.02	971.28	1,194.67	1,457.50
同比	23.98%	41.92%	25.00%	23.00%	22.00%
均价 (万元/吨)	2.15	2.32	2.55	2.81	3.09
同比	36.96%	8.12%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.30%	28.91%	29.00%	30.00%	30.00%
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	8.10	7.78	8.95	10.29	11.83
同比	30.65%	-3.95%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	30.99%	35.87%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>营业收入合计 (百万)</b>	<b>542.42</b>	<b>622.47</b>	<b>778.83</b>	<b>969.92</b>	<b>1,207.74</b>
<b>营业收入同比</b>	<b>16.41%</b>	<b>14.76%</b>	<b>25.12%</b>	<b>24.54%</b>	<b>24.52%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>24.98%</b>	<b>29.46%</b>	<b>29.88%</b>	<b>30.59%</b>	<b>30.85%</b>
销售费用率	5.28%	5.23%	5.30%	5.60%	6.00%
管理费用率	3.31%	3.21%	3.10%	3.00%	2.90%
研发费用率	0.17%	0.20%	0.20%	0.30%	0.40%
<b>归母净利润 (百万)</b>	<b>86.24</b>	<b>125.05</b>	<b>159.20</b>	<b>201.68</b>	<b>249.35</b>
<b>归母净利润同比</b>	<b>21.26%</b>	<b>45.00%</b>	<b>27.30%</b>	<b>26.68%</b>	<b>23.64%</b>

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

## 5.2、相对估值

预制菜在我国为新兴赛道，味知香是首家上市公司。从目前上市公司的产品及业务模式来看，安井成立“冻品先生”品牌切入预制菜肴赛道；三全食品主营速冻米面制品，巴比食品主营速冻中式面点，与公司产品同属速冻食品行业；天味食品主营复合调味料，商业逻辑与预制菜类似。**因此本文选取安井食品、三全食品、巴比食品、天味食品作为可比公司**，截至 2021 年 8 月 9 日收盘，按照 Wind 一致盈利预测，可比公司 2021-23 年 P/E 平均值为 39/32/26 倍，根据我们预测，公司 2021-2023 年 P/E 倍数分别为 44/35/28 倍，略高于可比公司平均 P/E，主要因预制菜为高速发展的新兴行业，公司作为行业领跑者，市场预期较高，能够享受估值溢价。按照 2021-2023 年净利润复合增速，PEG 为 1.7 倍。

表 18：味知香与可比公司 P/E 及 PEG 估值倍数对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E (X)				2021E-2023E 净利润 CAGR	PEG
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
天味食品	603317.SH	200.46	26.51	0.58	0.58	0.75	0.97	46	46	36	27	18.79%	2.44
巴比食品	605338.SH	87.74	35.38	0.71	1.07	1.04	1.22	50	33	34	29	19.91%	1.66
安井食品	603345.SH	444.97	182.05	2.55	3.33	4.39	5.59	71	55	41	33	29.88%	1.83
三全食品	002216.SZ	147.70	16.80	0.96	0.78	0.91	1.05	17	21	18	16	3.14%	6.84
平均值				1.20	1.44	1.77	2.21	46	39	32	26	17.93%	3.19
<b>味知香</b>	<b>605089.SH</b>	<b>70.16</b>	<b>70.16</b>	<b>1.67</b>	<b>1.59</b>	<b>2.02</b>	<b>2.49</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>35</b>	<b>28</b>	<b>25.86%</b>	<b>1.70</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，可比公司 EPS 为 Wind 一致盈利预测，味知香 EPS 为光大证券研究所预测，数据截至 2021-08-09；PEG 使用 2021EP/E 测算

## 5.3、绝对估值

- 1、长期增长率：**考虑预制菜行业处于快速发展期，假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：**采用申万二级行业分类-食品加工板块的历史平均 β (1.02) 作为公司的近似 β；
- 3、无风险收益率：**采用十年期国债收益率 (3.20%) 作为无风险收益率
- 4、税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 5.00%。

表 19：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.20%
β(Blevered)	1.02
Rm-Rf	3.30%
Ke(levered)	6.57%
税率	5.00%
Kd	0.00%
Ve	2173.84
Vd	0.00
目标资本结构	0.00%
WACC	6.57%

资料来源：光大证券研究所预测

表 20: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	755.73	8.20%
第二阶段	2,059.88	22.34%
第三阶段 (终值)	6,404.27	69.46%
企业价值 AEV	9,219.88	100.00%
加: 非经营性净资产价值	322.36	3.50%
减: 少数股东权益 (市值)	-	0.00%
减: 债务价值	-	0.00%
总股本价值	9,542.24	103.50%
股本 (百万股)	100.00	
每股价值 (元)	95.42	
PE (隐含)	59.94	
PE (动态)	44.07	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 21: 敏感性分析表

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.57%	104.70	113.86	125.59	141.14	162.76
6.07%	92.96	99.93	108.61	119.73	134.47
<b>6.57%</b>	83.40	88.82	<b>95.42</b>	103.65	114.19
7.07%	75.47	79.76	84.90	91.16	98.96
7.57%	68.80	72.25	76.31	81.18	87.12

资料来源: 光大证券研究所预测

表 22: 绝对估值法结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	95.42	68.80-162.76	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	102.41	72.66-177.88	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测,采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到味知香的每股价值分别为 95.42/102.41 元。

## 5.4、估值结论与投资评级

- 1) 预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.79/9.70/12.08 亿元,同比增长 25.12%/24.54%/24.52%, 归母净利润分别为 1.59/2.02/2.49 亿元,同比增长 27.30%/26.68%/23.64%, 对应 EPS 分别为 1.59/2.02/2.49 元。
- 2) 采用相对估值,按照 Wind 一致盈利预测,截至 2021 年 8 月 9 日收盘,可比公司 2021-2023 年 P/E 平均值为 39/32/26 倍,根据我们预测,公司 2021-2023 年 P/E 倍数分别为 44/35/28 倍,按照 2021 年市盈率及 2021-2023 年净利润 CAGR 计算,PEG 为 1.7 倍。采用绝对估值,得到公司每股内在价值为 95.42-102.41 元。
- 3) 受益于预制菜行业高景气度,公司作为预制菜首家上市公司,在行业内处领先地位,产品结构多元,研发体系完善,双品牌兼顾 B、C 端客户,加盟店投资回收期短,开店空间广阔。上市后产能瓶颈得以突破,公司开店及业务增长有望提速,高估值具备合理性,且未来有望通过高速增长逐渐消化,首次覆盖给予“增持”评级。

## 6、风险分析

### 食品安全风险

近年来我国消费者对食品安全和权益保护意识增强,政府部门对食品安全监管日益严格。若公司在采购、生产、运输、销售等环节出现疏忽,可能会出现食品安全问题,从而对公司的品牌形象以及产品销售造成不良影响。

### 宏观环境变化风险

若中国经济增长有所放缓、国际贸易争端加剧、新冠疫情在国内出现反复,都会在一定程度上影响消费者的消费信心和能力,从而对公司的长期生产经营产生不利影响。

### 原材料价格波动风险

公司的主要原材料包括肉禽、水产等,在公司的主营业务成本中占有较高比例。若原材料价格因自然条件、供求关系、通货膨胀、主要供应商的供货能力等因素影响发生大幅波动,公司业绩可能受到一定影响。

### 新股股价波动风险

公司于 2021 年 4 月 27 日正式在深交所创业板上市,新股上市初期股价波动较大,可能会造成一定投资风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	542	622	779	970	1,208
营业成本	407	439	546	673	835
折旧和摊销	2	3	4	5	6
税金及附加	2	2	3	4	5
销售费用	29	33	41	54	72
管理费用	18	20	24	29	35
研发费用	1	1	2	3	5
财务费用	-3	-2	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	90	132	168	212	262
利润总额	90	131	168	212	262
所得税	4	6	8	11	13
净利润	86	125	159	202	249
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	125	159	202	249
EPS(元)	1.15	1.67	1.59	2.02	2.49

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	73	135	145	196	241
净利润	86	125	159	202	249
折旧摊销	2	3	4	5	6
净营运资金增加	31	11	48	48	61
其他	-47	-4	-65	-59	-76
投资活动产生现金流	-14	-16	-25	-25	-25
净资本支出	-14	-16	-25	-25	-25
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	0	0	0
融资活动现金流	0	0	1	1	1
股本变化	0	0	25	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	2	-2	4	9	10
净现金流	59	119	121	172	217

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	25.0%	29.5%	29.9%	30.6%	30.9%
EBITDA 率	16.7%	21.5%	21.8%	22.3%	22.2%
EBIT 率	16.1%	21.0%	21.4%	21.8%	21.7%
税前净利润率	16.6%	21.1%	21.5%	21.9%	21.7%
归母净利润率	15.9%	20.1%	20.4%	20.8%	20.6%
ROA	28.4%	29.3%	27.0%	25.2%	23.5%
ROE (摊薄)	32.4%	32.0%	28.9%	26.8%	24.9%
经营性 ROIC	51.3%	67.1%	62.0%	62.1%	61.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	12%	8%	7%	6%	6%
流动比率	7.47	10.98	13.47	14.95	16.44
速动比率	6.11	9.96	12.09	13.55	15.01
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	304	427	590	801	1,060
货币资金	211	330	451	623	840
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	0	4	4	4	5
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	1
存货	51	36	55	67	84
其他流动资产	1	0	0	0	0
流动资产合计	279	391	532	723	963
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	13	13	33	40	48
在建工程	1	12	11	19	28
无形资产	1	10	10	9	9
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9	0	0	0	0
非流动资产合计	25	36	58	78	97
总负债	37	36	39	48	59
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	16	15	19	24	29
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	7	0	0	0	0
其他流动负债	1	1	1	1	1
流动负债合计	37	36	39	48	59
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0	0
股东权益	266	391	551	752	1,002
股本	75	75	100	100	100
公积金	45	57	48	54	54
未分配利润	147	259	402	598	848
归属母公司权益	266	391	551	752	1,002
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.28%	5.23%	5.30%	5.60%	6.00%
管理费用率	3.31%	3.21%	3.10%	3.00%	2.90%
财务费用率	-0.51%	-0.34%	-0.13%	-0.10%	-0.08%
研发费用率	0.17%	0.20%	0.20%	0.30%	0.40%
所得税率	4%	5%	5%	5%	5%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.97	1.80	1.45	1.96	2.41
每股净资产	3.55	5.22	5.51	7.52	10.02
每股销售收入	7.23	8.30	7.79	9.70	12.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	61	42	44	35	28
PB	19.8	13.4	12.7	9.3	7.0
EV/EBITDA	57.4	38.0	39.5	30.4	24.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE