

# 味知香 (605089.SH)

## 三问三答，探讨预制菜热潮下的成长潜力

我国预制菜是个怎样的行业？高景气大赛道，多格局小公司。预制菜行业集中度低，各赛道参与者在良性竞争中合力做大消费市场，消费者的多元化需求也为各个细分赛道都带来了扩容空间和利润空间。从各渠道特点来看，B端率先完成教育、持续渗透提升，多元化品类需求之下蕴含广阔的替代机遇；C端尚处爆发前期，电商、社区团购等新渠道的开拓为各个细分赛道带来了利润空间，也为新兴品牌的起势提供了机会。根据测算，2025年市场规模或超6000亿，未来4年CAGR或超20%，行业高速扩容态势具备确定性。

哪类公司具备跑出赛道龙头的可能性？竞争本质是在比拼综合效率。预制菜行业参与者众多，正处于群雄逐鹿阶段，但回归竞争本质，各类厂商最终追求的都是综合效率、要素协同，不仅是供应链降本增效，在产品的设计、渠道上更要精细。我们认为具备以下特质的企业有望跑成赛道龙头：1) 具备产品壁垒，能通过多元化品类覆盖、储备丰富SKU而打造难以复制的商业模式，或具备爆品打造潜质；2) 具备完善的各类销售形式渠道网络，拥有强大拓客能力；3) 能灵活调节包含产能、物流等各类要素，充分发挥各类资源间的协同效应。而原材料企业、速冻食品企业、预制菜专业企业三类参与者同时具备多种特质，具备成为细分赛道龙头的可能性。

味知香是否具备跑出来的潜力？单店盈利优秀，产品丰富支撑渠道多元发展。1) 产品端：丰富产品矩阵筑起品类壁垒，同时具备持续研发能力，为打入大B供应体系打下坚实基础，为加盟店复制扩张提供源源不断的动力；2) 渠道端：华东地区店已通过相对密集的线下门店筑起区域营销网络；味知香单店盈利模型具备较高可复制性，叠加仍具备庞大开店空间，预计门店将维持高速扩张；同时公司积极开拓B端渠道，有望成为公司增长的全新支点；3) 供应链：生产规模化程度较高，叠加自建物流优化物流成本，供应链整体费率水平较低，具备较好的要素协同模式。由此，我们认为味知香具备跑成赛道龙头的潜质。

**盈利预测和估值评级：**我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入9.4/11.5/14.2亿元，对应同比增速分别为22.4%/23.3%/22.7%。公司作为国内预制菜行业优势企业，叠加后续募投产能释放，公司的业绩水平和利润空间有望稳定上行。我们预计公司2022-2024归母净利润分别为1.56/1.97/2.50亿元，对应PE39/31/24X，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；门店扩张不及预期；疫情反复造成B端需求恢复不及预期；C端预制菜市场教育推进不及预期；食品安全风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	622	765	936	1,154	1,417
增长率 yoy (%)	14.8	22.8	22.4	23.3	22.7
归母净利润(百万元)	125	133	156	197	250
增长率 yoy (%)	45.0	6.1	17.8	25.9	27.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.25	1.33	1.56	1.97	2.50
净资产收益率(%)	32.0	11.3	12.7	14.1	15.4
P/E(倍)	48.3	45.5	38.7	30.7	24.2
P/B(倍)	15.4	5.2	4.9	4.3	3.7

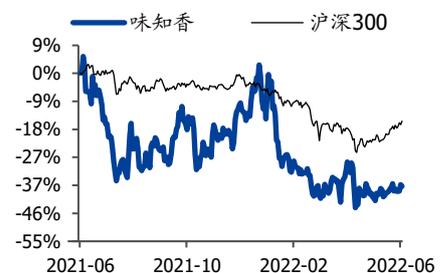
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年6月17日收盘价

### 增持(维持)

#### 股票信息

行业	食品加工
6月17日收盘价(元)	59.98
总市值(百万元)	5,998.00
总股本(百万股)	100.00
其中自由流通股(%)	26.50
30日日均成交量(百万股)	1.28

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

##### 研究助理 吴思颖

执业证书编号：S0680121120020

邮箱：wusiyang@gszq.com

#### 相关研究

- 《味知香(605089.SH)：渠道精耕成效显著，持续受益赛道高景气》2022-04-29
- 《味知香(605089.SH)：Q2收入延续快增，净利率恢复常态》2021-08-19
- 《味知香(605089.SH)：预制菜领先品牌，门店扩张加速成长》2021-06-07



## 内容目录

一、公司处在怎样的赛道？高景气大赛道 多格局小公司 .....	5
1.1、行业现状：集中度尚低，疫情加速 C 端教育 .....	5
1.2、渠道特点： B 端加速渗透， C 端方兴未艾 .....	7
1.2.1、 B 端：需求多元，加速渗透 .....	7
1.2.2、 C 端：加速教育，方兴未艾 .....	8
1.3、行业空间：千亿市场规模，未来五年 CAGR 超 20% .....	10
1.3.1. 对标海外：行业正处成长期，细分赛道角逐时 .....	10
1.3.2. 未来展望：餐饮新业态提供扩容空间，新兴 toC 渠道催生品牌机遇 .....	11
二、预制菜赛道什么企业能跑出来？参与者众多，各具优势 .....	14
2.1. 原材料企业：原料协同，厚积薄发 .....	15
2.2. 速冻食品企业：渠道协同，品牌赋能 .....	16
2.3. 预制菜专业企业：产品基因，区域特色 .....	16
2.4. 生鲜电商零售平台：丰富 SKU，及多年供应链经验积累 .....	17
2.5. 餐饮企业：厨师基因，品牌背书 .....	18
三、味知香是否具备跑出来的潜力？单店盈利优秀，产品丰富支撑渠道多元发展 .....	20
3.1. 营收： toB/toC 双品牌运营，积极发力新业态 .....	20
3.2. 产品：多品类覆盖筑高竞争壁垒 .....	21
3.3. 渠道：单店盈利模型优质，预计持续高速拓店 .....	23
3.4. 供应链：柔性生产及自建物流降低费率水平 .....	26
四、盈利预测与估值评级 .....	28
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 中国预制菜食品分类 .....	5
图表 2: 中式餐饮市场细分菜系市场份额 .....	5
图表 3: 2020 年我国预制菜行业 CR10 .....	5
图表 4: 预制菜相关企业城市分布 TOP10 .....	6
图表 5: 2021 年中国预制菜产业指数省份排行榜 Top10 .....	6
图表 6: 全球/中国/日本/美国人均即食菜肴消费量 (kg) 对比 .....	6
图表 7: 全球/中国/日本/美国人均即食菜肴消费金额 (美元) 对比 .....	6
图表 8: 近年部分超千万预制菜行业初创品牌融资案例 .....	7
图表 9: 2018-2020 年我国餐企连锁率 .....	8
图表 10: 2018-2020 年餐饮连锁门店数量等级分布 .....	8
图表 11: 预制菜 C 端用户分布在华东地区最为集中 .....	9
图表 12: 预制菜 C 端需求集中于一二线城市 .....	9
图表 13: 预制菜 C 端用户以女性居多 .....	9
图表 14: 预制菜 C 端用户购买预制菜肴产品目的 .....	9
图表 15: 美、日、中预制菜行业发展阶段对比 .....	10
图表 16: 日本速冻食品消费量 (百万日元) .....	11
图表 17: 我国人均肉蛋奶水产品消费量持续提升 (单位: 千克) .....	11
图表 18: 美、日、中预制菜企业发展格局对比 .....	11
图表 19: 2015-2019 年中国冷藏车保有量持续提升 .....	12

图表 20: 2015-2019 年中国冷库总量持续提升	12
图表 21: 2020 年从厂商到终端常温物流 v.s. 冷链物流损耗率	12
图表 22: 2015-2025 年冷链物流行业市场规模持续扩张	12
图表 23: 社零餐饮收入及增速	13
图表 24: 正餐类餐饮企业成本构成	13
图表 25: 城镇居民家庭人均食品支出及增速	13
图表 26: 预制菜行业规模测算逻辑	13
图表 27: 2025 预制菜行业规模敏感性测算	14
图表 28: 预制菜产业链及厂商分布	14
图表 29: 部分预制菜厂商地区分布	15
图表 30: 预制菜领域部分原材料企业代表及相关产品	15
图表 31: 预制菜领域部分速冻食品企业代表及相关产品	16
图表 32: 速冻米面制品与预制菜肴对比	16
图表 33: 预制菜领域部分预制菜专业企业厂商代表及相关产品	17
图表 34: 预制菜领域部分生鲜电商零售平台代表及相关产品	18
图表 35: 预制菜领域部分餐饮零售化转型分支代表及相关产品	19
图表 36: 预制菜行业各类参与者各方面因素对比	19
图表 37: 味知香 2018-2022Q1 分产品营收拆分 (亿元)	20
图表 38: 味知香 2018-2021 分产品毛利率拆分	20
图表 39: 味知香 2018-2022Q1 分渠道营收拆分 (亿元)	20
图表 40: 味知香 2018-2021 分渠道毛利率拆分	20
图表 41: 味知香 2018-2022Q1 分区域营收占比 (%)	21
图表 42: 味知香 2018-2022Q1 分区域营收增速 (%)	21
图表 43: 味知香京东旗舰店界面	21
图表 44: 味知香天猫旗舰店界面	21
图表 45: 公司在用及在研产品工艺	22
图表 46: 部分具备较高知名度的预制菜厂商 SKU 数量对比	22
图表 47: 味知香的酸菜鱼产品在电商平台定价上处于中低价位	22
图表 48: 公司经销/加盟店 2018-22Q1 期末数量变化	23
图表 49: 公司经销/加盟 2018-22Q1 收入占比变化	23
图表 50: 公司各渠道模式对比	23
图表 51: 加盟店支持政策	24
图表 52: 公司 2018-2020 各渠道返利金额 (万元)	24
图表 53: 公司 2018-2020 开业支持费收入及新增加盟店数量	24
图表 54: 味知香、绝味食品单店模型比较	25
图表 55: 绝味/巴比在不同等级城市门店分布	25
图表 56: 华东地区周边省市三线城市以上地级市农贸市场数量	25
图表 57: 公司批发渠道客户数量及毛利率	26
图表 58: 公司批发渠道营收及增速	26
图表 59: 公司产能利用率及产销率	27
图表 60: 公司产能规划	27
图表 61: 公司原材料占成本比例	27
图表 62: 味知香与可比公司毛利率对比	27
图表 63: 公司自有及三方物流吨价对比及运输车数量	28
图表 64: 2018-2020 年公司自有运输及第三方物流配送量及占比	28
图表 65: 主营业务拆分及假设 (百万元, %)	29

## 一、公司处在怎样的赛道？高景气大赛道 多格局小公司

### 1.1、行业现状：集中度尚低，疫情加速 C 端教育

**预制菜是门怎样的生意？经预加工处理后的成品或半成品。**随着 20 世纪 90 年代后期西方快餐巨头步入我国餐饮市场，净菜加工及配送产业应运而生，随后陆续出现半成品菜生产企业。广义上看，预制菜是指对农、畜、禽、水产品等原料进行前期处理后，配以各种辅料，经预加工（如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味）后所制的成品或半成品。按照生产工序，可以将预制菜分为净菜、半成品菜和成品菜三类；按照加工的深浅程度，可以按加工由深至浅的分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四类。大众认知对预制菜肴概念的认知偏狭义，多指即烹食品及即热食品。

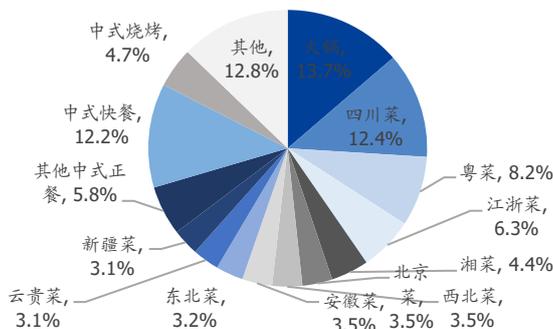
图表 1：中国预制菜食品分类

种类	加工程度	特点	代表产品	代表企业	主要市场
即食食品	最深	开封即食，无需加工；	卤味店产品、食品罐头	绝味、双汇	C 端
即热食品	次深	加工后的冷冻或冷藏食品，仅需水浴或微波炉等快捷方式加热方可使用	速冻米面制品、便利店快餐、料理包产品	千味央厨	B 端+C 端
即烹食品	次浅	已经过相对深加工后的半成品材料，食用前需入锅加工烹制，烹饪时间一般在几分钟，另有搭配好的调料可按需放入	速冻菜肴或冷鲜菜肴制品，常见产品有酸菜鱼、宫保鸡丁、小酥肉等	味知香、安井、国联水产等	B 端+C 端
即配食品	最浅	经过筛选、清洗、分切后按份封装的生鲜净菜，小块肉等，需自行烹饪和调味	生鲜净菜、小块肉	盒马、蜀海	B 端+C 端

资料来源：FoodTalks，艾媒咨询，国盛证券研究所

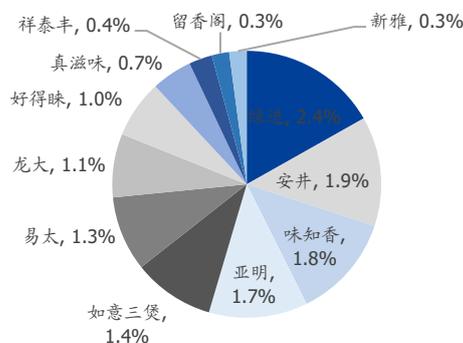
**行业现状之一：中餐饮食结构丰富多元，行业格局分散。**传统中餐即有八大地域菜系，而当今餐饮市场细分种类更为多元。由于中餐菜系众多、区域化特色鲜明、调味复杂度高、口味多样化致使食品标准化难度相对较大，下游餐饮需求分散且多样；并且预制菜行业在我国处于起步阶段，我国的冷链物流技术能够提供的支持相对有限，行业起步时间相比于美、日等成熟市场较晚。因此，我国预制菜行业集中程度尚低、规模化企业较少，头部企业规模也仅 10 亿左右，中小企业规模在 3000-8000 万元之间，还有众多百万级别的区域性小厂，行业格局较为分散。据前瞻产业研究院数据，2020 年我国预制菜行业 CR10 仅 14.23%，其中市占率前三的企业分别为厦门绿进(2.4%)、安井食品(1.9%)、味知香(1.8%)。

图表 2：中式餐饮市场细分菜系市场份额



资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

图表 3：2020 年我国预制菜行业 CR10

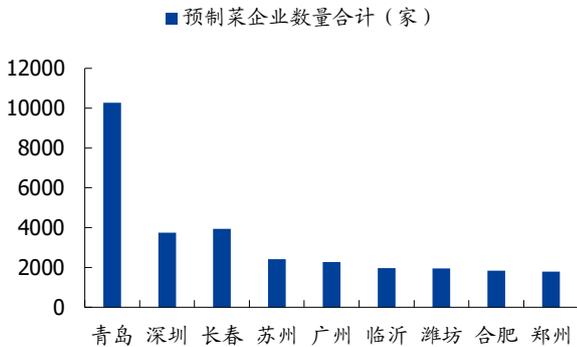


资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

**行业现状之二：需方口味具备区域性，供方受限配送半径，企业地域性特征显著。**从需

求端看，我国各地居民饮食习惯、口味偏好具备一定的区域性，因此起源于某一地区的预制菜企业往往带有明显的地域性标签，跨区经营常伴随一定挑战性。从供给端看，多数预制菜产品对产品新鲜度有较高要求，较依赖冷链运输，配送半径受限于物流成本及供应链网络。由于供需双方都呈现一定区域性特征，预制菜的辐射半径有限，目前我国预制菜企业分布多呈现显著区域性特点，专注在各自区域/品类发展，集中在东南沿海地区，全国性龙头企业的成长及经营难度相对较大。

图表 4: 预制菜相关企业城市分布 TOP10



资料来源: 企查查, 国盛证券研究所, 注: 仅统计关键词为预制菜、预制食品、速冻、半成品食品、即食、净菜的企业, 统计时间为 2022 年 5 月 7 日

图表 5: 2021 年中国预制菜产业指数省份排行榜 Top10

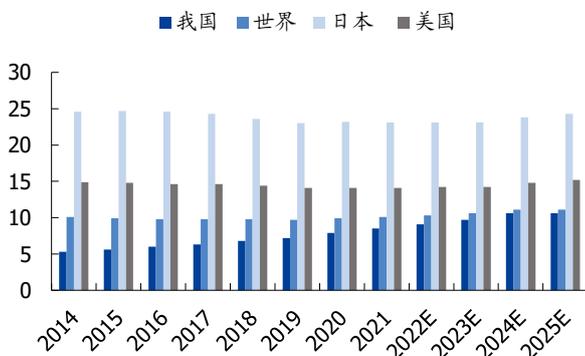


资料来源: NCBF, 国盛证券研究所, 注: 原榜单由 NCBF 根据宏观经济、消费水平、预制菜企业数量与规模、政策扶持力度等维度综合分析评价得出, 产品指数满分为 100 分, 此处截取 Top10

### 行业现状之三: 全行业步入增量发展快车道, 赛道高景气。

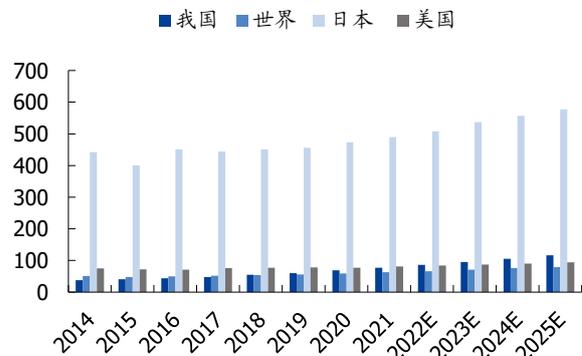
- **增长空间:** 据 Statista 测算, 2021 年全球/我国/日本/美国即食菜肴人均消费量分别为 10.1/8.5/23.1/14.1kg, 人均消费金额分别为 62.6/76.7/489.7/80.59 美元, 我国预制菜在消费体量及金额上都具备提升空间;
- **资本角度:** 资本热潮追逐下新参与者加速入局, 参与者角色众多。根据 36 氪数据, 2013 年至 2021 年, 预制菜行业共发生 71 起投融资, 披露融资总金额超过 10 亿元, 项目约 42 个。从融资时间来看: 2020 年起预制菜进入投资高峰期, 2020 年和 2021 年预制菜赛道共发生 23 起融资。从资本的角度看: 近年来年较多中式预制菜初创品牌备获资本青睐, 投资机构方不乏知名 VC, 诸多单轮次金额达数亿人民币, 预制菜赛道持续升温。从投资对象来看: 除去初创预制菜品牌, 亦有诸多连锁餐饮企业、食品加工企业、零售生鲜平台企业布局预制菜业务, 与传统预制菜专业厂商角逐, 该部分将于本报告第二章详细梳理。但另一个角度看, 预制菜肴行业进入壁垒相对较低, 资本热度的追捧进一步促使众多新参与者 加速入局, 合力做大预制菜消费市场。

图表 6: 全球/中国/日本/美国人均即食菜肴消费量 (kg) 对比



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

图表 7: 全球/中国/日本/美国人均即食菜肴消费金额 (美元) 对比



资料来源: Statista, 国盛证券研究所

图表 8: 近年部分超千万预制菜行业初创品牌融资案例

品牌	融资时间	融资轮次	融资规模	主要投资方
珍味小梅园	2021.3	A 轮	数千万人民币	饕盛资本
	2020.12	PRE-A 轮	数百万美元	创新工场
	2020.9	天使轮	百万美元	零一创投
寻味狮	2021.7	天使轮	数千万人民币	天图投资、源码资本
王家渡	2021.3	A 轮	近亿人民币	复星创富、番茄资本
	2021.6	A+轮	数千万人民币	众海投资、梅花创投
三餐有料	2020.12	A 轮	-	英诺天使基金、梅花资本
	2020.10	天使轮	-	冻品在线
望家欢	2021.2	B+轮	8 亿人民币	中信产业基金、自明资本、隐山资本、葆润控股集团
	2020.3	B 轮	6 亿人民币	美团、隐山资本
	2018.8	A 轮	4 亿人民币	隐山资本、普洛斯
找食材	2020.5	A 轮	8000 万人民币	青松基金、零一创投
	2019.9	天使轮	-	银河系创投
叮叮鲜食	2020.4	B 轮	近亿元人民币	君川资本、三生创投、隐山资本、头头是道投资基金
	2019.4	A+轮	-	每日优鲜生态链基金
	2018.10	A 轮	近亿元	金沙江创投、头头是道投资基金、普洛斯
鲜物志	2017.10	战略融资	-	北京加双筷子科技有限公司
	2021.8	A 轮	超千万人民币	隐溪资本
锅圈	2021.8	D+轮	-	茅台建信基金、物美
	2021.3	D 轮	3 亿美元	招银国际、天图投资
	2020.7	C 轮	6000 万美元	嘉御基金、启程资本、IDG 资本、不惑创投
	2020.2	B 轮	5000 万美元	嘉御基金、IDG 资本、不惑创投
	2019.10	A+轮	5000 万美元	三全食品、不惑创投
	2019.8	A 轮	4500 万美元	不惑创投

资料来源:《2021 年预制菜行业现状与背景研究报告》, 国盛证券研究所

**行业现状之四: 疫情加速 C 端市场消费者教育, 供应链具备优势的厂商竞争力提升。**需求端来看, 由于近年来疫情多点开花, 我国多地受政策管控。C 端消费者由于减少外出就餐, B 端餐饮需求转移到 C 端餐桌; 而预制菜肴由于具备菜品还原度高、操作难度低、简化烹饪步骤等诸多优势, 吸纳了部分由餐厅就餐转移而来的需求, 因此疫情之下预制菜肴 C 端市场消费者教育得以迅速推进, 利好长期 C 端市场的渗透率提升及市场扩容。供给端来看, 疫情之下厂商面临生产和供应两方面的难题, 单厂而受管控难复工的厂商、完全依赖三方物流的厂商或因生产及物流限制而难以维持产品供应。因此, 生产受限小、供货渠道顺畅的厂家或能够侵吞缺货厂商的市场, 实现短期内的份额扩张; 全国化布局、供应链具备优势的厂商将进一步提升竞争实力。

## 1.2、渠道特点: B 端加速渗透, C 端方兴未艾

### 1.2.1、B 端: 需求多元, 加速渗透

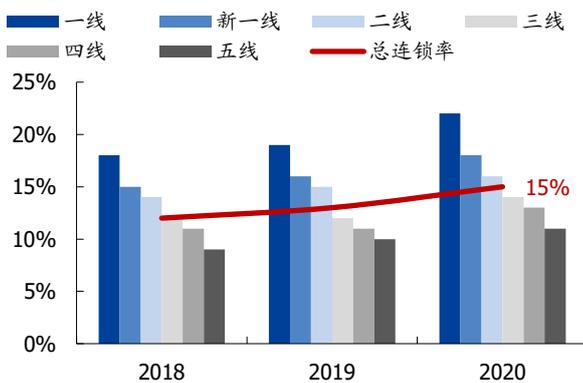
**市场教育成熟, 餐饮连锁化加速 B 端渗透。**出于 B 端餐饮企业及团餐的降本和标准化需求, 预制菜在进入中国市场的二三十年间已完成对 B 端市场的充分市场教育, 已基本形成预制菜能够解决一系列餐饮业难点的行业共识, 如提产提效、缓解人力缺失、降低总成本、多元化菜品组合、提高出餐速度、提升菜品稳定性等。另一方面, 据美团数据, 2020 年我国餐饮连锁化率 15%, 而美国和日本的餐饮连锁化率分别达 54%和 49%, 中国较成熟市场有较大提升空间, 且疫情之后小店出清有所加快, 行业向连锁化方向发展。连锁餐饮连锁化的进程也带来了更强劲且更稳定的预制菜肴需求, 促使预制菜肴在 B 端市场的渗透率进一步提升。

不同规模餐企的预制菜肴产品需求各异。根据美团披露的 2018-2020 年连锁餐饮门店数

量等级分布数据可以看出,在不同规模的连锁门店中,头尾部均有较为明显的占比提升。而不同规模的餐企对预制菜品类和差异化程度有着不同的需求,具体来看:

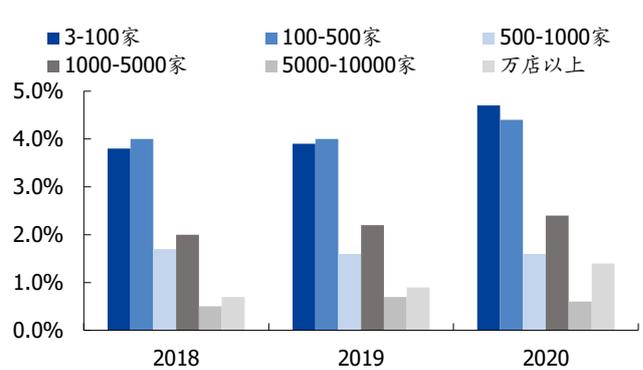
- **小型规模餐企: 需求集中于非定制化标品, 追求产品性价比及丰富度。**对于门店数量在个位数的零散餐企而言,客户数量众多,菜品需求相对多元,对加快出餐速度、缓解厨师压力、降低菜品制作周期及成本等辅助功能要求较高。因此小规模餐企在预制菜采购上多倾向于非定制化标品,主要需求体现在性价比及SKU的丰富度上。
- **中等规模餐企: 需求集中于非定制化或定制化标品, 追求性价比及稳定性。**对于尚未做成头部品牌的中等规模餐企而言,对预制菜产品的差异化需求有限,只是基于厂商标品做部分诸如形状、颜色、味道种类上的调整。中等规模餐企的需求体现在大量统一化标品,以保证各个门店产品的稳定性;以及对标品贴牌后,公司作为供应方的渠道利润。
- **头部品牌餐企: 需求集中于定制化非标品, 对厂商研发力及产品稳定性要求高。**头部品牌餐企在追求标准化的同时,对差异化也有高要求,因此在采购协议上会要求产品配方或工艺流程的独特性,即配方及工艺不与任何流通品共享;厂商必须采用单产单线生产定制化非标品,来保证头部餐企产品的差异化和竞争力。因此,在选取预制菜厂商时,对研发力及服务力有较高要求。

图表 9: 2018-2020 年我国餐企连锁率



资料来源:《中国餐饮大数据 2021》, 国盛证券研究所

图表 10: 2018-2020 年餐饮连锁门店数量等级分布



资料来源:《中国餐饮大数据 2021》, 国盛证券研究所

**总结 B 端竞争壁垒: 规模化是难点, 核心在于渠道服务力及供应链竞争。**由于下游餐饮需求多样且分散,对于单 SKU 而言,若需求量达不到一定规模、单品费用分摊较高,则无法在维持厂商合理利润空间的基础上满足餐企的降本需求。因此预制菜厂商竞争核心体现在渠道力及供应链能力: 1) 从渠道方面来看,预制菜厂商需对应不同类型的餐企提供不同的渠道服务模式,以此提升获客能力; 2) 从供应链方面来看,生产上需精细化生产布局,通过发挥协同优势,提高规模化水平;运营上需要优化物流端和零售端效率,提升费用管控力,从而提升供应链管理水乎。

### 1.2.2、C 端: 加速教育, 方兴未艾

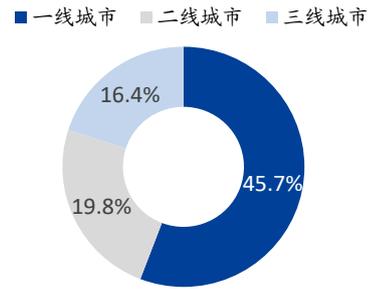
**C 端市场尚处于起步阶段, 需求分布较为集中。**预制菜 C 端市场仍处于导入期,虽然疫情催化了预制菜 C 端消费者教育,但长期的复购习惯培养和渗透率提升仍需时间。根据艾媒的预制菜 C 端市场消费者画像: 从城市等级分布上看,预制菜消费市场集中于一线和二线城市,二者分布占比分别为 45.7%/19.8%; 从区域分布上看,华东地区集中度较高,占比达 31.7%; 从性别分布上看,女性用户占比达 58.4%; 从年龄分布上看,主要消费人群以中青年为主; 从购买目的上看,超 70% 用户因省时选择预制菜。可见,目前 C 端预制菜产品需求多集中于节约烹饪时间、简化烹饪工序,且消费者多集中于中青年,仍有庞大数量的消费人群尚未尝试,市场教育仍有巨大渗透空间。

图表 11: 预制菜 C 端用户分布在华东地区最为集中



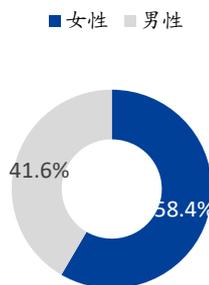
资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

图表 12: 预制菜 C 端需求集中于一二线城市



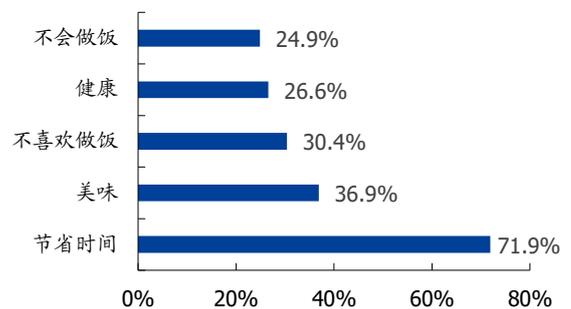
资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

图表 13: 预制菜 C 端用户以女性居多



资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

图表 14: 预制菜 C 端用户购买预制菜肴产品目的



资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

**C 端产品定价尚处中高价位段, 渠道费用高企仍待破局。**预制菜的定价显著高于毛菜价格, 据 36Kr 数据显示, 半成品净菜价格一般为 8-20 元/份, 冻品预制菜肴单品价一般为 20-50+ 元/份; 根据购物平台数据, 家常菜定价多在几十元, 部分菜品超百元, 远高于毛菜价格的定价对消费者群体的扩张造成了一定限制。根据餐饮消费金字塔分析, 仅金字塔中端占比 35% 的消费者具备较强的预制菜消费意愿, 愿意为兼顾品质及性价比的预制菜买单。而高定价的背后是渠道费用的层层叠加, 而渠道费用来源于配送端的冷链成本, 以及终端线下商超卖场、线上直播坑位费等等。结合当下预制菜定价尚为成本加成模式, 诸多渠道疏通及营销推广费是终端定价较高的主要原因。伴随 C 端消费者教育的推进, 渠道费用仍有较大改善空间, 产品推广力亦有望随之提升。

**总结 C 端竞争壁垒: 渠道力和品牌力的竞争。**C 端市场扩张对渠道网络具有较强依赖性; 同时产品品牌力亦是在 C 端扩容的关键。渠道方面, 预制菜厂商需精耕渠道销售网络, 包括: 1) 持续拓宽销售网络的覆盖广度, 不断扩充销售团队; 2) 提升销售人员服务和营销水平, 提高单员销售能力。品牌力方面, 厂商需要: 1) 持续丰富品类和口味丰富度, 不断提升产品力; 2) 针对各渠道的特点设计对应的营销打法, 提升复购率及品牌知名度, 助推品牌力建设; 3) 敏锐洞察市场需求风向, 及时发掘适销对路的大单品。

### 1.3、行业空间：千亿市场规模，未来五年 CAGR 超 20%

#### 1.3.1. 对标海外：行业正处成长期，细分赛道角逐时

美国和日本的预制菜行业起步较早，已呈现出较为完整的行业周期，具备一定参考价值。同时，由于我国宏观经济体制、技术水平、发展时点的差异性，我国预制菜行业发展也呈现一定独特性，具体来看：

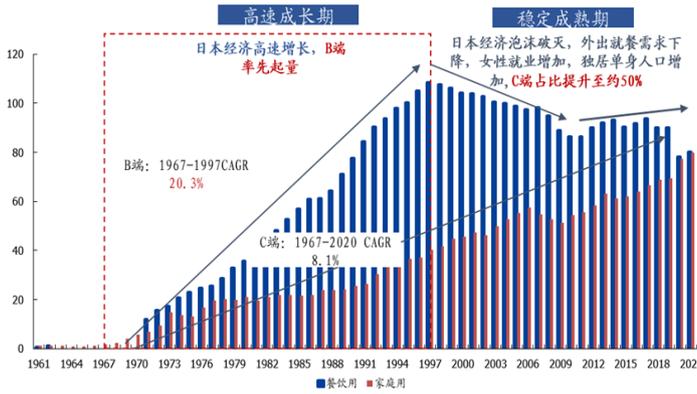
- **从行业发展阶段上看，我国预制菜行业正处于成长期。** 目前我国的预制菜行业的发展阶段可对标日本的 1980s。对比美、日的行业发展路径，1) 相似点：都是先于 B 端爆量，再于 C 端持续渗透；2) 不同点：我国预制菜行业在萌芽期由于受限于包含冷链技术水平在内的多重因素，并未出现爆发式增长。伴随我国人均肉蛋奶消费量持续提升、冷链技术完善、B&C 市场需求高增下的加速渗透，预计预制菜行业在目前所处的成长期增速或略高于美国及日本的成长期增速。

图表 15: 美、日、中预制菜行业发展阶段对比

发展阶段	美国	日本	中国
萌芽期	<p>时间：1940s-1950s</p> <p>驱动因素：1) 二战后人口密度及工业化程度提升，刺激餐饮业发展，从而带动 B 端预制菜需求；2) 速冻技术发展</p> <p>行业 CAGR：超 35%</p>	<p>时间：1950s-1970s</p> <p>驱动因素：1) 1952 年东京百货商店设“冷冻食品部”，拉开冷冻熟食帷幕；2) 1960s 末大型超市及冰箱普及，团餐、食堂等 B 渠对冷冻食品需求猛增</p> <p>行业 CAGR：超 45%</p>	<p>时间：1990s-2010s</p> <p>驱动因素：1) 1990s 麦当劳、肯德基等美式快餐店进入，催生净菜配送加工厂；2) 2000 年前后涌现深加工半成品菜企；3) 受限于技术等要素，行业整体发展缓慢</p> <p>行业 CAGR：低速增长</p>
成长期	<p>时间：1950s-1970s</p> <p>驱动因素：1) 战后“婴儿潮”驱动人口高速增长，带来大规模餐饮增量需求；2) 美式快餐巨头的扩张倒逼食材标准化，拉动 B 端需求；3) 连锁超市及终端冷柜普及，C 端预制菜渗透率提升</p> <p>行业 CAGR：10%-15%</p>	<p>时间：1970s-1990s</p> <p>驱动因素：1) 经济腾飞，城镇化率提升；2) 美国快餐文化输入，快餐业兴起；3) 人力成本及房价上涨带动餐企降本需求，预制菜在 B 端迅速起量；4) 女性外出工作比例增加，居民饮食外部化率提升，B 端需求持续增长；5) 便携炊具（如微波炉）普及，技术进步加快 C 端渗透</p> <p>行业 CAGR：20%</p>	<p>时间：2010s 至今</p> <p>驱动因素：1) 宏观：人均食品消费支出提升，且饮食结构持续优化，人均肉、蛋、奶、水产品食品消费量逐年提升；2) C 端市场：对便捷类食品需求上升；3) B 端餐企：标准化、稳定性及降本需求；2014 年，预制菜在 B 端初步放量；4) 冷链技术持续完善</p> <p>行业 CAGR：预计 20%-30%</p>
调整期	-	<p>时间：1990s-2010s</p> <p>驱动因素：日本经济泡沫破裂，B 端需求增长停滞</p> <p>行业 CAGR：小幅负增长</p>	-
成熟期	<p>时间：1970s-1990s</p> <p>驱动因素：B 端及 C 端渗透率提升至饱和，行业增速趋缓</p> <p>行业 CAGR：约 1.5%</p>	<p>时间：2010s 至今</p> <p>驱动因素：人口减少、老龄化、单身人口增加带来家庭烹饪习惯改变，预制菜消费量恢复增长</p> <p>行业 CAGR：约 2%-3%</p>	-

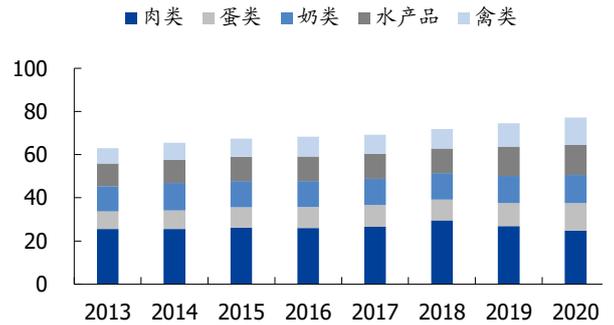
资料来源：《2021 预制菜行业现状与背景研究报告》，国盛证券研究所

图表 16: 日本速冻食品消费量 (百万日元)



资料来源: 日本速冻食品协会, 国盛证券研究所

图表 17: 我国人均肉蛋奶水产品消费量持续提升 (单位: 千克)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

从企业发展格局上看, 中餐的丰富性或使行业竞争多集中于细分赛道龙头竞争。西餐实现标准化的难度较低, 因此行业性龙头企业的形成难度相对不高, 大型综合食品集团可以实现产品品类和口味上的全面覆盖; 对比之下中餐菜品丰富度高、标准化难度高, 预制菜企业需平衡品类多样性和规模化, 因此形成行业性龙头的难度要大得多。考虑到最终渠道、供应链、产品的竞争或都将回归规模化竞争, 预计我国预制菜行业的竞争或集中于各个细分赛道的龙头角逐。

图表 18: 美、日、中预制菜企业发展格局对比

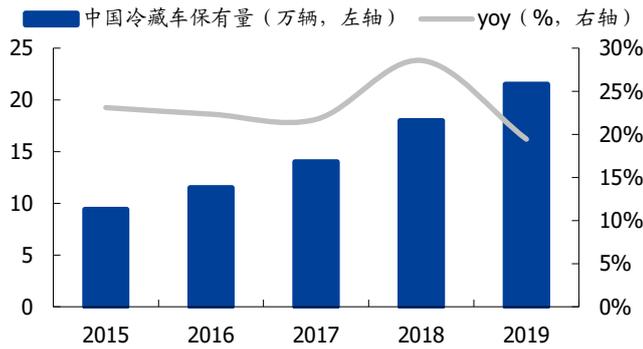
	美国	日本	中国
品类特点	做法简单, 创新空间有限, 目前市场上预制菜品类约 3000 个, 代表产品有冷冻披萨、预制沙拉	相比于西餐, 日本的预制菜品类更加丰富, 代表产品有各类主食 (炒饭、拉面)、天妇罗	中餐的品类丰富度更高, 口味更加多元化
主要预制菜企业	雀巢、Sysco、康尼格拉、泰森等	神户物产、日冷、福礼纳斯、味之素	目前集中程度较低, 尚未形成行业龙头
龙头特点及扩张模式	龙头多为综合性食品集团, 兼具渠道优势及品牌优势, 通常涵盖多个菜系; 扩张方式多为横向并购、多品牌运营	龙头多为细分赛道优势企业, 以自身局部优势切入预制菜领域, 不断提升产品力及渠道力, 向产业链上下游纵向延伸; 扩张方式多为通过规模化提升竞争力, 从而拓宽布局及对外合作渠道	-

资料来源: 《2021 预制菜行业现状与背景研究报告》, 国盛证券研究所

### 1.3.2. 未来展望: 餐饮新业态提供扩容空间, 新兴 toC 渠道催生品牌机遇

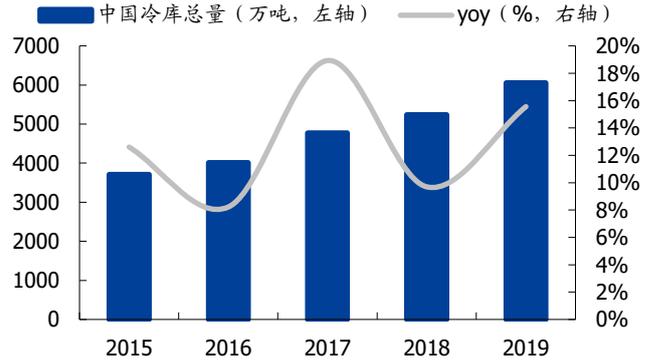
冷链物流发展将有效改善运输损耗及物流成本, 提升预制菜企业辐射半径。政策方面, 2021 年 12 月, 国务院印发冷链物流发展顶层指导性文件《“十四五”冷链物流发展规划》, 冷链赛道关注度或将迅速提升, 将有效促进我国冷链物流行业增速发展。根据中物联冷链委数据, 2015-2019 年我国冷藏造车保有量增速 CAGR 约 22.98%, 冷库总量 CAGR 达 13.02%, 政策驱动下冷链技术有待持续完善。同时, 冷链物流相关技术的升级发展将有效改善运输途中的产品损耗, 根据中物联冷链委数据测算, 相较常温物流, 2020 年冷链物流从厂商到终端有效提升蔬菜/乳制品/海鲜/禽蛋/肉类的损耗节约 10pct/6pct/12pct/7pct/8pct。冷链技术持续升级有望持续改善渠道运输成本及效率, 从而驱动预制菜市场加速渗透。

图表 19: 2015-2019 年中国冷藏车保有量持续提升



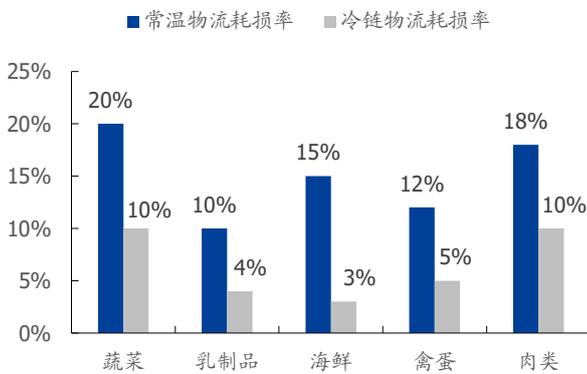
资料来源: 中物联冷链委, 国家商务部, 国盛证券研究所

图表 20: 2015-2019 年中国冷库总量持续提升



资料来源: 中物联冷链委, 国家商务部, 国盛证券研究所

图表 21: 2020 年从厂商到终端常温物流 v.s. 冷链物流损耗率



资料来源: 中物联冷链委, 中冷联盟, 国盛证券研究所

图表 22: 2015-2025 年冷链物流行业市场规模持续扩张



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所, 注: 按营业收入口径

**B 端: 千亿渗透空间, 丰富需求场景拉动行业扩容。**据《中国烹饪协会五年(2021-2025)工作规划》数据, 目前国内预制菜渗透率只有 10%-15%, 预计在 2030 年将增至 15%-20%, 意味着餐饮端仍有庞大的品类具备替代空间。除了餐企自身的降本增效需求外, 餐企连锁化浪潮下经营区域扩张、团餐&外卖等诸多新业态的出现, 加大了菜品标准化替代、提升出餐效率的诉求, 为预制菜产品提供了广阔释放空间。预制菜在餐饮蓝海的开拓将持续驱动行业扩容, 短期内 B 端市场渗透仍是主要行业增量的主要来源。

**C 端: 新兴渠道红利初现, 垂类赛道品牌迅速起势。**近年来, 居民的消费习惯产生变化, 直播带货、生鲜电商、社区团购等新兴零售渠道纷纷涌现。新渠道的出现为大量新品类和新品牌短期内迅速实现弯道超车、占领消费者心智提供了机会, 而社交电商的出现也为品牌营销提供了平台和全新的营销打法。近两年多个新兴涌现的 toC 预制菜品牌正是抓住新渠道机遇, 依托互联网平台开拓全新零售场景, 在渗透率偏低的 C 端市场初享红利。并且, 由于 C 端产品熟制化程度普遍高于 B 端、可加工空间普遍低于 B 端, C 端产品相较 B 端更加丰富多元。因此 toC 品牌多精耕于某一垂类赛道, 先聚焦局部品类迅速提升品牌知名度。未来, C 端红利或随渠道拓展进一步放大, 静待 C 端市场需求爆量; 并且, 随着运营模式的逐渐成熟, C 端品牌或加速起势, 进一步拉动市场增长。

**当前行业消费规模测算: B 端约 2070 亿, C 端约 526 亿, 合计 2596 亿。**

➢ **B 端:** 根据国家统计局披露的社零数据, 2021 年全年实现餐饮收入 3.98 万亿; 参考中国饭店业协会《2019 年餐饮业年度报告》中正餐企业平均原材料成本占比 39.7% 的数据, 假设餐饮端原材料成本占比 40%, 则 B 端食材采购规模达 1.6 万亿; 结合渠道调研, 假设当前预制菜渗透率为 13%, 则当前 B 端预制菜消费规模的测算结果

为2070亿元。

- **C端**: 据国家统计局数据, 2020年城镇居民家庭人均年食品支出为7880元, 按5%增长率, 并假定为全国人均年食品支出, 则全国年食品支出11.7万亿; 参考目前B端市场对C端市场约为8:2的行业共识, 假定预制菜渗透率为0.45%, 对应C端预制菜消费规模526亿元。

**2025年预制菜行业消费规模测算: B端约4747亿, C端约1422亿, 合计6169亿; 2021-2025年全行业消费规模CAGR约24%。**

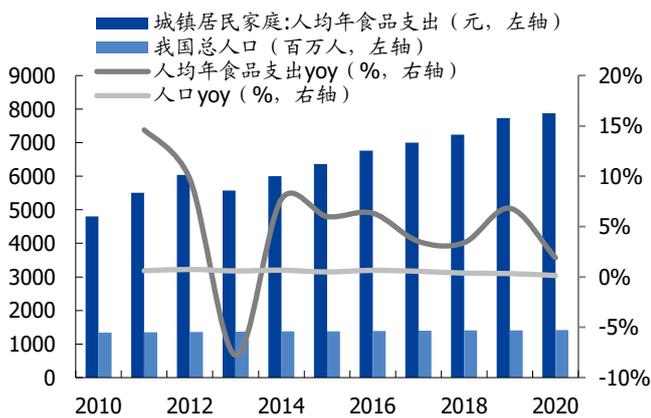
- **B端**: 参考近10年(2011-2021年)社零餐饮收入CAGR约6.9%, 假定2021-2025年餐饮收入CAGR为4.5%, 对应2025年餐饮收入规模4.7万亿; 假定餐饮端原材料成本占比不变, 对应食材采购规模1.9万亿; 假设B端预制菜采购金额占原材料采购金额比例提升至25%, 对应B端预制菜消费规模为4747亿元, 2021-2025年CAGR约23%。
- **C端**: 参考近10年(2010-2020年)城镇居民家庭人均年食品支出CAGR约5.1%, 假定2020-2025年保持4%的CAGR、总人口数不变, 则2025年全国食品支出14.2万亿; 假设预制菜支出占食品总支出提升至1.0%, 对应C端预制菜消费规模1422亿, 2021-2025年CAGR约28%。

图表 23: 社零餐饮收入及增速



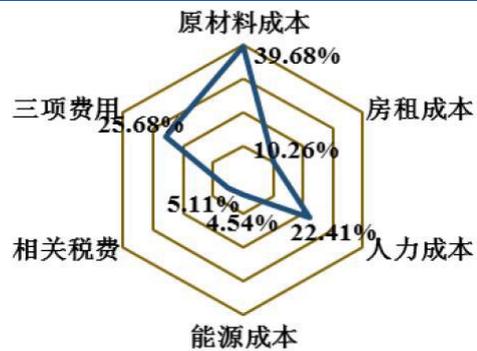
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 25: 城镇居民家庭人均食品支出及增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 24: 正餐类餐饮企业成本构成



资料来源: 公司招股说明书, 中国饭店业协会, 国盛证券研究所

图表 26: 预制菜行业规模测算逻辑

	2021年	2025年		
<b>B端</b>	社零餐饮收入	3.98万亿	5.2万亿	
	餐企原材料成本占比	40%	40%	*
	预制菜占原材料比例	13%	25%	*
	<b>B端预制菜消费规模</b>	<b>2070亿</b>	<b>4747亿</b>	<b>CAGR 23%</b>
<b>C端</b>	人均年食品支出	8275元	9680元	*
	总人口	14.1亿	14.1亿	*
	预制菜占食品支出比例	0.45%	1.0%	*
	<b>C端预制菜消费规模</b>	<b>526亿</b>	<b>1422亿</b>	<b>CAGR 28%</b>
<b>合计</b>	<b>2596亿</b>	<b>6169亿</b>	<b>CAGR 24%</b>	

资料来源: 国家统计局, 餐饮业年度报告, 国盛证券研究所

图表 27: 2025 预制菜行业规模敏感性测算

B 端渗透率 \ C 端渗透率	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%
0.9%	5,077	5,267	5,457	5,647	5,837	6,027	6,217	6,407	6,596	6,786	6,976
1.0%	5,219	5,409	5,599	5,789	5,979	6,169	6,359	6,549	6,739	6,929	7,118
1.1%	5,362	5,552	5,741	5,931	6,121	6,311	6,501	6,691	6,881	7,071	7,261
1.2%	5,504	5,694	5,884	6,074	6,263	6,453	6,643	6,833	7,023	7,213	7,403
1.3%	5,646	5,836	6,026	6,216	6,406	6,595	6,785	6,975	7,165	7,355	7,545
1.4%	5,788	5,978	6,168	6,358	6,548	6,738	6,928	7,117	7,307	7,497	7,687
1.5%	5,930	6,120	6,310	6,500	6,690	6,880	7,070	7,260	7,449	7,639	7,829
1.6%	6,072	6,262	6,452	6,642	6,832	7,022	7,212	7,402	7,592	7,782	7,971

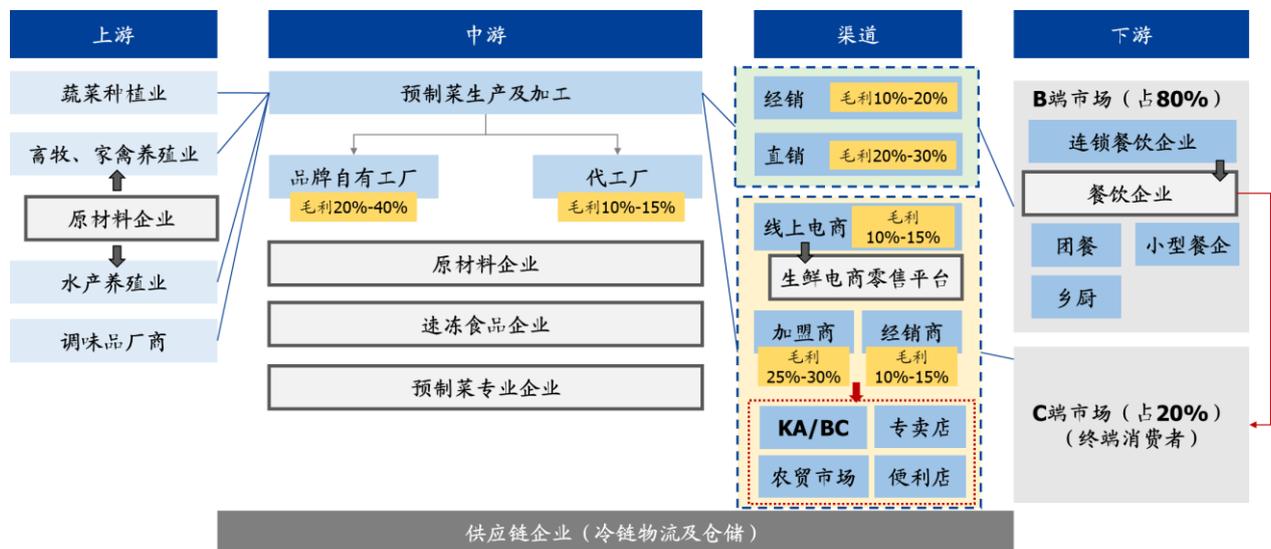
资料来源: 国家统计局, 餐饮业年度报告, 国盛证券研究所

**本章总结: 我国预制菜是高景气大赛道, 行业内企业具备较大增长空间。**从行业现状看, 目前行业内集中度低, 各赛道参与者在良性竞争中合力做大消费市场, 消费者的多元化需求也为各个细分赛道都带来了扩容和利润空间。从各渠道特点来看, B 端率先完成教育、持续渗透提升, 多元化品类需求之下蕴含广阔替代机遇; C 端尚处爆发前期, 电商、社区团购等新渠道的开拓为各个细分赛道带来了利润空间、为新兴品牌的起势提供了机会, 因此无论 B 端还是 C 端都具备布局价值。从行业空间看, 根据测算, 2025 年市场规模或超 6000 亿, 未来 4 年 CAGR 或超 20%, 行业高速扩容态势具备确定性。

## 二、预制菜赛道什么企业能跑出来? 参与者众多, 各具优势

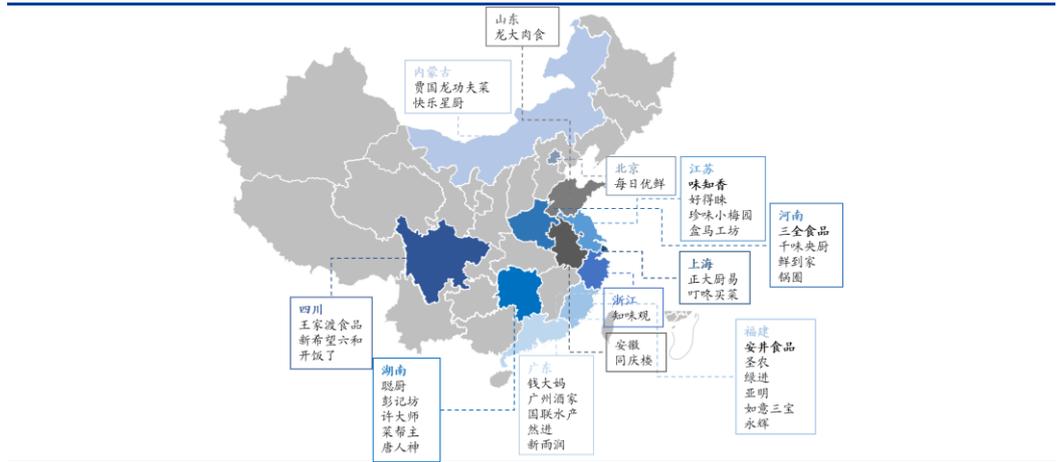
在当下的预制菜肴行业, 无论 toB/toC 的预制菜厂商, 参与者均较为多元, 分布在产业链的不同环节。总体来看, 按产业链从上至下的顺序, 可以分为 5 大类: 原材料企业、速冻食品企业、预制菜专业企业、生鲜电商零售平台、餐饮企业。各类厂商均有其对应的竞争优势及潜在风险点, 哪类厂商具备较大的跑出细分赛道龙头的机会? 后文将逐一对比讨论。

图表 28: 预制菜产业链及厂商分布



资料来源: 渠道调研, 国盛证券研究所

图表 29: 部分预制菜厂商地区分布



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

## 2.1. 原材料企业: 原料协同, 厚积薄发

**竞争优势: 产品能与原料协同, 且具备深厚渠道资源积累。**

- 1) **产能及原料优势:** 企业的主营业务多为农产品或肉类预处理及初加工, 本身就是预制菜原材料供应商, 位居产业链上游, 具备一定产能基础。该类企业的预制菜产品多为主业的延伸, 即在原材料预处理的基础上进一步加工, 因此能充分发挥原料协同优势及产能匹配优势, 充分把控及保障产品质量及原料供应稳定性, 亦有利于原材料的成本控制;
- 2) **渠道及供应链优势:** 上游厂商具备多年 toB 渠道资源积累, 具有完备的销售网络和客户储备, 亦有利于 toC 的渠道和品牌建设;
- 3) **具备长期上升空间:** 布局预制菜的原材料供应商多为中大型肉制品或水产品处理商, 具备较大的资金及业务体量。随着行业竞争日趋激烈, 上游厂商将不断放大原料、产能、资金端的优势, 有望充分发挥规模化优势, 长期来看具备较高上升空间。

**潜在风险: 预制菜业务相比主营体量尚小, 产品思维及运营体系有待变革。**

- 1) **资源整合:** 相较于主业的营收体量, 预制菜作为一个新发力的业务占比仍低, 因此管理层对预制菜业务的重视程度及资源投入取决于当下的筹划和权衡, 具备一定不确定性;
- 2) **产品研发:** 产品研发能力、丰富度及创新能力有待提升, 产品思维仍需在深耕市场过程中持续培育。

图表 30: 预制菜领域部分原材料企业代表及相关产品

公司名称	预制菜品牌	代表产品
正大集团	正大厨易	胡椒猪肚鸡、鱼香肉丝、酸菜鱼等
圣农发展	圣农	嘟嘟翅、脆皮炸鸡、香煎鸡腿肉等
新希望	新希望六和	梅菜扣肉、东坡肉、红烧咖喱鸭等
国联水产	龙霸、国美、OGOOD、ICOOK、珍渔坊等	麻辣小龙虾、翡翠虾仁、活冻白虾、大黄鱼、水晶虾饺等
龙大美食	龙大美食	小酥肉、风味干香肠、火腿肠等
双汇集团	筷乐星厨	丸子、酥肉、蒜香排骨、东坡肉等
唐人神集团	唐人神	风味腊肉、五香腊肉、秘制腊鱼等
福成股份	鲜到家	俄式闷罐牛肉、老北京城南羊棒骨、福成小碗牛肉、福成牛肉面等

资料来源: 各公司官网, 三方购物平台, 国盛证券研究所

## 2.2. 速冻食品企业：渠道协同，品牌赋能

**竞争优势：利用经销商网络高效起量，充分发挥渠道协同优势。**

- 1) **渠道协同和供应链优势**：由于预制菜及速冻产品在渠道流通存在重合，企业可依托在速冻食品领域多年积累的营销网络，协助预制菜产品的铺货推广；在冷链物流及仓储方面的资源积累亦可复用，同步发挥供应链协同优势；
- 2) **品牌知名度优势**：速冻食品的品牌知名度、以及企业丰富的品牌管理运营经验有助于预制菜产品加速扩张市场份额；
- 3) **原料采购优势**：与主业产品在部分原料上存在重合，在原料采购上有望提升议价能力，通过采购量优势降低采购单价；
- 4) **产品打法和协同优势**：预制菜产品与速冻米面制品具备相似之处，在精准把握差异化的基础上，有助于对预制菜肴的选品、研发、迭代、营销策略设计等进行改进和优化；此外，预制菜产品与速冻食品在使用场景上也具备相似性，产品间有望实现相互赋能；
- 5) **具备长期上升空间**：有望维系现有渠道、供应链及品牌优势，长期在规模化生产和竞争中取胜。

**潜在风险：产品研发力仍待增强。**

- 1) **产品思维**：产品思维仍需在深耕市场过程中持续培育；
- 2) **生产和渠道整合**：针对主业速冻产品及速冻菜肴产品的差异性，需对原有的生产布局及渠道资源需要做出适当调整。

图表 31：预制菜领域部分速冻食品企业代表及相关产品

公司名称	预制菜品牌	热销产品
三全食品	三全	意式肉酱料理包、红烧牛肉自热米饭等
安井食品	冻品先生、安井小厨	天妇罗鱼、天妇罗虾、香脆藕盒等
千味央厨	-（拟定成立控股子公司，专业从事预制菜研发和生产，目前有部分 toB 的预制菜业务）	

资料来源：各公司官网，三方购物平台，国盛证券研究所

图表 32：速冻米面制品与预制菜肴对比

	速冻米面食品	预制菜肴
SKU	相对少	相对多
产品地位	食材	toB 偏食材，toC 偏成品
产品差异化程度	相对预制菜低	相对速冻食品高
行业格局	B:C=3:7；B 端蓝海，C 端存量竞争、龙头集中度较高	B:C=8:2；B 端增量竞争，C 端仍在教育阶段；整体竞争分散，难以形成行业龙头
储存方式	冷冻	冷藏 or 冷冻
储存时间	相对预制菜普遍更长	相对速冻食品普遍更短
产品价格	均价及上限都相对低	均价及上限都相对高

资料来源：渠道调研，草根调研，智研咨询，国盛证券研究所

## 2.3. 预制菜专业企业：产品基因，区域特色

**竞争优势：具备自有产能、优质产品思维及爆款塑造潜质，亦有渠道及供应链积累。**

- 1) **产品力优势**：产品思维+完善产品矩阵。①产品思维：预制菜专业厂商具备较为丰富的预制菜肴产品研发经验、工艺及产品储备，具备优质产品思维，对于预制菜消费场景

下消费者需求洞察、B/C端消费者偏好差异把握、如何打造高复购率&高客户黏性的预制菜产品等方面具有深刻独到的理解，具备打造明星大单品的潜质。②产品矩阵：此类厂商产品矩阵也通常较为完善，覆盖的品类较全，SKU数量较多；同时针对渠道特点，精细化设计产品，能更为精准地匹配客户需求。

- 2) **产能优势**：多数预制菜专业企业都具备自建产能，生产环节具备较高可控性；
- 3) **渠道及供应链优势**：多年生产和经营活动，积累了丰厚的加盟商资源、经销商网络、以及供应链运营管理经验；
- 4) **具备一定品牌知名度**：预制菜专业企业客户分布具备较强区域性，该类企业在优势区域内具备较高品牌知名度；
- 5) **具备长期上升空间**：产品力强，渠道及供应链资源丰富，长期来看随行业共同扩张确定性较高。

**潜在风险：区域性特征显著，产业规模扩张或存分化。**

- 1) **产能体量及分布局限**：相较于有深厚积累的上游原材料企业及速冻食品企业，预制菜专业企业的产能体量及地域布局略显单薄。
- 2) **跨区经营难度**：由于预制菜专业企业大多都是由区域市场起家，工厂也多集中在区域市场，客户拓展能力可能也在一定程度上受限于区域性；后续预制菜专业企业的跨区域拓展成效可能存在较大分化，具备丰富拓产资源、优质盈利模型、高效运营模式的企业或有较大可能性突破区域局限，能较为顺畅地实现外区扩张。

图表 33：预制菜领域部分预制菜专业企业厂商代表及相关产品

公司名称	地区	品牌	热销产品
味知香	江苏	味知香(toC)、饃玉(toB)	黑椒牛柳、鲜贝虾仁
好得睐	江苏	好得睐(toB and toC)	黑椒半翅、葱油鸡、金尊虾饼
绿进	福建	绿进、松板、绿烹(toB)	秘制肉、牛肚丝、烤乳猪
亚明	福建	亚明(toB)	金牌骨、猪颈肉、霸气羊排
如意三宝	福建	如意三宝(toB and toC)	黑椒牛柳、脆口条、红烧牛腩筋
然进	广东	然进(toB)	脆皮骨、蒜香骨
新雨润	广东	新雨润(toB)	炭烧颈肉、飘香猪尾、清蒸排骨
新聪厨	湖南	新聪厨(toC)	鲜肥肠、牛三鲜、香菇滑鸡
彭记坊	湖南	彭记坊(toC)	婆婆下饭菜、老坛双脆
宇成食品	湖南	许大师/乡蒸坊(toB and toC)	梅菜扣肉、外婆菜、猪肉丸子
菜帮主	湖南	菜帮主(toB and toC)	鲜肥肠、小炒黄牛肉、猪肚煲鸡

资料来源：各公司官网，三方购物平台，国盛证券研究所

## 2.4. 生鲜电商零售平台：丰富 SKU，及多年供应链经验积累

**竞争优势：具备丰富供应链管理经验的，互联网基因赋能运营效率。**

- 1) **数字化赋能**：该类企业的互联网基因能高效分析用户行为数据，有利于企业洞察消费者需求偏好、指导选品，亦有利于加码数字化建设，实现门店精细化管理、降本增效。
- 2) **产品品类覆盖和资源整合**：生鲜电商零售平台出于自身业务需求，品类覆盖全而广；此外，由于SKU多而生产能力有限，生产方式上多采用OEM或部分OEM，因而具备较强上游ODM/OEM厂商整合及议价能力。
- 3) **受益短期催化**：今年多地因疫情封控，社区电商、生鲜电商赛道大幅升温，亦是显著放大了生鲜电商零售平台的流量及产品体量。

**潜在风险：B端渠道拓展能力有限，易陷入C端价格竞争。**

- 1) **B端渠道力薄弱**：此类企业大多都只面向C端市场，仅个别优势企业初步探索B端渠道，目前尚未起量，而局限于toC渠道发展极大制约了该类公司的成长空间；

- 2) **产品缺乏差异性,有较大价格战可能性:**产品多依赖代工生产而造成差异化程度有限,该类型企业容易和同类型企业陷入价格战竞争,通过低价策略以在短期内扩大份额;
- 3) **毛利空间较低:**有较大一部分企业尚处于依赖资本投入以实现市场份额扩张的阶段,更高效的盈利模式尚在探索中。

图表 34: 预制菜领域部分生鲜电商零售平台代表及相关产品

公司名称	预制菜品牌	热销产品
盒马	盒马工坊(toC)	黄芽菜肉丝春卷、甜皮鸭、韩式部队锅等
叮咚买菜	<b>toC:</b> 包括叮咚王牌菜、叮咚大满冠、拳击虾、蔡长青等 <b>toB:</b> 朝气鲜食	蔡长青(定位家常小菜): 青椒土豆丝、即食卤味等 叮咚好食光(定位健康轻食): 蔬菜沙拉系列等 叮咚大满贯(定位火锅场景): 荠菜鱼丸枸杞轻食锅等 拳击虾(小龙虾系列产品): 蒜蓉小龙虾等 叮咚王牌菜(定位大菜名菜): 风味烤鱼等
每日优鲜	每日招牌菜、巨下饭(toC)	(一人食系列): 各种口味盖饭盖面浇头等 (家常菜系列): 鱼香肉丝、宫保鸡丁等 (名店名菜系列) 风味羊蝎子、霸气牛骨锅等
锅圈	锅圈食汇(toC)	十大系列产品, 含特色小吃类、牛羊肉类等
永辉超市	辉妈到家(toC)	金汤酸菜鱼、外婆红烧肉、红烧狮子头、梅菜扣肉等
钱大妈	钱大妈大厨菜(toC)	(定位家庭厨房) 辣椒炒肉、青椒炒肉等

资料来源: 各公司官网, 三方购物平台, 国盛证券研究所

## 2.5. 餐饮企业: 厨师基因, 品牌背书

**竞争优势: 具备专业厨师团队、品牌知名度和 toC 渠道网络, 预制菜助力拓宽餐饮边界。**

- 1) **产品研发力优势:** 餐饮企业预制菜产品的研发思路主要有两个方向: ① 餐饮端的明星菜品, 此类餐企的预制菜肴产品由同一厨师团队烹饪, 通过明星菜品复刻打造卖点; ② C 端市场经典热销菜品, 通过专业厨师团队协助研发菜品、调整口味。
- 2) **品牌力溢价优势:** 餐饮企业具备多年 C 端餐饮市场深耕经验, 餐饮品牌力给预制菜产品带来了更大的溢价空间; 同时, 企业多年积累的品牌知名度和门店网络, 亦能对预制菜肴产品的推广有所助力。
- 3) **顺应发展趋势:** 餐企推出的预制菜产品&品牌是餐饮业务场景和边界的延伸, 在保证预制菜肴产品风味及品控的前提下, 顺应由疫情驱使的 B 端需求向 C 端餐桌延伸的趋势。

**潜在风险: 消费者市场局限于 C 端, 发展天花板较低。**

- 1) **没有 toB 渠道:** 餐饮企业在产业链中位居中下游, 其本身就扮演着 toB 厂商的下游“消费者”角色, 因此餐企下游客户的体量天然有限, 消费者市场规模需要随着 C 端市场教育程度及渗透率的推进而缓慢提升。
- 2) **没有自建产能:** 餐企预制菜产品生产多依赖于代工企业, 原材料及生产环节可控性相对薄弱。
- 3) **产品丰富度低:** 品类非常有限, 多局限于原有餐饮品牌的明星菜品及热门菜品, 只能通过大单品策略起量。

图表 35: 预制菜领域部分餐饮零售化转型分支代表及相关产品

公司名称	预制菜品牌	热销产品
海底捞	开饭了	麻婆豆腐、新派辣子鸡丁、宫保虾球、番茄土豆牛肉等
西贝餐饮	贾国龙功夫菜	主打“66道经典中国菜”，含羊蝎子、老坛酸菜鱼、梅菜扣肉、麻婆豆腐、宁波黄鱼豆腐等
广州酒家	广州酒家	豉油鸡、盐焗鸡、佛跳墙、盆菜、豉汁排骨等
同庆楼	同庆楼	同庆楼臭鳊鱼、红烧牛筋腩、红烧羊排等
知味观	知味观	东坡肉、糯米藕、荷叶叫化鸡、干菜焖肉等
王家渡食品	眉州东坡	川味香肠、东坡肘子、东坡扣肉、干笋烧肉等

资料来源: 各公司官网, 三方购物平台, 国盛证券研究所

总结来看, 回归竞争本质, 各类厂商长期追求的都是综合效率、要素协同, 不单是供应链降本增效, 在产品设计、渠道上更要精细。我们总结出了以下特质, 具备一条或多条特质的厂商有望率先成为细分冠军:

- **产品壁垒:** 包含品类壁垒和单品壁垒两方面。1) 品类壁垒: 具备多元化品类覆盖、储备丰富 SKU, 持续提升消费者对品牌的认知度和依赖性。具备该类特质的厂商多分布于预制菜专业企业、生鲜电商零售平台; 2) 单品壁垒: 具备研发实力和产品思维, 拥有爆品打造潜质。具备该类特质的厂商多分布于预制菜专业企业、餐饮零售化转型分支。
- **销售网络:** 具备完善的各类销售形式渠道网络, 拥有强大拓客能力。具备该类特质的厂商多分布于原材料企业、速冻食品企业、预制菜专业企业。
- **要素协同:** 能灵活调节包含产能、物流等各类要素, 以充分发挥各类资源间的协同效应。具备该类特质的厂商多分布于原材料企业、速冻食品企业。

可以看出, 原材料企业、速冻食品企业、预制菜专业企业三类参与者同时具备多种特质, 因而这三个类别下的厂商拥有确定性较高的长期上升空间, 具备较大跑出细分赛道龙头的可能性。

图表 36: 预制菜行业各类参与者各方面因素对比

	原材料供应厂商	速冻食品企业	预制菜专业企业	生鲜电商零售平台	餐饮零售化转型分支
产品丰富度	较低	较低	较高, 低于生鲜零售平台;	高, 更新快	较低, 产品多为原餐饮企业优势菜品或热门菜品
产品研发力	次优	次优	强, 多年预制菜产品研发经验	较差	强, 拥有专业厨师队伍
产品协同	强	较强	一般	较弱	无
供应链复用	有	有	有	有	无
渠道	toB 为主	toB/toC	toB/toC	主要 toC	只 toC
渠道协同	较强	强, 多体现于经销网络	一般	较强, 体现在消费人群的重合度	较弱
生产方式	主要为自建产能	自建产能+外包代工	主要为自建产能+少量外包代工, 产能规模通常小于原料/速冻厂商	外包代工, 极少数有自建产能	中央厨房+外包代工
品牌价值	全国知名度	全国知名度	区域知名度	消费客户重合, 具备渠道品牌效应	餐饮品牌连知名度
规模化难度	相对较小	中等	中等	中等	较大
核心优势	原材料供应的稳定性和协同优势	渠道网络优势, 助力大范围铺货、新品推广	区域市场深耕程度、优质预制菜产品思维	丰富 SKU、供应链优势	酒店菜品的高还原度、品牌溢价
长期上升空间	大	大	较大	有限	有限

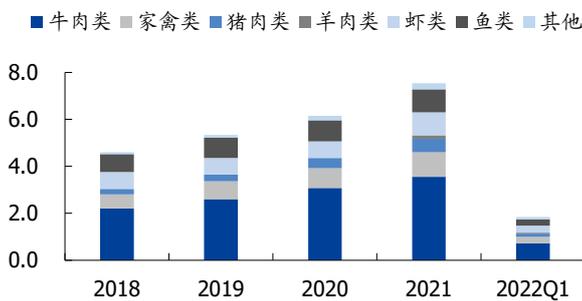
资料来源: 渠道调研, 国盛证券研究所

### 三、味知香是否具备跑出来的潜力？单店盈利优秀，产品丰富支撑渠道多元发展

#### 3.1. 营收：toB/toC 双品牌运营，积极发力新业态

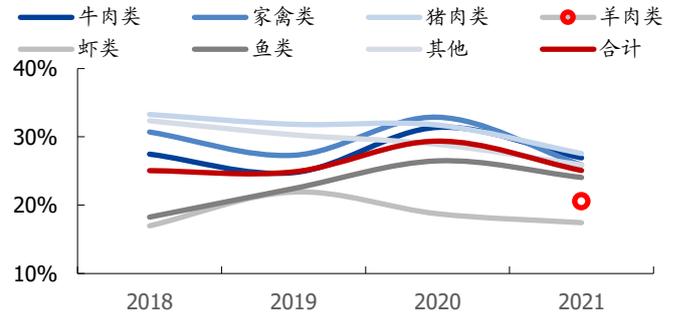
**分产品：覆盖多品类，肉禽类/水产类占比分别为 71%/26%。** 1) **肉禽类**：2021 年肉禽类产品营收 5.3 亿元，同比+22.1%；其中牛肉类/家禽类/猪肉类产品分别实现营收 3.6/1.0/0.6 亿元，分别同比+15.2%/+24.9%/+30.7%；新品类羊肉类产品逐步放量，2021 年营收 0.15 亿元，同比+20.5%。2) **水产类**：2021 年水产品产品营收 2.0 亿元，同比+21.8%；其中虾类/鱼类营收均接近 1 亿元，分别同比+38.1%/+9.2%。3) **毛利率**：肉禽类产品整体毛利率高于水产类产品；2021 年受原材料价格波动影响整体毛利率下滑 4.3pct，其中家禽类-7pct 降幅最大。

图表 37: 味知香 2018-2022Q1 分产品营收拆分 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

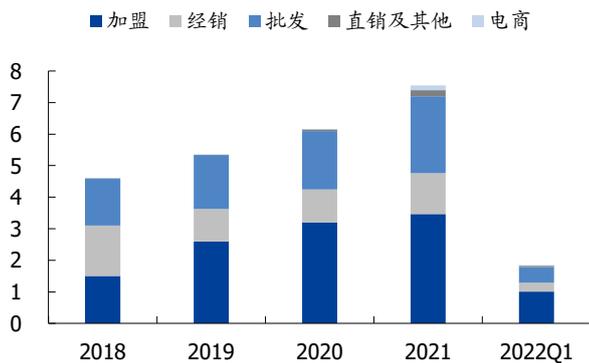
图表 38: 味知香 2018-2021 分产品毛利率拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

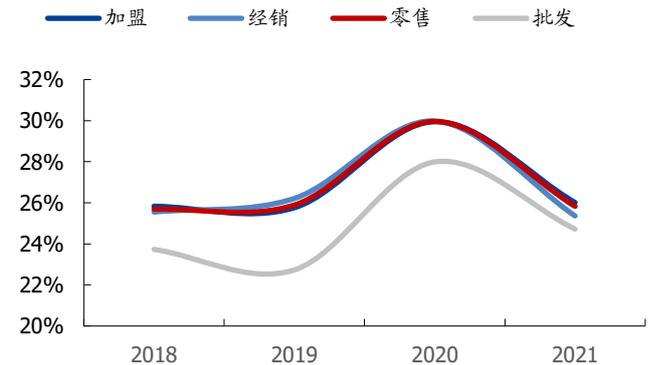
**分渠道：双品牌运营，toC:toB 营收约 2:1。** 公司兼顾 B&C 双渠道，1) **toC 零售渠道**：2021 年零售渠道营收 4.8 亿元，同比+12.1%；其中加盟/经销分别实现营收 3.5/1.3 亿元，分别同比+8.4%/+23.4%。toC 渠道专设品牌“味知香”，门店分布在江浙沪各大农贸市场、集市、街道等居民生活区，2021 年渠道毛利率整体下滑 4.1pct；2) **toB 批发渠道**：2021 年批发渠道营收 2.4 亿元，同比+32.0%；toB 渠道专设品牌“饽玉”，2021 年批发渠道毛利率 24.7%，同比-3.3pct。

图表 39: 味知香 2018-2022Q1 分渠道营收拆分 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

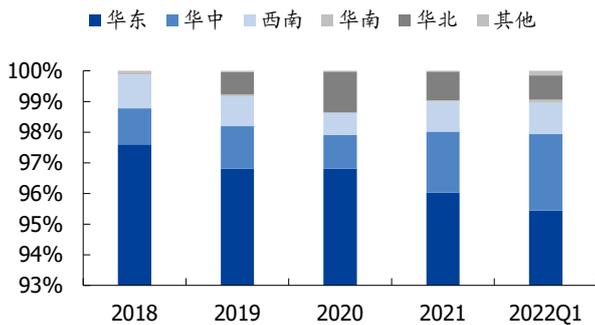
图表 40: 味知香 2018-2021 分渠道毛利率拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

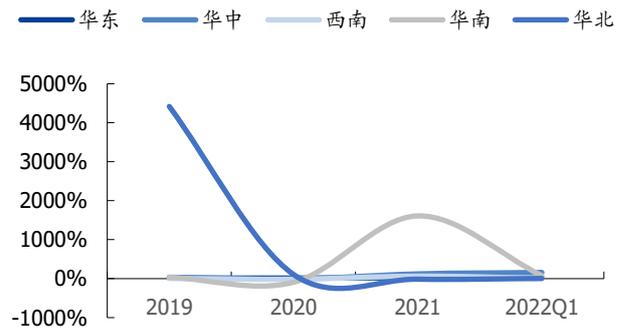
**分区域：主力聚焦华东市场，外区拓展成效显著。** 区域分布上看，公司精耕华东市场，2021 年实现营收 7.2 亿，同比+21.7%，占比约 96%；同时，公司着力拓展华东外围区域，已辐射多个周边区域，于安徽、福建、重庆、四川、武汉等地均有布局。从营收占比上看，华东地区营收占比呈下降趋势；从营收增速上看，2021 年华中区域高增 121.8%，华南地区低基数高增 1610%；2022Q1 华中持续高增 159.3%，跨区拓展成效显著。

图表 41: 味知香 2018-2022Q1 分区域营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

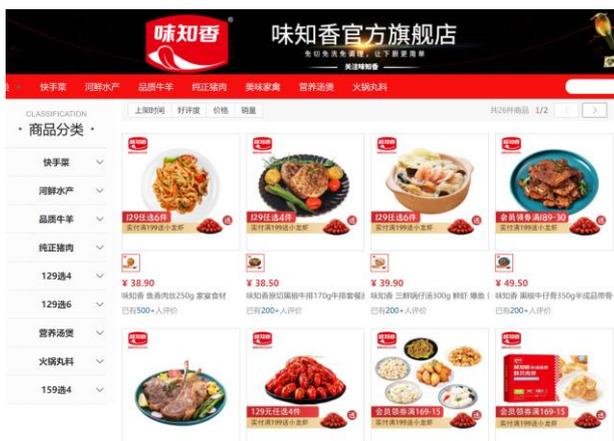
图表 42: 味知香 2018-2022Q1 分区域营收增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**线上线下全渠道布局, 疫情之下积极发力新业态。**为开拓除农贸市场外更多样化的客户群体、迎合大消费群体喜好, 公司于 2021 年开始布局线上渠道, 分别在京东、天猫等主流电商平台上线旗舰店, 2021 年电商渠道实现营收 1521.6 万, 看好公司积攒电商业务运营经验、熟悉渠道打法之后, 持续提升运营效率以提高营收贡献。2022 年疫情对封控区农贸市场等区域门店有所影响, 公司积极获取通行证, 并主动联系社区推进团购事宜, 最终顺利开拓社区团购业务, 一定程度缓解了疫情对封控区 B 端市场的冲击; 同时进一步提升了江浙沪主力市场的渗透率, 有效扩充了 C 端渠道客户的受众面, 提升了中青年客群间的品牌知名度。

图表 43: 味知香京东旗舰店界面



资料来源: 京东商城, 国盛证券研究所

图表 44: 味知香天猫旗舰店界面



资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

### 3.2. 产品: 多品类覆盖筑高竞争壁垒

**产品覆盖多品类, 丰富产品矩阵筑高壁垒。**公司目前产品品类覆盖牛肉、家禽、猪肉、羊肉、虾类、鱼类等日常食用品类, SKU 超 300。味知香的预制菜 SKU 数量位居行业前列, 相较于同类型公司仍具备多品类优势。单个产品的进入壁垒低, 但受限于资金和规模化, 单公司布局的品类有限, 味知香丰富的品类矩阵已筑起产品端竞争优势。

**坚持产品创新, 通过持续推陈出新提升产品生命力。**味知香能够保持 SKU 数量优势, 原因在于:

- **商业模式:** 由于预制菜产品需求多元, 经销商对单个 SKU 上的订货量相对较小、订货周期短而频率高, 对于多数以经销模式为主预制菜厂商而言, 过多的 SKU 会给成

本端带来较大拖累（包含产品生产升本和物流成本的提升）。对比之下，味知香的加盟模式可以在单店陈列更多 SKU，经营效率相比传统经销商也更为高效，跑出了可持续多 SKU 运营的商业模式；

- **长期积累：**味知香是国内较早布局预制菜产品的公司之一，基于长时间对预制菜的研发和销售积累而具备丰富的 SKU 储备；
- **研发激励：**公司针对研发部门制定了较为完善的激励措施，根据工艺提升成效、新品销售情况对研发人员给予奖励，充分调动研发团队对产品创新的积极性；

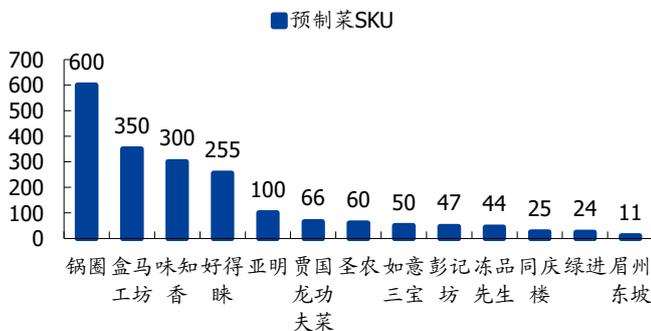
**持续优化产品工艺，提出产品竞争实力。**公司的产品从生产到消费者餐桌上的成品过程中还需经过包含运输、店内放置、烹饪等诸多环节，但消费者对最终成品的食用感受和对预制菜肴产品的认可度直接关联。因此公司在长期生产过程中持续改进生产工艺，不断提升产品口感及质量稳定性。举例来看，针对肉禽类产品，公司采用真空滚揉工艺，针对肉类特性及口味要求调整滚揉时间和程序，使预制菜肴产品能达到理想的腌制效果和状态，尽可能保障最终餐桌成品的肉质软滑嫩、风味最大化。此外，公司与江南大学建立了长期学术及技术合作关系，为工艺的持续升级带来技术保障。

图表 45: 公司在用及在研产品工艺

工艺名称	适用产品	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	-	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。

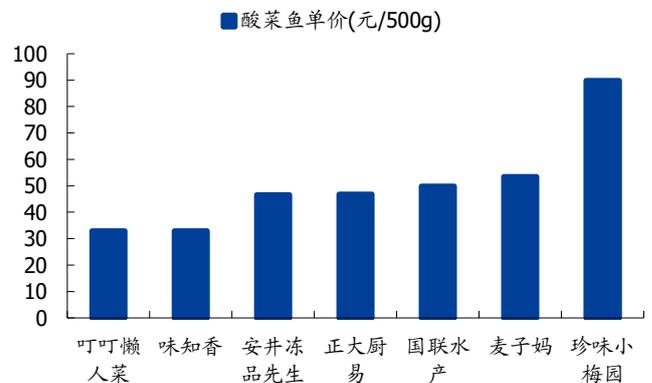
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 46: 部分具备较高知名度的预制菜厂商 SKU 数量对比



资料来源：各公司官网，渠道调研，国盛证券研究所

图表 47: 味知香的酸菜鱼产品在电商平台定价上处于中低价位

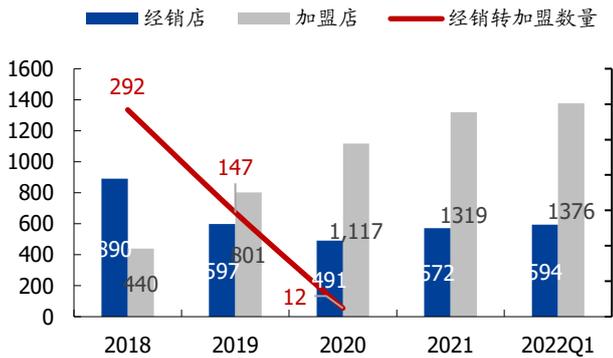


资料来源：京东&淘宝，国盛证券研究所

### 3.3. 渠道：单店盈利模型优质，预计持续高速拓店

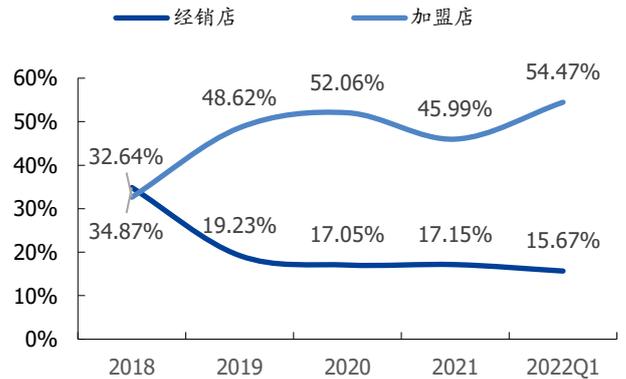
**C端：加盟店占比持续提升，原经销店向加盟店转型持续贡献业绩增长。**截至2021年末，公司加盟店/经销店数量分别为1319/572家，相较2020年末分别+202/+81家；截至2022Q1末，公司加盟店/经销店数量分别为1376/594家，营收占比分别为54.5%/15.7%，相较2018年变动+21.8pct/-19.2pct。公司加盟店数量及营收占比的大幅提升，很大一部分源于公司长久合作的经销店向加盟店转型，2018-2020年经销店转加盟店的数量分别为292/147/12家，累计451家。

图表 48: 公司经销/加盟店 2018-22Q1 期末数量变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 49: 公司经销/加盟 2018-22Q1 收入占比变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 50: 公司各渠道模式对比

	经销店	加盟店	批发
客户类型及商业模式	多为菜市场、农贸市场业主	多数由经销店升级而来，具有一定重合度；主营半成品菜销售，	买断公司产品后可以在特定市场或区域内向终端酒店、餐厅、食堂等客户供货
排他性	不专门销售公司产品，同时销售多品牌预制菜肴、速冻制品等相似产品	专门销售味知香半成品菜产品，实行自主经营、自负盈亏、独立核算	不专门销售公司产品
开业费用	无	1万元的开业支持费用；由经销店升级则免收	无
区域保护	公司对经销店无区域保护，经销商不得跨区域销售	加盟店在所在市场及周边特定区域内享有独家经营的权利	批发客户不可跨区域销售，公司保留在同一区域内授权其他批发客户的权利
公司对经营的干涉程度	<b>中性：</b> 价格管控，有限程度使用公司品牌及商标的权利，不得采购其他厂家的半成品更换成味知香包装或以其名义销售等	<b>强：</b> 规范店员着装，着带有品牌标识的工作服，设计销售步骤，培养沟通语言，定期组织加盟店业主进行线上和线下培训	<b>弱：</b> 制定了返利政策，对前一年度销量较大并达到当年约定订货金额的批发客户提供等值货物形式的销售返利
优点	初期投入少，合作成本低	精细化管理政策，支持力度高	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**精耕加盟店体系建设，深化渠道服务力。**一方面，公司扶持并鼓励经销店向加盟店升级，原因在于：1) 经销店客户积累可以保证盈利能力；2) 转型有利于扩大销量、提升单客收入；3) 可减缓渠道升级策略给客户端带来的经济负担。另一方面，公司精耕加盟店渠道管理，包含1) 实行区域保护制度，特定区域内加盟店享独家经营权；2) 细化销售流程，3) 严格管控食品卫生安全等管理措施。同时对加盟店给予选址服务、培训服务、产品促销、品牌运营、返利激励等多方面政策支持以改善加盟店盈利状况，并且在每个

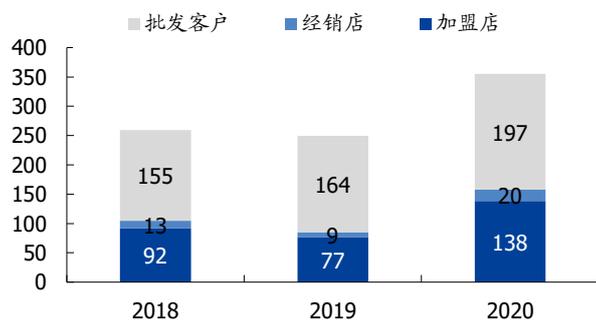
区域都设有加盟商服务业务员，有利于更加深入地发挥品牌效应以及维护高质量加盟店服务，不断提升渠道服务力。

图表 51: 加盟店支持政策

类型	具体内容
选址服务	公司会根据新加盟业主提供的选址意向和范围，安排专业人员实地进行测算和评估，筛选出较为合适的店铺地址供业主参考。
店面设计	为确保店面形象符合味知香（连锁）品牌统一要求，公司设有专业门店 SI 系统，为加盟门店免费提供店面设计；在装修期间，免费对项目进行监督管理，确保门店符合营业标准。
开业支持	开业期间总部派 2 名专业推广人员到店，帮助门店做促销活动门店布置、营销活动设计、门店陈列布置、产品知识培训、会员招募等，帮助门店快速建立运营系统，提升销售。
品牌营销	整合诸多媒体渠道与加盟门店实现资源共享并免费提供宣传资料及广宣物料，定期给予产品促销活动政策支持，统一进行公众品牌营销；公司设有市场营销部，定期给予加盟门店品牌宣传辅导、在线答疑，发现不足及时给予辅导。
品牌运营	公司设有专业的运营支持团队，包括：产品研发部、工程部、物流配送部、客户支持部、运营销售部、信息部；从门店设计、新品研发、订货、配送销售等环节全方面帮助门店运营，后续将通过信息化手段，打通所有环节，提高企业对市场动态变化的响应速度，更好的帮忙加盟门店提升。
返利激励	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。

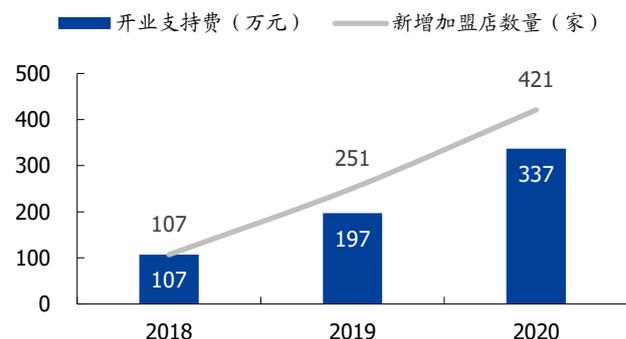
资料来源：公司公告，公司公众号，国盛证券研究所

图表 52: 公司 2018-2020 各渠道返利金额（万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 53: 公司 2018-2020 开业支持费收入及新增加盟店数量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所，注：由于公司对经销店升级加盟店不收取开业支持费，图中新增加盟店数量全为外部新增数量，不含由经销店升级为加盟店的数量

**加盟店具备全国性布局可行性。** 卤味熟食、以速冻米面制品为原材料的早餐店和半成品预制菜肴在门店运营和扩张上具备相似性，都具备产品标准化程度高、要求冷链运输与储藏等特性。目前，绝味和巴比均实现了门店数量的高速扩张和全国化布局。对比来看：

- **从盈利模式上看，味知香加盟店投资回收期较短，单店盈利模式具备可复制性。** 结合渠道调研数据，我们对单店投资回收模型做的测算如下表所示。可以看出味知香的单店模型具备前期投入较少、净利润水平较高、投资回收期较短等多重优势，盈利模型优秀，具备可复制性。
- **从开店布局上看，味知香仍有庞大的潜在新增开店数量。** 绝味定位休闲餐饮，巴比定位高线城市快节奏生活的外食人群，均与味知香定位的消费场景和客群定位具备一定重合。考虑到目前 C 端预制菜消费者主要集中于高线城市，单看一二线城市分布，绝味鸭脖门店数量合计超 8400 家，巴比馒头合计超 3700 家；根据味知香 22Q1 披露数据，当前加盟店数为 1319，对标绝味，潜在开店空间超 6000 家；对标巴比，潜在店数超 2000 家。

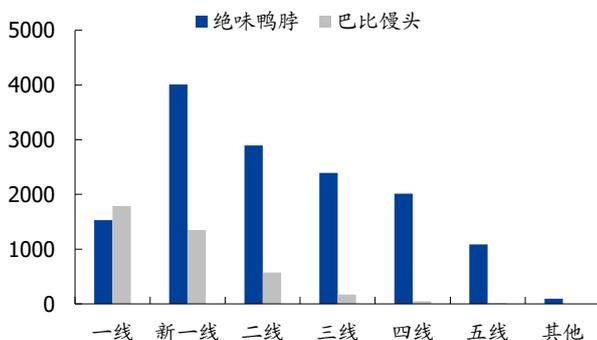
- 从农贸市场的分布上看，华东主力市场和周边潜在市场具备广阔加密和渗透空间。目前江浙沪农贸市场数量合计近4800家，味知香在华东地区的覆盖率尚不到30%，仍具备较大加密空间；考虑味知香在华东区域周边省市三线以上地级市均有拓店布局可能性，上述区域农贸市场累计数量超14000家，味知香覆盖比例尚不足10%。门店密度增加将助力公司持续推进华东区域市场深入下沉，构建更加完善的渠道销售网络，增加渠道竞争力，触达更广泛的终端消费者，不断提升区域市场渗透率和增长潜力。

图表 54: 味知香、绝味食品单店模型比较

	味知香		绝味食品		巴比食品	
前期投入(元)						
初始投入合计	60000	0 加盟费	141000	*一般在 10-20 万	192800	
冰柜和其他设备	20000		20000		50000	
开业支持费/加盟费	10000		16000	含加盟费、管理费	12800	一次缴清 3 年费用
保证金	5000	合作终止后全额退	5000		30000	
初始其他投入合计	25000	主要为装修和广告	100000		100000	
营业期(元)						
月营业收入	38000	渠道调研数据	67500	单店日均客单价 30+, 客单数 70+	108000	单店日均销售额 3600 元
营业成本	24000	由 2020 年公司加盟渠道总收入及加盟店总数计算, 加盟店月平均进货成本为 3.2 亿/1117/12=2.4 万元	40000	加盟商一般 6 折拿货	54000	
毛利润	14000	毛利率约 36.8%	27500	毛利率约 40.7%	54000	毛利率约 50%
房租及门店费用	3000	渠道调研数据	6750	租金费率约 10%	10800	租金费率约 10%
人工费	0	多为无需外雇员工的夫妻店	8000	一般招募 2 位员工	15000	标配为手工师傅、中工、学徒三人
其他费用开销	760	主要为水电费, 费率合计 2%	3375	水电、物流、损耗等, 费率合计 5%	2160	水电、物流、辅助管理费等, 费率合计 3%
净利润	10240	净利率约 26.9%	9375	净利率约 13.9%	24960	净利率约 23.1%
投资回收期(月)	5.9		15.0		7.7	

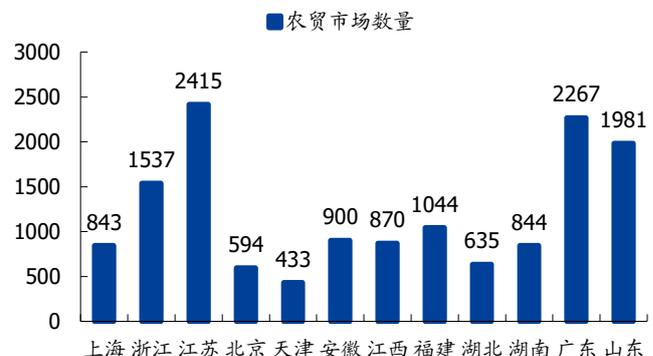
资料来源: 招股说明书, 渠道调研, 国盛证券研究所, 注: 样本选择或存在误差, 结论仅供参考

图表 55: 绝味/巴比在不同等级城市门店分布



资料来源: 窄门餐眼, 国盛证券研究所, 注: 三方数据仅供参考, 存在一定误差, 具体以公司披露的数量为准

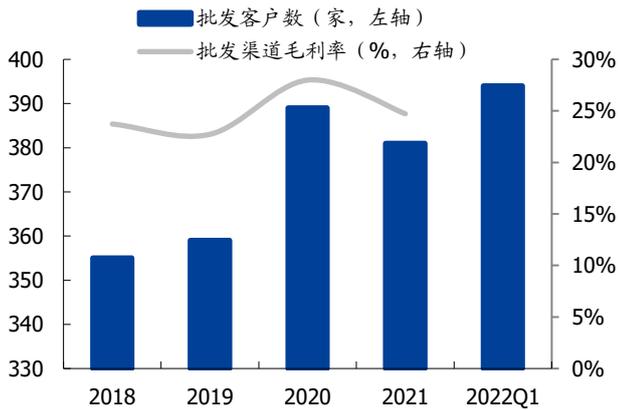
图表 56: 华东地区周边省市三线以上地级市农贸市场数量



资料来源: 各省商务厅, 各省市场监督管理局, 国盛证券研究所

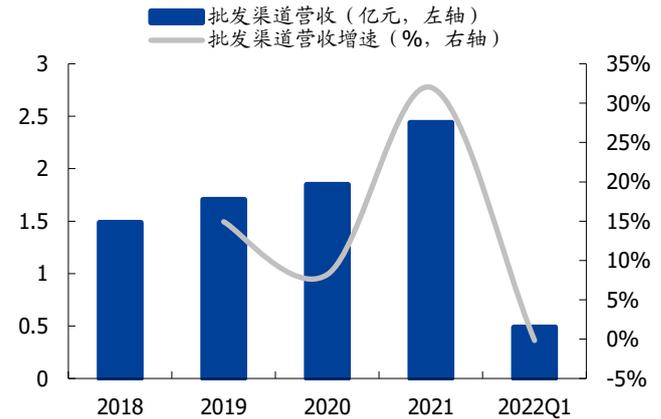
**B端：受益B端强劲需求驱动，持续推进渠道改革。**公司凭借多年口碑沉淀及深厚产品力持续发力B端渠道，成立专门面向B端市场的“饕玉”事业部，通过批发经销商精准匹配，主要聚焦酒店、乡厨和单位机关食堂等渠道需求，通过展会、主动开拓大经销商等方式，开拓大B客户。此外，2021年公司加强了批发商整合与管理，对部分低效批发商采取关户处理，优化B端渠道建设；目前渠道改革已初见成效，2021年公司批发渠道营收同比大增32%，2022年华东区域受疫情冲击较大、餐饮端堂食受管控，致使公司B端收入相对萎靡，看好疫情影响减退后B端渠道改革成效持续体现。由于B端客户较C端客户单次采购量更大、运输成本及渠道维护费用更低，因此若成功拓展B端渠道，有望成为公司全新业绩增长点。

图表 57: 公司批发渠道客户数量及毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 58: 公司批发渠道营收及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**后续展望：1) C端：随消费者教育推进实现稳健增长，有望借生鲜平台助力外区域扩张。**今年以来疫情刺激C端市场需求强劲，同时消费者市场教育也得以较好推进。公司作为华东地区预制菜领先企业，有望充分利用密集布局的销售网络渠道资源，随行业扩容享业绩稳健上行。同时，公司与多个下游生鲜平台具备合作关系，其中经销渠道的钱大妈与公司的合作开始于2020年下半年，但一举跃迁为2020年公司第一大客户。公司或有望借力钱大妈等连锁生鲜平台的供应链体系，协助主力市场外的区域扩张。**2) B端：持续投入B端渠道及客户拓展，静待B端需求复苏延续高增长。**受疫情管控影响，目前B端需求相对萎靡，但公司持续维系对toB渠道的客户拓展和资源投入，伴随疫情好转、影响减退，有望在B端看到较为强劲的需求复苏增长曲线。

### 3.4. 供应链：柔性生产及自建物流降低费率水平

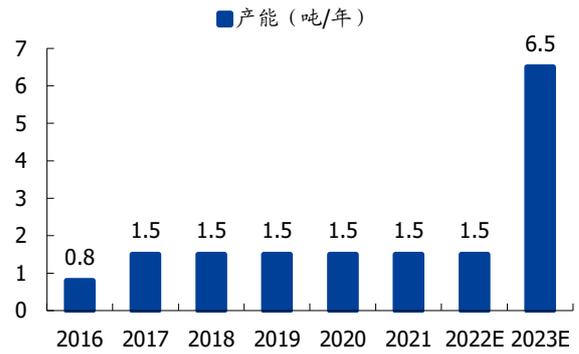
**生产端：柔性生产，募投项目投产后将大幅提升业绩释放空间。**为迎合公司预制菜品质SKU多、单SKU生产规模小的特性的同时充分发挥规模化，公司优化生产流程提高柔性生产效率，以适应不同产品切换生产的状态、最大化降低单品生产费率，产能利用率不断提升，2021年公司产能利用率128.16%达历史新高、产销率99.8%。此外，公司2021年上市募集资金投入年产5千吨的食品用发酵菌液及年产5万吨的发酵调理食品项目，厂房主体工程已于2021年底完工，预计将于2022年逐步投产。投产后公司产能将大幅提升，从现有的1.5万吨/年（肉禽类1.05万吨/年，水产品0.45万吨/年）提升至6.5万吨/年。此外，公司亦布局建设信息化建设项目，有利于提升门店高速扩增下的精细化运营水平，助力单店盈利模型外区域复制。

图表 59: 公司产能利用率及产销率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 公司产能规划



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

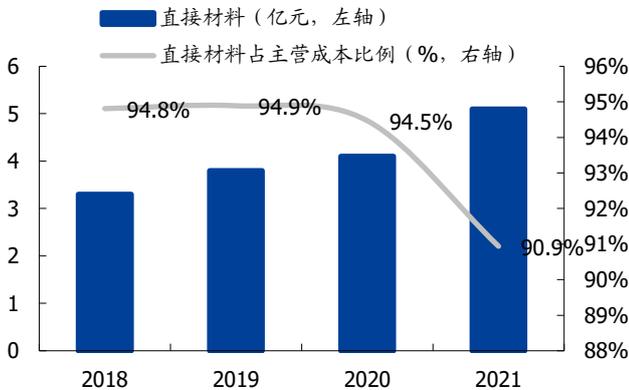
**原材料: 规模化提升竞争实力, 优质供应商保证产品质量。** 预制菜原材料成本占比接近 9 成, 肉禽鱼、油脂等原材料价格易受天气、国际政治等不可抗力因素影响而波动加大, 而业内预制菜产品的定价基本都采用成本加成模式, 因此, 在各环节对费率的把控能力直接影响到盈利水平及竞争实力。对比可比上市公司毛利率, 公司的盈利能力位居中上:

1) 从采购环节看: 公司多采用原材料集中采购模式, 通过大规模采购以获取价格优惠;

2) 从定价策略看: 公司参考存货原料市场价及存货成本进行定价。据我们草根调研了解, 公司成本压力传导迅速, 2021 年面对原材料价格上涨压力, 公司积极采取调价策略, 部分渠道反馈 C 端产品上涨 3 次, 每次平均涨幅约 1-2 元, B 端上涨约 2 次, 均顺利完成传导;

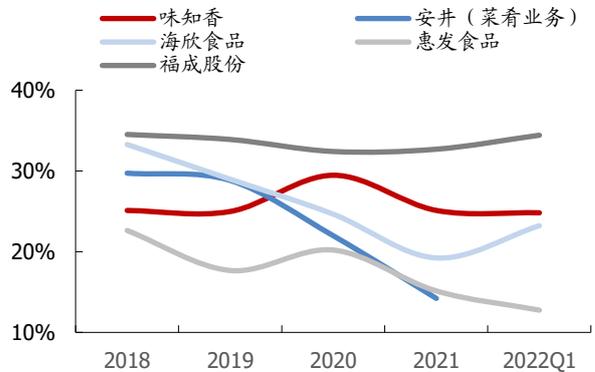
3) 供应商方面: 公司同龙大肉食、蜀海等知名企业合作, 充分保证原材料供应的稳定性及安全。

图表 61: 公司原材料占成本比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 62: 味知香与可比公司毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**物流端: 具备相对完善的物流体系, 采取自建物流+三方物流合作方式。** 截至 2020 年, 公司拥有冷链运输车辆共 26 辆, 已搭建起较为完善的冷链专用物流配送体系, 承担对距离较短、需求集中的华东主力区域的配送。此外, 公司与第三方物流公司开展合作, 为距离较远且集中度不高的客户提供配送服务, 目前三方物流合作区域已覆盖安徽、湖北、江西、福建等地, 随公司区域外市场扩张而持续扩大。

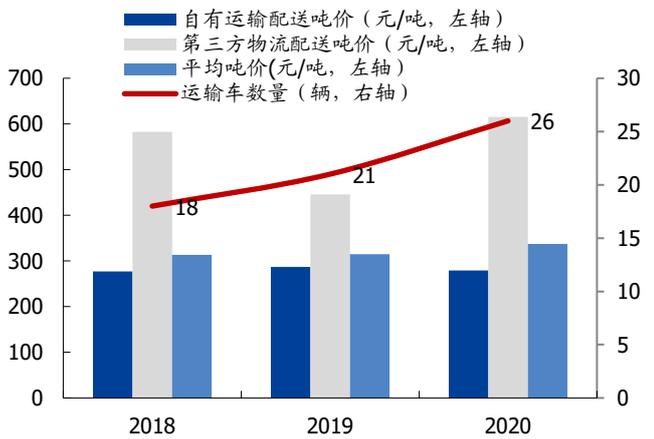
**自建物流承担超八成配送量, 具备较强成本可控性和运输通畅性保障。** 未来随公司持续完善自建物流体系, 有望进一步扩大自建物流覆盖区域, 持续提升公司的供应链优势。具体来看, 公司自建物流优势体现在:

1) **成本端费率优势:** 自建物流助力成本端持续优化, 2020 年自运吨价纵向对比 2019 年自运吨价下降 7.3 元/吨, 降幅达 2.5%; 横向对比 2020 年三方吨价, 每吨产品节约运费 336.3 元, 三方物流单位吨价约为自建物流单位吨价的 2.2 倍。同时, 在疫情影响下

自建物流有效控制了成本端的大幅波动。根据渠道调研反馈，部分借助三方物流实现封控区域配送的企业，运输费用上浮较大；而相比之下公司自建物流在封控区域配送的运费情况受疫情影响涨幅较小，在成本端体现出较强的可控性。

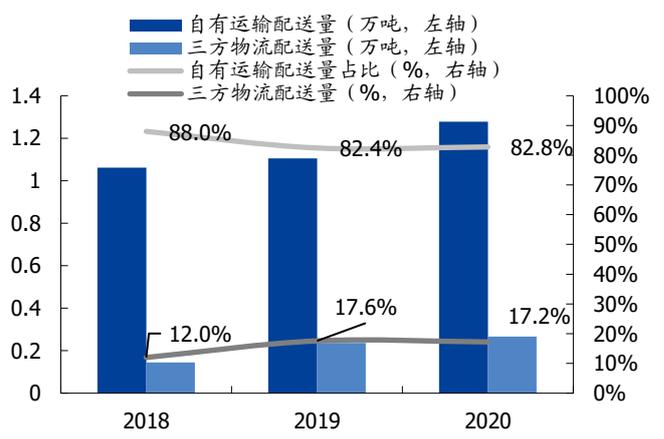
**2) 运输端通畅性优势：**味知香 2022Q1 于疫情封控区顺利开展社区团购业务，核心原因之一在于公司自有的物流运输体系为华东区域配送的稳定性和通畅性提供了强力保障。公司在申请到通行证之后即可安排疫区的运输活动，减少了非常时期与三方物流沟通及运力协调的不确定性。

图表 63: 公司自有及三方物流吨价对比及运输车数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 64: 2018-2020 年公司自有运输及第三方物流配送量及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

总结来看, 我们认为味知香具备跑成赛道龙头的潜质, 原因在于:

- **产品端:** 丰富产品矩阵筑起品类壁垒, 同时具备持续研发能力, 为打入大 B 供应体系打下坚实基础, 为加盟店复制扩张提供源源不断的动力;
- **渠道端:** 华东地区店已通过相对密集的线下门店筑起区域营销网络; 单店盈利模型具备较高可复制性, 叠加仍具备庞大开店空间, 预计门店将维持高速扩张; 同时公司积极开拓 B 端渠道, 有望成为公司增长的全新支点。
- **供应链:** 生产规模化程度较高, 叠加自建物流优化物流成本, 整体供应链费率水平较低, 具备较好的要素协同模式。

#### 四、盈利预测与估值评级

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 9.4/11.5/14.2 亿元, 对应同比增速分别为 22.4%/23.3%/22.7%, 毛利率分别为 25.4%/25.6%/25.8%, 具体来看:

- **牛肉类:** 作为公司优势品类, 将随市场规模提升及门店数量扩张维持稳健增速, 预计牛肉类产品 2022-2024 年营收增速分别为 17.3%/19.3%/18.8%, 对应毛利率 27.2%/27.8%/28.1%。
- **家禽类:** 预计家禽类产品 2022-2024 年营收增速分别为 26.1%/27.4%/27.5%, 对应毛利率 23.2%/24.1%/24.9%。
- **猪肉类:** 伴随猪价企稳, 有望随门店扩张及客户拓展延续先前增长态势, 预计猪肉类产品 2022-2024 年营收增速分别为 28.8%/32.3%/31.3%, 对应毛利率 26.5%/27.0%/26.4%。
- **羊肉类:** 目前体量尚小, 有望随着品类推新持续高速增长, 预计羊肉类产品 2022-2024 年营收增速分别为 64.8%/56.8%/45.6%, 对应毛利率 20.8%/25.0%/27.2%。

- **虾类**: 预计虾类产品 2022-2024 年营收增速分别为 18.8%/26.1%/24.2%，对应毛利率 17.4%/18.9%/19.1%。
- **鱼类**: 今年鱼价整体波动趋稳，业绩增速和利润空间有望温和回升，预计鱼类产品 2022-2024 年营收增速分别为 12.7%/22.5%/21.5%，对应毛利率 24.1%/25.4%/27.1%。

综上，公司作为国内预制菜行业优势企业，有望持续受益行业规模提升。伴随门店持续扩张，公司有望在深耕华东市场的同时打开其他区域市场；叠加后续募投产能释放，公司的业绩水平和利润空间有望稳定上行。我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 1.56/1.97/2.50 亿元，对应 PE38.7 /30.7/24.2X，维持“增持”评级。

图表 65: 主营业务拆分及假设 (百万元, %)

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>牛肉类</b>	营业收入	260.4	308.3	355.2	416.6	497.1	590.7
	yoy	17.7%	18.4%	15.2%	17.3%	19.3%	18.8%
	毛利率	24.8%	31.4%	26.9%	27.2%	27.8%	28.1%
<b>家禽类</b>	营业收入	76.0	83.9	104.8	132.2	168.4	214.7
	yoy	27.1%	10.5%	24.9%	26.1%	27.4%	27.5%
	毛利率	27.3%	32.9%	25.9%	23.2%	24.1%	24.9%
<b>猪肉类</b>	营业收入	28.9	44.2	57.8	74.4	98.5	129.2
	yoy	27.6%	53.3%	30.7%	28.8%	32.3%	31.3%
	毛利率	31.8%	31.7%	27.6%	26.5%	27.0%	26.4%
<b>羊肉类</b>	营业收入	-	-	15.1	24.9	39.1	56.9
	yoy	-	-	-	64.8%	56.8%	45.6%
	毛利率	-	-	20.5%	20.8%	25.0%	27.2%
<b>虾类</b>	营业收入	71.0	70.1	96.7	114.9	144.9	180.0
	yoy	-2.4%	-1.3%	38.1%	18.8%	26.1%	24.2%
	毛利率	21.9%	18.7%	17.4%	17.4%	18.9%	19.1%
<b>鱼类</b>	营业收入	86.3	90.2	98.5	111.0	135.9	165.2
	yoy	12.9%	4.5%	9.2%	12.7%	22.5%	21.5%
	毛利率	22.4%	26.5%	24.1%	24.1%	25.4%	27.1%
<b>其他类</b>	营业收入	11.8	18.0	25.9	51.3	59.3	68.5
	yoy	69.7%	53.4%	43.5%	98.3%	15.5%	15.5%
	毛利率	32.3%	30.3%	28.9%	25.9%	38.4%	29.5%
<b>其他</b>	营业收入	8.1	7.8	10.6	10.8	11.0	11.3
	yoy	30.6%	-3.9%	36.4%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>合计</b>	营业收入	542.4	622.5	764.6	936.2	1154.2	1416.5
	yoy	16.4%	14.8%	22.8%	22.4%	23.3%	22.7%
	综合毛利率	25.0%	29.5%	25.1%	25.4%	25.6%	25.8%
	销售费用率	5.3%	5.2%	4.7%	4.6%	4.7%	4.5%
	管理费用率	3.3%	3.2%	4.5%	4.3%	3.7%	3.3%
	归母净利润	86.2	125.1	132.6	156.2	196.6	249.7
	yoy	21.3%	45.0%	6.1%	17.8%	25.9%	27.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

## 风险提示

**原材料价格波动风险。**公司预制菜产品直接材料占比超 90%，原材料价格大幅波动或给公司利润水平带来较大冲击。

**门店扩张不及预期。**拓店速度大幅放缓或停滞或将公司 C 端业绩增速带来较大冲击。

**疫情反复造成 B 端需求恢复不及预期。**今年来多地疫情反复致使部分区域采取严控封控措施，对餐饮市场造成较大影响。中短期内行业增速主要靠 B 端拉动，若疫情持续反复致使 B 端需求持续疲软，或波及到多数行业内公司。

**C 端预制菜市场教育推进不及预期。**公司目前 C 端业务占比较大；并且中长期来看，行业规模增长要依赖 C 端渗透。若 C 端整体教育推进不畅，或影响公司业绩增速。

**食品安全风险。**大多数预制菜产品需冷链运输和储藏，若在生产、运输、销售缓解有所疏忽造成产品变质、引发食品安全风险，或对行业及公司带来负面影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

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

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

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

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com