

2023 年 04 月 06 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

十年磨一剑，预制菜领跑者

买入(维持)

——味知香（605089.SH）公司深度报告

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

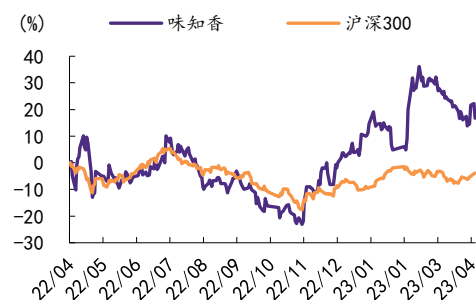
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-04-04

当前股价（元）	69.57
总市值（亿元）	70
总股本（百万股）	100
流通股本（百万股）	27
52 周价格范围（元）	47.16-83.5
日均成交额（百万元）	81.88

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《味知香（605089）：业绩符合预期，四季度望继续改善》2022-10-28
- 2、《味知香（605089）：业绩符合预期，下半年望改善》2022-08-30
- 3、《华鑫证券*公司报告*味知香（605089）事件点评报告：业绩符合预期，二季度望改善*20220501*孙山山》2022-05-01

■ 预制菜领跑者，即将迈入十亿大关

总部位于江苏苏州的公司，成立于 2008 年，深耕预制菜十余载，已是国内领先半成品菜生产企业。其营收/归母净利润由 2016 年 2.91/0.41 亿元增至 2021 年 7.65/1.33 亿元，5 年 CAGR 为 21%/27%。最新数据显示，2022Q1-Q3 营收/归母净利润为 6.07/1.10 亿元，同增 6%/8%。

■ 行业万亿蓝海市场，发展空间广阔

预制菜规模预计从 2019 年 2445 亿元增至 2026 年 10720 亿元，7 年 CAGR 为 24%。当前行业尚未出现明显龙头，CR5 为 9%，远低于日本 64%。**需求端：**B 端降本增效，团餐、乡厨及外卖等业态发展推动放量；C 端满足懒宅需求，疫情加快培育和渗透，契合消费升级及社会经济结构变化趋势。当前 BC 渠道占比 8:2，B 端需求确定性强，C 端增长潜力大。**供给端：**上游粮食/蔬菜/肉类产量 2021 年增至 7/8/0.9 亿吨，下游冷链规模 2021 年达到 0.6 万亿元，保障仓储运输及供给。

■ 强产品+扩渠道+提产能，多方位打造领先优势

品牌端：形成以“味知香”和“饌玉”为核心的多品牌矩阵。**产品端：**1) 拥有八大生产线及 300 多个产品品类，2021 年肉禽类/水产类/其他类营收 5.33/1.95/0.26 亿元，占比 70%/26%/3%，牛肉类为优势品类，占营收半壁江山。2) 量增驱动明显，2021 年销量 1.9 万吨，3 年 CAGR 为 17%；吨价 3.9 万元/吨，3 年 CAGR 为 0.6%。**渠道端：**1) 2021 年加盟店/经销店/批发渠道/直销及其他/电商渠道营收 3.47/1.30/2.43/0.19/0.15 亿元，占比 46%/17%/32%/3%/2%。2) BC 端占比约 2:3。**C 端：**2021 年末加盟店/经销店数量为 1319/572 家，同增 202/81 家；截至 2022H1 加盟店数量达到 1522 家。加盟店单店投资回收期为 7-8 个月，门店覆盖率较低，上海仅为 40%左右；有望开拓街边店、店中店等新渠道。**B 端：**2021 年批发商 381 家，酒店、乡厨为核心客户，有望发力团餐、小 B 客户。**区域扩张：**华东为核心区域，2021 年营收 7.24 亿元，占比 95%，外围区域占比增至 4%。**产能端：**产量 2021 年增至 1.9 万吨，3 年 CAGR 为 16%；IPO 募投项目达产后预计产能由 1.5 万吨/年提升至 6.5 万吨/年。**成本端：**原材料成本 2021 年占比 91%，其中牛肉类占比 47%，上游议价能力强；自建物流占比 83%，保持较低运输费用率。

■ 盈利预测

我们预计 2022-2024 年 EPS 为 1.47/1.83/2.26 元，当前股价对应 PE 分别为 48/38/31 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、原材料上涨风险、产能进展不及预期、门店开拓不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	765	825	1,015	1,218
增长率（%）	22.8%	7.9%	22.9%	20.0%
归母净利润（百万元）	133	147	183	226
增长率（%）	6.1%	10.5%	24.8%	23.8%
摊薄每股收益（元）	1.33	1.47	1.83	2.26
ROE（%）	11.3%	11.1%	12.2%	13.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、专业预制菜生产商，引领行业发展.....	8
1.1、预制菜上市第一股，十年磨一剑.....	8
1.2、股权结构稳定，团队积极性充分.....	9
1.3、业绩稳定增长，高盈利高周转.....	10
2、预制菜：万亿蓝海市场，发展空间广阔.....	13
2.1、预制菜起源于美国，疫情后进入加速期.....	13
2.2、万亿赛道指日可待，集中度亟待提升.....	16
2.3、BC端需求推动行业扩容，供给端保障行业发展.....	21
3、强产品+扩渠道+提产能，多方位打造领先优势.....	31
3.1、多元品牌布局，构筑品牌优势.....	31
3.2、产品矩阵丰富，强产品力构建核心壁垒.....	33
3.3、B+C端双轮驱动，渠道覆盖率有望快速提升.....	41
3.4、华东为核心区域，冷链物流建设推动区域扩张.....	51
3.5、产能有望加速释放，支撑公司长远发展.....	53
3.6、成本控制+规模效应降低成本，信息化建设提质增效.....	54
4、盈利预测与评级.....	57
5、风险提示.....	58

图表目录

图表 1：味知香 2008 年成立，2021 年于上交所上市.....	8
图表 2：味知香控股股东及实际控制人为夏靖.....	9
图表 3：味知香核心管理层履历一览.....	9
图表 4：味知香 2022Q3 营收 2.29 亿元，同增 12%.....	10
图表 5：味知香 2022Q3 归母净利润 0.4 亿元，同减 3%.....	10
图表 6：2022Q3 味知香毛利率 23.86%.....	10
图表 7：2022Q3 味知香销售费用率 3.56%.....	11
图表 8：2022Q3 味知香管理费用率 3.58%.....	11
图表 9：2022Q3 味知香财务费用率-1.86%.....	11
图表 10：2022Q3 味知香净利率 17.46%.....	11
图表 11：2022Q1-Q3 味知香 ROE 为 9.35%.....	12
图表 12：味知香 ROE 由 2016 年 44.01% 下降至 2021 年 11.33%.....	12
图表 13：味知香存货周转天数由 2016 年 51.95 天降至 2021 年 28.09 天.....	12
图表 14：味知香应收账款周转天数由 2016 年 1.03 天增至 2021 年 1.87 天.....	12
图表 15：味知香应付账款周转天数由 2016 年 21.46 天降至 2021 年 9.27 天.....	13
图表 16：预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品.....	14

图表 17: 预制菜生产流程一览	14
图表 18: 预制菜发展历程一览	15
图表 19: 2021-2022 年部分预制菜相关企业融资情况一览	15
图表 20: 我国预制菜市场规模 2019-2021 年 CAGR 为 19%, 预计 2026 年达到 10720 亿元	16
图表 21: 2020 年受疫情影响, 餐饮行业规模下滑 15.4%	16
图表 22: 2021 年我国人均预制菜消费量仅为 8.9KG	17
图表 23: 2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%	17
图表 24: 我国预制菜行业 CR5 为 9.2%	17
图表 25: 截至 2022 年底共有预制菜相关企业 6.4 万家	18
图表 26: 山东省预制菜企业数量最多, 达到 4964 家	18
图表 27: 预制菜企业区域分布一览	18
图表 28: 预制菜产业链一览	19
图表 29: 预制菜行业主要参与者一览	19
图表 30: 2016 年以来国家层面预制菜行业相关政策一览	20
图表 31: 我国餐饮连锁化率由 2018 年 12.8% 增至 2020 年 15%	21
图表 32: 我国餐饮连锁化率远低于日本 49% 和美国 54%	21
图表 33: 我国餐饮行业 CR5 为 2%	21
图表 34: 中美餐饮行业差异一览	22
图表 35: 餐饮企业面临“三高问题”	22
图表 36: 使用预制菜与直接购买食材相比总成本下降 0.4 元	22
图表 37: 使用中央厨房优势一览	23
图表 38: 我国团餐市场规模从 2016 年 0.9 万亿元增长至 2020 年 1.53 万亿元	23
图表 39: 团餐企业面临成本高、利润低的问题	23
图表 40: 预制菜解决团餐、乡厨供应难点	24
图表 41: 我国外卖用户规模由 2011 年 0.63 亿人增至 2020 年 4.56 亿人	24
图表 42: 我国外卖市场规模由 2016 年 1663 亿元增至 2021 年 8117 亿元	24
图表 43: 2022 年我国预制菜销量高增	25
图表 44: 我国生鲜电商交易规模 2019-2022 年 CAGR 为 31%	25
图表 45: 疫情期间“预制菜”搜索热度达到峰值	25
图表 46: “懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%	26
图表 47: 2020 年 1-5 月方便食品销售额同比增长 150%	26
图表 48: 71.9% 用户购买预制菜目的是节省时间	26
图表 49: 我国全国居民人均可支配收入由 2013 年 1.8 万元增至 2022 年 3.7 万元	27
图表 50: 38.1% 用户关注预制菜的安全卫生问题	27
图表 51: 超 60% 用户选择购买保质期 30 天以内的预制菜	27
图表 52: 我国居民优质蛋白摄入量不断增加 (g/标准人日)	27

图表 53: 我国城镇化率由 2010 年 50% 提升至 2022 年 65%	28
图表 54: 我国女性劳动力比例自 2010 年 44.3% 增至 2021 年 45.2%	28
图表 55: 我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人	28
图表 56: 我国结婚率从 2013 年 9.9% 下降至 2019 年 6.6%	28
图表 57: 餐饮市场 Z 时代消费占比从 2016 年 29% 增至 2020 年 40%	29
图表 58: 2021 年 16-25 岁人群预制菜消费同比增速达到 137%	29
图表 59: B 端和 C 端对比一览	29
图表 60: 我国预制菜市场 BC 端比例为 8:2	29
图表 61: 61.8% 的消费者认为预制菜口味复原程度有待改进	29
图表 62: 我国粮食产量由 2017 年 6.62 亿吨增至 2021 年 6.83 亿吨	30
图表 63: 我国蔬菜产量由 2017 年 6.92 亿吨增至 2021 年 7.67 亿吨	30
图表 64: 我国肉类产量由 2017 年 8654 万吨增至 2021 年 8990 万吨	30
图表 65: 我国农作物综合机械化率从 2015 年 63% 提升至 2020 年 71%	30
图表 66: 我国冷链物流市场规模从 2016 年 2250 亿元增至 2021 年 5699 亿元	31
图表 67: 我国冷藏车保有量从 2016 年 14 万辆增至 2021 年 39.42 万辆	31
图表 68: 我国冷库总容量从 2016 年 0.30 亿吨增至 2021 年 0.52 亿吨	31
图表 69: 我国人均冷库容量为 0.13 立方米, 远低于美日韩水平	31
图表 70: 广告及业务宣传费由 2018 年 81.71 万元增至 2021 年 349.29 万元	32
图表 71: 味知香门店形象一览	32
图表 72: 直营展示门店建设计划一览	32
图表 73: 味知香品牌矩阵一览	33
图表 74: 味知香产品矩阵一览	33
图表 75: 预制菜企业对比一览	34
图表 76: 2021 年肉禽类/水产类/其他类产品营收 5.33/1.95/0.26 亿元, 同增 22%/22%/44%	35
图表 77: 2021 年肉禽类/水产类/其他类产品营收占比 69.7%/25.5%/3.4%	35
图表 78: 2021 年牛肉类产品营收占比 46.5%, 为公司主要品类	35
图表 79: 味知香预制菜销量由 2018 年 1.19 万吨增至 2021 年 1.92 万吨, 3 年 CAGR 为 17%	36
图表 80: 味知香预制菜吨价由 2018 年 3.86 万元/吨增至 2021 年 3.93 万元/吨, 3 年 CAGR 为 0.6%	36
图表 81: 味知香细分品类销量情况一览	36
图表 82: 味知香细分品类吨价情况一览	36
图表 83: 肉禽类产品 2019-2021 年毛利占比分别为 70%、75%、74%	37
图表 84: 公司主要品类毛利率基本维持稳定	37
图表 85: 味知香研发机制一览	37
图表 86: 味知香正在研发的新产品一览	38
图表 87: 味知香研发费用由 2016 年 63.7 万元增至 2021 年 225 万元, 5 年 CAGR 为 29%	38
图表 88: 味知香生产流程一览	39

图表 89: 味知香主要生产工艺一览	39
图表 90: 味知香正在研发的新技术一览	40
图表 91: 味知香采购环节质量控制流程一览	40
图表 92: 味知香生产环节质量控制流程一览	40
图表 93: 味知香与可比公司部分产品价格一览	41
图表 94: 味知香销售以经销渠道为主, 2021 年营收占比为 63%	42
图表 95: 2021 年经销渠道/批发渠道/直销及其他/电商渠道营收 4.77/2.43/0.19/0.15 亿元	42
图表 96: 味知香销售渠道结构一览	42
图表 97: 直营渠道毛利率较高, 零售渠道毛利率高于批发渠道	43
图表 98: 加盟店占零售渠道收入比例由 2018 年 48.35% 增至 2021 年 72.69%	43
图表 99: 截至 2022H1 加盟店数量达到 1522 家	43
图表 100: 加盟店和经销店对比一览	44
图表 101: 2020 年合作 1 年以内/5 年以上加盟店占比 34%/33%	44
图表 102: 2020 年合作 5 年以上经销店占比 58%	44
图表 103: 2020 年合作 5 年以上加盟店占加盟店收入比例为 50%	45
图表 104: 2020 年合作 5 年以上经销店占经销店收入比例为 48%	45
图表 105: 公司在产品、运营、营销、配送等方面向加盟店提供支持	45
图表 106: 味知香对加盟店客户的返利金额由 2018 年 91.59 万元增至 2020 年 138.22 万元	46
图表 107: 加盟店和直营店对比一览	46
图表 108: 味知香加盟条件及政策一览	47
图表 109: 味知香单店模型测算一览	47
图表 110: 超 50% 的消费者到农贸市场购买生鲜农产品的频次为每天一次	48
图表 111: 我国菜市场规模 2020 年为 3.08 万亿元, 预计 2025 年突破 4 万亿元	48
图表 112: 农贸市场/菜市场/集市为消费者购买生鲜主要渠道	49
图表 113: 味知香街边店一览	49
图表 114: 生鲜电商主要人群为 90 后, 占比 38.4%	49
图表 115: 批发渠道营收由 2018 年 1.49 亿元增至 2021 年 2.43 亿元, 3 年 CAGR 为 18%	50
图表 116: 批发渠道经销商数量由 2018 年 355 家增至 2021 年 381 家	50
图表 117: 合作 1 年以内的批发商占比最大, 2020 年为 31%	50
图表 118: 合作 5 年以上的批发商贡献收入最多, 2020 年占批发渠道收入比重为 28%	50
图表 119: 华东为核心区域, 2021 年营收占比为 95%	51
图表 120: 2021 年华东区域营收 7.24 亿元, 同增 21.7%	51
图表 121: 2020 年华东区域经销商数量为 1932 家, 占比 97%	52
图表 122: 华东以外区域经销商数量由 2018 年 35 家增至 2020 年 65 家, 2 年 CAGR 为 36%	52
图表 123: 2020 年自行运输/第三方物流费用为 403.62/163.65 万元, 占总运输费用 71%/29%	52
图表 124: 2020 年自行运输/第三方物流配送量 1.28/0.27 万吨, 占总配送量 83%/17%	52

图表 125: 自有车辆数量由 2018 年 18 辆增至 2020 年 26 辆	53
图表 126: 味知香募投项目中拟投资 985 万元建设物流体系	53
图表 127: 味知香产量由 2018 年 1.22 万吨增至 2021 年 1.92 万吨, 3 年 CAGR 为 16%	53
图表 128: 味知香 IPO 募投项目一览	54
图表 129: 募投项目达产后预计新增 5 万吨半成品菜年产能	54
图表 130: 味知香原材料成本占总成本比重为 90.94%	55
图表 131: 牛肉类为主要原材料, 2021 年占比 47.37%	55
图表 132: 味知香小黄瓜条采购单价低于牛肉市场价	55
图表 133: 味知香鸡大胸采购单价基本低于白条鸡市场价	55
图表 134: 味知香猪肉采购单价 2020 年后基本低于市场价格	55
图表 135: 味知香销售期间费用率与行业可比公司相比处于较低水平	56
图表 136: 味知香单位成本基本维持在 2.9-3.1 万元/吨	56
图表 137: 味知香各品类单位成本基本稳定	56
图表 138: 味知香制造费用占营收比例由 2018 年 1.73% 降至 2021 年 1.49%	56
图表 139: 自建物流运输单位成本显著低于第三方物流运输	57
图表 140: 味知香运输费用率与行业可比公司相比较低	57

1、专业预制菜生产商，引领行业发展

1.1、预制菜上市第一股，十年磨一剑

深耕预制菜十余载，提供家庭健康美食。味知香 2008 年成立于江苏苏州，是行业领先的半成品菜生产企业之一，专注于半成品菜的研发、生产和销售。公司一直致力于为各个家庭提供营养健康的美食方案，并通过不断创新和挖掘家庭饮食需求，为顾客提供更健康、方便、美味的产品。目前公司已建立以“味知香”和“饌玉”两大品牌为核心的产品体系，同时满足 BC 端客户需求。

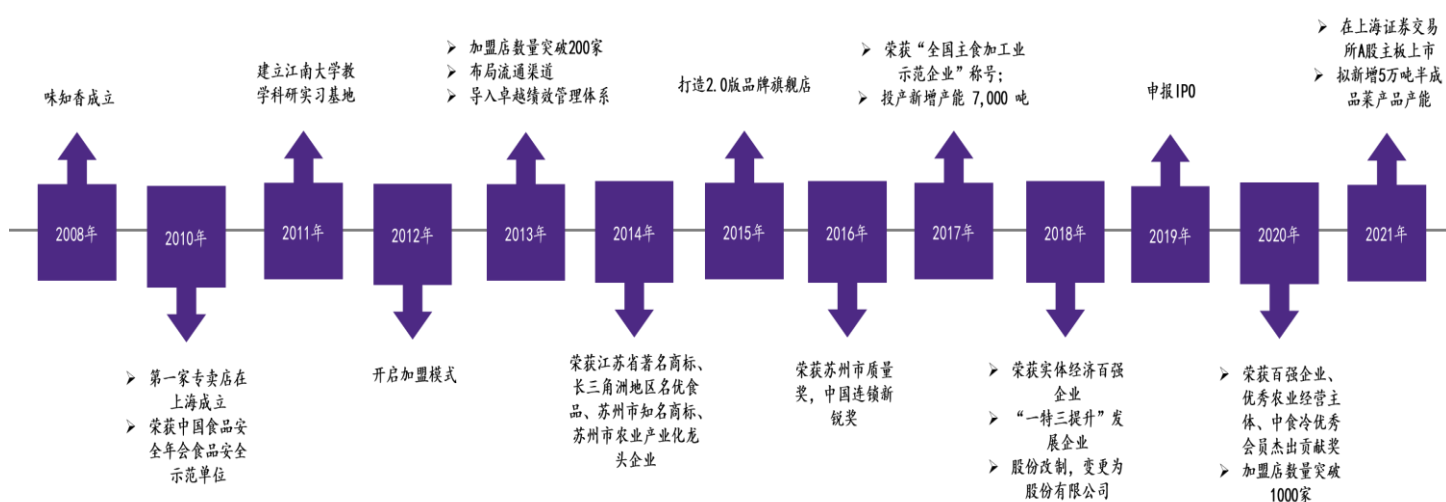
回顾味知香发展史，公司发展可分为以下阶段：

第一阶段（2008-2011 年）：公司初成立，经销半成品菜产品。2008 年 12 月，夏靖等 4 人共同投资设立公司前身味知香有限，成立初期主要经销半成品菜产品。2010 年，公司在上海设立首家专卖店；2011 年，建立江南大学教学科研实习基地，与江南大学建立长期友好的学术及技术合作关系。

第二阶段（2012-2020 年）：开启加盟模式，步入快速增长期。2012 年，公司开启加盟模式，通过加盟店扩张实现快速增长，销售区域由苏州大本营向外辐射至长三角地区；2013 年开始布局农贸市场、集市等流通渠道，加盟店数量突破 200 家；2015 年，通过打造 2.0 版品牌旗舰店，实现品牌形象塑造。随着销售渠道拓展和销售规模扩大，公司原有产能已无法满足业务发展需要，因此 2017 年公司产能进一步扩张至 1.5 万吨。

第三阶段（2018 年至今）：上交所挂牌上市，开启新发展征程。2018 年，公司整体变更设立股份有限公司，并于 2019 年申报 IPO 上市；2021 年，公司成功在上海证券交易所 A 股主板挂牌上市，并计划在 2 年内新增半成品菜产能 5 万吨/年。上市后，公司继续加强营销网点建设，打造“立足江浙沪、辐射全国”的多渠道、多层次营销网络，提升公司核心竞争力。

图表 1：味知香 2008 年成立，2021 年于上交所上市

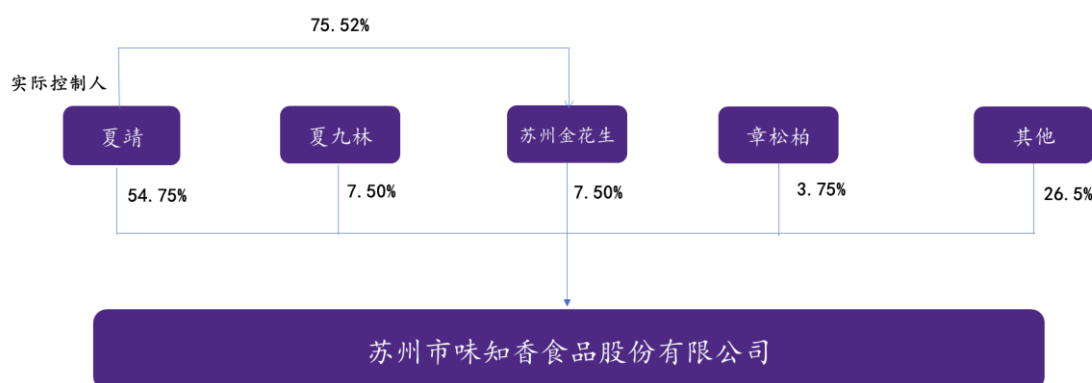


资料来源：味知香官网，华鑫证券研究

1.2、股权结构稳定，团队积极性充分

公司股权结构稳定，核心高管及员工均持股。截止 2022Q3，味知香控股股东及实际控制人为董事长夏靖，直接持股 54.75%，通过苏州金花生间接持股 5.66%，合计持股比例为 60.41%。副总经理夏九林与夏靖为兄弟关系，直接持有公司 7.50% 的股份；董事章松柏与夏靖、夏九林为表兄弟关系，直接持有公司 3.75% 的股份。苏州市金花生管理咨询企业(有限合伙)为公司的员工持股平台，公司除董事长外 25 名核心高管及骨干人员合计持有苏州金花生 24.48% 的股份，与公司长期利益深度绑定，有助于公司的长远发展。

图表 2：味知香控股股东及实际控制人为夏靖



资料来源：wind，华鑫证券研究

核心管理层稳定，拥有丰富行业经验。公司核心管理层大部分长期任职，且担任过公司主要的销售及管理职位，对公司的生产经营熟悉，如副总经理王国华、夏九林及夏骏曾分别担任味知香有限的供应链总监、研发总监和专卖部经理。此外，公司管理层在预制菜行业深耕多年，有较丰富的行业工作经验以及深入的行业见解，能紧抓行业发展机遇，推动公司快速成长。

图表 3：味知香核心管理层履历一览

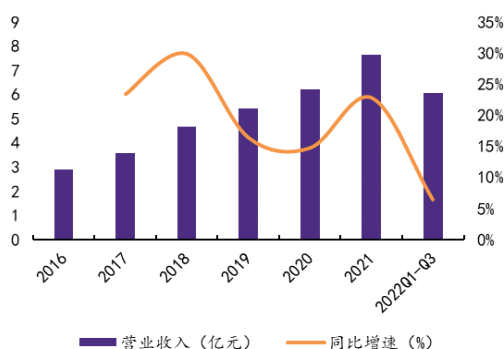
姓名	职位	持股比例	任职时间	学历	简介
夏靖	董事长、总经理、董事	62.25%	2008 年 12 月	专科	1978 年出生，高级经济师，曾任味知香有限执行董事、总经理。
王国华	副总经理	0.11% (间接)	2018 年 1 月	专科	1978 年出生，曾任湖州思念食品有限公司生产厂长、味知香有限供应链总监。
夏九林	副总经理	7.50%	2008 年 12 月	专科	1974 年出生，曾任味知香有限研发总监。
夏骏	副总经理	0.22% (间接)	2011 年 6 月	专科	1978 年出生，曾任味知香有限专卖部经理。
谢林华	财务总监、董事会秘书、董事	0.30% (间接)	2014 年 9 月	本科	1976 年出生，高级经济师，中级会计师，曾任江苏亨通光电股份有限公司财务经理、江苏亨通线缆科技有限公司财务经理、味知香有限财务总监。
刘晓维	监事会主席、监事、质量部经理	0.14% (间接)	2014 年 5 月	专科	1964 年出生，曾任上海新成格林尔食品有限公司品控经理、味知香有限品控经理。

资料来源：wind，华鑫证券研究

1.3、业绩稳定增长，高盈利高周转

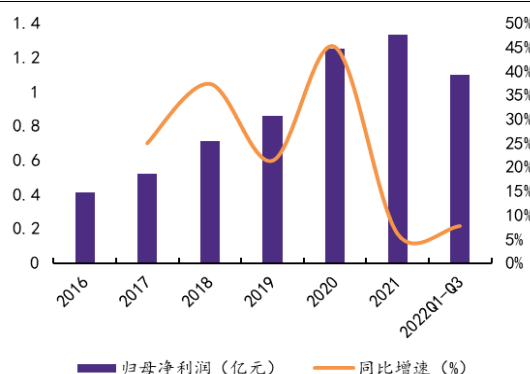
收入、利润稳定增长，业绩有望恢复。味知香营收从 2016 年 2.91 亿元增至 2021 年 7.65 亿元，5 年 CAGR 为 21%；归母净利润从 2016 年 0.41 亿元增至 2021 年 1.33 亿元，5 年 CAGR 为 27%，公司收入和利润呈增长态势。2022Q1-Q3 营收、归母净利润分别为 6.07、1.10 亿元，分别同增 6.47%、7.65%。其中 2022Q3 营收和归母净利润分别为 2.29、0.40 亿元，分别同比 11.82%、-2.71%。三季度收入增速环比改善，但仍然低于去年同期，系疫情影响、产能受限及产品结构改变所致；利润短期承压，主要系原材料价格波动及渠道开拓费用增加所致。随着疫后餐饮端复苏、消费需求恢复及产能释放，公司业绩有望反弹。

图表 4：味知香 2022Q3 营收 2.29 亿元，同增 12%



资料来源：wind，华鑫证券研究

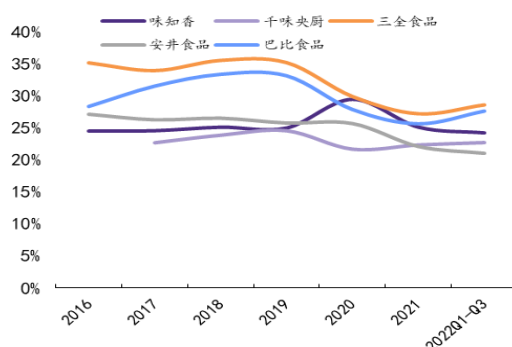
图表 5：味知香 2022Q3 归母净利润 0.4 亿元，同减 3%



资料来源：wind，华鑫证券研究

毛利率稳中有升，短期受原料价格波动影响。味知香毛利率处于行业中等水平，由 2016 年 24.49% 增至 2021 年 25.11%，整体稳中有升。2021 年毛利率较 2020 年下降 4.35pct，主要系：1) 原材料成本上涨；2) 会计准则变更后物流费用调整至营业成本，且电商业务履约成本高导致物流费用增加所致。2022Q3 毛利率为 23.86%，同降 2.38pct，系成本端仍在高位导致毛利率短期承压所致。伴随牛肉等原料价格从高位回落，预计毛利率较大改善。

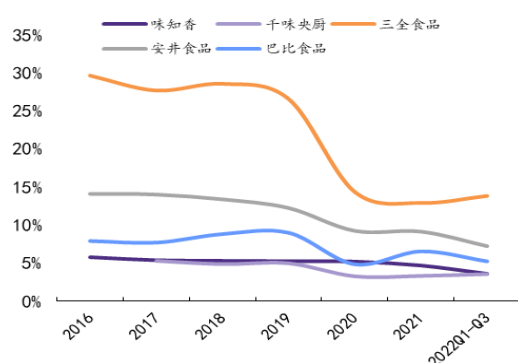
图表 6：2022Q3 味知香毛利率 23.86%



资料来源：wind，华鑫证券研究

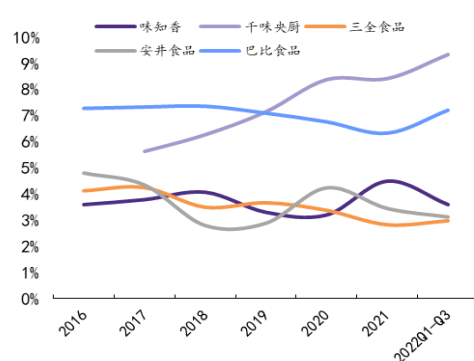
费用管控能力强，净利润处于行业高位。1) 销售费用率：由2016年5.8%降至2021年4.73%，与可比公司相比较低，主要因为公司产品推广更多采取销售人员下沉集贸市场的方式，且尚未构建全国销售网络，广宣投放较少。2021年销售费用率剔除政策影响后较2020年有所上升，系区域拓展导致销售人员增加以及公司加强线上销售所致；2) 管理费用率：由2016年3.6%增至2021年4.49%，2021年管理费用率同增1.28pct，系员工数量增加以及上市相关费用所致。3) 财务费用率：由2016年-0.05%降至2021年-1.86%，2021年财务费用率同减1.52pct，系定期存款到期及存款增加导致利息收入增加所致。综合来看，净利率由2016年14.27%增至2021年17.35%，得益于较强的费用管控能力，净利率在行业内处于高位。2021年净利率较2020年下降2.74pct，2022Q3净利率为17.46%，同减2.61pct，系毛利率拖累以及渠道开拓费用增加所致。

图表 7：2022Q3 味知香销售费用率 3.56%



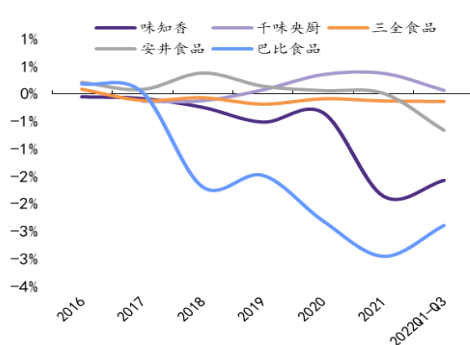
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：2022Q3 味知香管理费用率 3.58%



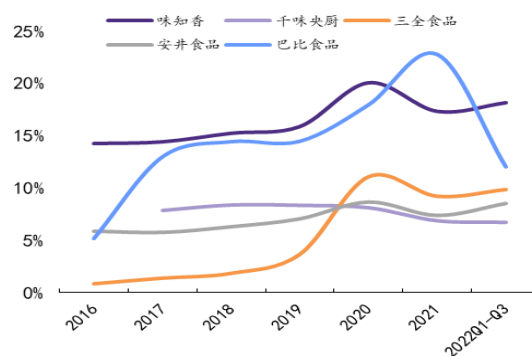
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：2022Q3 味知香财务费用率-1.86%



资料来源：wind，华鑫证券研究

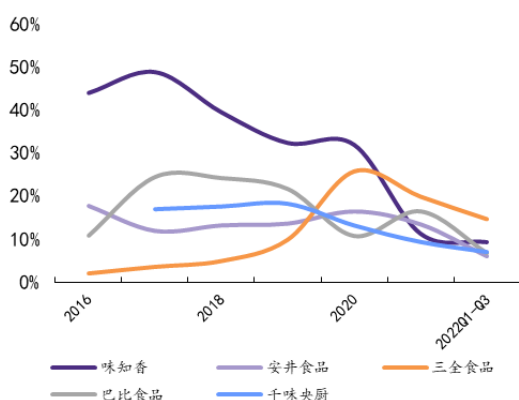
图表 10：2022Q3 味知香净利率 17.46%



资料来源：wind，华鑫证券研究

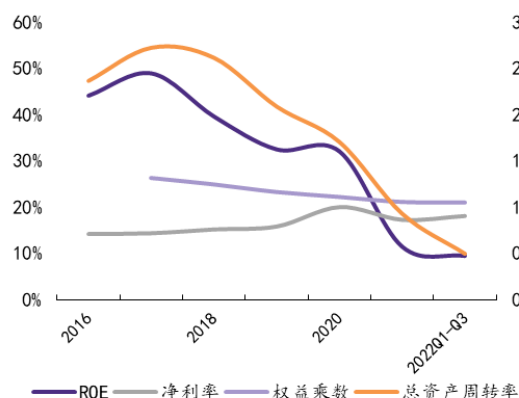
ROE 有所回落，主要系资产周转率下降所致。味知香 ROE 由 2016 年 44.01% 下降至 2021 年 11.33%。公司 ROE 在行业内处于高位，但 2018 年开始呈下滑趋势，2021 年被安井食品、三全食品和巴比食品超越。杜邦分析拆解看，公司净利率稳中有升，总资产周转率由 2016 年 2.37 次下降至 2021 年 0.93 次，主要系新建厂房及资产规模扩张速度高于收入增长速度所致，权益乘数整体保持稳定。综合来看，ROE 下降主要与资产周转率下降有关。

图表 11: 2022Q1-Q3 味知香 ROE 为 9.35%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

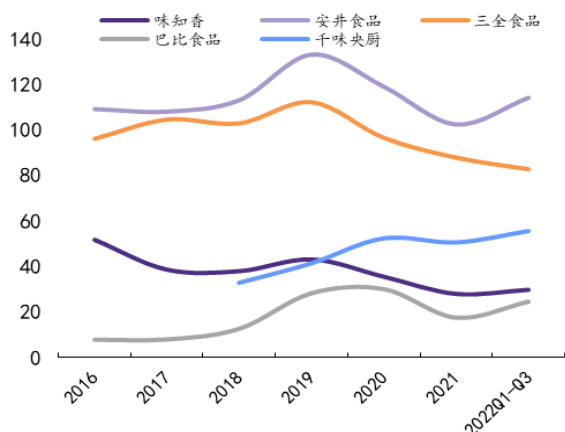
图表 12: 味知香 ROE 由 2016 年 44.01% 下降至 2021 年 11.33%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

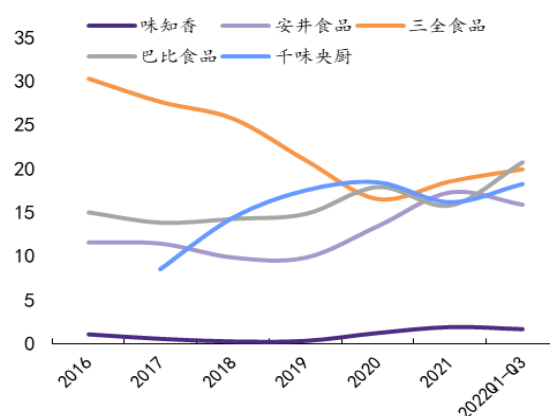
周转天数处行业低位, 保持较高营运效率。味知香的营运效率与可比公司相比较高, 其中: 1) **存货周转天数**: 由 2016 年 51.95 天降至 2021 年 28.09 天, 主要由于半成品菜相对火锅料等速冻食品季节性较弱, 备货需求较低, 以及公司为规避财务风险主动控制存货规模; 2) **应收账款周转天数**: 由 2016 年 1.03 天增至 2021 年 1.87 天, 但处于行业低位, 主要系公司下游经销商客户大多为个体工商户, 公司采用严格的信用政策, 同时大多采用款到发货的形式进行销售, 应收账款余额水平较低所致; 3) **应付账款周转天数**: 由 2016 年 21.46 天降至 2021 年 9.27 天, 在行业内处于低位, 说明公司采购付款及时, 较少赊购原材料。

图表 13: 味知香存货周转天数由 2016 年 51.95 天降至 2021 年 28.09 天



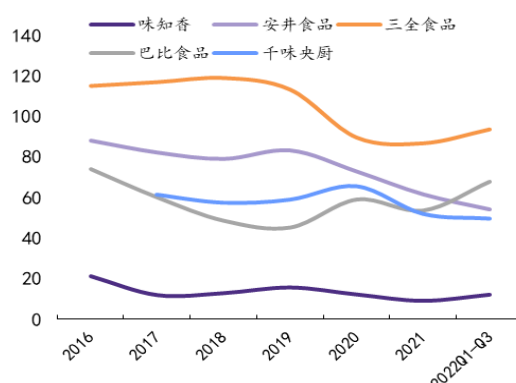
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 14: 味知香应收账款周转天数由 2016 年 1.03 天增至 2021 年 1.87 天



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 15：味知香应付账款周转天数由 2016 年 21.46 天降至 2021 年 9.27 天



资料来源：wind，华鑫证券研究

2、预制菜：万亿蓝海市场，发展空间广阔

2.1、预制菜起源于美国，疫情后进入加速期

2.1.1、预制菜定义及分类

根据中国烹饪协会团体标准《预制菜》，预制菜定义为以一种或多种农产品为主要原料，运用标准化流水作业，经预加工（如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等）和/或预烹调（如炒、炸、烤、煮、蒸等）制成，并进行预包装的成品或半成品菜肴。根据对原料加工的深浅程度以及食用的方便性，预制菜可分为四类：即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品（预制净菜）。

(1) 即食食品：指开封后即可食用的预制调理食品，面向 C 端零售为主，如即食凤爪、牛肉干、八宝粥、罐头、卤味鸭脖等。

(2) 即热食品：指经过热水浴或微波炉加热后即可食用的食品，通常冷冻或常温保存，多在便利店、商超、新零售等渠道可见，如速冻水饺、便利店快餐、方便面、自热火锅等。

(3) 即烹食品：指经过相对深加工（加熟或油炸）后按份分装，须入锅经过翻炒、复蒸等烹饪流程，按需加入搭配的调料包后即可食用的半成品材料，属于半成品菜范畴，同时面向 B 端和 C 端，如冷藏牛排、预制宫保鸡丁、预制猪肚鸡等。

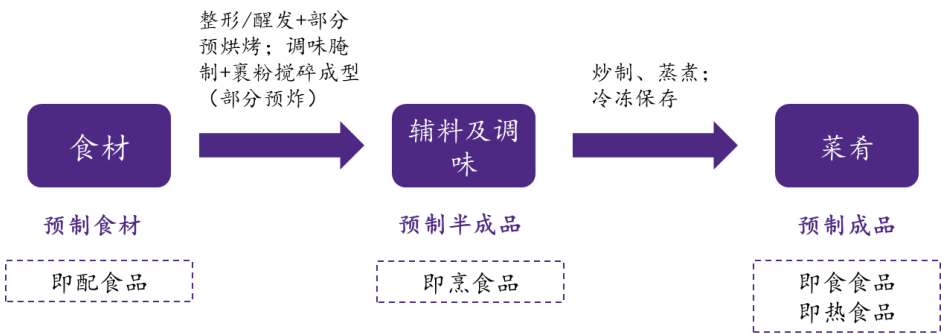
(4) 即配食品：指经过筛选、清洗、分切等初步加工，按份封装的净菜，需要自行烹饪和调味才可食用，同时面向 B 端和 C 端。

图表 16：预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品

分类	示例	渠道	代表企业
即食食品	  	C 端	银鹭、有友食品
即热食品	  	B 端、C 端	海底捞、康师傅、三全食品
即烹食品	  	B 端、C 端	味知香、安井食品、珍味小梅园、好得睐
即配食品	  	B 端、C 端	盒马、叮咚、永辉、朴朴

资料来源：京东，天猫，艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 17：预制菜生产流程一览



资料来源：艾媒咨询，华鑫研究整理

2.1.2、预制菜行业历史沿革

预制菜起源于美国，成熟于日本。1920 年，世界上第一台快速冷冻机在美国试制成功，由此推动美国冷冻食品发展。1953 年，美国斯旺森公司将烹调的火鸡与其他晚餐常见配菜用铝制托盘包装后售卖，并将这种新式商品组合命名为“电视快餐”，开创预制餐的先河；随着预制菜在餐饮行业的发展，1969 年在美国成立的 Sysco 逐渐发展为全球超大型食材配送供应链公司。20 世纪 80 年代，净菜加工配送在日本、加拿大及部分欧洲国家开始兴起，起初主要向餐饮行业供应，随着行业发展及消费者接受度提高，料理包在日本都市的便利店中出现，同时日本国内两间最大的预制菜企业——神户物产和日冷集团成立，预制菜发展逐渐成熟。

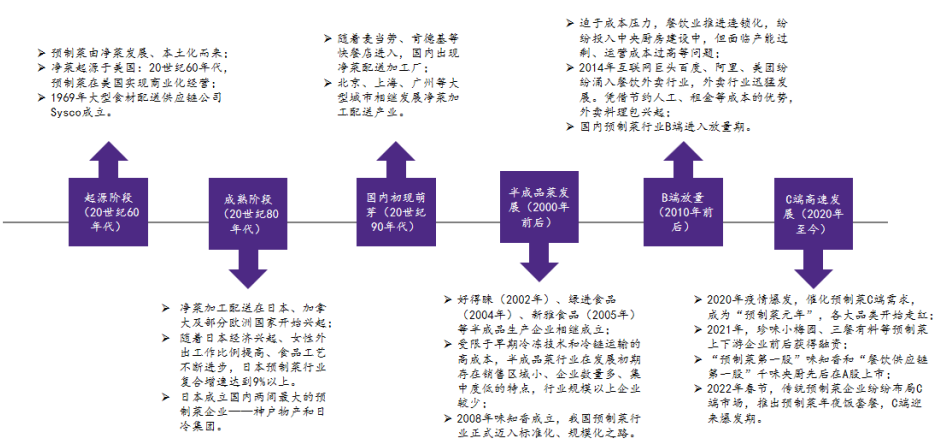
我国预制菜发展相较于美国和日本起步较晚，主要经历萌芽期、发展期以及加速期三个阶段。

萌芽期（20 世纪 90 年代）：随着麦当劳、肯德基等快餐店进入，国内出现净菜配送加工厂，并以北上广深为代表开始发展净菜加工配送产业，最初供应餐饮行业，以降低其人工、水电成本，减少厨房面积和设备采购；之后部分净菜企业也面向家庭、个人零售供应。

发展期（2000 年前后）：随着我国冷链产业加速发展以及预制菜供应链逐步完善，好得睐（2002 年）、绿进食品（2004 年）、新雅食品（2005 年）、味知香（2008 年）等深加工半成品菜企业相继成立，通过对肉禽、水产等原材料进一步加工，预制菜产品种类日益丰富。但受限于早期冷冻技术和冷链运输的高成本，半成品菜行业在发展初期存在销售区域小、企业数量多、集中度低的特点，规模以上企业较少。此外，迫于成本压力，餐饮业为推进连锁化开始建设中央厨房，但面临产能过剩、运营成本过高等问题；2010 年前后随着餐饮连锁化以及外卖逐渐兴起，国内预制菜 B 端进入放量期。

加速期（2020 年后）：2020 年疫情影响下，预制菜 C 端需求高增，推动我国预制菜加速发展。各家企业开始在春节期间推出预制菜年夜饭套餐礼盒来发力 C 端，猪肚鸡、酸菜鱼、狮子头、佛跳墙等菜品开始走红。此外，预制菜相关企业掀起融资潮，2021 年珍味小梅园、三餐有料等预制菜上下游企业前后获得融资；味知香“预制菜第一股”和“餐饮供应链第一股”千味央厨先后在 A 股上市。

图 18：预制菜发展历程一览



资料来源：红餐网，味知香招股说明书，华鑫研究整理

图 19：2021-2022 年部分预制菜相关企业融资情况一览

公司名称	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
一船小鲜	2021. 1	A 轮	数千万元	上海弘昌晨
阳际山野	2021. 2	Pre-A 轮	数千万元	三七互娱
王家渡食品	2021. 3	A 轮	近亿元	复星星元、番茄资本
锅圈食汇	2021. 3	D 轮	3 亿美元	招银国际、天图资本、超限
	2021. 8	D+轮	近亿美元	茅台建信、物美
	2022. 11	战略融资	未披露	春雨霏霏(上海)实业有限公司、招银国际、不惑创投
珍味小梅园	2021. 3	A 轮	数千万元	毓盛资本
	2021. 10	B 轮	数千万元	星陀资本、清科资管、毓盛资本、零一创投、德聚兄弟
	2022. 1	B+轮	数千万元	百度、鼎翔资本、零一创投

请阅读最后一页重要免责声明

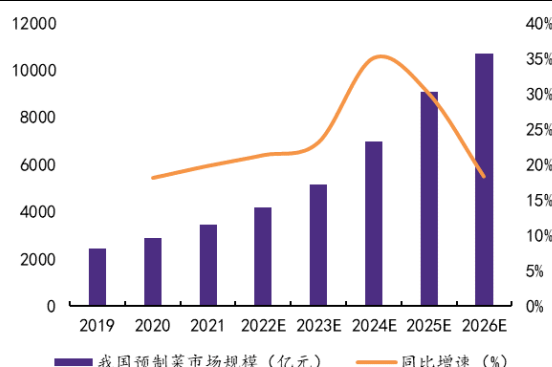
	2022.5	战略融资	未披露	德聚兄弟
味知香	2021.4	IPO	6.54 亿元	公开发行
三餐有料	2021.6	A+轮	数千万元	众海投资、梅花创投
寻味狮	2021.7	天使轮	数千万元	天图投资、源码资本
	2022.11	A 轮	未披露	绿洲资本
小牛凯西	2021.8	A 轮	近亿元	广发信德领投、福州禹广跟投
千味央厨	2021.9	IPO	3.34 亿元	公开发行
麦子妈	2021.10	战略融资	未披露	元气森林（北京）食品科技集团有限公司
得利斯	2022.2	战略融资	未披露	瑞华控股、银河资本、中金公司、中国银河证券、凡益资产
信良记	2022.3	C 轮	未披露	峰瑞资本
冻品码头	2022.4	A 轮	数千万元	元昆创投
禧丸	2022.5	天使轮	数百万元	未披露
乐肴居	2022.6	B 轮	约亿元人民币	中粮农业
花花食界	2022.7	天使轮	数千万元	泥藕资本、海南晟怡投资、上海铜程
菜方便	2022.8	天使轮	500 万元	东莞寰硕创业投资有限公司
皇家小虎	2022.12	Pre-B 轮	数千万元	彬复资本、顺为资本

资料来源：红餐网，华鑫证券研究

2.2、万亿赛道指日可待，集中度亟待提升

预制菜已成千亿市场，突破万亿指日可待。艾媒咨询数据显示，我国预制菜行业规模由 2019 年 2445 亿元增至 2021 年 3459 亿元，2 年 CAGR 为 19%，高于餐饮行业整体增速。2020 年受疫情影响，餐饮行业规模下滑 15.4%，预制菜行业逆势实现 18.1% 的增长。预计 2022 年预制菜行业规模达到 4196 亿元，同比增长 21%，随着 BC 端需求增长，2026 年市场规模有望达到 10720 亿元。

图表 20：我国预制菜市场规模 2019-2021 年 CAGR 为 19%，预计 2026 年达到 10720 亿元



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 21：2020 年受疫情影响，餐饮行业规模下滑 15.4%

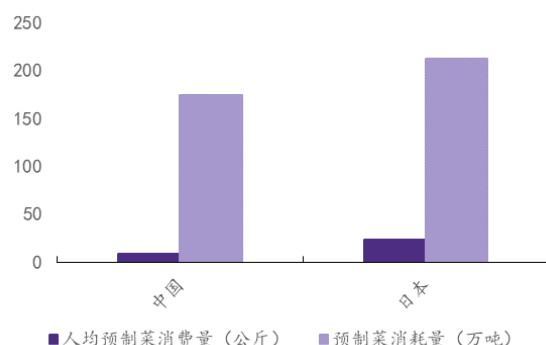


资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

正处竞争蓝海，集中度亟待提升。一方面，我国预制菜渗透率仍较低，仅为 10%-15%，预计 2030 年增至 15%-20%，而速冻食品发展较早的日本预制菜渗透率已达 60% 以上。人均

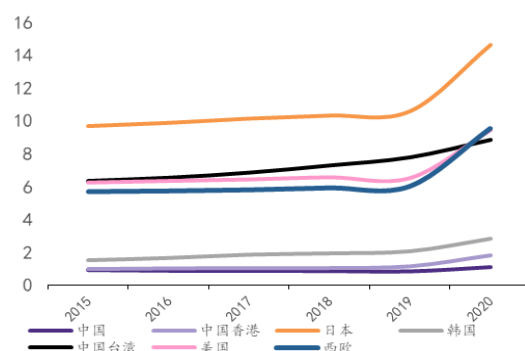
消费看，2021 年我国预制菜人均预制菜消费量仅为 8.9KG，远低于日本 23.59KG；规模占比看，2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%，远低于日本 14.61%，中国台湾 8.87%，美国 9.44%。另一方面，我国预制菜行业中小企业较多，尚未形成行业龙头，行业 CR5 仅为 9.2%，远低于日本 64.04%。

图表 22：2021 年我国人均预制菜消费量仅为 8.9KG



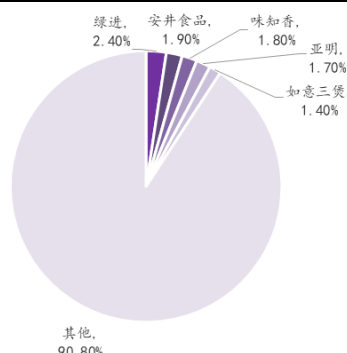
资料来源：36 氪研究院，华鑫证券研究

图表 23：2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%



资料来源：立鼎产业研究院，华鑫证券研究

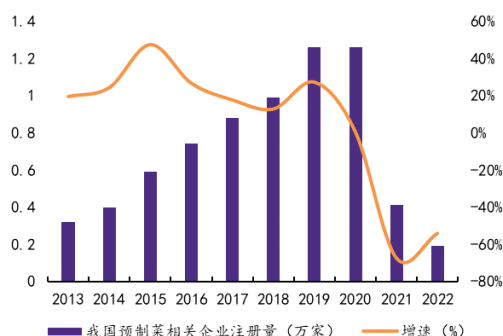
图表 24：我国预制菜行业 CR5 为 9.2%



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

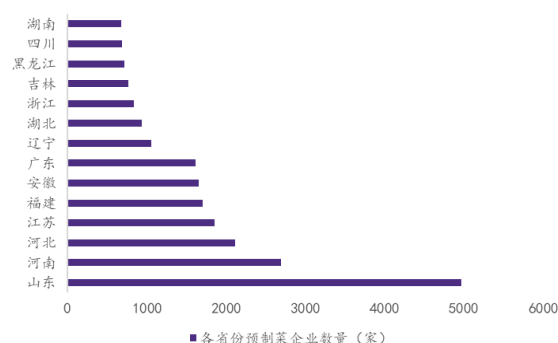
行业参与者众多，区域性特征明显。随着预制菜走红，产业链上下游企业竞相切入预制菜赛道。据蓝鲨消费数据，我国预制菜相关企业注册量连续 7 年上升，2020 年由于疫情催化预制菜 C 端需求，注册量达到 1.26 万家，为近十年峰值，截至 2022 年底共有预制菜相关企业 6.4 万家。目前我国预制菜企业主要集中在东南沿海地区，其中山东省预制菜企业数量最多，达到 4964 家，其次是河南、河北以及江苏，预制菜企业数量分别为 2693 家、2120 家和 1856 家。我们认为，预制菜行业区域性特征明显的主要原因是：1) 我国幅员辽阔，各地区形成差异化饮食习惯和口味，典型特征是我国菜系众多，烹饪手法及工序较为复杂，菜品全国化难度较大；2) 产品新鲜度要求以及冷链物流发展限制企业配送半径，加大全国化扩张难度。

图表 25：截至 2022 年底共有预制菜相关企业 6.4 万家



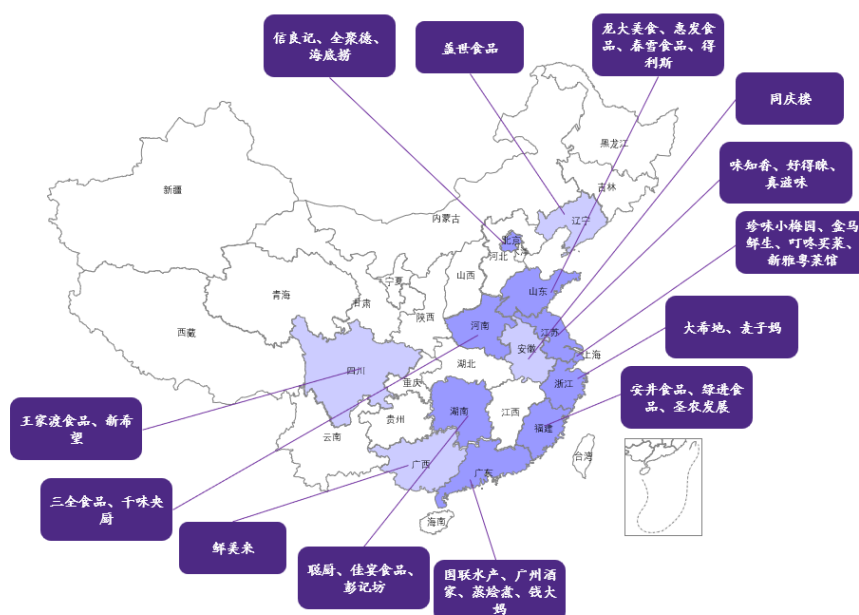
资料来源：蓝鲨消费，华鑫证券研究

图表 26：山东省预制菜企业数量最多，达到 4964 家



资料来源：每日经济新闻，华鑫证券研究

图表 27：预制菜企业区域分布一览

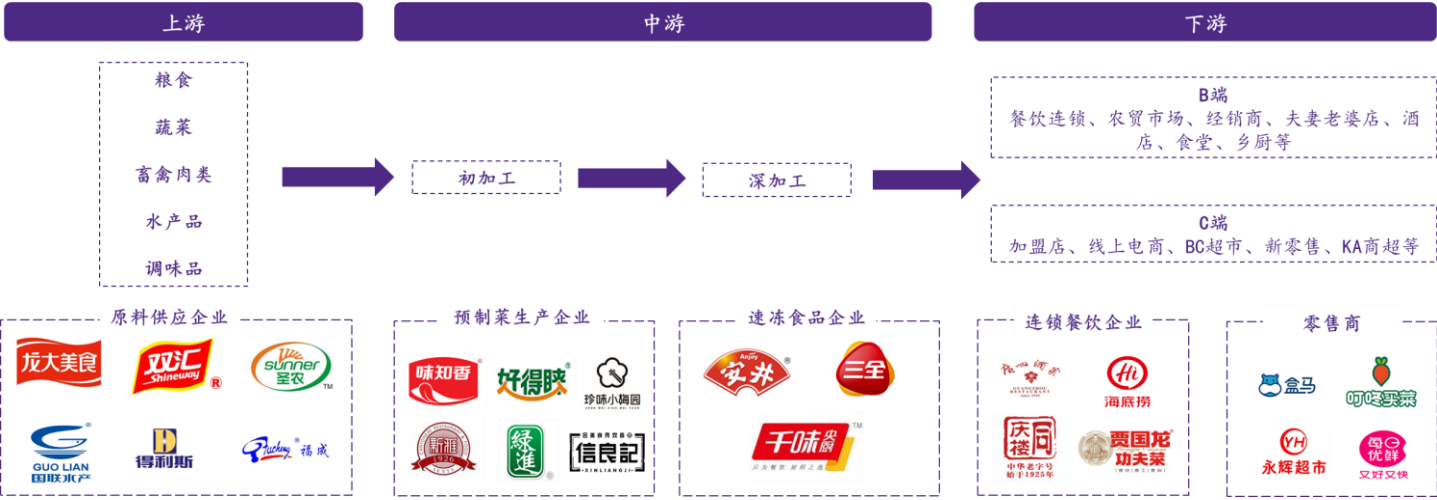


资料来源：棋盘资本，华鑫证券研究

通过拆解预制菜产业上下游，我们认为，行业参与者可分为五大类：1) 以国联水产、**龙大美食**、**得利斯**为代表的原料供应企业：具备上游原材料优势，产品品质得到保障，由于主要服务于 B 端客户，其大客户资源较丰富，但劣势在于欠缺 C 端品牌力，渠道分销能力弱；2) 以**味知香**、**珍味小梅园**为代表的预制菜生产企业：预制菜专业生产商，产品研发经验丰富，拥有成熟的预制菜销售渠道，由于多为区域性企业，故在局部区域内知名度较高；但目前多为小作坊，工厂规模化程度低；3) 以**安井食品**、**三全食品**和**千味央厨**为代表的速冻食品企业：速冻食品生产出身，工厂标准化程度较高，能够借助原有渠道网络铺设产品，但须考虑渠道协同性；4) 以**海底捞**、**广州酒家**为代表的连锁餐饮企业：一般通过自建央厨或 OEM 代工生产预制菜产品，并在门店渠道进行销售，产品品类以自身门店菜品为主，由于自带厨师资源，菜品研发能力较强；5) 以**叮咚买菜**、**盒马鲜生**为代表的零售商：通过自身平台销售预制菜，由于直触消费者且具备数字化基础，终端洞察力较强，但生产

依赖 OEM 代工，品质稳定性较难把控。

图表 28：预制菜产业链一览



资料来源：华鑫证券研究

图表 29：预制菜行业主要参与者一览

产业链位置	参与者	主要企业	销售渠道	生产模式	优势	劣势
上游	原料供应企业	国联水产、龙大美食、得利斯、双汇发展、圣农发展	B 端为主（餐饮连锁、农贸市场、经销商、线上电商等）	自产为主	工厂规模和自动化程度高；具备原料优势，产品可溯源，保障品质；大客户资源丰富	C 端品牌力较弱；渠道分销能力较弱
中游	速冻食品企业	安井食品、三全食品、千味央厨	B 端+C 端（经销商、农贸市场、商超、线上电商）	自产+代工	生产标准化程度高；具备渠道优势；单品打造能力强；品牌知名度高；供应链布局较完善	自产比例较低；须考虑渠道协同性
	预制菜生产企业	味知香、好得睐、珍味小梅园、绿进食品、信良记	B 端+C 端（经销商、加盟店、经销商、线上电商）	自产为主	销售渠道成熟；具备产品研发经验；专业出身，产品力较强；B 端客户黏性强，区域知名度高	区域性较强；工厂规模化程度较低，多为小作坊
下游	连锁餐饮企业	海底捞、广州酒家、同庆楼、西北贾国龙	C 端（线下门店、线上电商）	自建央厨+代工	具备专业厨师资源，菜品研发能力强；C 端品牌力较强；了解终端消费者的个性化需求	销售渠道有限；供应链布局较欠缺；自建央厨存在成本问题
	零售商	叮咚买菜、盒马鲜生、永辉超市、每日优鲜	C 端（线上线下结合的新零售模式）	代工+战略合作	直触终端消费者，市场洞察能力较强；具备产品推广优势；提供“最后一公里”服务	依赖第三方工厂，产品力较弱；销售渠道较单一

资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

行业政策及标准相继出台，有望加速行业出清。2016 年以来，我国出台多项与预制菜行业相关的政策性文件，主要从以下几方面明确发展举措及方向：1) 加强渠道基础设施建设，优化供给结构和条件；2) 建立生产全流程溯源体系，保障食品安全；3) 加强技术改

造，推动食品加工营养化转型；4) 健全冷链物流体系，提升信息化水平；5) 培育新业态及新兴产业，大力发展绿色食品；6) 优化行政审批流程，重视人才培养。2022 年以来，各省区也相继制定并出台预制菜行业标准及产业政策，推动行业健康化和规范化发展。2023 年 2 月预制菜正式被写入中央一号文件，得到国家政策的支持和保障。随着预制菜行业标准逐渐完善以及政策相继出台，有望提升行业门槛，加速行业出清。

图表 30：2016 年以来国家层面预制菜行业相关政策一览

发布日期	政策名称	政策内容
2016 年 12 月	《关于进一步促进农产品加工业发展的意见》	(1) 拓宽主食供应渠道 ，加快培育示范企业，积极打造质量过硬、 标准化程度高 的主食品牌。(2) 研制生产一批传统米面、杂粮、 预制菜肴 等产品，加快推进马铃薯等薯类产品主食化。
2016 年 12 月	《关于做好“十三五”时期消费促进工作的指导意见》	(1) 优化消费供给结构，推进内贸流通创新，拓宽消费供给渠道；(2) 加强流通基础设施建设 ，提升消费供给条件，推动消费规模扩大和消费结构升级。
2017 年 1 月	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	(1) 优化行政审批流程 ，为企业提供优质公共服务；(2) 完善食品工业支持政策，充分利用现有资金渠道，重点支持食品行业重大 技术改造 ；(3) 加强人才队伍建设，鼓励高等院校加强食品行业需中高端人才的培养。
2017 年 2 月	《“十三五”国家食品安全规划》	全面落实企业主体责任，确保 生产过程整洁卫生 并符合有关标准规范，确保生产经营各环节 数据信息采集留存真实、可靠、可溯源 ，加快食品安全标准与国际接轨，建立最严谨的食品安全标准体系。
2017 年 4 月	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	健全 冷链物流 标准和服务规范体系、完善冷链物流基础设施网络、鼓励冷链物流企业经营创新、提升冷链物流信息化水平、加快冷链物流技术装备创新和应用。
2017 年 5 月	《“十三五”食品科技创新专项规划》	加快食品高新技术产业发展，推进科技和产业深度融合，增强食品科技创新，培育食品 新业态和新兴产业 ，强化食品品牌建设，促进一二三产业融合发展。
2017 年 6 月	《国民营养计划（2017-2030 年）》	(1) 加快 食品加工营养化转型 ，提出食品加工工艺营养化改造路径。(2) 研究不同贮运条件对食物营养物质等的影响，控制食物贮运过程中的营养损失。
2019 年 5 月	《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	(1) 严把食品加工质量安全关；(2) 严把流通销售质量安全关，建立覆盖基地贮藏、物流配送、市场批发、销售终端全链条的冷链配送系统；(3) 建立 食品安全追溯体系 ，食品生产企业对其产品追溯负责。
2019 年 12 月	《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	到 2035 年，食品安全标准水平进入世界前列，产地环境污染得到有效治理。食品安全风险管控能力达到国际先进水平，食品安全状况实现根本好转。
2020 年 1 月	《食品生产许可管理办法》	对食品生产许可证申请、受理、审查、许可证管理、监督检查等作出了详细规定。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年（2021-2025 年）规划和 2035 年远景目标纲要》	要大力发展 绿色食品产业 ，支持绿色食品等重大项目建设，壮大绿色食品产业链。
2023 年 2 月	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	培育乡村新产业、新业态。提升 净菜、中央厨房 等产业标准化和规范化水平，培育发展 预制菜产业 。

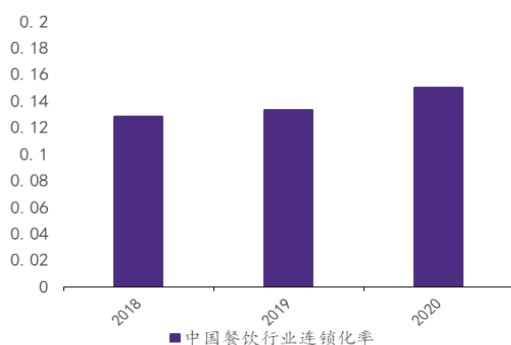
资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

2.3、BC 端需求推动行业扩容，供给端保障行业发展

2.3.1、B 端：预制菜实现降本增效，短期放量确定性高

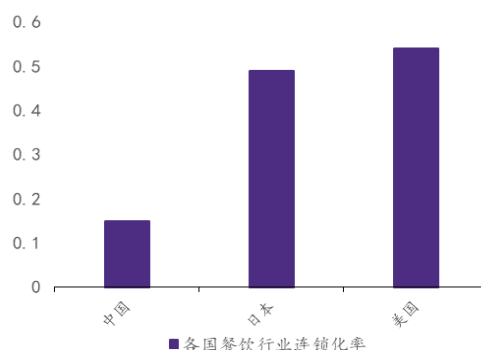
我国餐饮连锁化率和集中度仍有较大提升空间。据 CCFA（中国连锁经营协会），我国餐饮连锁化率逐年提升，由 2018 年 12.8% 增至 2020 年 15%。但对标美国和日本等成熟市场仍然较低。美国连锁快餐于 20 世纪 20 年代进入快速发展期，目前餐饮连锁化率已达 54%，日本餐饮连锁率也达到 49%。竞争格局看，我国餐饮行业 CR5 仅为 2%，远低于美国 15% 和日本 14%。我国餐饮业连锁化率低且竞争格局分散与我国菜系特点及烹饪手法有关，相比西式快餐，我国菜系种类丰富、烹饪手法工序复杂，标准化难度较高，且各区域口味差异程度大，导致餐饮企业连锁化扩张时面临成本高、众口难调等困难。

图表 31：我国餐饮连锁化率由 2018 年 12.8% 增至 2020 年 15%



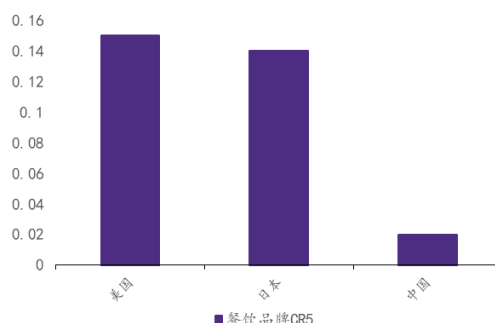
资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

图表 32：我国餐饮连锁化率远低于日本 49% 和美国 54%



资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

图表 33：我国餐饮行业 CR5 为 2%



资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

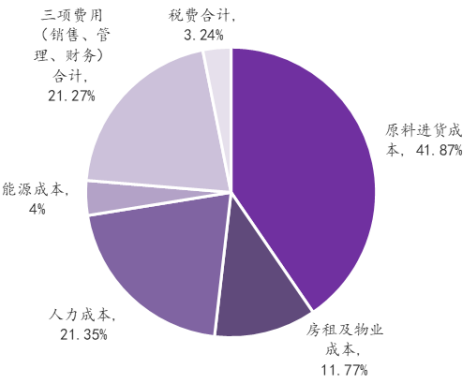
图表 34：中美餐饮行业差异一览

	中国	美国
标准化程度	食材多元，烹饪工艺复杂， 标准化难度高	以汉堡、披萨等主食产品为主， 食材简单、烹饪难度低， 标准化难度低
口味区域性	各区域口味均有差异， 全国化较难	汉堡、披萨等通用食品及口 味基本可以做到 100%渗透
公司治理	龙头企业多为国企及家族企业，近年来出现创新型管 理龙头公司（海底捞）	餐饮龙头基本均为 职业经理人 以现代化管理模式经营

资料来源：中国连锁经营协会 (CCFA)，华鑫证券研究

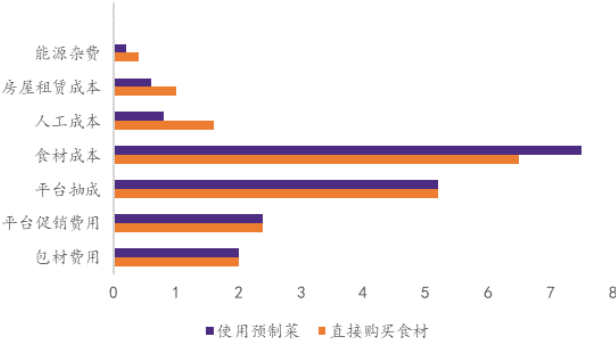
餐饮企业面临“三高”问题，预制菜实现降本增效。据中国饭店协会，餐饮企业除三项费用占比前三是原料进货成本、房租及物业成本以及人力成本，占总营收比例为 72.45%。在成本压力下，越来越多餐饮企业通过中央厨房为终端门店制作加工并配送预制食材或半成品，有效降低餐饮后厨和仓储面积、加工损耗率以及厨师成本。以美团一份 20 元快餐为例，使用预制菜与直接购买食材相比总成本下降 0.4 元，其中人工成本下降 0.8 元，房屋租赁成本下降 0.4 元以及能源杂费下降 0.2 元。餐饮企业自建中央厨房可能面临产能过剩、管理不当等问题，对于小 B 企业可能导致成本不降反增，而第三方预制菜供应商能为餐饮企业稳定供应半成品食材，满足其降本增效的需求，有利于其快速复制及扩张，因此成为众多餐饮企业的选择。随着我国餐饮规模及连锁化率提升，预制菜 B 端渗透率有望加速提升。

图表 35：餐饮企业面临“三高问题”



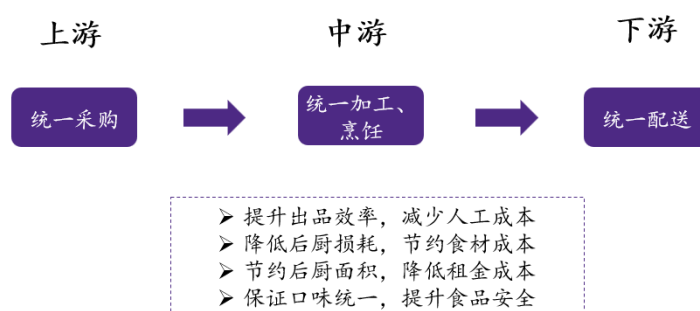
资料来源：中国饭店协会，华鑫证券研究

图表 36：使用预制菜与直接购买食材相比总成本下降 0.4 元



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

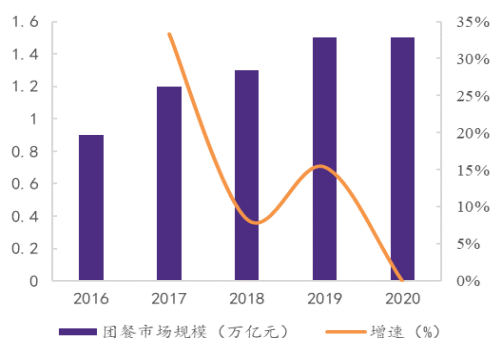
图表 37：使用中央厨房优势一览



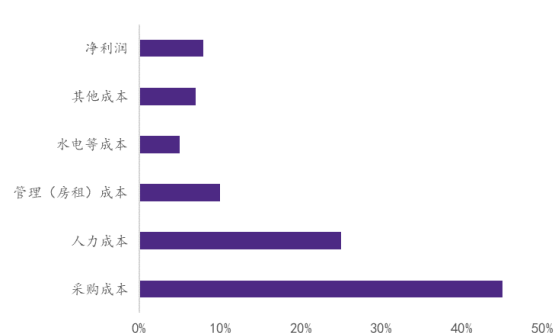
资料来源：《浅谈我国餐饮产业链中央厨房中预制菜的发展趋势》，华鑫证券研究

团餐、乡厨等新业态迅速发展，预制菜解决供应难点。据中国饭店协会，我国团餐市场销售额从 2016 年 0.9 万亿元增长至 2020 年 1.53 万亿元，4 年 CAGR 为 13.6%。我国团餐企业同样面临成本高、利润低的问题，据前瞻产业研究院，食堂运营采购成本和人力成本占总营收 70%，净利润只占 8%。团餐供应要求口味品质和出餐时间稳定，且经营场景主要是学校、机关、军队、企业、航空铁路食堂等，对食品安全要求较高。预制菜通过标准化工艺生产，能满足团餐大批量采购、集中供应以及出餐稳定的需求。此外，随着我国人均收入水平提升，以农村红白喜事为主的乡村宴席逐步发展，由于乡村宴席招待人数较多，自制菜品可能会面临采购品种和渠道复杂、加工缺乏规范以及食品安全不过关等问题。预制菜能够省去原料采购环节，提升菜品标准化程度，从而有效解决上述问题。

图表 38：我国团餐市场规模从 2016 年 0.9 万亿元增长至 2020 年 1.53 万亿元



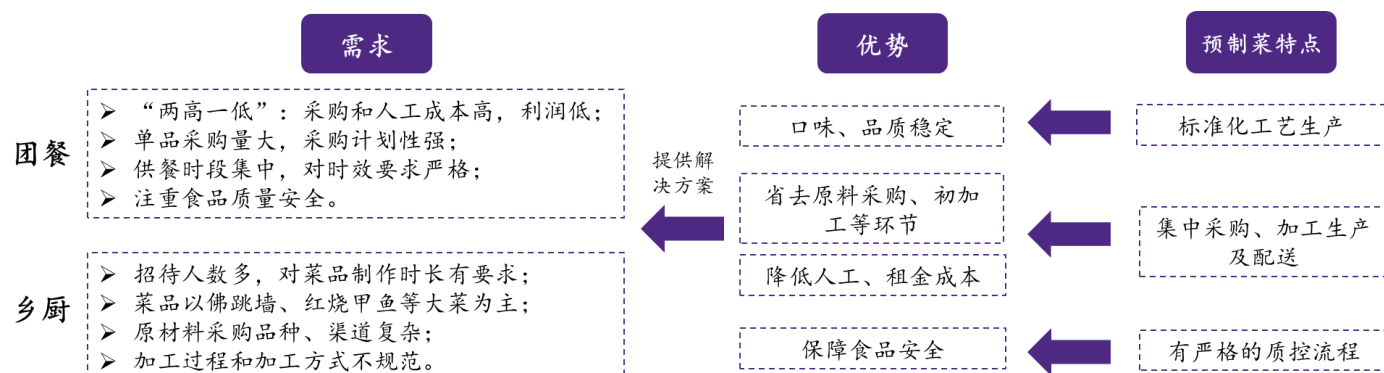
图表 39：团餐企业面临成本高、利润低的问题



资料来源：中国饭店协会，华鑫证券研究

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

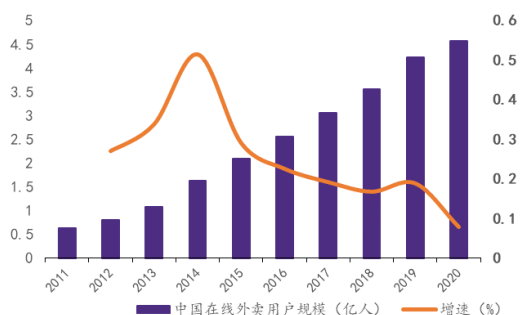
图表 40：预制菜解决团餐、乡厨供应难点



资料来源：正经趋势，华鑫证券研究

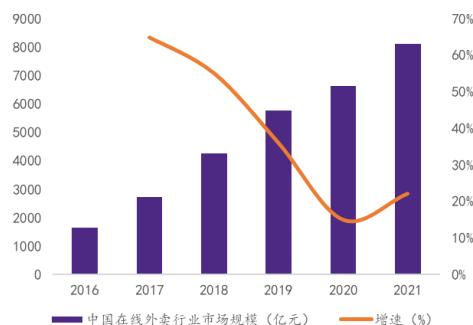
外卖市场需求崛起，加速预制菜渗透。随着懒宅经济发展，人们逐渐选择外卖替代自主烹饪，以节约时间成本。据艾媒咨询，我国外卖用户规模由 2011 年 0.63 亿人增至 2020 年 4.56 亿人，9 年 CAGR 为 25%。据华经产业研究院，我国外卖市场规模由 2016 年 1663 亿元增至 2021 年 8117 亿元，5 年 CAGR 为 37%。外卖业务对口味稳定性及出餐效率有较高要求，预制菜在采购、加工等环节实现标准化，能满足外卖企业提升品质稳定性及缩短出餐时间的需求。

图表 41：我国外卖用户规模由 2011 年 0.63 亿人增至 2020 年 4.56 亿人



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 42：我国外卖市场规模由 2016 年 1663 亿元增至 2021 年 8117 亿元



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

2.3.2、C 端：短期疫情加速培育，长期多因素驱动扩容

疫情期间预制菜销量高增，加速 C 端消费者培育。据艾媒咨询，2022 年盒马预制年菜销售同增 345%，叮咚买菜春节期间高端预制菜销量同增超 3 倍，淘宝预制菜销量同增超 100%。我们认为预制菜销量高增的原因一是**疫情加速消费者教育**，疫情期间多地实行封控政策，消费者外出堂食受限，而使用预制菜在家便能实现复杂菜品的烹饪，便捷红利凸显；二是**疫情加速 C 端渗透**，疫情期间消费者形成线上消费习惯，生鲜电商、社区团购等线上

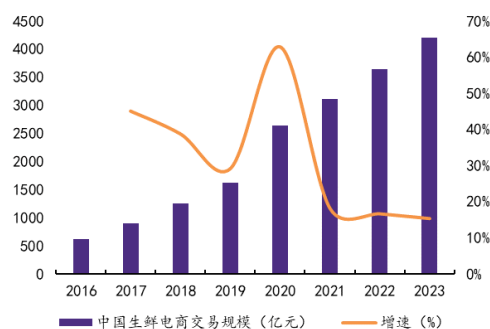
渠道快速发展，推动预制菜更快触达消费者，据艾媒咨询，我国生鲜电商交易规模 2019-2022 年 CAGR 达到 31%。此外，百度指数显示，疫情期间“预制菜”搜索热度达到峰值，说明疫情催生预制菜需求，大幅提升消费者对预制菜的认知度。

图表 43：2022 年我国预制菜销量高增



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 44：我国生鲜电商交易规模 2019-2022 年 CAGR 为 31%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

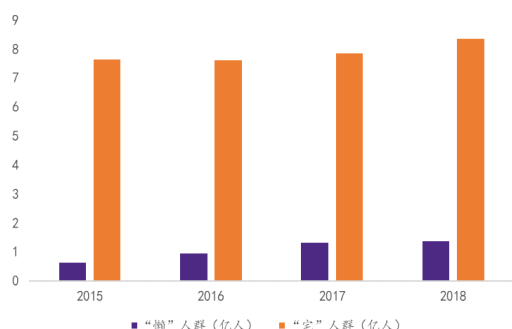
图表 45：疫情期间“预制菜”搜索热度达到峰值



资料来源：百度指数，华鑫证券研究

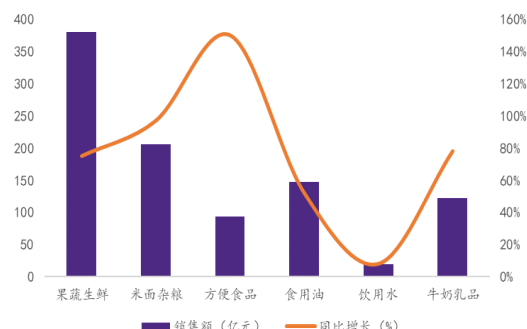
“懒宅经济”迅速发展带动预制菜需求增长。“懒宅经济”随互联网兴起而发展，据 QuestMobile 研究院，我国“懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%，疫情期间在新零售推动下加速发展，2020 年 1-5 月方便食品销售额同比增长 150%，增速显著高于其他民生类商品。预制菜便捷高效的特点迎合“懒宅经济”，据艾媒咨询，超 70% 用户购买预制菜目的是为了节省时间。在懒宅经济推动下，预制菜需求有望不断增长。

图表 46：“懒”、“宅”人群用户规模 2015-2018 年 CAGR 分别为 31%、3%



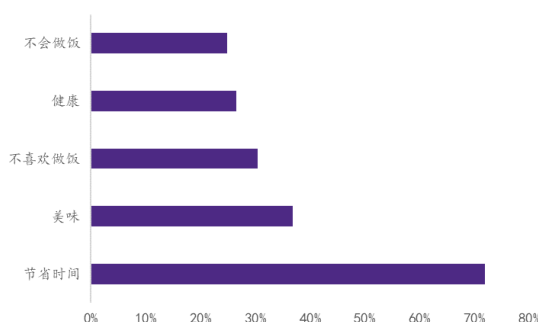
资料来源：QuestMobile 研究院，华鑫证券研究

图表 47：2020 年 1-5 月方便食品销售额同比增长 150%



资料来源：星图数据，华鑫证券研究

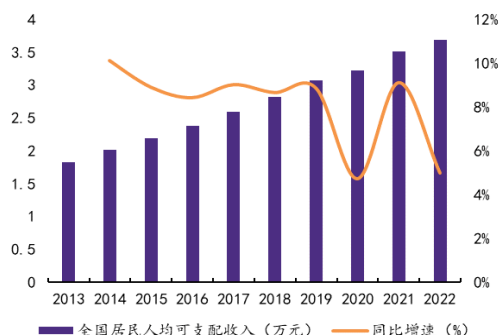
图表 48：71.9%用户购买预制菜目的是节省时间



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

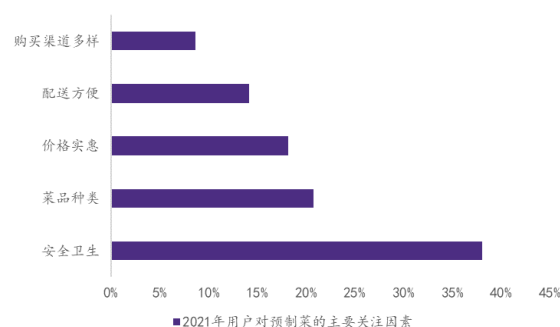
消费者品质和健康意识增强，预制菜契合消费升级趋势。据 Wind 资讯，我国全国居民人均可支配收入由 2013 年 1.8 万元增至 2022 年 3.7 万元，9 年 CAGR 为 8%。随着居民收入水平提升，消费升级趋势日益明显，消费者品质和健康意识逐渐增强，据艾媒咨询，2021 年 38.1% 用户关注预制菜的安全卫生问题，仅 18.2% 关注价格是否实惠，同时超 60% 用户会选择购买保质期 30 天以内的短保预制菜。此外，我国居民膳食结构持续改善，优质蛋白摄入量不断增加，据中国营养协会，我国居民膳食结构中动物性食物蛋白质占比从 1992 年 19% 增至 2015 年 35%。预制菜经过适当地食材搭配和营养管理，营养价值高于普通速冻食品，符合消费者追求健康营养的需求。

图表 49：我国全国居民人均可支配收入由 2013 年 1.8 万元增至 2022 年 3.7 万元



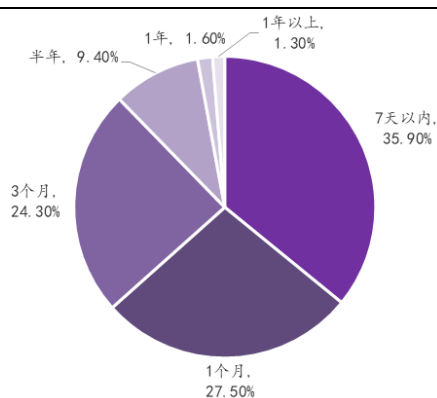
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 50：38.1% 用户关注预制菜的安全卫生问题



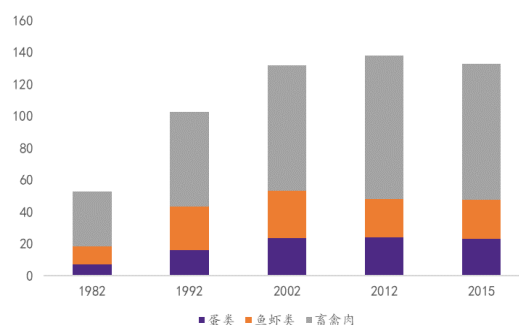
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 51：超 60% 用户选择购买保质期 30 天以内的预制菜



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 52：我国居民优质蛋白摄入量不断增加 (g/标准人日)

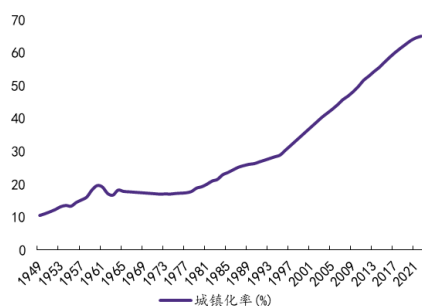


资料来源：中国营养协会，华鑫证券研究

预制菜符合社会经济结构长期变化趋势。据 Wind，我国城镇化率由 2010 年 50% 提升至 2022 年 65%。城镇化水平提升下社会结构逐渐发生变化，预制菜顺势发展，主要体现在以下方面：

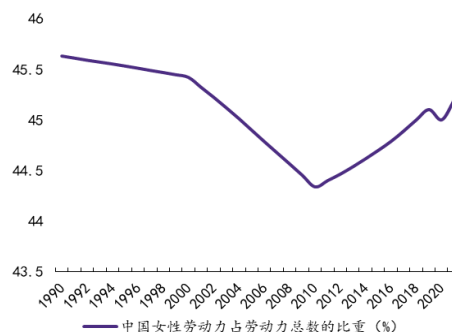
1) 女性工作比例提升：我国女性劳动力比例自 2010 年 44.3% 增至 2021 年 45.2%，在女性职业化趋势下，预制菜能有效节约女性烹饪时间，解决缺少时间做饭的问题。

图表 53: 我国城镇化率由 2010 年 50% 提升至 2022 年 65%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

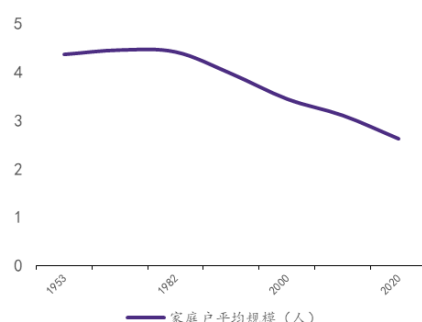
图表 54: 我国女性劳动力比例自 2010 年 44.3% 增至 2021 年 45.2%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

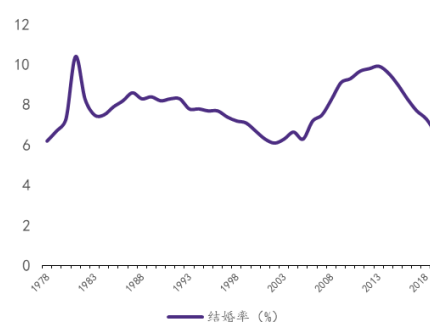
2) 单身化及家庭小型化趋势日益明显: 据 Wind, 我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人, 一胎或丁克家庭趋势日益明显。此外, 我国结婚率从 2013 年 9.9% 下降至 2019 年 6.6%。为节约时间或避免食材浪费, 单身群体或小户家庭偏爱方便快捷、分量控制精准的预制菜等方便食品。

图表 55: 我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 56: 我国结婚率从 2013 年 9.9% 下降至 2019 年 6.6%

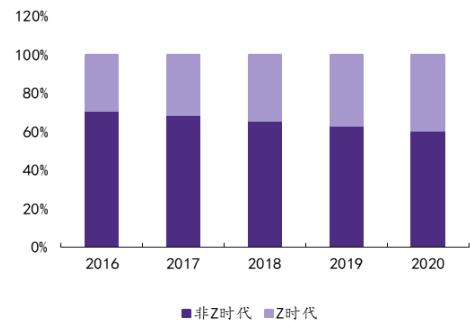


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3) Z 时代消费占比提升: 据中国连锁经营协会, 我国餐饮市场 Z 时代消费占比从 2016 年 29% 增至 2020 年 40%。由于 Z 时代追求便捷高效但外卖菜品单一固定, 因此随着 Z 时代消费能力提升, 有望增加对预制菜的需求。据《2022 年京东超市即享食品消费趋势报告》, 2021 年 16-25 岁人群预制菜消费同比增速达到 137%。

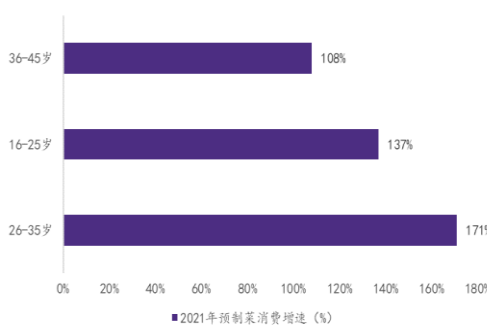
4) 人口老龄化加重: 据 Wind, 2022 年我国 60 岁及以上人口比例达到 19.8%, 较 2011 年增加 6.1pct; 此外, 跟据贝壳研究院发布的《2021 社区居家养老现状与未来趋势报告》, 我国老年人口独居比例达到 65.5%。以营养易食、慢病食疗等的预制菜作为老年餐有利于满足老年群体优化膳食结构、高效制作食疗配餐及方便进食等需求。据《2022 年京东超市即享食品消费趋势报告》, 2021 年银发族 (60 岁及以上人群) 预制菜购买数量较 2019 年增长 190%。随着我国老龄人口增长及独居老人占比提升, 预制菜需求有望持续扩大。

图表 57：餐饮市场 Z 时代消费占比从 2016 年 29%增至 2020 年 40%



资料来源：中国连锁经营协会，华鑫证券研究

图表 58：2021 年 16-25 岁人群预制菜消费同比增速达到 137%



资料来源：《2022 年京东超市即享食品消费趋势报告》，华鑫证券研究

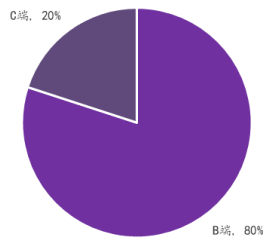
综合来看，我们认为预制菜 B 端需求确定性更强，C 端发展潜力更大。据中商产业研究院，目前我国预制菜市场 BC 端比例为 8：2，餐饮业贡献主要收入，主要因为 B 端客户粘性较强，订单稳定以及降本增效的需求更加紧迫。随着疫后餐饮端复苏以及餐饮连锁化扩张加速，B 端预制菜短期放量确定性较高。虽然预制菜在 C 端认知度提升，但目前仍处于消费者教育阶段，存在较多痛点。据艾媒咨询，61.8%的消费者认为预制菜口味复原程度有待改进，47%左右认为预制菜的安全性以及种类多元性仍须提升。因此相比 B 端，C 端消费者对产品丰富度、口味还原度、品牌知名度等方面更加注重，对企业的品牌、产品以及渠道提出更高要求。随着行业规范化以及消费者习惯养成，预制菜 C 端上行空间较大。

图表 59：B 端和 C 端对比一览

服务的客户类别	渠道占比	主要渠道	核心要素	相关企业
B 端	80%	大型及中小型餐饮、酒店、团餐、外卖商家等	1、稳定供应，提供高性价比产品； 2、定制化产品和服务； 3、特色化大单品；	安井食品、千味央厨、龙大美食、国联水产
C 端	20%	经销店、加盟店、农贸市场、KA 商超、超市、线上电商、社区团购等	1、品牌曝光度和营销； 2、丰富的产品品类； 3、口感还原度； 4、产品具备健康营养属性；	味知香、三全食品

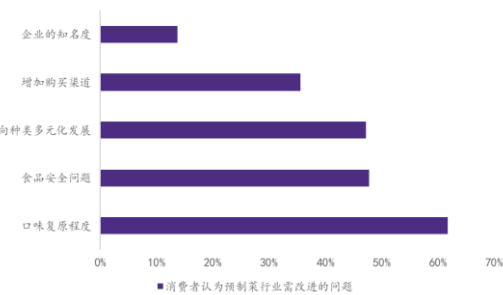
资料来源：华鑫证券研究

图表 60：我国预制菜市场 BC 端比例为 8：2



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 61：61.8%的消费者认为预制菜口味复原程度有待改进

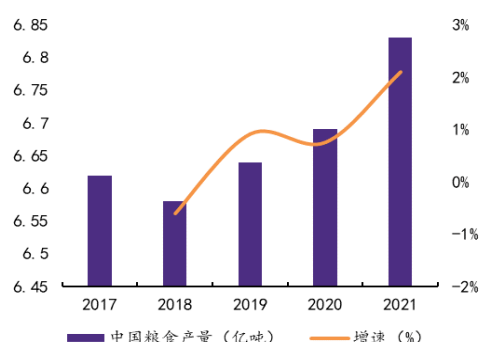


资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

2.3.3、供给端：上游原料供应稳定，下游冷链日渐完善

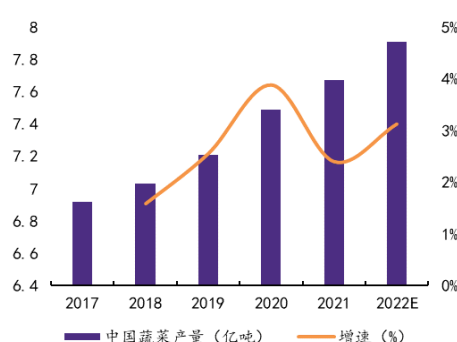
上游：产量稳定+提效升级保障预制菜长期供给。预制菜以农、畜、禽、水产品为主要原料，上游原料占产品总成本 90%以上。据中商产业研究院，我国粮食产量由 2017 年 6.62 亿吨增至 2021 年 6.83 亿吨，4 年 CAGR 为 1%；蔬菜产量由 2017 年 6.92 亿吨增至 2021 年 7.67 亿吨，4 年 CAGR 为 3%；肉类产量由 2017 年 8654 万吨增至 2021 年 8990 万吨，4 年 CAGR 为 1%。此外，我国农作物综合机械化率从 2015 年 63%提升至 2020 年 71%。我国上游供应基本稳定，机械化水平持续提升，从源头为预制菜长期供给提供保障。

图表 62：我国粮食产量由 2017 年 6.62 亿吨增至 2021 年 6.83 亿吨



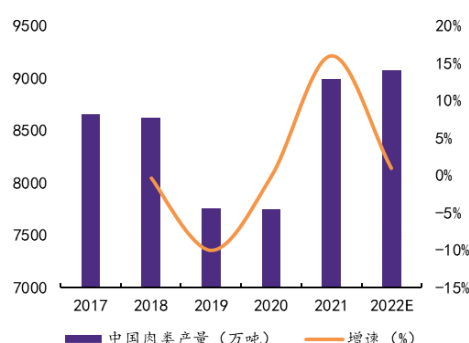
资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 63：我国蔬菜产量由 2017 年 6.92 亿吨增至 2021 年 7.67 亿吨



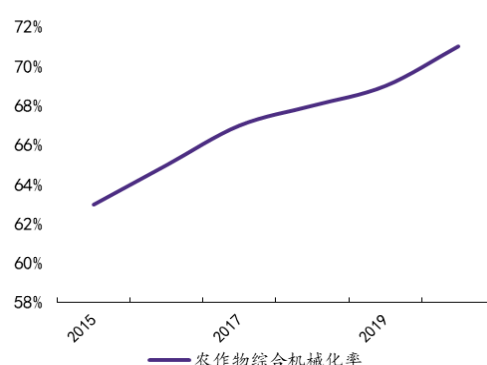
资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 64：我国肉类产量由 2017 年 8654 万吨增至 2021 年 8990 万吨



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 65：我国农作物综合机械化率从 2015 年 63% 提升至 2020 年 71%

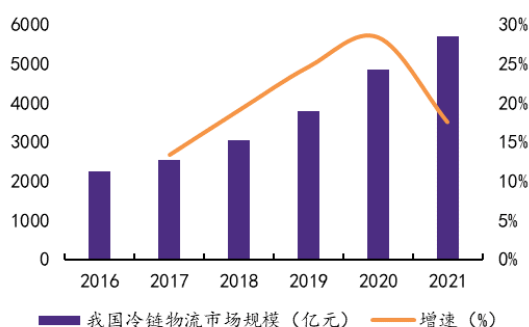


资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

下游：冷链物流设施日渐完善保障预制菜仓储运输。据艾媒咨询，2016 年冷链市场规模仅为 2250 亿元，2021 年达到 5699 亿元，5 年 CAGR 为 20%。基础设施方面，我国冷藏车保有量从 2016 年 14 万辆增至 2021 年 39.42 万辆，5 年 CAGR 为 23%；冷库总容量从 2016 年 0.30 亿吨增至 2021 年 0.52 亿吨，5 年 CAGR 为 11%。我国冷链物流基础设施迅速发展，但对标美日韩仍有较大提升空间，据中商产业研究院，我国人均冷库容量为 0.13 立方米，远低于美国 0.49 立方米、日本 0.32 立方米以及韩国 0.28 立方米。速冻半成品对贮藏运输

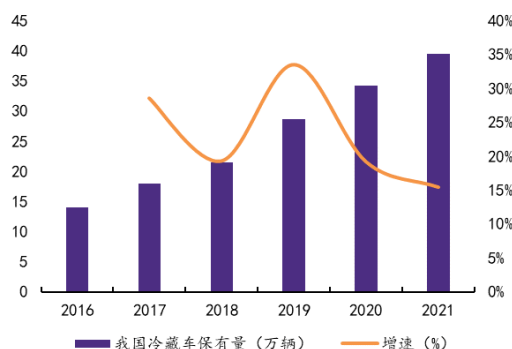
要求较为严格，要保证零下 18 摄氏度的低温环境，且下游客户较为零散，产品需求多样，需要先进的仓储物流体系及冷链运输技术满足高频率配送需求。随着冷链基础设施政策引导以及布局不断完善，有望为预制菜行业发展保驾护航。

图表 66：我国冷链物流市场规模从 2016 年 2250 亿元增至 2021 年 5699 亿元



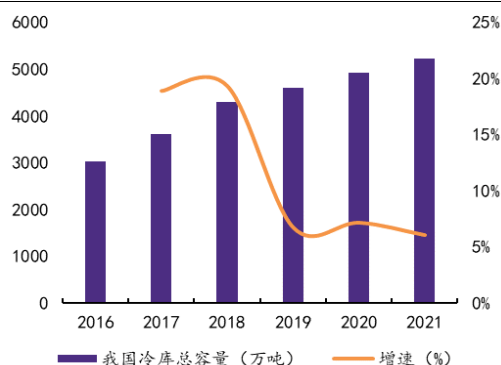
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 67：我国冷藏车保有量从 2016 年 14 万辆增至 2021 年 39.42 万辆



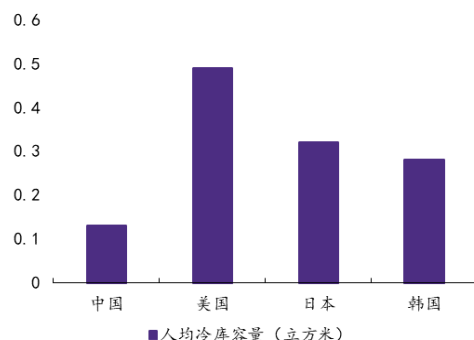
资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 68：我国冷库总容量从 2016 年 0.30 亿吨增至 2021 年 0.52 亿吨



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 69：我国人均冷库容量为 0.13 立方米，远低于美日韩水平



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

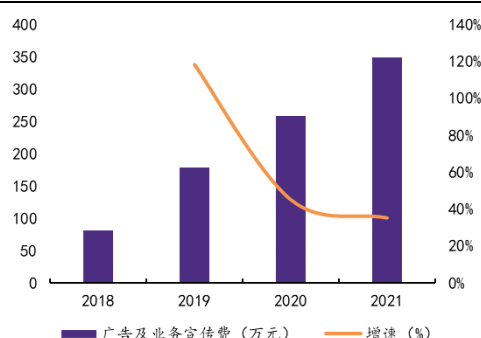
3、强产品+扩渠道+提产能，多方位打造领先优势

3.1、多元品牌布局，构筑品牌优势

加盟店助力品牌宣传，筑造区域品牌优势。公司注重品牌宣传推广，广告及业务宣传费由 2018 年 81.71 万元增至 2021 年 349.29 万元。由于加盟店会使用公司名称、品牌、商标等资产从事产品对外销售，因此具有明显的品牌特征，成为公司树立品牌并发挥品牌效应的重要途径。公司为加盟店提供风格统一的装修设计，采用给予宣传物料支持、广告投

放等方式加大品牌推广投入，进一步强化品牌定位，提升品牌知名度与影响力。公司下游客户主要集中于江浙沪地区，凭借良好的菜品口味、可靠的产品质量以及便捷的用餐体验，公司积累了较好的品牌口碑，在江浙沪区域形成较高的品牌知名度，有利于提高产品附加值，提升盈利空间 and 市场份额。

图表 70：广告及业务宣传费由 2018 年 81.71 万元增至 2021 年 349.29 万元



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 71：味知香门店形象一览



资料来源：味知香官网，华鑫证券研究

打造直营展示门店，提升品牌形象。公司 IPO 募资拟投入 1440 万元建设 18 家直营展示门店，选址集中于苏州、上海人流量集中、租金适当、交通便捷的大型社区周边，以便辐射消费者、开拓市场。直营展示门店将设立产品展示区域、菜品体验区域和零售柜台，其中产品展示区域通过视频介绍、人员讲解帮助消费者了解产品生产全流程；菜品体验区域由门店厨师选用公司产品制作成品菜肴给顾客品尝；零售柜台向客户销售公司产品，作为公司销售网络的补充。直营门店能够直接触达终端消费者，通过展示产品应用场景及产品种类，有利于提升品牌形象和加强消费者教育，提升客户的品牌忠诚度。

图表 72：直营展示门店建设计划一览

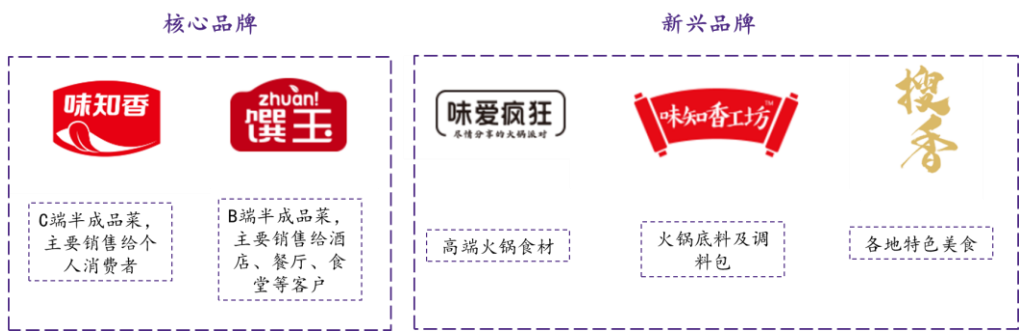
城市	建设区域	门店数量			
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	3 年累计
苏州	姑苏区、工业园区、吴中区	3	3	4	10
	其他区/县	-	2	3	5
上海	全市范围内	-	-	3	3
合计		3	5	10	18

资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

建立多元品牌矩阵，多项殊荣彰显品牌价值。当前公司建立了“味知香”和“饌玉”两大核心品牌，其中“味知香”品牌主要面向个人消费者，“饌玉”品牌主要销售给酒店、餐厅、食堂等客户。在深耕半成品菜产品的基础上，公司开发出“味爱疯狂”、“搜香寻味”和“味知香工坊”等新兴品牌，形成多元品牌矩阵。此外，公司自成立以来获得多项殊荣，先后被授予“2016 年度江苏省食品行业优秀品牌企业”、“长江三角洲地区名优食品”、“2014-2017 江苏省著名商标”、“上海食用农产品‘金篮子’品牌”、“苏州市知名商标（2014-2017）”、“苏州市质量管理金奖（2017 年）”、“中国连锁新锐奖”、

“全国主食加工业示范企业”等荣誉称号，是中国肉类协会副会长单位，形成了较强的品牌优势。

图表 73：味知香品牌矩阵一览



资料来源：味知香官网，华鑫证券研究

3.2、产品矩阵丰富，强产品力构建核心壁垒

产品品类超 300 个，丰富产品矩阵形成核心优势。味知香专注于半成品菜的研发、生产、销售，通过多年研发积累已形成以肉禽类和水产类为主的丰富产品矩阵，目前拥有八大生产线，包括牛肉类、羊肉类、猪肉类、家禽类、水产类、汤煲类、素菜类及火锅类；以及 300 多个产品品类，覆盖肉禽类、水产类和其他类，其中肉禽类包括牛肉类、羊肉类、猪肉类和家禽类，水产类包括鱼类和虾类，其他类包括汤煲类、小食类等。丰富的产品矩阵形成公司产品核心竞争优势，有利于解决消费者早中晚及聚会等场景的不同用餐需求。

图表 74：味知香产品矩阵一览



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

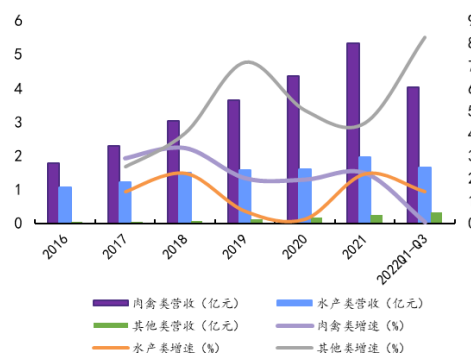
图表 75：预制菜企业对比一览

	味知香	安井食品	新雅食品	好得睐	福成股份	绿进食品
预制菜品牌	味知香、饅玉	冻品先生、安井小厨	新雅	好得睐	鲜到家	绿进、松板、绿烹等
品牌 LOGO						
主营业务	半成品菜的研发、生产和销售	火锅料制品、速冻面米制品及速冻菜肴制品的研发、生产和销售	月饼和半成品菜肴及粽子、青团等时令食品的生产、销售	研制和开发预制菜	畜牧养殖屠宰、食品加工、餐饮服务业务及殡葬服务业务	专注绿色健康食品研发与生产
预制菜规模	7.54 亿元	菜肴及其他：14.29 亿元	-	2-3 亿元	3.02 亿元	-
预制菜产品品类	肉禽类（牛肉类、羊肉类、猪肉类和家禽类）、水产类（鱼类和虾类）、其他类（汤煲类、小食类）	鱼类、虾类、牛肉类、猪肉类、家禽类、小食类	牛肉类、猪肉类、鱼类、虾类、家禽类、煲汤类、馅料类等	牛肉类、水产类、家禽类、猪肉类、什锦类、煲汤类六大系列	牛排系列、方便菜肴、肉糜类、焖锅类、气调产品等	猪副、牛副、羊副、家禽、鱼糜、菌菇等六大品类
特色产品	黑椒牛仔骨、鱼香肉丝、水晶虾仁、免浆虾仁、蒜香骨	酸菜鱼、小酥肉、小龙虾、水煮肉片、手抓扇子骨	新雅滑虾仁、蚝油牛肉、咕咾肉、香煎小牛排、五香牛肉丝	酱爆牛肉、蒜香排骨、西柠汁鸡排、黑椒牛排	福成酸汤肥牛、黑椒牛肉粒、酸菜鱼、牛肉狮子头、牛杂火锅	松板牌雪花肉、松板牌白水大肠、蒜香小肋排、吉祥小羊腿
销售渠道	B 端、C 端	B 端、C 端	C 端	C 端	B 端、C 端	B 端
销售区域	华东、华中	华东	上海	华东	北京、华北、华东	福建
生产基地	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投产后产能预计提升至 6.5 万吨/年	拥有 11 大生产基地，其中在湖北洪湖建立首个预制菜肴生产基地	上海松江区自建工厂，厂房总面积近 13000 平方米	拥有占地两万平方米的食品生产厂房	拥有占地面积 6,000 多平方米的工厂	拥有建筑面积逾 43000 平方米的生产基地
优势	产品种类丰富，SKU 超 300 个；加盟店突破 1300 家，覆盖长三角及以外地区	全渠道布局，经销商突破 1600 家；上游布局淡水鱼糜生产基地	老字号品牌拓展全国，进军海外	销售网络覆盖长三角地区 20 多个城市，1000+加盟门店	拥有种植+肉牛养殖+屠宰+食品加工+餐饮一体化业务产业链	拥有万吨级的智能化冷库、与国际预制菜食品巨头媲美的生产线

资料来源：味知香官网，新雅食品官网，好得睐官网，福成股份官网，绿进食品官网，华鑫证券研究

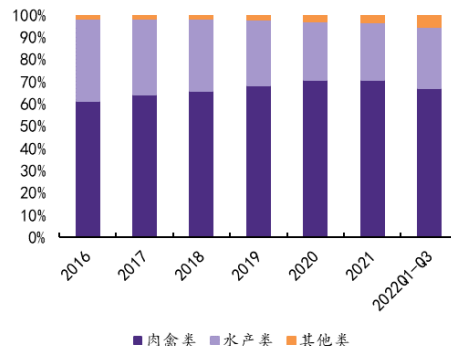
牛肉类产品为优势品类，其他类产品增速较高。2021 年肉禽类/水产类/其他类产品营收 5.33/1.95/0.26 亿元，同增 22%/22%/44%，营收占比 69.7%/25.5%/3.4%，肉禽类产品为公司主要品类。1) 肉禽类：2021 年牛肉类/家禽类/猪肉类/羊肉类产品营收 3.55/1.05/0.58/0.15 亿元，同比 15%/25%/31%/21%，营收占比 46.5%/13.7%/7.6%/2.0%，其中牛肉类产品为公司优势品类，占总营收接近半壁江山；家禽类产品收入占比维持稳定，猪肉类产品收入 2016-2021 年 CAGR 为 24%，占比呈上升趋势；羊肉类产品为新增产品线，有望为公司贡献新的业绩增量；2) 水产类：2021 年鱼类/虾类产品营收 0.98/0.97 亿元，同比 9%/38%，营收占比 12.9%/12.7%，鱼类和虾类产品均保持稳健增长，2016-2021 年 CAGR 分别为 15%和 11%；3) 其他类：由于基数较小，保持较高增速，2016-2021 年 CAGR 为 45%。

图表 76：2021 年肉禽类/水产类/其他类产品营收 5.33/1.95/0.26 亿元，同增 22%/22%/44%



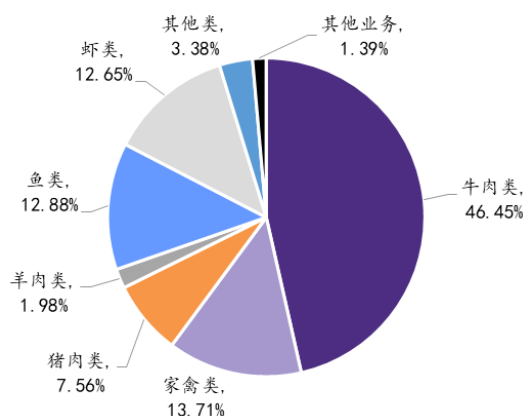
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 77：2021 年肉禽类/水产类/其他类产品营收占比 69.7%/25.5%/3.4%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

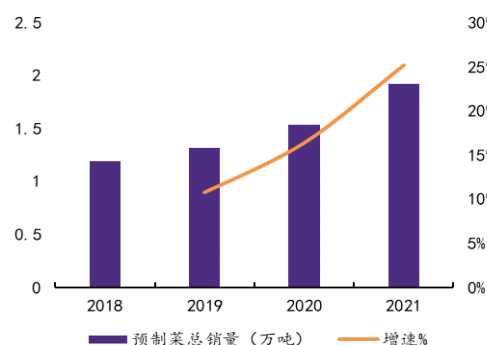
图表 78：2021 年牛肉类产品营收占比 46.5%，为公司主要品类



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

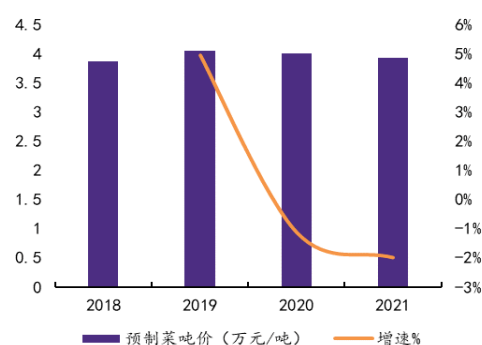
量价分析：预制菜量增驱动明显，牛肉类、猪肉类量价齐升。味知香预制菜销量由 2018 年 1.19 万吨增至 2021 年 1.92 万吨，3 年 CAGR 为 17%；吨价由 2018 年 3.86 万元/吨增至 2021 年 3.93 万元/吨，3 年 CAGR 为 0.6%，公司预制菜产品增长主要受量增驱动，吨价整体稳中有升。分品类看，牛肉类、猪肉类和其他类产品呈量价齐升态势，销量分别由 2018 年 0.47、0.09 和 0.04 万吨增至 2020 年 0.61、0.14 和 0.08 万吨，2 年 CAGR 分别为 14%、20%和 31%，吨价分别由 2018 年 4.69、2.38 和 1.57 万元/吨增至 2020 年 5.06、3.27 和 2.32 万元/吨，2 年 CAGR 分别为 4%、17%和 22%。其他品类销量均保持稳健增长，吨价变动主要系受原材料价格波动影响，由于公司产品属于正餐类食品，且各类产品价格波动幅度一般与其主要原料价格波动幅度一致，价格变动易于被消费者接受。

图表 79：味知香预制菜销量由 2018 年 1.19 万吨增至 2021 年 1.92 万吨，3 年 CAGR 为 17%



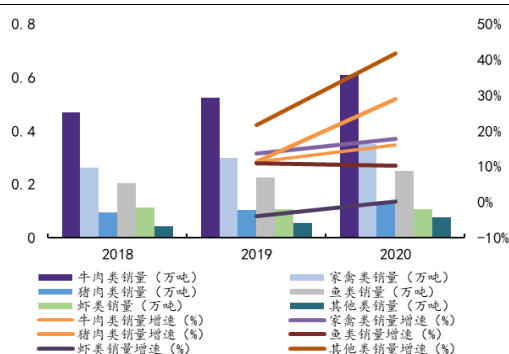
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 80：味知香预制菜吨价由 2018 年 3.86 万元/吨增至 2021 年 3.93 万元/吨，3 年 CAGR 为 0.6%



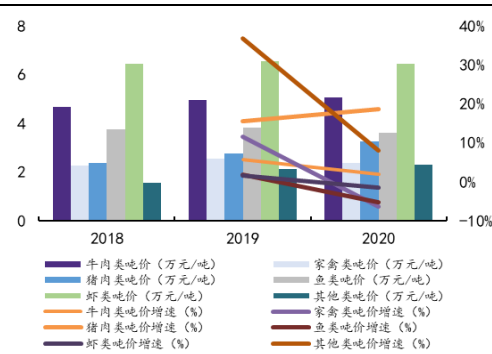
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 81：味知香细分品类销量情况一览



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

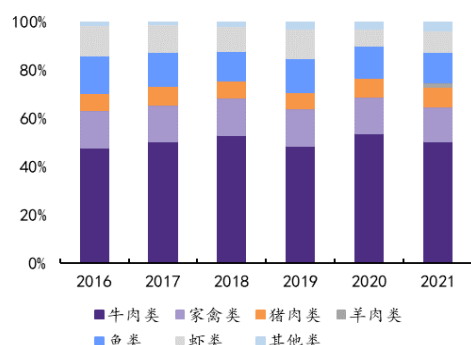
图表 82：味知香细分品类吨价情况一览



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

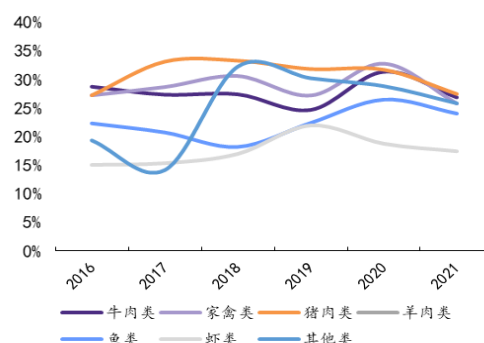
毛利分析：肉禽类产品贡献主要毛利，主要品类毛利率基本稳定。味知香毛利主要来源于肉禽类产品，2019-2021 年其毛利占比分别为 70%、75%、74%，各品类毛利占比变动较小。毛利率方面，肉禽类产品毛利率较高，各品类毛利率基本维持稳定，小幅波动主要系受原材料价格波动影响。2020 年牛肉类和家禽类产品毛利率均有所上升，系原材料价格回落所致；猪肉类产品毛利率由于猪价波动减小趋于稳定；虾类产品毛利率下降系原料价格小幅上升所致；鱼类产品毛利率上升系鱿鱼产品产量占比下降，单位耗用量明显下降所致。剔除政策变动影响后，2021 年牛肉类/家禽类/猪肉类/鱼类/虾类毛利率为 28.6%/31.9%/30.7%/26.6%/20.3%，同比-3/-1/-1/+0.1/+2pct。

图表 83：肉禽类产品 2019-2021 年毛利占比分别为 70%、75%、74%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 84：公司主要品类毛利率基本维持稳定

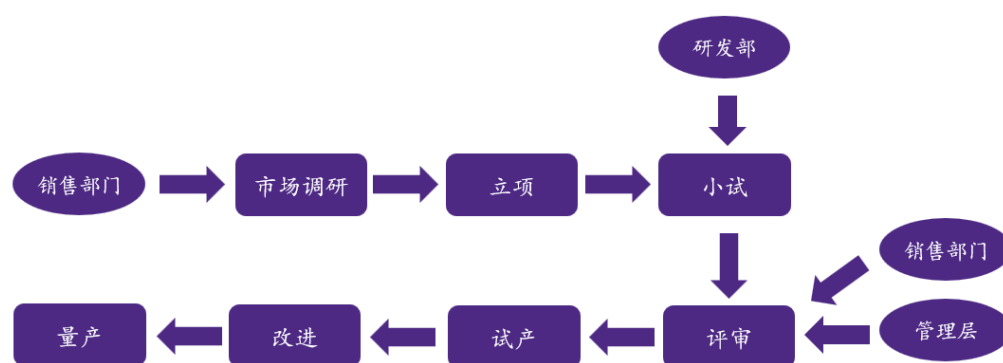


资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

公司产品品类丰富，我们认为主要得益于完善的研发体系、研发激励制度以及柔性化生产模式。

公司研发机制以需求为导向，持续推动产品更新迭代。味知香已建立较为完善的产品研发机制，在管理层、销售部门以及研发部门的协同下经过市场调研-立项-小试-小批量生产-产品改进最终完成新产品研发或产品线扩展。公司研发机制以需求为导向，通过市场调研、客户反馈及自身销量数据分析等方式深入洞察消费者需求，并根据市场需求持续研发新品，推动产品的更新迭代。当前公司正积极研发牛肉卷、羊肉卷、毛肚片等高端火锅食材系列，太湖白虾、徽州刀板香等地方特色食品系列以及烟熏风味食品系列。

图表 85：味知香研发机制一览



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

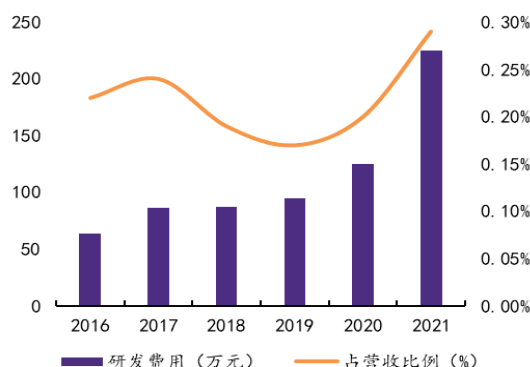
图表 86: 味知香正在研发的新产品一览

产品名称	产品介绍	所处阶段
高端火锅食材系列	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	公司目前正研发太湖白虾、徽州刀板香等产品。	小试
烟熏风味食品系列	为了满足消费者对多种口味食品的需求，公司立足现有产品类型，对烟熏酱料和生产腌制工艺进行研究。	前期研发

资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

研发费用逐年提升，研发激励制度激发产品创新积极性。公司研发费用总额及营收占比逐年提升，研发费用由 2016 年 63.7 万元增至 2021 年 225 万元，5 年 CAGR 为 29%，研发费用占营收比例由 2016 年 0.22% 增至 2021 年 0.29%。为激发研发团队产品创新的积极性，公司针对研发部门建立了较完善的激励措施，根据激励制度，公司会以工艺改进对生产过程的提升效果、新产品市场销售情况为依据，对研发人员给予一定的奖励。截至 2021 年 4 月 14 日，公司共拥有专利 25 个，其中实用新型专利 15 个，外观设计专利 10 个。

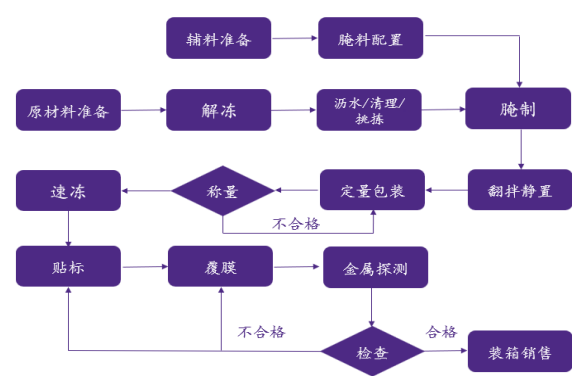
图表 87: 味知香研发费用由 2016 年 63.7 万元增至 2021 年 225 万元，5 年 CAGR 为 29%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

设立柔性化生产线，满足多样化产品需求。公司已建立标准化的生产流程，除肉禽类和水产类生产工序存在一定差异，其他类产品的主要生产流程可共用肉禽类或水产类产品的生产线，从而实现柔性化生产，适应不同产品切换生产的状态。通过设立柔性化生产线，针对不同菜品精准配比食材、调料，一方面能根据下游需求灵活生产多种产品，另一方面也能满足部分非主销产品小规模、多样化的生产需求。

图表 88：味知香生产流程一览



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

公司优化改进生产工艺及建立完善的质控体系助力产品品质提升，打造强产品力。

生产工艺优化提升，构建产品竞争壁垒。由于半成品菜产品需要经过速冻、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。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，针对性地调整调料配比、改进加工工艺，以最大程度还原菜品口感、口味。此外，公司长期以来持续对原有生产工艺进行改进，在产品产出率、口感及质量稳定性上取得显著成果。当前公司拥有的主要生产工艺包括针对牛肉类产品的微解冻及除膜工艺、针对肉禽类产品的真空滚揉工艺以及针对水产类产品的虾仁水分保持工艺；正在研发的新技术包括产品微调理以及调理食品用发酵菌种及发酵工艺。公司新技术的开发和应用有望推动产品口感、品质提升，增强产品竞争力。

图表 89：味知香主要生产工艺一览

工艺名称	适用产品类型	生产工艺概述
微解冻及除膜工艺	牛肉类	公司以进口牛小条为牛肉类产品的主要原材料。本工艺是将牛小条从冷冻状态在特定温度解冻至微解冻状态，使原材料除膜过程更加简便，提高牛肉出率，并且使原材料维持后续切割所需的坚硬程度。
真空滚揉工艺	肉禽类	公司采用的真空滚揉工艺一方面使得肉类在真空状态下膨胀，另一方面通过滚揉、按压，使调料、辅料搅拌均匀，加快了产品腌制速度。肉类纤维经过滚揉被打断，肉质会更加软嫩。
虾仁水分保持工艺	水产类	公司在解冻环节控制解冻速度以降低水分流失，同时在腌制搅拌环节通过挤压和振动结合特制的腌料使蛋白质变性，引起轻微凝固和沉淀，使水分与蛋白质充分结合，提高虾仁吸水、保水能力。

资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

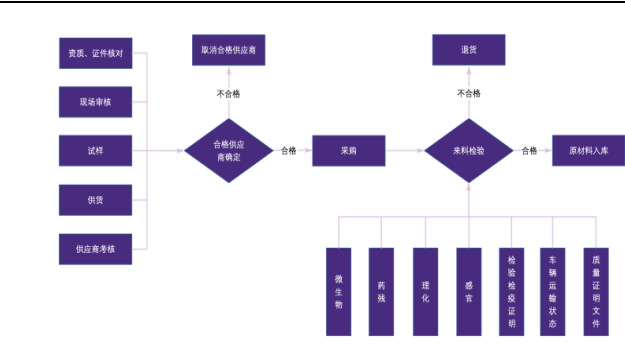
图表 90：味知香正在研发的新技术一览

技术名称	技术特点
产品微调理	产品微调理能保持原料原有品质的同时还能增加产品的口感，让其更加的美味以符合消费者的需求，增强市场竞争力。
调理食品用发酵菌种及发酵工艺	研发适用于半成品调制食品的发酵菌种，通过在半成品食品腌制过程中加入发酵菌液来提升食物风味及口感，并针对特定菌种调整相应的发酵工艺。

资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

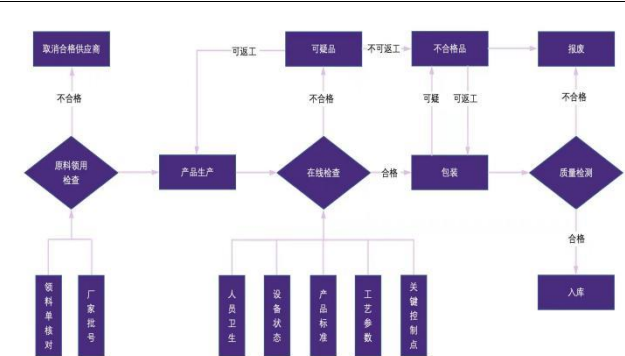
建立严格的质量控制体系，品质高彰显性价比优势。味知香注重产品质量，在生产过程中执行 SB/T 10379-2012《速冻调制食品》标准，并在采购、生产、物流环节建立完善的质量控制管理流程。1) 采购环节：制定采购管理制度，对供应商进行严格筛选；对材料和外购品的微生物数量、药物残留、理化状态等进行检验，并定期进行抽检，检测合格方可入库；2) 生产环节：生产过程设置专门质量控制人员，对人员卫生、设备状态、产品标准等进行检查，合格产成品可进行包装，质控人员对包装过程进行监控，合格品经金属检测后可入库；3) 物流环节：相关人员实时监控产品运输储存及搬运状态，严格控制产品装车及卸货交付时间，保证产品配送过程处于低温环境，并定期对车辆进行清洗消毒。由于公司产品价格与可比公司相比较适中，叠加严格质控打造强产品力，产品性价比优势较明显。

图表 91：味知香采购环节质量控制流程一览



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 92：味知香生产环节质量控制流程一览



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 93：味知香与可比公司部分产品价格一览

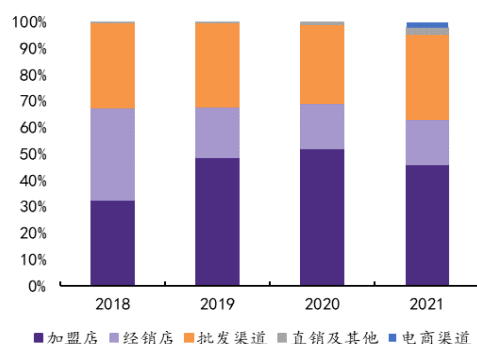
		味知香	安井食品	新雅食品	福成股份
糖醋里脊	示例				—
	规格 (g/袋)	360	302	225	—
	价格 (元/斤)	51.1	61.1	100.0	—
宫保鸡丁	示例				
	规格 (g/袋)	250	336	225	370
	价格 (元/斤)	67.6	79.3	77.8	30.9
黑椒牛柳 /牛肉粒	示例		—		
	规格 (g/袋)	250	—	225	250
	价格 (元/斤)	87	—	110.7	53.8
酸菜鱼	示例			—	
	规格 (g/袋)	450	419	—	350
	价格 (元/斤)	51.1	64.3	—	37

资料来源：京东（截至 2023 年 3 月 20 日数据），华鑫证券研究

3.3、B+C 端双轮驱动，渠道覆盖率有望快速提升

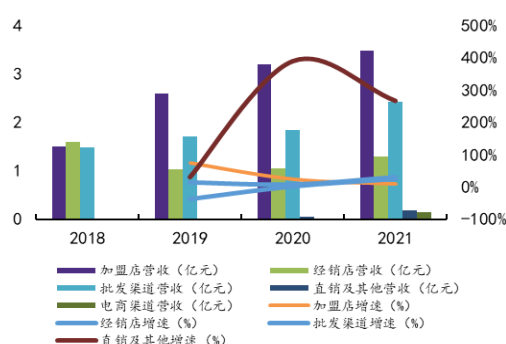
线上线下一体化布局，B+C 端双轮驱动。味知香 2021 年加盟店/经销店/批发渠道/直销及其他/电商渠道营收 3.47/1.30/2.43/0.19/0.15 亿元，同比 8.4%/24.3%/31.5%/267.5%，占营收比例为 46.0%/17.3%/32.2%/2.5%/2.0%。1) 经销渠道：为公司主要销售模式，根据销售对象及终端客户不同，经销渠道客户可分为零售渠道和批发渠道，两者占比约为 2:1。零售渠道客户主要从公司采购“味知香”品牌产品销售给个人消费者；批发渠道客户一般从事冷冻食品批发业务，主要从公司采购“饕玉”品牌产品销售给酒店、餐厅、食堂等客户。其中零售渠道按照公司管理政策、品牌授权和客户条件的不同可分为经销店渠道和加盟店渠道。当前公司着重发展加盟店渠道，其营收占比呈逐年上升趋势。2) 直营渠道：直营渠道营收占比较低，更多作为品牌宣传和推广阵地，公司计划建立部分直营门店面向零售渠道以增强 C 端品牌推广。3) 电商渠道：2021 年公司组建电商团队，初步拓展线上渠道，产品以自营旗舰店的形式在天猫、京东等平台展开销售，线上布局初具雏形。

图表 94：味知香销售以经销渠道为主，2021 年营收占比为 63%



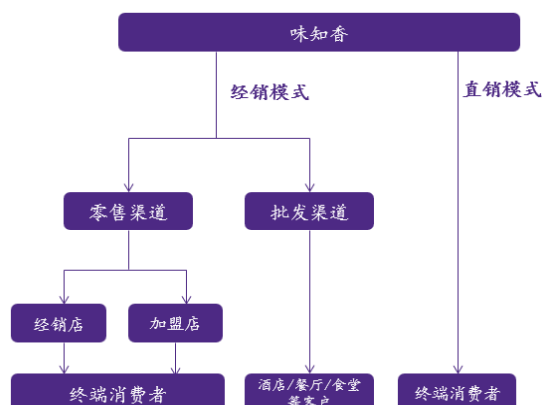
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 95：2021 年经销渠道/批发渠道/直销及其他/电商渠道营收 4.77/2.43/0.19/0.15 亿元



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

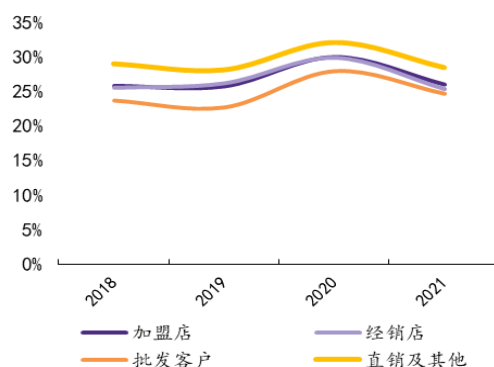
图表 96：味知香销售渠道结构一览



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

渠道毛利：直营渠道毛利率较高，零售渠道毛利率高于批发渠道。公司各渠道毛利率较为稳定，均呈逐年上升趋势，2021 年下滑主要系受会计准则调整影响。分渠道看，经销店和加盟店客户的销售毛利率基本一致，分别由 2018 年 25.55%、25.83%增至 2020 年 29.98%、29.95%；批发客户的销售毛利率略低于经销店及加盟店客户，主要系批发渠道中低毛利产品占比相比零售渠道较高所致；直销及其他渠道毛利率略高于经销渠道，由 2018 年 29.05%增至 2020 年 32.15%，主要系直销渠道虾饼、虾滑等高毛利产品收入占比较高所致。

图表 97：直营渠道毛利率较高，零售渠道毛利率高于批发渠道

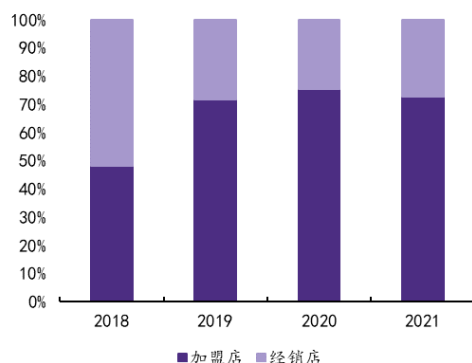


资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

3.3.1、C 端：加盟店扩张加速渠道覆盖，新渠道布局开拓新群体

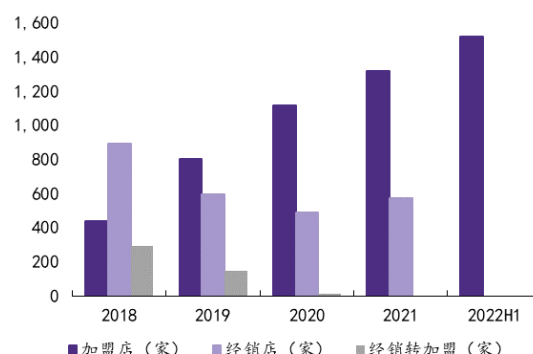
公司门店快速扩张，加盟店占比超越经销店。公司设立零售事业部开拓 C 端，加盟店/经销店数量由 2018 年 440/890 家增/降至 2021 年 1319/572 家，截至 2022H1 加盟店数量达到 1522 家。加盟店占零售渠道收入比例逐步超越经销店，由 2018 年 48.35% 增至 2021 年 72.69%。加盟店占比上升主要系公司积极扩店及经销店转型加盟所推动。一方面，公司重视加盟店渠道发展，推进加盟店扩张以加大渠道覆盖，2019/2020 年剔除经销转加盟的新增加盟店数量为 214/304 家；另一方面，公司加盟店多数是由原有经销店升级而来，说明经销商对公司加盟模式较为认可，其原因在于：1) 虽然加盟店前期投入较高，但是原有经销店有一定的存量客户，盈利能力得到保障；2) 原有经销店通过一定时期的经营对于提升品牌知名度、扩大销量有更高的需求，公司对加盟店较大的支持力度有助于提高其收入；3) 公司稳步探索加盟店经营管理方式，避免激进的渠道升级策略。经销转加盟数量由 2018 年 292 家降至 2020 年 12 家，经销店转型升级基本完成。

图表 98：加盟店占零售渠道收入比例由 2018 年 48.35% 增至 2021 年 72.69%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 99：截至 2022H1 加盟店数量达到 1522 家



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

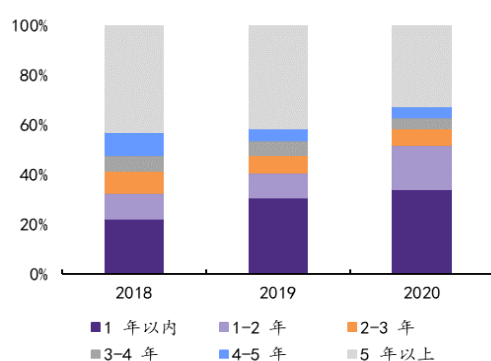
图表 100：加盟店和经销店对比一览

	加盟店	经销店
经营模式	自主经营、自负盈亏、独立核算，公司进行业务指导和监督	从公司采购产品后在约定的经销区域内对外销售
2021 年销售规模	3.47 亿元	1.30 亿元
2021 年销售占比	73%	27%
2021 年门店数量	1319 家	572 家
契约性质	《特许经营合同书》	《产品经销合同》
是否具有排他性	是	否，除采购公司半成品菜产品销售外，也兼营其它种类或形态的产品
品牌及商标使用权	公司授权加盟客户使用公司名称、品牌、商标等资产从事公司产品的对外销售	具有有限程度使用公司品牌及商标的权利
销售支持	公司实行精细化管理，提供装修、运营培训和商品配送等	公司给予有限程度的支持
开店投入	支付公司开业支持费、保证金等	无须向公司支付额外费用，合作成本低

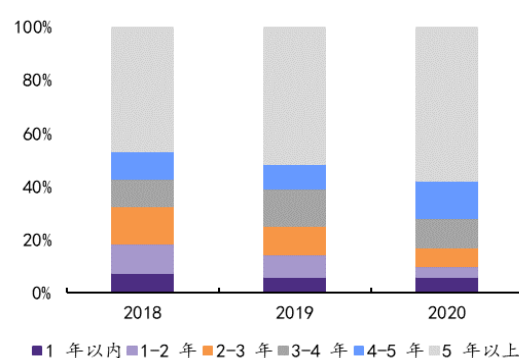
资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

加盟店客户粘性强，老客户贡献核心业绩增量。从加盟店客户结构看，合作 1 年以内和 5 年以上的加盟店数量最多，一方面主要系公司每年通过主动宣传和挖掘潜在客户的方式积极开拓新客户，合作 1 年以内加盟店数量由 2018 年 98 家增至 2020 年 380 家，占比由 2018 年 22%增至 2020 年 34%；另一方面系公司经过多年发展，已形成相对稳定、粘性较高的客户群体。合作 5 年以上加盟店数量由 2018 年 189 家增至 2020 年 364 家，2020 年占比为 33%，其中部分来源于经销店转型升级。从收入贡献看，长期合作的老客户为公司贡献主要业绩增量，2020 年合作 5 年以上加盟店/合作 5 年以上经销店占加盟店/经销店收入比重为 50%/48%。

图表 101：2020 年合作 1 年以内/5 年以上加盟店占比 34%/33%



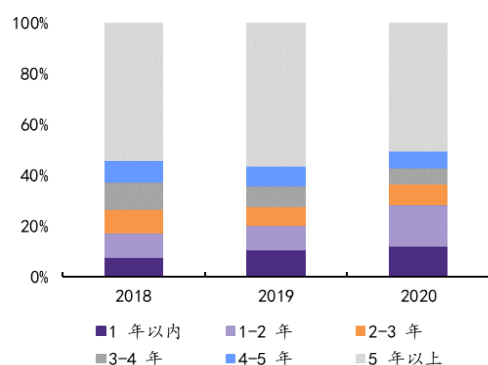
图表 102：2020 年合作 5 年以上经销店占比 58%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

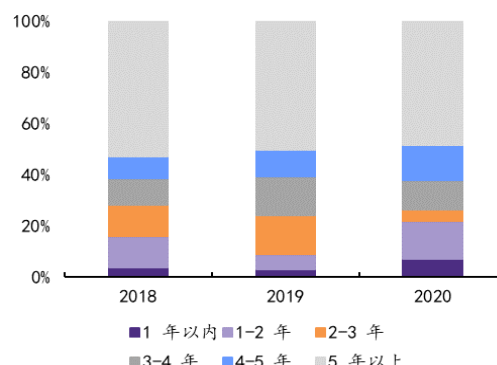
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 103: 2020 年合作 5 年以上加盟店占加盟店收入比例为 50%



资料来源: 味知香公告, 华鑫证券研究

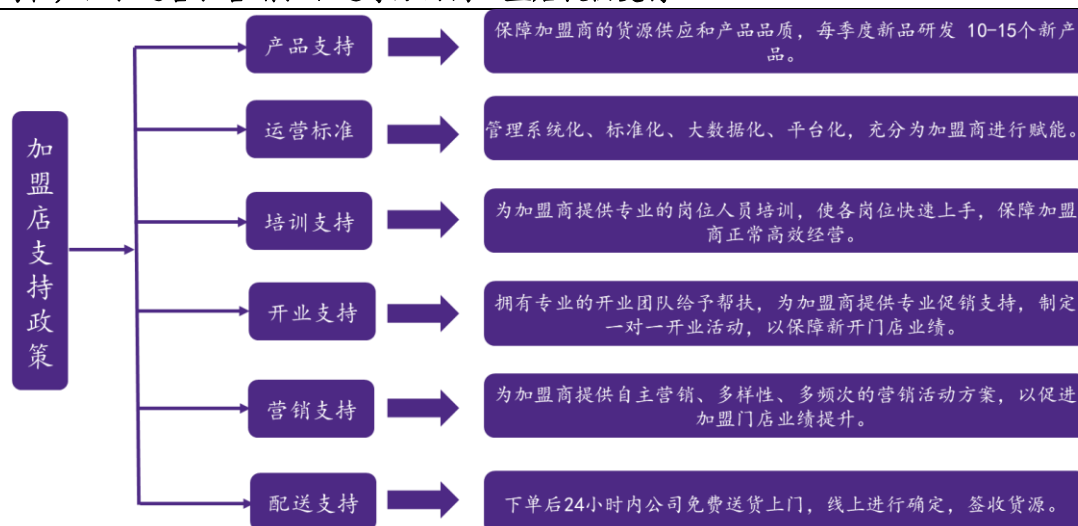
图表 104: 2020 年合作 5 年以上经销店占经销店收入比例为 48%



资料来源: 味知香公告, 华鑫证券研究

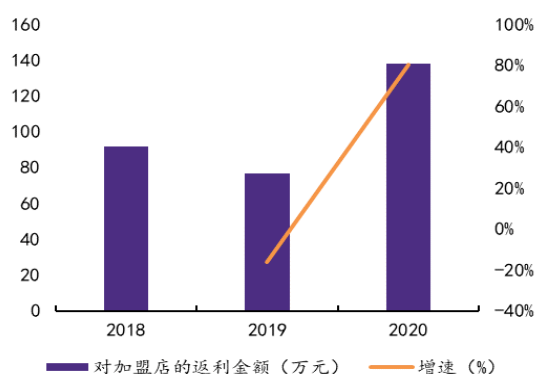
精细化管理加盟店, 多方面赋能成长。公司从品牌、销售、食品卫生等方面对加盟店采取精细化管理, 以保障其健康发展。品牌方面为加盟店设计统一的店面风格, 强化品牌特征; 销售方面保障门店在特许经营范围内的独家经营权, 并对店员着装及销售方式等进行细化管理。此外, 为赋能加盟店快速成长, 公司在产品、运营、营销、配送等方面向加盟店提供支持。产品方面, 每季度为加盟店研发 10-15 个新品, 保障加盟店货源供应及产品品质; 培训方面, 提供专业的岗位人员培训, 保障加盟商正常高效经营; 营销方面, 为加盟店提供营销活动方案, 促进门店业绩提升; 配送方面, 提供 24 小时免费配送上门服务, 降低加盟店物流成本。同时, 公司为提升客户积极性, 对销售收入较高、销售增长较快的加盟店客户以等值货物的形式提供返利, 返利金额由 2018 年 91.59 万元增至 2020 年 138.22 万元。

图表 105: 公司在产品、运营、营销、配送等方面向加盟店提供支持



资料来源: 味知香微信公众号, 华鑫证券研究

图表 106：味知香对加盟店客户的返利金额由 2018 年 91.59 万元增至 2020 年 138.22 万元



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

相较直营店，加盟店模式在单店前期投入、运营成本、盈亏风险以及管理模式等方面具备优势。1) 前期投入：公司采取加盟店模式能节约前期的门店投资费用，并能通过收取开业支持费、保证金等增加现金流入；2) 运营成本：加盟店模式属于轻资产运营，公司无须承担门店的人工、租金、设备等固定费用，有利于降低门店运营成本；3) 盈亏风险：加盟店模式由加盟商自主经营、自负盈亏，因此能有效为公司规避盈亏风险；4) 管理模式：加盟店模式下公司主要负责对加盟商进行业务指导及监督，营运管理主要由加盟商自主进行，因此相对直营门店更易于管理。

图表 107：加盟店和直营店对比一览

	加盟店	直营店
定义	将服务标章授权给加盟商，让加盟商可以用公司的形象、品牌、声誉等进行产品销售	由公司直接经营的连锁店，即由公司总部直接经营、投资、管理各个零售点的经营形态
产权关系	特许人和被特许人，相互独立	总分隶属关系
前期投入	加盟商承担门店投资金额，并向公司支付开业支持费、保证金	公司自行进行门店选址以及投资
运营成本	轻资产模式下固定费用较低	重资产模式导致固定费用较高
盈亏风险	加盟商自负盈亏	公司独立承担门店的盈亏风险
管理模式	加盟商自行对加盟店进行管理，公司主要负责业务指导和监督，管理难度较低	公司总部负责对下属直营店进行管理及监督，若门店数量多，管理难度较大

资料来源：前瞻商业洞察，华鑫证券研究

我们认为，公司重视加盟店渠道建设，有望：1) 通过快速复制单店模型，加速渠道开拓及下沉，推进区域扩张；2) 通过构建以农贸市场为主的连锁加盟生态圈，近距离触达消费者，降低获客成本，形成品牌效应。

加盟店回收周期短、可复制性强，加速区域扩张。从投入端看，预计加盟店初始投资总额为 7.49 万元，其中开业支持费 1 万元（提供培训服务、宣传物料以及赠品、样品）、保证金 0.5 万元、电子设备及冰箱 1.89 万元、装修费用 2.4 万元、初始订货金额 1.5 万元、网络等其他费用 0.2 万元。从收入端看，以 2021 年加盟商平均单店创收作为单店进货成本，且预计毛利率为 45%，计算得到单店全年营收 47.8 万元，单月营收 3.98 万元。从费用端看，预计单店总成本为 35.07 万元，其中包括原材料和人工成本、水电费、租金成本以及折旧摊销费用。从利润端看，预计单店全年利润为 12.73 万元，净利率为 26.63%，单月净利润

为 1.06 万元，单店盈利能力较强。经过测算，预计公司加盟店单店投资回收期在 7-8 个月，回收周期较短，有利于单店的快速复制。

图表 108：味知香加盟条件及政策一览

加盟条件	身体健康，年龄 25-50 之间，有创业奋斗精神。	
	门店经营，自主经营，自负盈亏。	
	认同公司文化以及运营模式，全心投入门店经营。	
	本市人优先考虑。	
	有零售开店经验优先考虑。	
门店要求	门店面积	营业面积不低于 8 平方，门头 3 米以上。
	水电要求	电力不低于 8kw，有上下水。
	门店位置	农贸市场、生鲜超市等。
	店铺要求	租赁期稳定，可办理经营证照。
加盟政策	加盟商投入	加盟费 0 万元。
		履约保证金 0.5 万元，（合作终止后，免息全额退款）。
		开业支持费 1 万元（公司提供：开业活动部分赠品、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	信息化设备：0.76 万元。
		自行支出：人员工资、房租、冰箱设备、其他日常杂费、装修费用。
		支付公司：进货费用（汇入公司指定账户，款到发货）。
		加盟商收益：门店利润 100%归加盟商所有。

资料来源：味知香官网，华鑫证券研究

图表 109：味知香单店模型测算一览

类别	项目	金额（万元）	合计（万元）	备注
前期投入	开业支持费	1	2.39	对新开业的加盟店统一收取，服务内容包括向客户提供培训服务、宣传物料以及半成品菜赠品、样品
	保证金	0.5		加盟商须一次性支付保证金，合同解约后无息退还
	电子设备	0.89		电子秤、监控设备、304 盘子、304 架子、勺子、夹子等
	店面设计	免费		跟进市场要求，免费给予一店一设
后期投入	店面装修广告	2.4	4.1	按照 15 平方米店面、1600 元/平方计划，凡涉及到品牌宣传物料，必须向总部购买
	初始订货	1.5		销售 4 天左右的进货量
	网络等	0.2		网线的牵引以及其他开业物品
其他投入	设备	1	1	每家店配备 2 台冰柜，假设每台价格为 5000 元
初始投资总额		7.49		
进货成本		26.29		加盟店收入/加盟店数量（使用 2021 年数据）
毛利率		45%		
单店营收		47.8		
单月营收		3.98		
单店成本	进货成本	26.29	35.07	加盟店收入/加盟店数量（使用 2021 年数据）
	人工成本	4.8		假设员工人数为 1 名，工资为 4000 元/月
	水电费用	1.2		假设水电费为 1000 元/月
	租金成本	2.4		假设租金为 2000 元/月

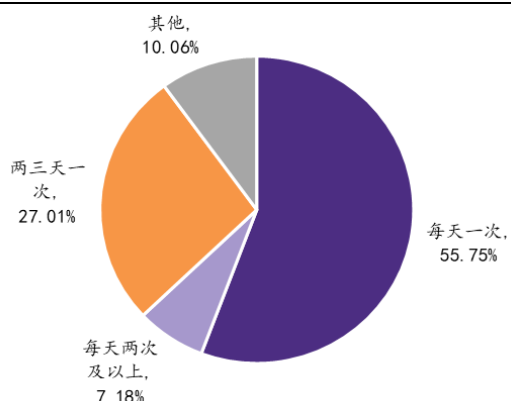
	折旧摊销费用	0.38	冰箱按折旧年限 10 年，残值率 5% 计算；电子设备按折旧年限 3 年，残值率 5% 计算
单店净利润		12.73	
净利率		26.63%	
坪效		0.85	
单月净利润		1.06	
投资回收期（月）		7.06	

资料来源：味知香微信公众号，味知香招股说明书，渠道调研，华鑫证券研究

加盟店集中于农贸市场，获客成本低，有助于形成终端品牌效应。公司加盟店主要分布于苏州、上海等地的农贸市场、集市等，贴近消费者生活区域，服务于周边社区及街道的居民。菜市场、农贸集市为消费者采购生鲜食材的日常场景，客流量较多且稳定，据全国城市农贸中心联合会，超 50% 的消费者到农贸市场购买生鲜农产品的频次为每天一次。半成品菜作为日常饮食的新选择，其消费场景与果蔬生鲜消费场景高度重合，因此公司加盟店的获客成本较低。此外，加盟店设置统一的商标及门面，有助于加强消费者对味知香的品牌认知，提升终端知名度。

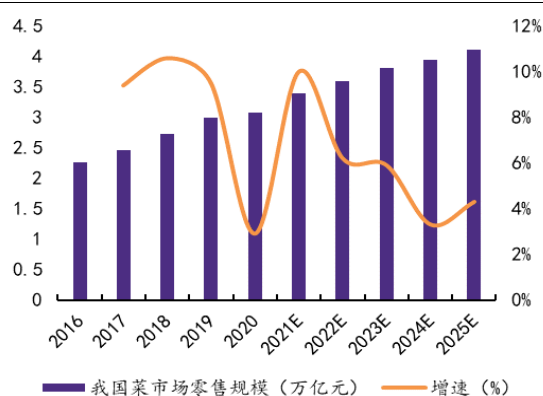
公司门店全国覆盖率较低，渠道加密和下沉空间仍较大。味知香在上海拥有 300-400 家门店，而我国上海农贸市场数量为 986 家，公司门店覆盖率在 40% 左右，仍有一倍以上增长空间。此外，公司 2021 年加盟店数量为 1319 家，对标全国近 4 万个菜市场，门店覆盖率仍有较大提升空间。随着公司门店向县级、乡镇下沉以及向华东外围城市开拓加密，有望加大对空白区域覆盖程度，提升渠道覆盖率。从规模上看，我国菜市场规模 2020 年为 3.08 万亿元，预计 2025 年突破 4 万亿元，农贸市场/菜市场/集市为消费者购买生鲜主要渠道，未来仍具增长空间。

图表 110：超 50% 的消费者到农贸市场购买生鲜农产品的频次为每天一次



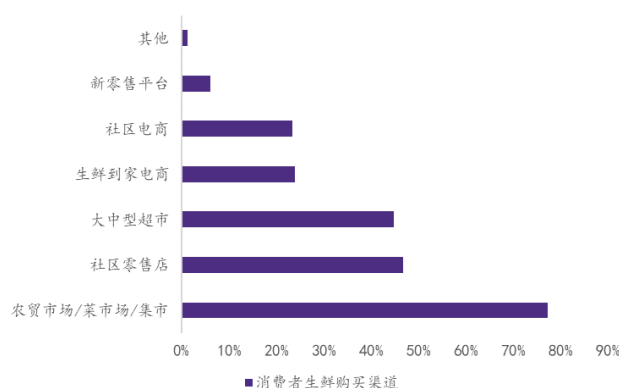
资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

图表 111：我国菜市场规模 2020 年为 3.08 万亿元，预计 2025 年突破 4 万亿元



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 112：农贸市场/菜市场/集市为消费者购买生鲜主要渠道



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

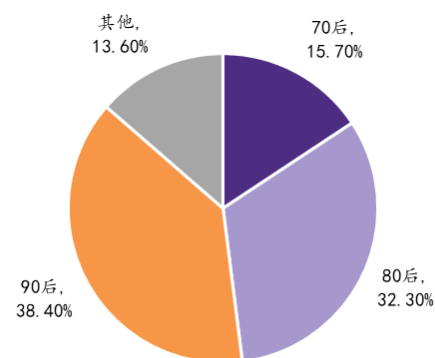
积极开拓新兴渠道，紧抓新消费群体需求。1) **街边店**：街边店位于城市道路两侧，人流量较大，消费群体相比农贸市场更为广泛，有助于门店产品推广销售，提升品牌曝光度。2023 年公司将街边店作为重要渠道之一，目前已在上海开设 3 家街边店，计划再开 10-20 家进行测试，后期单店模型跑通，有望加速进行复制扩张；2) **商超店中店**：商超具有客流量大、产品客单价高的特点，设立商超店中店相比于传统的货架、橱窗陈列，更易突显品牌个性，提升品牌形象。公司将借助经销商资源开拓店中店，计划在福州永辉局部试点成功后再进行全国推广。3) **生鲜电商**：我国生鲜电商主要消费人群为 90 后，占比 38.4%，公司切入生鲜电商渠道有助于开拓年轻消费群体。2020 年钱大妈成为公司第一大客户，公司对其的销售额为 0.14 亿元，占经销店总收入 12.9%，占总营收 2.2%。4) **社区团购**：加盟店进驻美团、饿了么等外卖平台，进一步下沉社区，满足消费者配送到家需求，在 2022 年疫情期间有效缓解线下门店关停导致的经营压力。

图表 113：味知香街边店一览



资料来源：味知香微信公众号，华鑫证券研究

图表 114：生鲜电商主要人群为 90 后，占比 38.4%

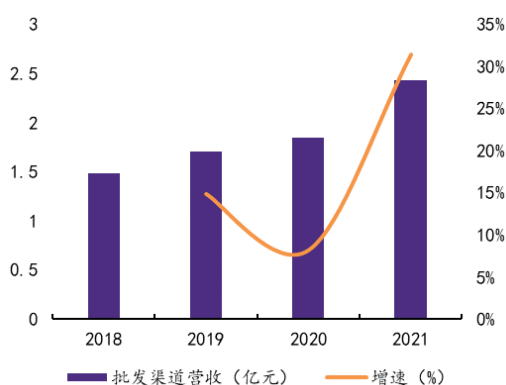


资料来源：Fastdata 极数，华鑫证券研究

3.3.2、B 端：开拓团餐、中小 B，疫后有望加速复苏

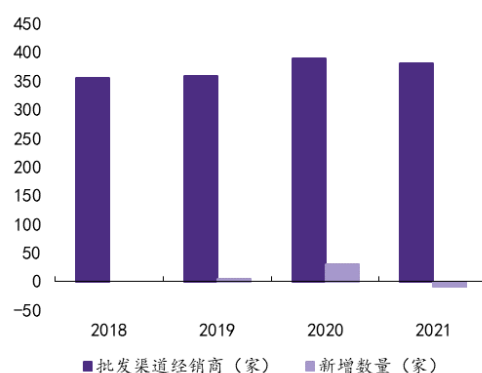
设立饌玉事业部服务 B 端，加大批发渠道开拓力度。公司设立饌玉事业部服务于 B 端客户，B 端占比有望持续提升，成为第二增长曲线。公司主要通过批发商对接 B 端客户，批发渠道营收由 2018 年 1.49 亿元增至 2021 年 2.43 亿元，3 年 CAGR 为 18%，保持较快增长。经销商数量由 2018 年 355 家增至 2021 年 381 家，2021 年经销商数量下滑主要系公司加强批发商整合、管理与提升，控制批发商质量，对部分无效批发商进行关户处理所致。从合作年限看，合作 1 年以内的批发商占比最大，2020 年为 31%，说明公司为布局 B 端加大招商力度。从收入贡献看，合作 5 年以上的批发商贡献收入最多，2020 年占批发渠道收入比重为 28%，说明老客户为主要收入来源。

图表 115：批发渠道营收由 2018 年 1.49 亿元增至 2021 年 2.43 亿元，3 年 CAGR 为 18%



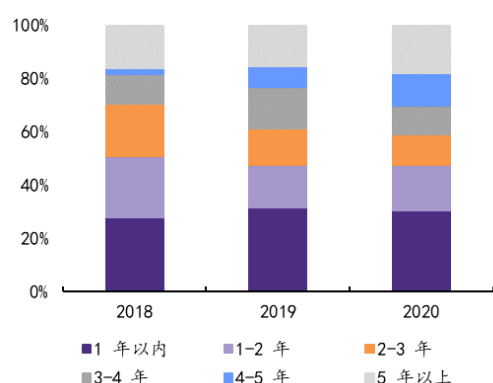
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 116：批发渠道经销商数量由 2018 年 355 家增至 2021 年 381 家



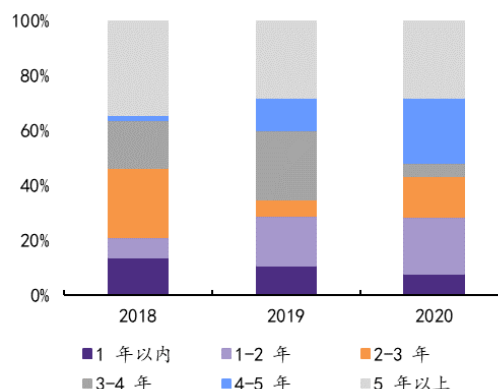
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 117：合作 1 年以内的批发商占比最大，2020 年为 31%



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 118：合作 5 年以上的批发商贡献收入最多，2020 年占批发渠道收入比重为 28%



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

B 端以酒店、乡厨为主，发力团餐、小 B 客户。公司半成品菜产品能精简食材采购、清

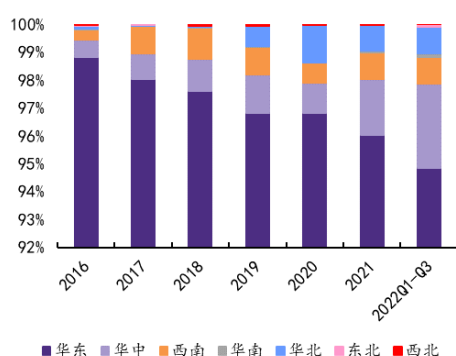
洗、调制等程序，帮助餐厅、食堂类客户实现类似“中央厨房”的效果，降低菜品成本、提升制作效率。当前公司 B 端客户以酒店、食堂、乡厨为主，未来有望发力小 B 端客户，以打开增长空间，打造 B 端优势。此外，团餐有望成为新增长点，公司会加大学校、单位食堂场景的拓展，以开拓更广泛的 B 端客户群体。随着 B 端占比提升，公司针对餐饮端研发出牛仔骨、蒜香排骨、手抓羊排等产品。

整体来看，味知香同步发展 B 端和 C 端渠道，BC 端占比约为 2: 3。C 端：短期来看，公司产能释放支撑加盟店扩张，推动渠道迅速加密和下沉，提升规模和市占率，同时公司积极探索街边店、店中店、生鲜电商等新渠道，拓宽增长空间。由于加盟店单店模型较优，且所需广告投入较少，叠加内部控费增效举措，短期利润率有望保持较高水平。中长期来看，公司坚持深耕 C 端，通过提升产品品质和开发新品满足消费者需求，随着渠道覆盖率提升，有望在终端打造品牌先发优势，形成用户品牌粘性。**B 端：**短期来看，伴随疫后经济复苏以及线下堂食场景恢复，B 端增速有望加快，驱动公司业绩增长。中长期来看，B 端客户降本增效需求确定性较强，团餐渠道迅速发展，公司拓展餐饮连锁客户，开拓团餐场景，长期有望形成稳定的客户群体，打造渠道壁垒。此外，中小 B 客户数量多、分布广，为公司区域扩张和渠道下沉创造较大空间。

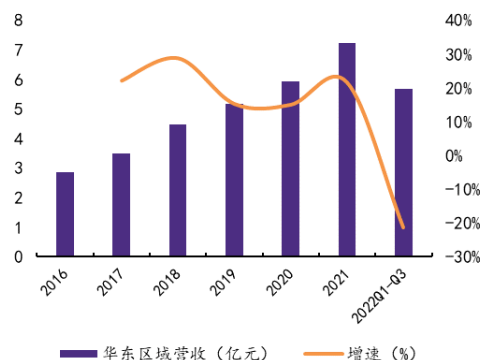
3.4、华东为核心区域，冷链物流建设推动区域扩张

华东为公司核心区域，外围区域加速开拓中。味知香销售区域以华东为主，2021 年华东区域营收 7.24 亿元，同增 21.7%，营收占比 95%；华中/华北/西南/华南/东北/西北地区营收 1502.99/705.18/741.31/30.43/10.58/8.89 万元，同比 121.7%/-14.1%/64.6%/1610%/-34.8%（西北），营收占比 2%/1%/1%/0.04%/0.01%/0.01%。华东区域占比较高主要系公司早期从上海、苏州开始进行业务拓展，销售区域逐步覆盖周边省市，且半成品菜需要冷链运输，对销售半径造成限制所致。近年来，公司逐步开拓华东以外区域，以安徽、福建、湖北三省为主。华东区域营收占比逐年下降，华中、西南等其他区域营收占比由 2018 年 1% 增至 2021 年 4%。从经销商分布区域看，2020 年华东区域经销商数量为 1932 家，占比 97%，其中加盟店/经销店/批发商数量为 1086/485/361 家。随着外围区域开拓加快，华东以外区域经销商数量增长迅速，由 2018 年 35 家增至 2020 年 65 家，2 年 CAGR 为 36%。

图表 119：华东为核心区域，2021 年营收占比为 95%



图表 120：2021 年华东区域营收 7.24 亿元，同增 21.7%



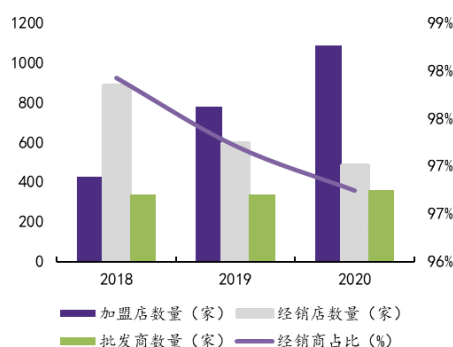
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

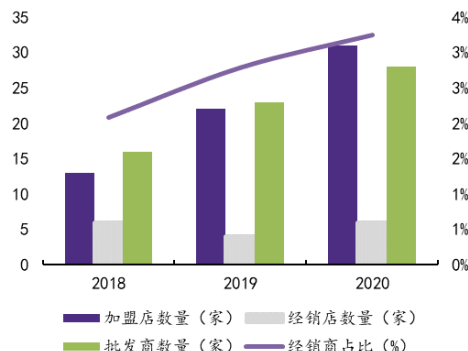
51

图表 121：2020 年华东区域经销商数量为 1932 家，占比 97%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

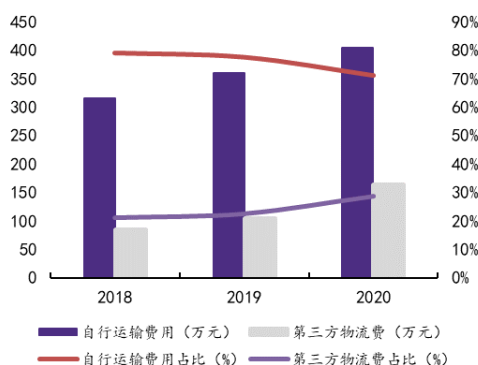
图表 122：华东以外区域经销商数量由 2018 年 35 家增至 2020 年 65 家，2 年 CAGR 为 36%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

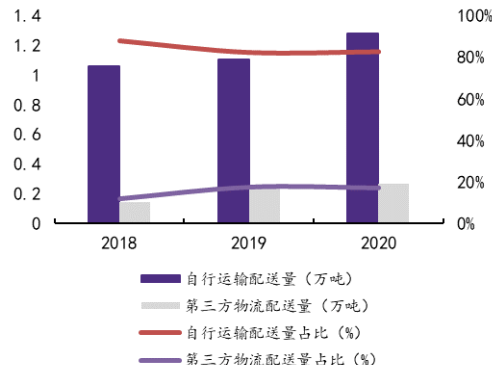
持续完善冷链物流建设，为区域扩张筑牢根基。公司产品配送主要依靠自建的以冷链运输车辆为主的专用物流配送体系。对于安徽、湖北、江西、福建等距离较远且集中度不高的区域，公司与第三方物流公司进行合作，提升配送效率。2020 年公司自行运输/第三方物流费用为 403.62/163.65 万元，占总运输费用 71%/29%，配送量 1.28/0.27 万吨，占总配送量 83%/17%。公司自有车辆均具备冷链运输能力，随着公司营收规模扩大，自有车辆数量由 2018 年 18 辆增至 2020 年 26 辆，平均车辆运输量由 2018 年 589.97 吨/辆降至 2020 年 494.83 吨/辆。为完善物流体系建设、提升物流配送能力，公司募投项目中拟投资 985 万元建设物流体系，计划 3 年内分批购置 30 辆冷链运输车辆。公司通过扩充物流车队、升级物流系统逐步完善冷链物流体系，有利于扩大销售半径，为提升江浙沪渠道覆盖率以及开拓外围区域提供有力支撑。

图表 123：2020 年自行运输/第三方物流费用为 403.62/163.65 万元，占总运输费用 71%/29%



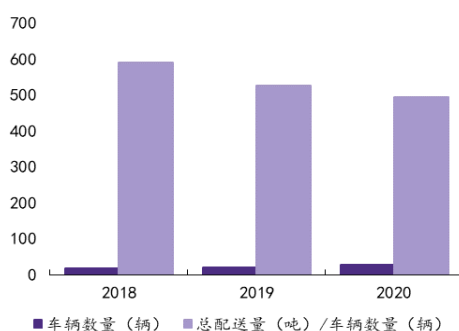
资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 124：2020 年自行运输/第三方物流配送量 1.28/0.27 万吨，占总配送量 83%/17%



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 125：自有车辆数量由 2018 年 18 辆增至 2020 年 26 辆



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 126：味知香募投项目中拟投资 985 万元建设物流体系

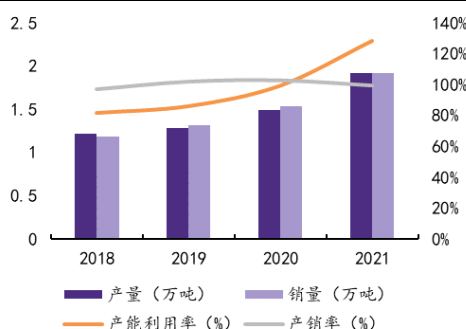
	投资金额 (万元)	占比 (%)
物流体系建设费用	985	14.10%
其中：		
冷链车辆	840	12.03%
物流信息系统	145	2.08%

资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

3.5、产能有望加速释放，支撑公司长远发展

产量逐年提升，产能利用率较高。味知香产量稳步提升，由 2018 年 1.22 万吨增至 2021 年 1.92 万吨，3 年 CAGR 为 16%。随着公司下游需求量增加，产能利用率由 2018 年 81.49% 提升至 2021 年 128.16%，产销率由 2018 年 97.35% 增至 2021 年 99.81%。公司产能利用率和产销率均维持较高水平，现有产能已无法充分满足市场消费者的需求，产能瓶颈逐渐凸显。

图表 127：味知香产量由 2018 年 1.22 万吨增至 2021 年 1.92 万吨，3 年 CAGR 为 16%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

IPO 募投扩张产能，有望打破产能瓶颈。为满足产能扩张需求、优化生产工艺，公司 IPO 募投项目中拟投资 2.86 亿元建设年产 5 千吨的食品用发酵菌液及年产 5 万吨发酵调理

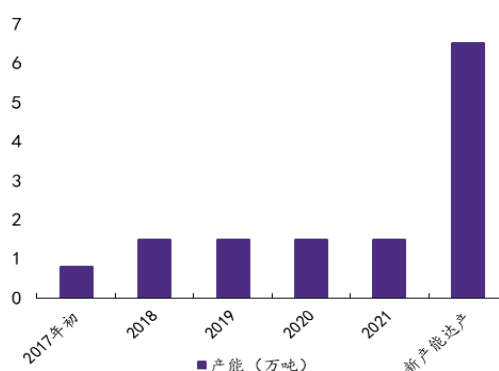
食品项目。该项目将在生产腌制环节中加入食用发酵菌液，利用特制的菌类发酵改善产品风味，提升消费者食用体验。截至 2021 年末该项目厂房的主体工程已经完工，预计 2023 年将投产部分产能，项目整体达产后预计新增 5 万吨半成品菜年产能，推动公司总产能由现有 1.5 万吨/年提升至 6.5 万吨/年，产能扩张 3 倍以上，有望打破产能瓶颈，推动产能利用率恢复至合理水平。

图表 128：味知香 IPO 募投项目一览

项目	投资金额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）
年产 5 千吨的食品用发酵菌液及年产 5 万吨发酵调理食品项目	28,618.00	27,500.00
研发检验中心和信息化建设项目	7,001.46	7,000.00
营销网络和培训中心建设项目	6,985.00	6,900.00
补充流动资金	24,000.00	23,261.74
合计	66,604.46	64,661.74

资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 129：募投项目达产后预计新增 5 万吨半成品菜年产能

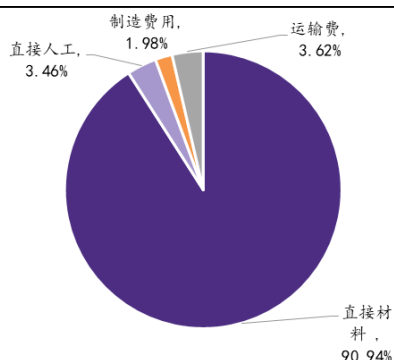


资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

3.6、成本控制+规模效应降低成本，信息化建设提质增效

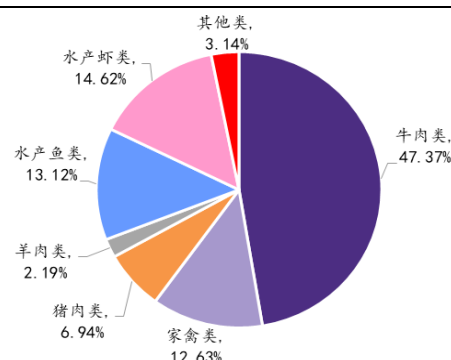
上游议价能力较强，提前锁价控制成本。味知香原材料成本 2021 年占总成本比重为 90.94%，其中牛肉类为主要原材料，其次为虾类、鱼类和家禽类，2021 年分别占比 47.37%、14.62%、13.12%、12.63%。由于公司在行业内处于较领先地位，且采购原料的金额较大，因此对于上游有较强的议价能力，能够获得相比市场价更低的采购价格。此外，公司成本管控能力较强，对于牛肉、鸡胸肉、虾磷等采购量较大的原材料会提前进行锁价，降低原料价格波动对毛利率造成的影响。

图表 130：味知香原材料成本占总成本比重为 90.94%



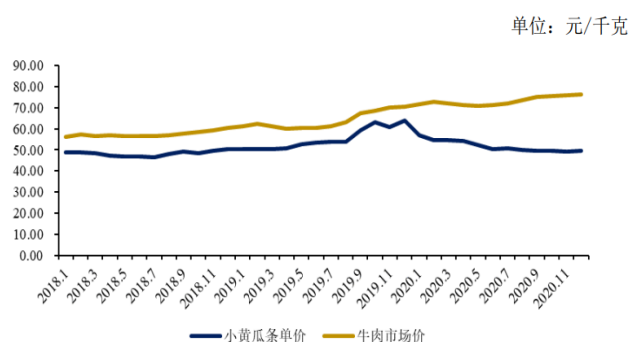
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 131：牛肉类为主要原材料，2021 年占比 47.37%



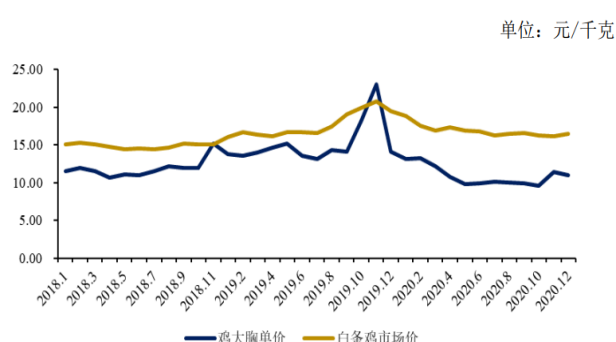
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 132：味知香小黄瓜条采购单价低于牛肉市场价



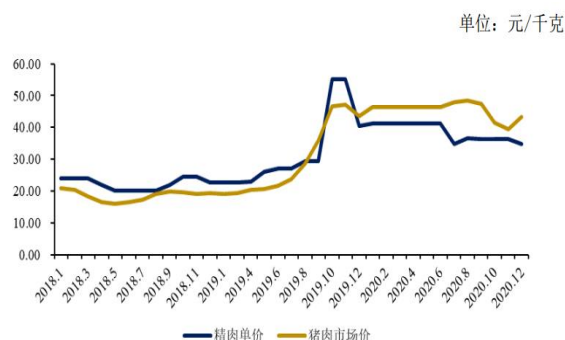
资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 133：味知香鸡大胸采购单价基本低于白条鸡市场价



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 134：味知香猪肉采购单价 2020 年后基本低于市场价格

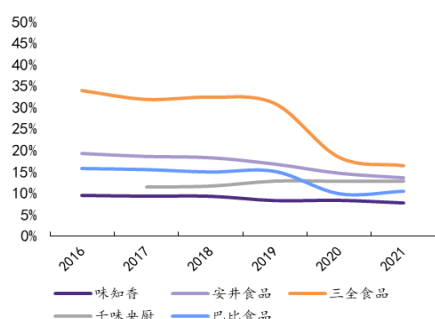


资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

公司控费能力强，规模效应逐步凸显。味知香费用管控能力较强，通过加强内部运营管理，根据投入产出投放运营费用，提升费用使用效率。公司销售期间费用率由 2016 年 9.57% 降至 2021 年 7.65%，与行业可比公司相比处于较低水平。2023 年随着产能逐步释放，公司计划加大市场投入，费用率在公司较强的控费能力下有望保持稳定。此外，随着公司营收规模提升，规模效应逐步凸显。公司单位成本基本维持在 2.9-3.1 万元/吨。分品类看，牛肉类、家禽类以及鱼类单位成本 2020 年均有所下降。同时，公司制造费用占营收比例呈

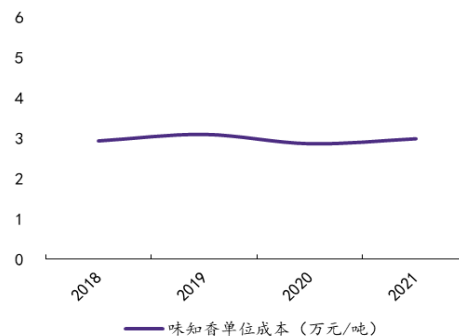
下降趋势，由 2018 年 1.73% 降至 2021 年 1.49%。

图表 135：味知香销售期间费用率与行业可比公司相比处于较低水平



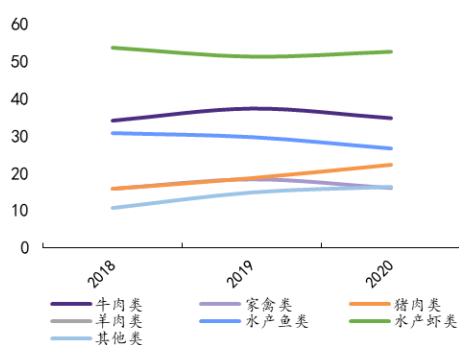
资料来源：味知香公告，安井食品公告，三全食品公告，千味央厨公告，巴比食品公告，华鑫证券研究

图表 136：味知香单位成本基本维持在 2.9-3.1 万元/吨



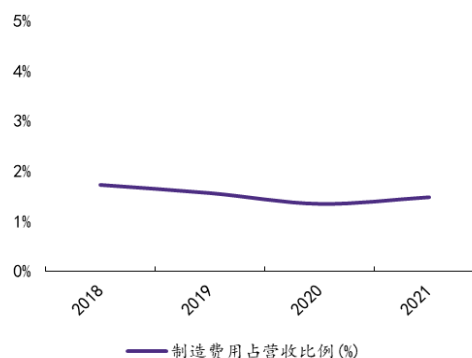
资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

图表 137：味知香各品类单位成本基本稳定



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

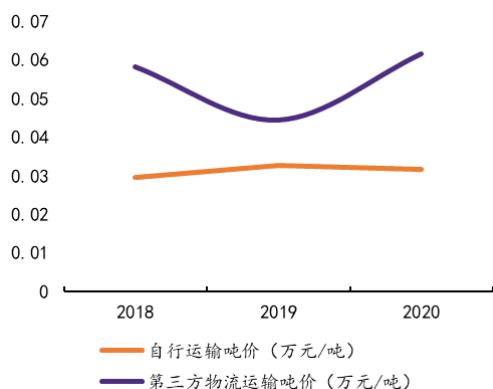
图表 138：味知香制造费用占营收比例由 2018 年 1.73% 降至 2021 年 1.49%



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

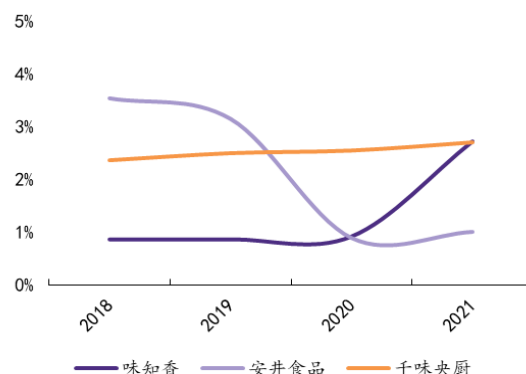
自建冷链物流体系，实现降本增效。从吨价来看，2020 年自行运输和第三方物流运输吨价分别为 0.03 万元/吨和 0.06 万元/吨，自建物流运输单位成本显著低于第三方物流运输。味知香以自建物流为主，第三方物流为辅的冷链配送方式能有效降低运输成本，并且使得公司运输费用率在行业内处于较低水平。此外，由于 C 端门店受空间限制，单次订货种类多、数量少、频率高，公司自建冷链物流向 C 端门店提供配送服务，能实现当地订单当天送达，从而高效满足门店配送需求，提升供应链效率。

图表 139：自建物流运输单位成本显著低于第三方物流运输



资料来源：味知香招股说明书，华鑫证券研究

图表 140：味知香运输费用率与行业可比公司相比较低



资料来源：味知香公告，华鑫证券研究

加强信息化建设，实现供应链提质增效。公司募投项目中拟投资 0.7 亿元建设研发检测中心和信息化建设项目，其中该项目包括新建信息化系统，通过引进先进 ERP 系统，实现采购、生产、仓储物流、销售等环节的扁平化、精细化管理，提升公司综合管理能力。一方面，通过建立统一的数据管理平台以及有效、快速集成各业务单元信息，提升信息交互水平，加快供应链运营效率；另一方面，通过加强销售数据管理，有利于分析不同客户群体需求变化趋势，从而准确把握市场趋势，提升综合服务效率。

4、盈利预测与评级

我们看好味知香长期深耕预制菜领域，在产品研发、渠道建设、产能布局以及供应链等方面具备领先优势，未来通过扩充产品品类、加强新渠道及外围区域开拓有望释放业绩增量，新产能投产以及预制菜行业扩容有望支撑公司长远发展。我们预计 2022-2024 年 EPS 为 1.47/1.83/2.26 元，当前股价对应 PE 分别为 48/38/31 倍，维持“买入”投资评级。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	765	825	1,015	1,218
增长率 (%)	22.8%	7.9%	22.9%	20.0%
归母净利润 (百万元)	133	147	183	226
增长率 (%)	6.1%	10.5%	24.8%	23.8%
摊薄每股收益 (元)	1.33	1.47	1.83	2.26
ROE (%)	11.3%	11.1%	12.2%	13.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 原材料上涨风险；
- 3) 产能进展不及预期；
- 4) 门店开拓不及预期等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	765	825	1,015	1,218
现金及现金等价物	563	686	848	1,062	营业成本	573	624	762	907
应收款	6	6	6	7	营业税金及附加	2	2	3	3
存货	53	48	52	55	销售费用	36	31	37	43
其他流动资产	478	507	529	545	管理费用	34	35	42	49
流动资产合计	1,100	1,247	1,436	1,669	财务费用	-14	-19	-24	-30
非流动资产：					研发费用	2	2	3	4
金融类资产	461	491	511	526	费用合计	58	48	57	65
固定资产	13	56	69	72	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	73	29	12	5	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	9	9	9	8	投资收益	8	6	4	2
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	141	158	198	246
其他非流动资产	30	30	30	30	加：营业外收入	6	4	4	3
非流动资产合计	125	123	119	114	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,225	1,370	1,555	1,783	利润总额	146	161	200	248
流动负债：					所得税费用	13	14	18	22
短期借款	0	0	0	0	净利润	133	147	183	226
应付账款、票据	15	14	15	15	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	27	27	27	27	归母净利润	133	147	183	226
流动负债合计	46	45	47	48					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	8	8	8	8	营业收入增长率	22.8%	7.9%	22.9%	20.0%
非流动负债合计	8	8	8	8	归母净利润增长率	6.1%	10.5%	24.8%	23.8%
负债合计	54	53	55	57	盈利能力				
所有者权益					毛利率	25.1%	24.4%	24.9%	25.5%
股本	100	100	100	100	四项费用/营收	7.6%	5.9%	5.7%	5.4%
股东权益	1,171	1,317	1,500	1,726	净利率	17.3%	17.8%	18.0%	18.6%
负债和所有者权益	1,225	1,370	1,555	1,783	ROE	11.3%	11.1%	12.2%	13.1%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	4.4%	3.9%	3.5%	3.2%
净利润	133	147	183	226	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
折旧摊销	3	1	4	5	应收账款周转率	129.8	146.0	165.9	182.5
公允价值变动	1	0	0	0	存货周转率	10.8	13.0	14.6	16.6
营运资金变动	-8	5	-5	-3	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	128	153	182	229	EPS	1.33	1.47	1.83	2.26
投资活动现金净流量	-540	-29	-16	-10	P/E	52.5	47.5	38.1	30.7
筹资活动现金净流量	535	0	0	0	P/S	9.1	8.4	6.9	5.7
现金流量净额	123	124	166	218	P/B	5.9	5.3	4.6	4.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。