

美味菜肴香，开拓新渠道

——味知香首次覆盖报告

报告要点:

● 味知香：立足长三角的预制菜行家

苏州市味知香食品股份有限公司专注半成品菜，成立于2008年，并于2021年在上交所上市。23Q1-3，公司实现总营收6.19亿元(+1.92%)，实现归母净利润1.07亿元(-2.90%)。公司实际控制人为董事长、总经理夏靖先生，截至23H1，控制公司62.25%的股权，无股权质押，控制权稳定。

● 新产能稳步释放，成本压力缓解

1) 突破产能瓶颈，新产能逐步释放。21/22年公司产能饱和，利用率接近130%，23年IPO资金投向的年产5万吨产能项目落地，公司设计产能达6.5万吨/年，目前约一半新产能投入使用，剩余产能随需要逐步释放。

2) 成本压力逐步缓解。公司原材料成本占主营业务成本超90%，其中牛肉产品直接成本占主营业务成本超40%，21、22年成本持续高位，23年原材料价逐渐回落，释放利润空间。23Q1、Q2、Q3公司毛利率同比+1.39%、+2.03%、+2.39pct。

● 门店式零售独具特色，街边店模型获验证后有望迎来改善

1) 双品牌定位清晰，多种SKU满足多样化需求。公司主营即烹型半成品菜(非料理包)，旗下“味知香”“饌玉”分别面向C、B端，拥有8大产品系列，SKU数量超300个，有效满足不同饮食习惯和不同场景用餐需求。

2) 构建B+C端多元渠道网络，打造特色门店布局。公司以经销为主(收入占比约95%)，零售渠道经销商分为经销店和加盟店，面向C端经营味知香品牌，批发渠道经销商面向B端经营饌玉品牌。目前经销渠道中，C端收入:B端收入约2.5:1。公司深耕江浙沪，建立了农贸市场门店为主的特色门店网络。截至23Q3，公司经销店、加盟店、经销商数量分别为1798、726、519家。

3) 传统渠道暂时承压，积极开拓街边店、商超、团餐、餐饮等新渠道。23年以来受消费形势波动等因素影响，门店、批发端均暂时承压，公司积极开拓新渠道：C端发展街边店、商超店中店，目前街边店模型在华东二三线城市运行良好，已开发盒马、大润发在内的60家商超客户，Q1-3商超渠道实现收入0.23亿元；B端加大对酒店餐饮、学校及单位食堂、社会餐饮等的开发，23Q1-3直销及其他渠道实现收入0.11亿元，同比+18.91%。

● 预制菜行业规模超4000亿，供需&政策共促成长

居民生活水平提高、城镇化率提升、家庭规模小型化、双职工家庭占比提升、外卖和连锁餐饮快速发展等带动预制菜需求提升，冷链物流设施不断完善为预制菜销售半径拓宽提供条件，“培育发展预制菜产业”写入23年中央一号文件。据艾媒咨询数据，2022年，我国预制菜行业市场规模为4196亿元，同比+21.31%，19-22年CAGR为19.73%。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为1.44/1.69/1.99亿元，增速分别为0.26%/17.95%/17.78%，对应1月22日PE 31/26/22倍(市值44亿元)，给予“增持”评级。

● 风险提示

食品安全风险、产能利用不及预期风险、单店收入波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	764.65	798.29	823.67	959.64	1097.52
收入同比(%)	22.84	4.40	3.18	16.51	14.37
归母净利润(百万元)	132.64	143.18	143.55	169.31	199.41
归母净利润同比(%)	6.06	7.95	0.26	17.95	17.78
ROE(%)	11.33	11.80	11.24	12.38	13.53
每股收益(元)	0.96	1.04	1.04	1.23	1.44
市盈率(P/E)	33.37	30.91	30.83	26.14	22.19

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

增持|首次推荐

基本数据

52周最高/最低价(元): 83.50 / 32.07

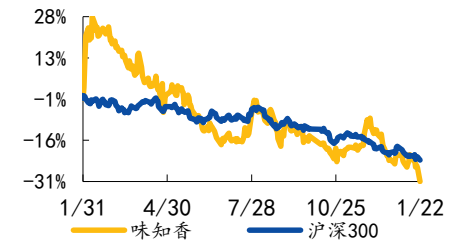
A股流通股(百万股): 36.57

A股总股本(百万股): 138.00

流通市值(百万元): 1172.80

总市值(百万元): 4425.66

过去一年股价走势



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾

电话 021-51097188

邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1.味知香：立足长三角的预制菜行家.....	4
1.1 半成品菜资深企业，控制权稳定.....	4
1.2 收入业绩暂时承压，成本压力缓解.....	5
2.预制菜：超 4000 亿大市场，供需&政策共促成长.....	8
2.1 我国预制菜行业规模超 4000 亿元.....	8
2.2 预制菜写入“一号文件”，供需端共促行业扩容.....	9
2.3 我国预制菜行业格局分散.....	12
3.新产能稳步释放，成本下行释放利润弹性.....	13
3.1 突破产能瓶颈，新产能于 23 年起逐步释放.....	13
3.2 原材料价格回落，释放利润弹性.....	14
4.探索街边店新模式，加速商超、团餐、餐饮布局.....	15
4.1 核心双品牌定位清晰，优质丰富 SKU 满足多样化需求.....	15
4.2 构建多元渠道网络，加速 C 端街边店&商超、B 端团餐&餐饮开发.....	17
5.盈利预测及投资建议.....	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 投资建议.....	22
6.风险提示.....	22

图表目录

图 1：公司实际控制人情况（截至 23H1）.....	4
图 2：公司营业总收入及增速.....	5
图 3：公司归母净利润及增速.....	5
图 4：公司近三年分季度营业总收入及增速.....	5
图 5：公司近三年分季度归母净利润及增速.....	5
图 6：公司分产品收入情况（亿元）.....	6
图 7：公司各产品收入占主营业务收入比重（%）.....	6
图 8：公司分地区收入情况（亿元）.....	6
图 9：公司各地区收入占主营业务收入比重（%）.....	6
图 10：公司分渠道收入情况（亿元）.....	7
图 11：公司分渠道收入占主营业务收入比重（%）.....	7
图 12：公司毛利率及净利率情况（%）.....	7
图 13：公司期间费用率情况（%）.....	8
图 14：我国预制菜行业市场规模.....	9
图 15：我国冷库总容量和冷藏车保有量.....	9
图 16：中国冷库总量有加速扩充趋势.....	9
图 17：我国城镇及农村居民人均可支配收入情况.....	10
图 18：我国居民人均食品烟酒消费支出.....	10
图 19：我国平均家庭规模变化.....	10

图 20: 我国人口年龄结构 (2020 年第七次人口普查)	10
图 21: 我国餐饮行业收入及增速	11
图 22: 我国连锁餐饮企业门店数量及增速	11
图 23: 我国餐饮连锁化率	11
图 24: 我国外卖餐饮市场规模及增速	12
图 25: 公司设计产能、产量及产能利用率	13
图 26: 直接材料占对应品类营业成本比重 (2022 年)	14
图 27: 直接材料占公司主营业务成本、收入比重 (2022 年)	14
图 28: 冻牛肉进口价格走势	15
图 29: 白条鸡批发价格走势	15
图 30: 猪肉批发价格走势	15
图 31: 公司品牌矩阵	16
图 32: 公司销售模式示意图	17
图 33: 公司零售门店渠道收入情况	18
图 34: 公司批发渠道收入情况	18
图 35: 公司门店数量	18
图 36: 公司门店单店收入情况	18
图 37: 公司批发渠道经销商数量	20
图 38: 公司单个经销商收入情况	20
图 39: 公司直销及其他渠道收入情况	20
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 预制菜行业竞争特点	12
表 3: 公司 IPO 募集资金投向情况	13
表 4: 公司年产 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概况	14
表 5: 公司部分代表性产品	16
表 6: 公司经销店模式和加盟店模式的主要差异及特征	19
表 7: 味知香收入拆分	21
表 8: 可比公司估值	22

1. 味知香：立足长三角的预制菜行家

1.1 半成品菜资深企业，控制权稳定

味知香，立足长三角的预制菜行家。苏州市味知香食品股份有限公司成立于 2008 年，并于 2021 年在上交所上市。公司专注预制菜领域，拥有“味知香”“馐玉”两大核心品牌，8 大产品线，300 余种产品，致力于为各个家庭提供营养健康的美食方案，为顾客提供健康、方便、美味的半成品菜产品。公司深耕江浙沪区域，构建了以农贸市场为主的连锁加盟生态圈，并逐渐向外围市场辐射。公司以其严格的质量管控、优良的产品品质和持续的品牌建设，打造健康、美味的品牌形象，在市场上树立了良好的口碑。

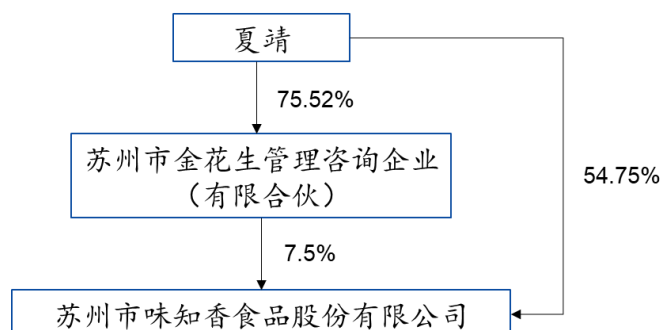
表 1：公司发展历程

时间	重大事件
2021 年	公司在 A 股主板上市
2020 年	荣获中食冷优秀会员杰出贡献奖
2019 年	申报 IPO
2017 年	荣获全国主食加工示范企业
2016 年	荣获苏州市质量奖、中国连锁新锐奖、江苏省食品行业优秀品牌企业
2015 年	打造 2.0 版本品牌旗舰店
2014 年	荣获江苏省著名商标、长三角地区名优食品、苏州市知名商标、苏州市农业产业化龙头企业
2013 年	导入卓越绩效管理体系
2012 年	味知香速冻调制食品荣获苏州名牌产品证书
2011 年	建立江南大学教学科研实习基地
2010 年	荣获中国食品安全年会食品安全示范单位
2008 年	苏州市味知香公司成立

资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

公司控制权稳定。公司实际控制人为董事长、总经理夏靖先生，截至 23H1，通过直接和间接方式合计控制公司 62.25% 的股权，无股权质押，控制权稳定。

图 1：公司实际控制人情况（截至 23H1）



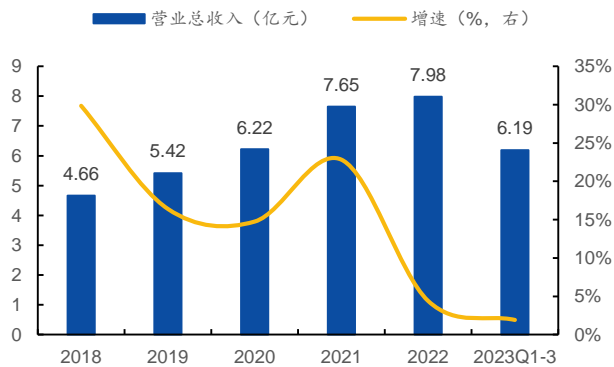
来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.2 收入业绩暂时承压，成本压力缓解

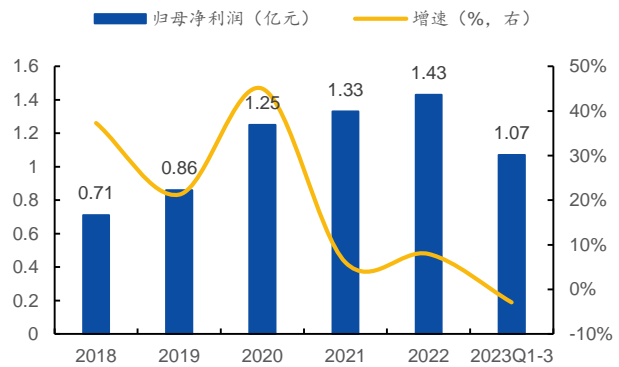
公司 18-22 年稳健成长，23 年收入、业绩暂时承压。18-21 年，公司收入快速增长，营业总收入 CAGR 为 17.97%，18-20 年，公司业绩与收入保持同步增长，21 年因原材料价格大幅上涨、上市致期间费用增加等因素影响，归母净利增速低于收入增速；22 年华东地区消费场景受损严重叠加原材料价格高位影响，公司总营收、归母净利均个位数增长，分别为 7.98 亿元、1.43 亿元，对应增速 4.40%、7.95%。进入 23 年以来，受餐饮场景放开后家庭烹饪频次降低、消费复苏低于预期、消费信心低迷等因素影响，公司收入业绩暂时承压，23Q1-3，公司实现总营收 6.19 亿元（+1.92%），实现归母净利 1.07 亿元（-2.90%）。分季度看，23Q3 承压较严重，总营收、归母净利分别同比-11.89%、-18.76%。

图 2：公司营业总收入及增速

图 3：公司归母净利润及增速



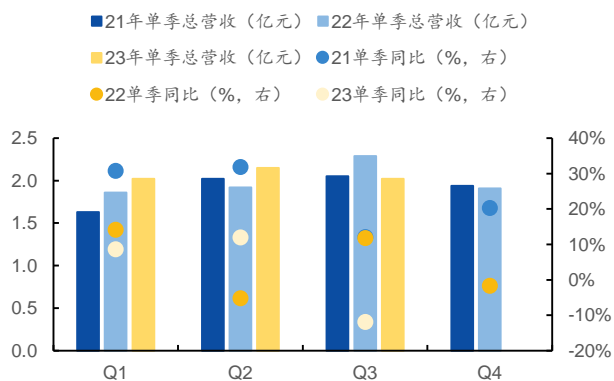
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理



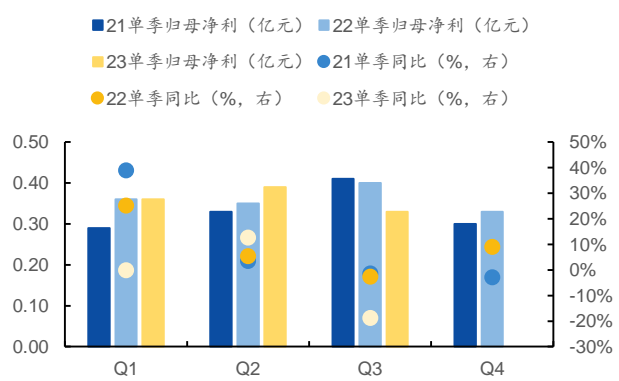
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

图 4：公司近三年分季度营业总收入及增速

图 5：公司近三年分季度归母净利润及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理



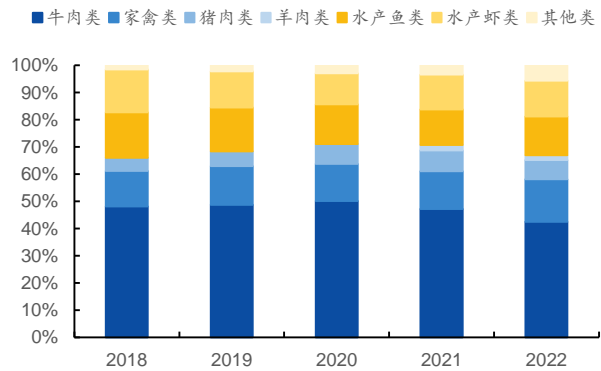
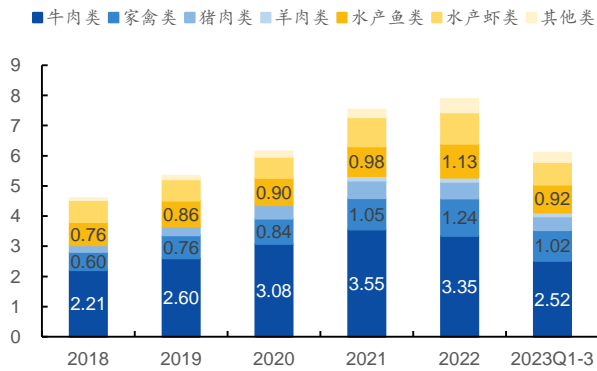
资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

牛肉产品占比最高，23Q1-3 家禽、鱼类占比提升较显著。公司产品可分为肉禽类（牛肉、家禽、猪肉、羊肉类，合计占比超过 60%）、水产类（鱼、虾类，合计占比 30% 左右）以及其他类共三个大类、七个小类，具体到小类，牛肉占比最高，2022 年牛

肉类产品收入占主营业务收入的比重为 42.45%，第二、三位分别为家禽类（占比 15.71%）、水产鱼类（占比 14.31%）。2023Q1-3，受短期消费波动等因素影响，单价较高的牛肉、虾类产品收入占比下降，同比分别-1.71、-0.84pct。23Q1-3，公司牛肉、家禽、水产鱼类分别实现收入 2.52、1.02、0.92 亿元，同比分别-2.35%/+10.40%/+7.63%。

图 6：公司分产品收入情况（亿元）

图 7：公司各产品收入占主营业务收入比重（%）



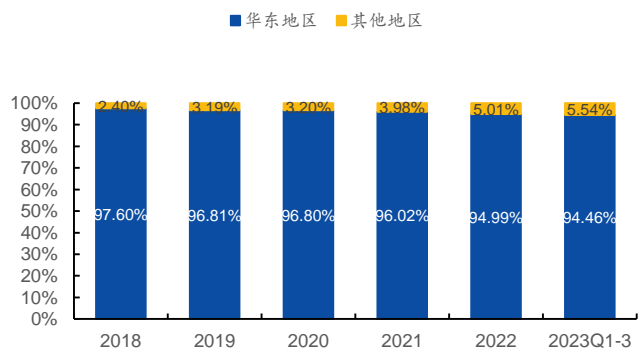
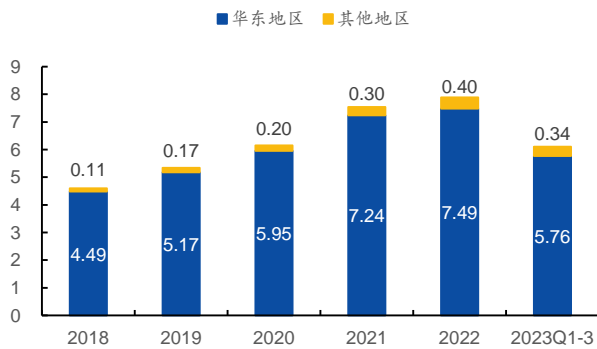
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

分地区看，华东区域收入占比超过 90%，华东以外区域快速增长。2022 年，公司华东地区实现收入 7.49 亿元(+3.42%)，华东以外地区共实现收入 0.40 亿元(+31.80%)。2023Q1-3，公司华东地区实现收入 5.76 亿元 (+1.27%)，华东以外地区共实现收入 0.34 亿元 (+9.52%)。2018-2021 年，公司华东地区收入占比均在 95%以上，2022 年以来随着公司逐渐向华东以外周边区域扩张，华东地区收入占比略有下降，但仍维持在 90%以上。

图 8：公司分地区收入情况（亿元）

图 9：公司各地区收入占主营业务收入比重（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

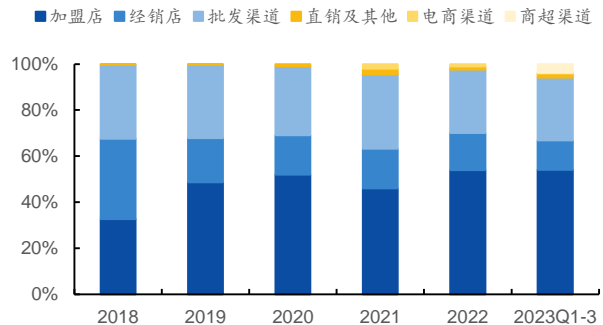
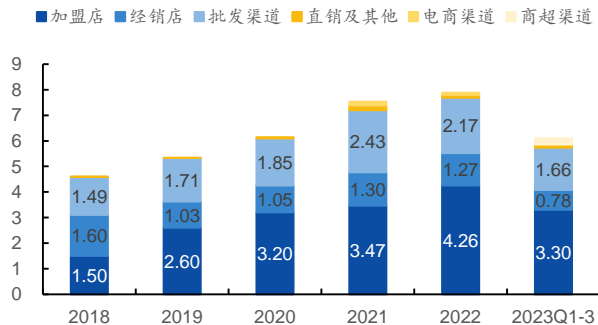
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

分渠道看，经销端收入占比约 95%，其中加盟店收入占比近半。公司最主要渠道为经销端的零售门店（包括加盟店和经销店）和批发两大渠道，二者合计占主营业务收入比重约 95%（23Q1-3 为 94.04%），其中加盟店收入占比在 50%左右（23Q1-3 为 54.03%）。2023Q1-3，公司加盟店、经销店、批发渠道分别实现收入 3.30、0.78、

1.66 亿元，同比分别+3.85%、-19.81%、-2.28%。

图 10: 公司分渠道收入情况 (亿元)

图 11: 公司分渠道收入占主营业务收入比重 (%)

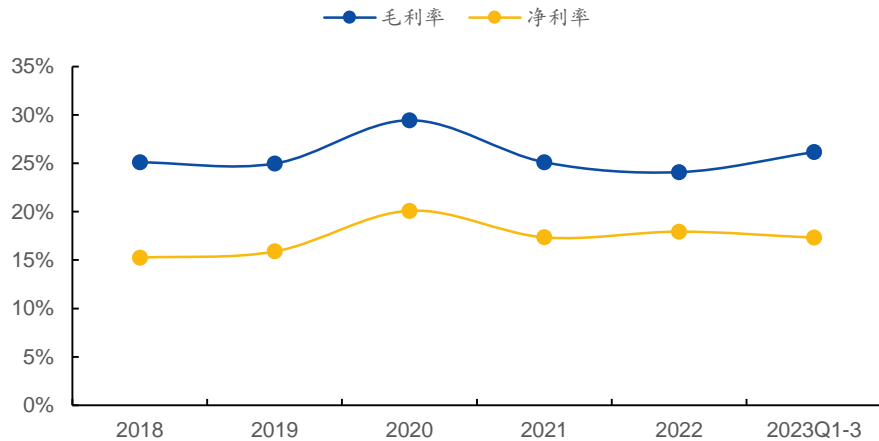


资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

原材料价下行毛利率改善，期间费用增加拖累净利率。受牛肉、家禽等价格高位影响，21、22 年公司毛利率、净利率同比下滑。随着 23 年以来禽畜价格下行，公司毛利率迎来改善，23Q1-3，公司销售毛利率为 26.16%，同比+1.96pct。23Q1-3 公司销售净利率为 17.32%，同比-0.86pct，公司销售净利率下行，主要是期间费用率同比提升和投资收益同比下降导致。

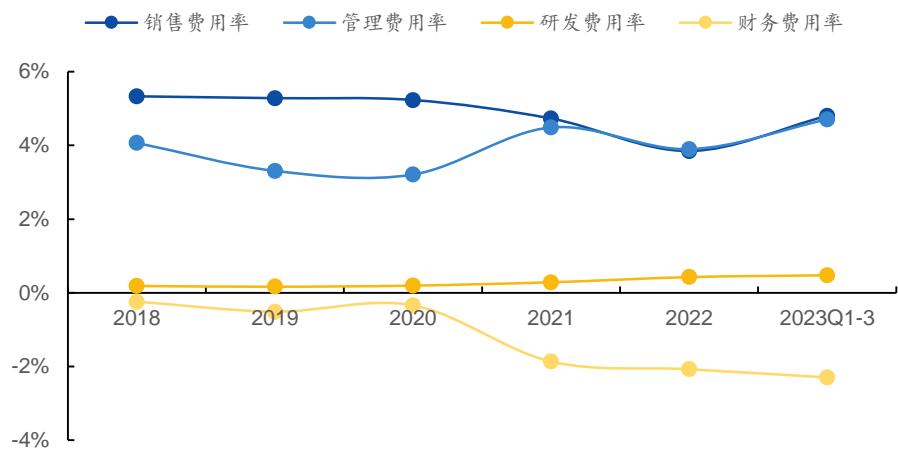
图 12: 公司毛利率及净利率情况 (%)



来源: Ifind、国元证券研究所整理

23 年前三季度，人员扩充至销售及管理费用率提升。23Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.80%、4.71%、0.48%、-2.29%，同比分别+1.14、+1.11、+0.04、-0.72pct，销售和管理费用率提升，主要是公司人员增加、新建厂房房产折旧所致。

图 13：公司期间费用率情况（%）



来源：Ifind、国元证券研究所整理

2. 预制菜：超 4000 亿大市场，供需&政策共促成长

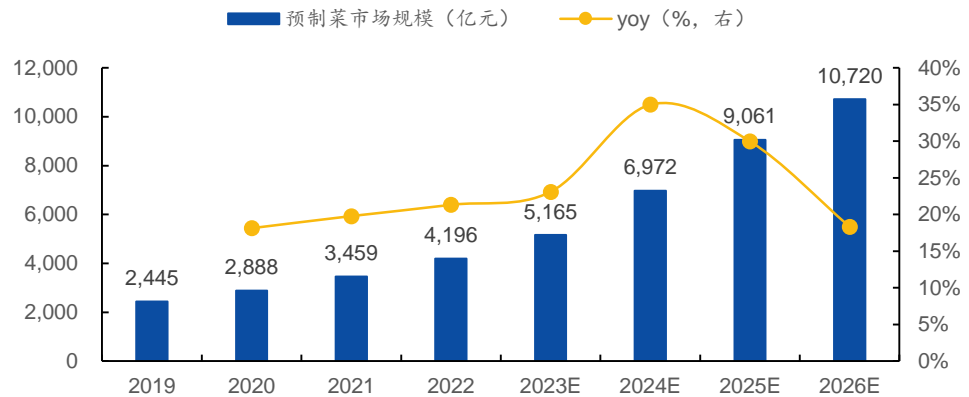
2.1 我国预制菜行业规模超 4000 亿元

预制菜的定义：预制菜，是指以农产品、畜禽、水产品等为原料，配以各种辅料，经预加工而制成的成品或半成品菜，根据深加工程度和食用方便性，预制菜可分为即食类、即热类、即烹类、即配类四大类别。

我国预制菜行业起步于 2000 年前后，近年来高速发展。20 世纪 90 年代后期，随麦当劳、肯德基等快餐店的进入，我国开始出现净菜加工配送工厂，2000 年前后，我国陆续出现了半成品菜生产企业，通过对肉禽和水产等原材料的进一步加工，提供了比净菜更加丰富的产品种类并进一步精简了客户的烹饪环节。随着速冻技术和配套冷链的完善、下游家庭及餐饮等渠道预制菜需求的不断提升，近年来我国预制菜行业进入快速发展期。

预制菜行业规模超 4000 亿元，仍存在万亿级发展空间，成长潜力大。我国预制菜、半成品菜企业众多，行业持续扩容，根据艾媒咨询数据，2022 年我国预制菜市场规模为 4,196 亿元（+21.31%），2019-2022 年 CAGR 为 19.73%，2026 年市场规模有望达到 10,720 亿元。

图 14：我国预制菜行业市场规模



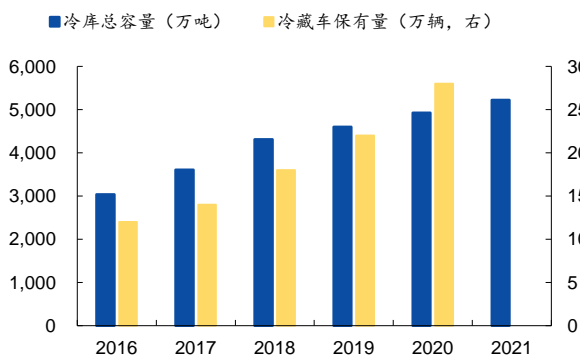
来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

2.2 预制菜写入“一号文件”，供需端共促行业扩容

预制菜被首次写入中央一号文件。2023 年 1 月 13 日，中央一号文件《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》发布，文中明确提出“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”。

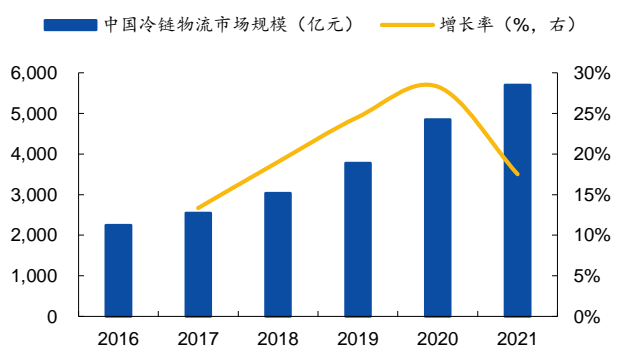
冷冻技术和冷链物流行业发展，拓宽预制菜销售半径。受限于早期冷冻技术和冷链运输的高成本，预制菜行业在发展初期存在销售区域小、企业数量多、集中度低的特点，行业内规模以上企业较少。随着速冻技术的发展，半成品菜的储存时间得以大幅延长。国产速冻设备和冷链运输车辆的推广大幅降低了企业物流配送成本，企业的辐射范围扩大。行业内的领先企业也建立了自有或稳定合作的冷链物流运输体系，建立了一定的竞争壁垒。根据艾媒咨询数据，2021 年中国冷链物流市场规模达到 5,699 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 20.43%；冷库总容量达 5,224 万吨，2016-2021 年 CAGR 为 11.47%；2020 年冷链物流车辆 28 万辆，2016-2020 年 CAGR 为 23.59%，冷链物流的发展和完善为速冻食品业的发展提供有力支撑。

图 15：我国冷库总容量和冷藏车保有量



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

图 16：中国冷链物流总量有加速扩充趋势

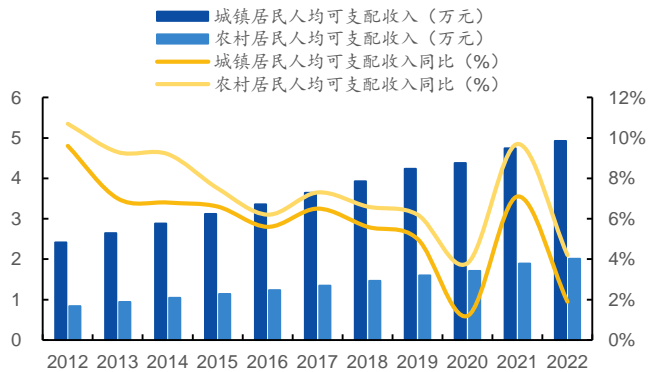


资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

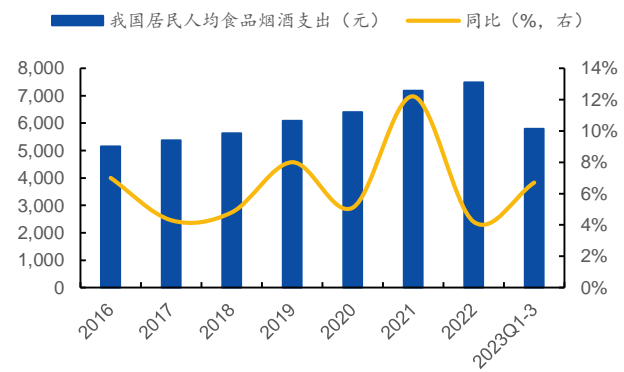
居民收入水平提高带动食品消费水平提升。2022 年我国居民人均可支配收入为 3.69 万元，同比增长 5.0%，17-22 年 CAGR 为 7.3%；2022 年城镇居民/农村居民人均可支配收入分别为 4.93/2.01 万元，同比分别增长 1.9%/4.2%。收入水平的提高带动了我国居民的人均食品消费水平的提升，2022 年我国居民人均食品烟酒消费支出为 7481 元，同比增长 4.2%，17-22 年 CAGR 为 6.8%。

图 17：我国城镇及农村居民人均可支配收入情况

图 18：我国居民人均食品烟酒消费支出



资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理



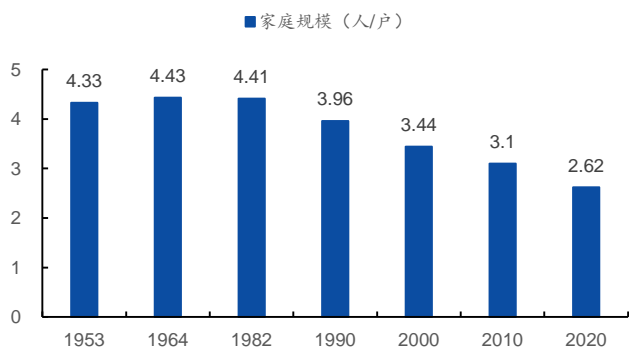
资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

城镇化率提升，家庭规模小型化，便捷食品需求上升。2021 年，我国城镇化率达到 64.72%，相比 2012 年提高 12.15pct。伴随着城镇化率提升，家庭劳动结构和家庭规模也发生着变化。双职工家庭结构使家庭可投入在烹饪上的时间缩短，家庭规模的缩小，也导致了“做饭规模经济下降”。根据第七次人口普查数据，2020 年我国平均家庭规模下降至 2.62 人/户，较 2000 年下降 0.82 人/户，较 1982 年下降 1.79 人/户。

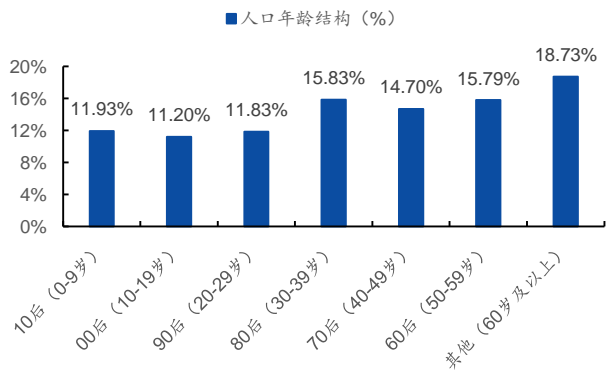
80/90 消费群体崛起，助力预制菜加速渗透。根据 2020 年国家统计局第七次人口普查数据，我国 80/90 后人口占比合计达 27.66%，这部分人已经成为当前主力消费群体。整体来看，该消费群体热爱美食和烹饪，但工作繁忙、烹饪技术有限，在追求口味的同时，注重烹饪的简单、便捷。预制菜品在节约烹饪时间、提高烹饪效率上优势显著，迎合 80/90 消费群体便捷烹饪的诉求。

图 19：我国平均家庭规模变化

图 20：我国人口年龄结构（2020 年第七次人口普查）



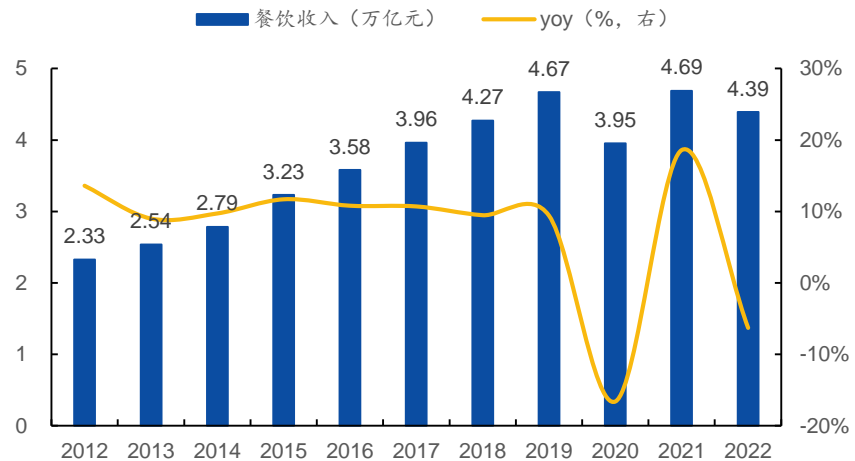
资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

城镇化进程中居民选择外出就餐频率提高，我国餐饮市场规模稳健成长。2021年，我国餐饮行业收入达4.7万亿元(+18.6%)；2022年，消费场景受损严重，餐饮行业收入暂时性回落，但随着消费场景逐步恢复，餐饮行业长期增长逻辑不变。

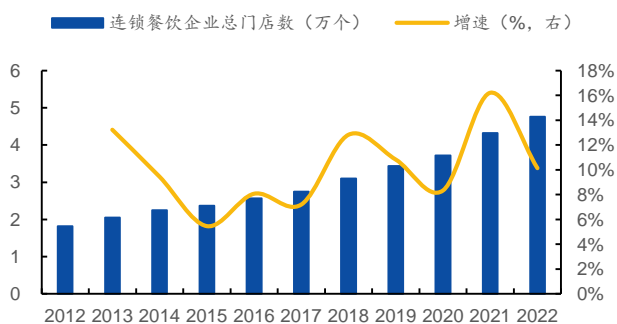
图 21：我国餐饮行业收入及增速



来源：国家统计局、国元证券研究所整理

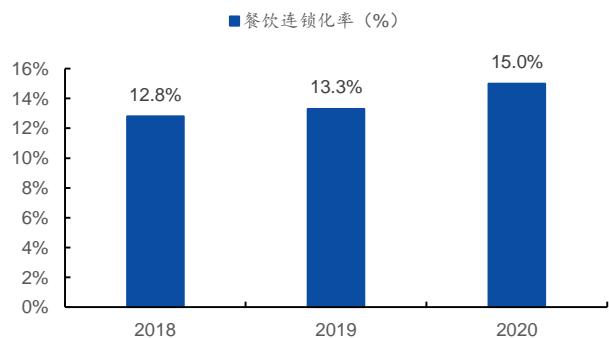
餐饮连锁化率提升，带动大B端预制菜需求增长。2022年，我国连锁餐饮企业门店数量为4.8万家(+10.1%)。根据美团数据，我国餐饮连锁化率2018年为12.8%，2020年升至15.0%，我国餐饮连锁化率持续提升，且与美国(54%)、日本(49%)相比，提升空间仍大。使用标准化预制菜可以有效降低原材料成本，减少食材处理人员和时间，同时提高食品安全性、口味稳定性餐饮行业预制菜需求提升。同时，连锁餐饮规模较大，可直接与第三方代工厂或供应链企业进行合作，带动B端预制菜需求。

图 22：我国连锁餐饮企业门店数量及增速



资料来源：ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 23：我国餐饮连锁化率

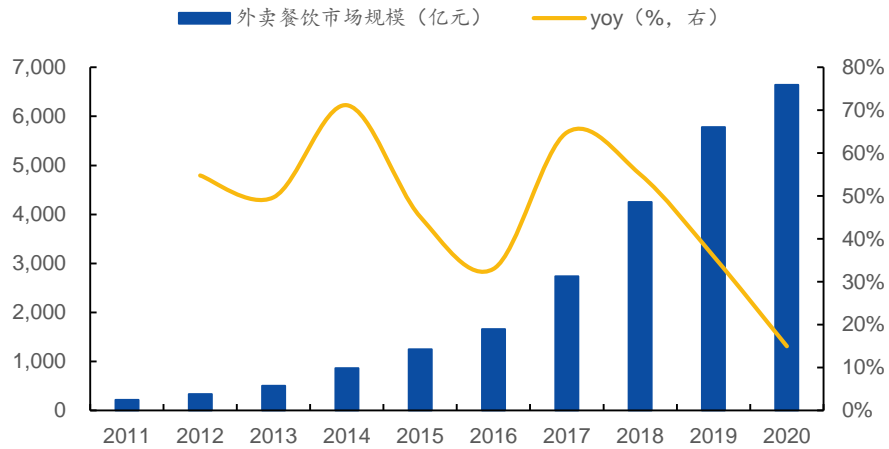


资料来源：美团、中国连锁经营协会、国元证券研究所整理

外卖市场增长强劲，小B端预制菜需求提升。近年来，我国外卖餐饮市场呈爆发式增长态势，根据中国连锁经营协会数据，2020年市场规模达6,646亿元(+15.0%)，2011-2020年CAGR为46.26%。根据中国调味品协会数据，2020年我国外卖用户规模突破4亿人(+16.67%)。外卖业务蓬勃发展，为餐饮业扩张带来更多机会，更

有利于节约成本的预制菜品需求也随之提升。

图 24：我国外卖餐饮市场规模及增速



资料来源：中国连锁经营协会、国元证券研究所整理

2.3 我国预制菜行业格局分散

行业竞争格局分散，未来集中度仍有较大提升空间。我国预制菜行业企业数量众多，竞争较为激烈，根据天眼查数据，2022 年我国预制菜相关企业近 7 万家。预制菜行业的竞争呈现出地域特征明显、集中度低和渠道竞争转向品牌竞争的特点。

表 2：预制菜行业竞争特点

序号	特点	具体内容
1	地域特征明显	我国幅员辽阔、人口众多，地区之间物产种类、丰足程度不一，导致各地居民饮食习惯及口味不一致。半成品菜产品依赖冷链运输，物流成本及产品新鲜度要求限制了单个企业产品配送半径。
2	集中度低，规模化企业较少	全国范围内半成品菜生产商数量众多，其中多数依然停留于作坊式生产加工模式，达到规模以上生产水平的企业较少。作坊式加工商只供应少量客户，产品单一、标准化程度较低，食品安全及品质难以保证。目前，部分企业已实现规模化生产，具备一定知名度。
3	渠道竞争逐步转化为品牌竞争	目前，行业内企业开始重视品牌建设，通过投放广告、举办推广活动、聘请代言人等方式提升品牌知名度。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

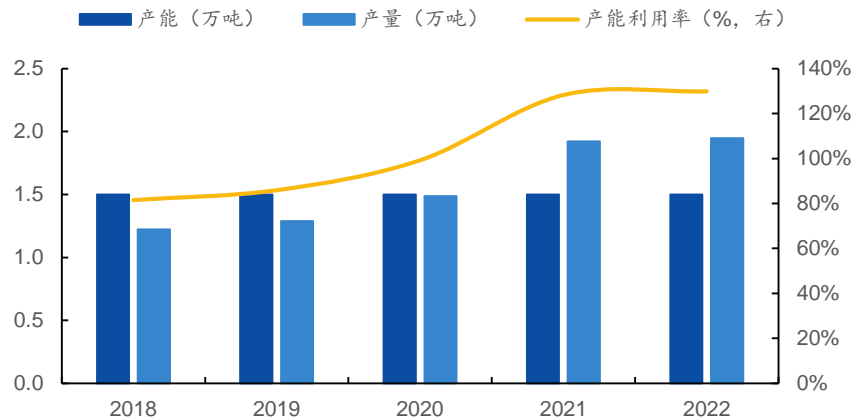
不同代表企业各有所长。预制菜行业升温以来，上下游各相关企业纷纷展开预制菜布局，结合自身原有优势业务或渠道，展开预制菜相关业务。代表性的企业有：专门从事预制菜的味知香等，还有原先从事上游屠宰与肉制品加工的双汇发展、龙大美食等，从速冻食品向预制菜产业延伸的安井食品、三全食品、千味央厨等，专门从事酒店餐饮的广州酒家等，以及盒马、美团买菜等新零售平台。

3.新产能稳步释放，成本下行释放利润弹性

3.1 突破产能瓶颈，新产能于 23 年起逐步释放

21-22 年，公司处于超负荷生产状态。18-22 年，公司已投入使用的工厂产能规划为 1.5 万吨/年，随着公司规模的增长，2021/2022 年，公司产能利用率接近 130%，产能瓶颈限制了公司的进一步扩张。

图 25：公司设计产能、产量及产能利用率



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

IPO 募资用于产能扩建。2021 年，公司 IPO，共募集资金 6.66 亿元（扣除发行费用），其中 2.75 亿元投向年产 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（总投资额 2.86 亿元）。

表 3：公司 IPO 募集资金投向情况

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)
1	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
2	研发检验中心和信息化建设项目	7,001.46	7,000.00
3	营销网络和培训中心建设项目	6,985.00	6,900.00
4	补充流动资金	24,000.00	23,261.74
	合计	66,604.46	64,661.74

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

新厂产能已部分投产，全部投产后公司产能提升至 6.5 万吨/年。该年产 5 千吨的食品用发酵菌液及年产 5 万吨发酵调理食品项目建设期 2 年，全部建成投产后，公司设计产能将从 1.5 万吨/年提升至 6.5 万吨/年。配套建设年产 5000 吨发酵菌液项目，主要是由于公司计划在生产腌制环节加入食用发酵菌液，利用特制的菌类发酵改善产品现有风味，5000 吨发酵菌液可以满足年产 5 万吨调理食品对发酵菌液的需求。当前“年产 5 万吨发酵调理食品项目”已实现投产，前期投入一半产能，后续产能将随实际经营需求逐步释放，“年产 5 千吨的食品用发酵菌液项目”进入试生产阶段。

表 4：公司年产 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概况

序号	内容	具体情况
1	项目名称	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
2	计划总投资额	2.8618 亿元
3	拟使用募集资金金额	2.75 亿元
4	计划建设期	2 年
5	项目进度	一半产能已实现投产，后续产能逐步释放

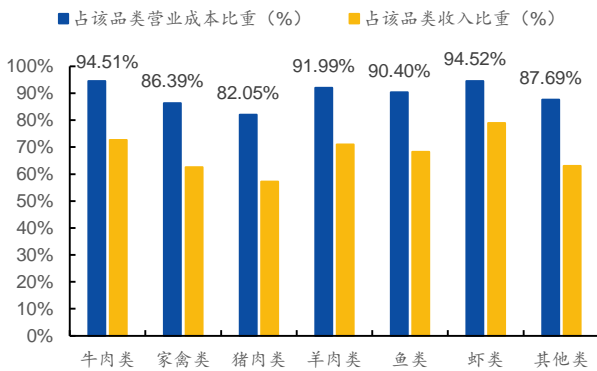
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

零售端、批发端产品分厂生产，提高资源利用效率。公司新厂生产零售端“味知香”产品，老厂生产批发端“饴玉”产品。BC 渠道客户对产品的需求各有不同，零售端产品对产品口味有更高的要求，批发端对产品形状、数量等有更高的要求，因此公司安排新厂生产零售端“味知香”产品，老厂生产批发端“饴玉”产品实现资源更高效的利用。

3.2 原材料价格回落，释放利润弹性

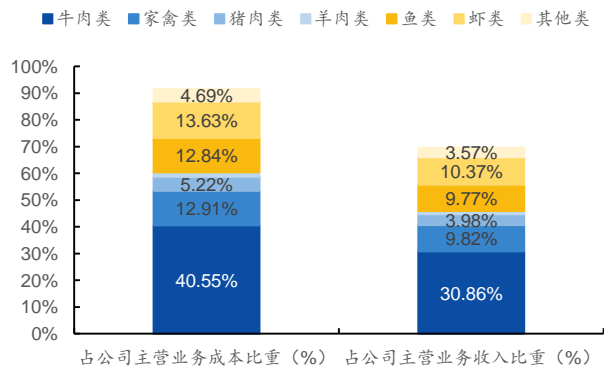
牛肉、禽类、水产等原材料占成本比重较高，其价格波动影响公司毛利水平。牛肉、家禽、鱼虾、猪肉等原材料成本是公司最主要的成本，2020、2021、2022 年公司直接材料成本占主营业务成本的比重分别为 94.47%、90.94%、91.51%。以 2022 年为例，牛肉、羊肉、鱼、虾类产品直接材料成本占该品类营业成本的比重均超过 90%，家禽、猪肉、其他类产品的该比重也均超过 80%；牛肉类直接材料成本占公司当期营业成本的比重超过 40%，家禽、鱼、虾类占比超过 10%。

图 26：直接材料占对应品类营业成本比重（2022 年）



资料来源：Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

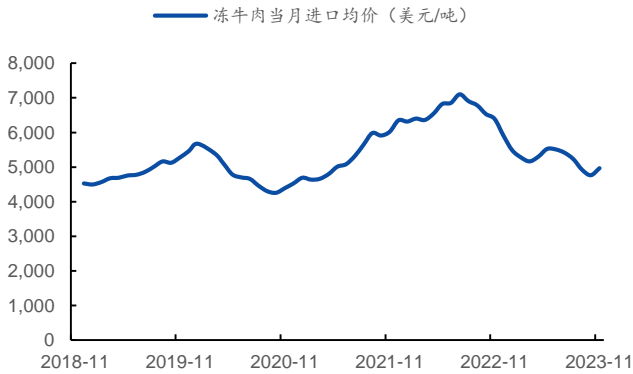
图 27：直接材料占公司主营业务成本、收入比重（2022 年）



资料来源：Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

23 年以来，原材料价格下行，释放利润弹性。进入 23 年以来，牛肉进口价、鸡肉猪肉批发价较 22 年均有较大回落，原材料价格回落释放公司利润弹性，23Q1、Q2、Q3 公司毛利率分别+1.39、+2.03、+2.39pct。

图 28：冻牛肉进口价格走势



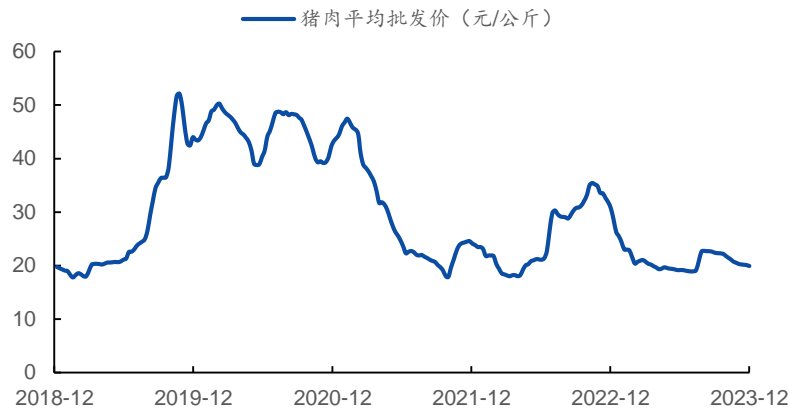
资料来源：Iifind、汇易网、国元证券研究所整理

图 29：白条鸡批发价格走势



资料来源：Iifind、农业农村部、国元证券研究所整理

图 30：猪肉批发价格走势



资料来源：Iifind、中国农业信息网、国元证券研究所整理

4.探索街边店新模式，加速商超、团餐、餐饮布局

4.1 核心双品牌定位清晰，优质丰富 SKU 满足多样化需求

公司在预制菜行业品质过硬，美誉度高。公司被农业部授予“全国主食加工业示范企业”称号，多年来先后被授予“中国肉类协会副会长单位”“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”“苏州市质量金奖”“最具成长型企业-创新奖”“2022 年度中国预制食品行业龙头企业”“中国预制菜行业——领军品牌”“2023 年全国商业质量奖”等。

建立“味知香”“饌玉”两大品牌为核心的产品体系。公司目前拥有“味知香”“饌玉”两大核心品牌，分别满足 C 端消费者和 B 端餐饮酒店等客户的需求。此外，公司还拥有“味爱疯狂”“搜香寻味”“味知香工坊”三个重要品牌，与核心品牌形成补充。

其中“味爱疯狂”主打高端火锅食材，“搜香寻味”发掘各地特色美食，“味知香工坊”主打火锅底料及调味包产品。

图 31：公司品牌矩阵



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司拥有 8 大产品线，SKU 数量超过 300 个。公司主要生产即烹型半成品菜，基本为生食（并非料理包产品）。公司拥有招牌菜系列、家常菜系列、轻炸小食、儿童餐系列、汤煲系列、早餐系列、火锅系列、搜香寻味共 8 大产品系列，涵盖畜禽、水产、汤煲、火锅、素菜等品类，SKU 数量超过 300 个，拥有黑椒牛排、至尊虾饼、宫保鸡丁等明星产品，有效地满足不同地区消费者的饮食习惯和口味偏好，解决早中晚餐和聚会等不同场景的用餐需求。

表 5：公司部分代表性产品

品牌	产品名称	规格 (g)	单价 (元/包)	折算单价 (元/500g)
味知香	黑椒牛排	170	27.1	79.7
	黑椒牛柳	250	26.5	53.0
	宫保鸡丁	250	17.2	34.4
	奥尔良烤翅	300	23.4	39.0
	糖醋里脊	350	17.2	24.6
	鱼香肉丝	250	16.8	33.6
	糖醋排骨	350	26.7	38.1
	法式羊排	325	51.1	78.6
	至尊虾饼	160	26.5	82.8
	酸菜水煮鱼	449	27.2	30.3
	八宝饭	350	17.7	25.3
饕玉	黑椒牛柳	1000	55	27.5
	黑椒牛排	1000	69	34.5
	奥尔良中翅	1000	49	24.5
	巴沙鱼片	1000	33	16.5
	鱼香肉丝	1000	38	19.0

资料来源：天猫旗舰店、淘宝、国元证券研究所整理

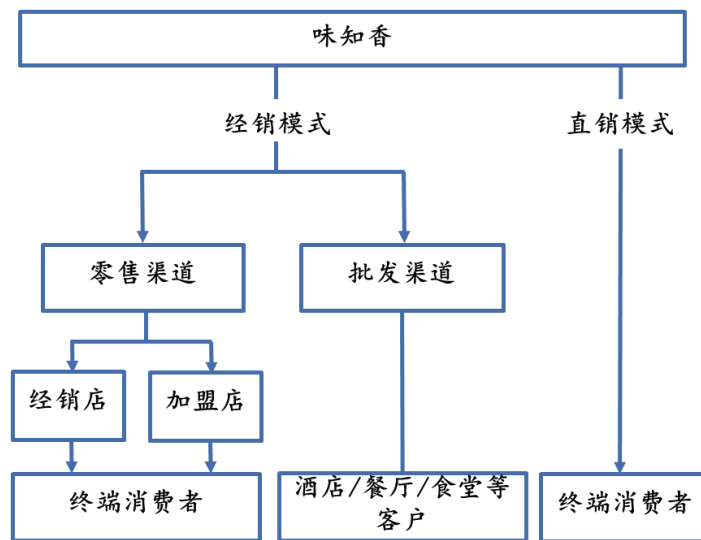
注：味知香品牌单价使用 2023.12.22 味知香天猫旗舰店给出的预计折后到手价，饕玉品牌单价使用淘宝销量靠前的线上经销商售价。

自有冷链运输车辆为主体的专用物流配送体系保障食品安全。公司以自有物流配送为主，安徽、湖北、江西、福建等距离较远且集中度不高的客户由第三方物流进行配送，自有物流的成本及第三方物流的费用均由公司承担。公司自有物流均采用专门购置的冷链运输车辆进行配送，且仅对内服务，并定期对车辆清洗消毒，保证产品运输过程不受污染，保障食品安全。截至 2021 年 4 月 14 日，公司自有运输车辆共 25 辆。

4.2 构建多元渠道网络，加速 C 端街边店&商超、B 端团餐&餐饮开发

经销为主，直销为辅，经销店+加盟店的 C 端渠道和批发为主的 B 端渠道构成公司经销网络。公司销售模式以经销为主，存在少量直销（在公司定期报告中列示为电商、商超、直销及其他），全部为买断式销售。公司将经销商根据销售对象及终端客户不同，分为零售渠道经销商和批发渠道经销商。零售渠道经销商分为经销店和加盟店，面向个人消费者，主要从公司采购“味知香”品牌产品后销售给个人消费者；批发渠道经销商一般从事冷冻食品批发业务，主要从公司采购“饌玉”品牌产品后销售给酒店、餐厅、食堂等客户。

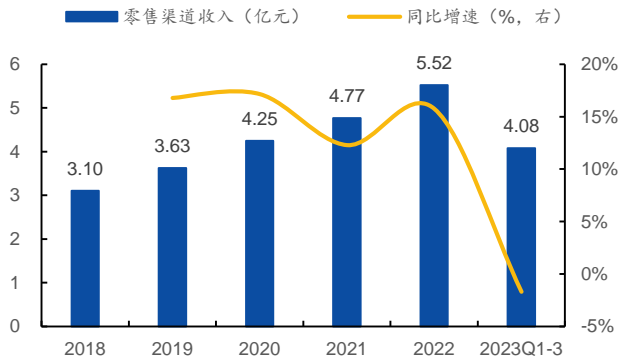
图 32：公司销售模式示意图



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

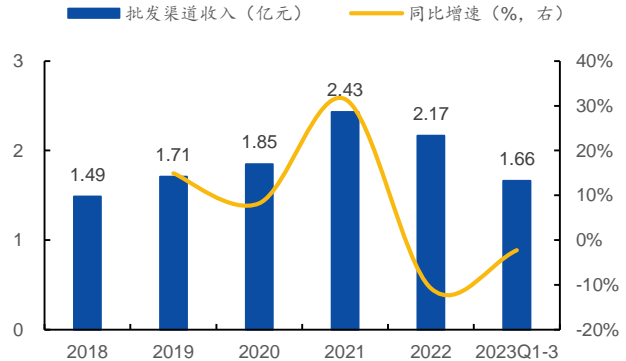
味知香具有高 C 端占比的显著特点。不同于安井等速冻食品/预制菜领先企业从 B 端起家，味知香建立了特色的零售门店网络，具有显著的高 C 端占比的特征，只考虑公司经销渠道（零售门店+批发），20、21、22 年 C 端收入:B 端收入分别为 2.3:1、2.0:1、2.5:1。2023Q1-3，公司零售、批发渠道分别实现收入 4.08、1.66 亿元，同比分别-1.70%、-2.28%。

图 33：公司零售门店渠道收入情况



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 34：公司批发渠道收入情况

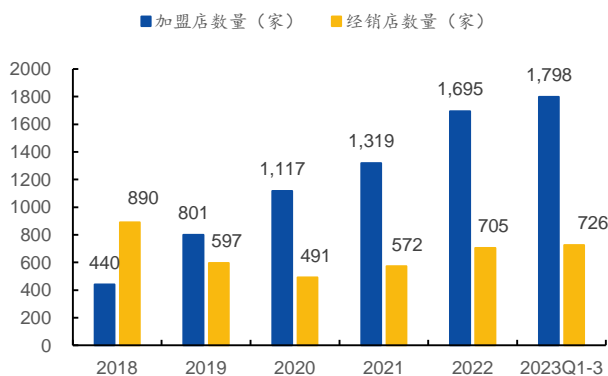


资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

公司在零售端建立了菜市场、农贸市场门店为主的特色门店网络，核心区域渠道深度下沉。公司面向 C 端的销售主要是通过经销店和加盟店进行经销。公司半成品菜产品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。公司在发展初期，通过与菜市场、农贸市场摊位业主签署经销协议，以此为切入点在上海、江苏等地建立了广泛且密集的销售网络。根据公司招股书，公司经销店、加盟店广泛分布在苏州、上海等地各大农贸市场、集市、街道门店，贴近消费者生活区域，通过构建高密度的销售网络弥补覆盖范围的不足。

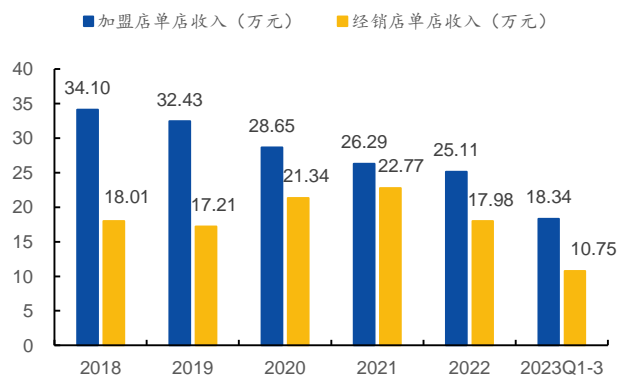
公司 C 端门店数量快速增长，单店收入短期承压。2021 年上市后，公司门店数量，尤其是加盟店数量快速增长，截至 23Q3，公司加盟店、经销店数量分别为 1798 家、726 家，较 23 年初分别增长 6.08%、2.98%，较 2021 年末分别增长 36.32%、26.92%。单店收入方面，不考虑当期新开、关闭店的开店时长影响，2023Q1-3 公司加盟店、经销店单店收入分别为 18.34 万元、10.75 万元，同比分别-4.76%、-25.44%，公司单店收入下滑主要是餐饮场景管制放开后家庭烹饪频次降低、消费复苏速度不及预期等因素影响。

图 35：公司门店数量



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 36：公司门店单店收入情况



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

经销店灵活，加盟店获支持力度大。公司早期加盟店多由经销店升级而来，二者主要差异是经销店客户可销售非公司产品、无需统一标识，加盟商仅可销售公司产品、有统一标识，相对经销店，公司会给予加盟店更多支持，两者具体差异及特征如下表。

表 6: 公司经销店模式和加盟店模式的主要差异及特征

序号	项目	经销店	加盟店
1	人群画像	经销店主要为菜市场、农贸市场业主，主要从事农副产品或加工食品的销售	部分由经销店主升级而来
2	销售模式	买断式销售	买断式销售
3	是否销售其他产品	除销售公司产品，也兼营其他种类或形态的产品，如生鲜肉食、冷冻食品或熟食等	专门销售公司半成品菜产品
4	对公司商标的使用	1) 经销商具有有限程度使用公司品牌及商标的权利 2) 经销商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	1) 授权加盟客户使用公司名称、品牌、商标等资产 2) 为加盟店设计了有辨识度的商标颜色、字体及店面风格 3) 规范店员着装，营业时统一着带有品牌标识的工作服
5	销售区域	经销店有指定销售区域，不得跨区域销售	实施销售区域保护，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，公司在加盟店特许经营范围内不会增设新的加盟店或者经销店
6	前期投入	用户可以在已有摊位或柜台基础上销售味知香产品，新增投入较少，合作成本低	前期投入相对较高，加盟店需向公司支付开业支持费和押金等
7	公司给予的支持	相对有限	1) 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 2) 对加盟业主提供办证咨询和销售技术培训 3) 不定期举行面向加盟店客户的促销活动，加盟店购买产品即赠送特定产品作为礼品 4) 不定期对味知香品牌形象进行广告策划及宣传，向加盟商赠送宣传物料 5) 公司为加盟店提供风格统一的装修、运营培训和商品配送

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

23 年零售渠道短期承压，现有门店优化调整，开展街边店、店中店布局。23 年以来，公司积极采取措施应对消费形势波动，从老店优化和新店开发两个方向展开探索，目前仍在推进过程，街边店新店模型在长三角部分二三线城市逐渐验证中。

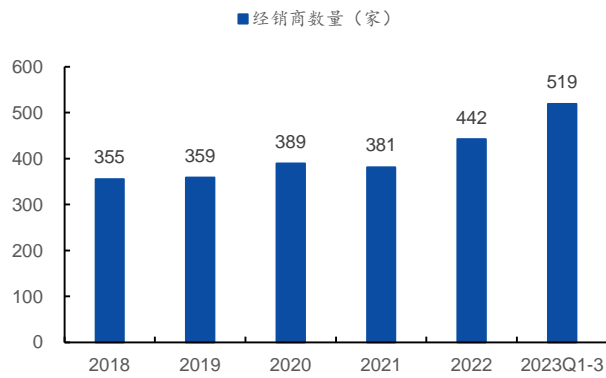
1) 老店优化：公司针对现有门店通过多指标多维度进行综合评估划分 A、B、C、D 四类门店，通过各项数据收集对比分析，找出原因，对其逐一改进提升，实现对 C、D 类门店升级改造，助力提升门店销售业绩，部分实在难以改善的门店建议其关店处理。

2) 新店开发：公司在拓展原有的农贸市场加盟店的基础上，同时发展街边店以及商超店中店，实现多方位扩展。a) 街边店的开立，打破了原先农贸市场客户群体中老年为主的现象，新增了上班族等客户群体。街边店主要布局在上海和江浙地区，期初在上海区域进行模型搭建，在实际运行中发现区域店租较高叠加消费形势波动导致成本偏高，故后续转移至周边二三线城市进行开拓，整体运行情况良好。b) 商超店中店目前主要是在盒马、大润发等商超进行产品铺货。截至 Q3 末，公司共有商超客户

60 家，Q1-3 商超渠道实现收入 0.23 亿元，单个客户销售额 38.92 万元。

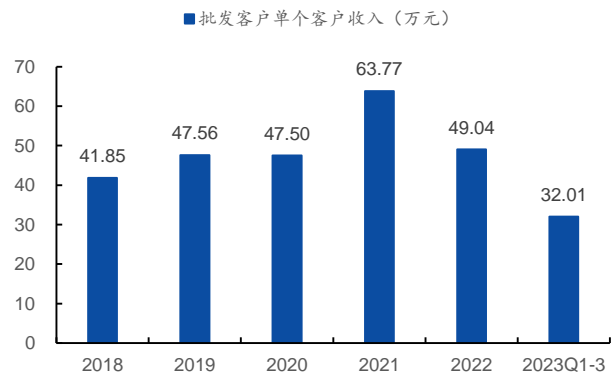
B 端加大团餐和餐饮渠道开发。公司经销商规模快速扩张，23Q3 末为 519 家，较 23 年初增长 17.42%，批发渠道短期承压和新开发经销商规模较小等因素叠加影响下，单个经销商收入暂时下滑，23Q1-3 为 32.01 万元，同比-20.54%。公司主攻 B 端的饌玉事业部下分批发客户、社会餐饮、团餐业务三大板块，随着市场陆续恢复，加大对酒店餐饮、学校及单位食堂、社会餐饮等的开发，加速渠道扩张。23Q1-3 直销及其他渠道收入快速增长，为 0.11 亿元，同比+18.91%。

图 37：公司批发渠道经销商数量



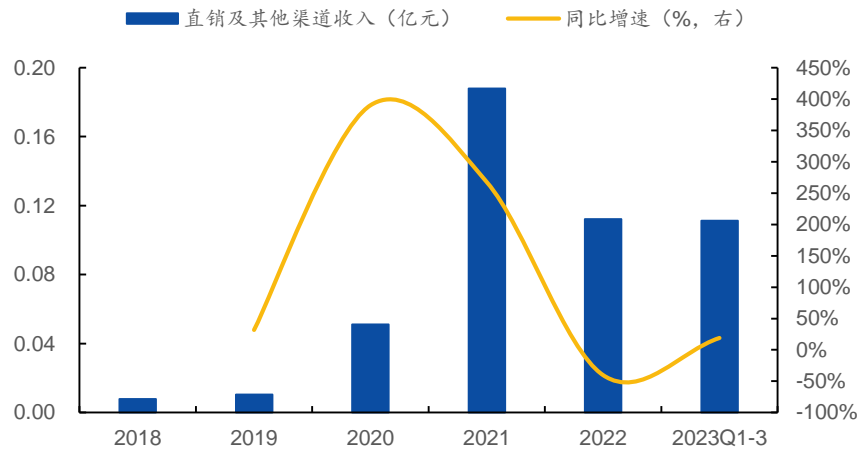
资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 38：公司单个经销商收入情况



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 39：公司直销及其他渠道收入情况



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

味知香盈利预测的重点假设如下。

- 1) 量:** 从需求端看, 公司 C 端街边店模式正在验证中, C 端有望回升, B 端随着团餐、餐饮渠道开发稳步增长; 从生产端看, 公司新产能已经逐步投产, 突破产能瓶颈。
- 2) 价:** 消费形势波动背景下, 公司单个产品单价提升的难度较大, 加之低单价产品销售占比提升, 公司整体平均单价略有下降。
- 3) 单位成本:** 23 年原材料价格处在近 3 年相对低位, 23 年成本压力有望改善, 24、25 年按相对稳健假设; 公司新设备投产, 23 年处于爬坡期, 预计单位折旧小幅提升。

表 7: 味知香收入拆分

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	622.47	764.65	798.29	823.67	959.64	1097.52
同比 (%)	14.76%	22.84%	4.40%	3.18%	16.51%	14.37%
毛利率 (%)	29.47%	25.11%	24.08%	26.55%	26.32%	25.69%
牛肉类						
营业收入 (百万元)	308.25	355.17	334.64	332.98	393.11	449.66
同比 (%)	18.36%	15.22%	-5.78%	-0.50%	18.06%	14.39%
销量 (吨)	6093.62	7068.81	6005.66	5942.60	6870.83	7702.89
同比 (%)	16.18%	16.00%	-15.04%	-1.05%	15.62%	12.11%
单价 (元/千克)	50.59	50.24	55.72	56.03	57.21	58.38
同比 (%)	1.87%	-0.69%	10.91%	0.56%	2.11%	2.03%
毛利率 (%)	31.39%	26.93%	23.08%	29.25%	29.37%	29.16%
家禽类						
营业收入 (百万元)	83.92	104.84	123.86	137.33	164.20	194.58
同比 (%)	10.46%	24.93%	18.14%	10.87%	19.57%	18.51%
销量 (吨)	3528.46	4705.77	5419.17	5950.79	7018.96	8219.20
同比 (%)	17.91%	33.37%	15.16%	9.81%	17.95%	17.10%
单价 (元/千克)	23.78	22.28	22.86	23.08	23.39	23.67
同比 (%)	-6.34%	-6.31%	2.60%	0.95%	1.37%	1.20%
毛利率 (%)	32.88%	25.90%	27.65%	27.69%	27.58%	27.35%
猪肉类						
营业收入 (百万元)	44.23	57.81	54.78	60.12	66.71	73.55
同比 (%)	53.26%	30.70%	-5.24%	9.75%	10.96%	10.26%
销量 (吨)	1353.91	1930.11	1872.59	2033.45	2205.27	2378.83
同比 (%)	29.04%	42.56%	-2.98%	8.59%	8.45%	7.87%
单价 (元/千克)	32.67	29.95	29.25	29.57	30.25	30.92
同比 (%)	18.76%	-8.33%	-2.34%	1.08%	2.31%	2.22%
毛利率 (%)	31.71%	27.58%	30.29%	33.81%	34.30%	34.42%
羊肉类						
营业收入 (百万元)		15.13	14.16	17.01	20.28	23.73
同比 (%)			-6.41%	20.13%	19.24%	17.00%

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销量 (吨)		173.89	144.66	166.23	189.22	211.47
同比 (%)			-16.81%	14.91%	13.83%	11.76%
单价 (元/千克)		87.01	97.88	102.33	107.19	112.22
同比 (%)			12.49%	4.55%	4.75%	4.69%
毛利率 (%)		20.56%	22.80%	26.87%	29.34%	31.27%
虾类						
营业收入 (百万元)	70.05	96.73	103.45	101.02	112.68	124.70
同比 (%)	-1.31%	38.09%	6.95%	-2.35%	11.54%	10.68%
销量 (吨)	1084.36	1479.29	1473.08	1427.71	1563.20	1702.17
同比 (%)	0.15%	36.42%	-0.42%	-3.08%	9.49%	8.89%
单价 (元/千克)	64.40	65.39	70.23	70.76	72.08	73.26
同比 (%)	-1.75%	1.54%	7.40%	0.75%	1.87%	1.64%
毛利率 (%)	18.49%	17.43%	16.40%	18.02%	18.12%	17.94%
鱼类						
营业收入 (百万元)	90.20	98.42	112.78	122.41	136.09	149.55
同比 (%)	4.49%	9.11%	14.59%	8.54%	11.18%	9.89%
销量 (吨)	2493.07	2818.92	3047.25	3282.50	3592.69	3886.94
同比 (%)	10.34%	13.07%	8.10%	7.72%	9.45%	8.19%
单价 (元/千克)	36.18	34.91	37.01	37.29	37.88	38.48
同比 (%)	-5.31%	-3.51%	6.02%	0.76%	1.58%	1.57%
毛利率 (%)	26.48%	24.00%	24.45%	23.76%	24.28%	24.65%

资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

我们预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 1.44/1.69/1.99 亿元, 增速分别为 0.26%/17.95%/17.78%, 对应 1 月 22 日 PE 31/26/22 倍 (市值 44 亿元), 给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值

序号	公司名称	总市值 (亿元)			归母净利润 (亿元)				PE		
		(2024/1/22)	2023E	增速	2024E	增速	2025E	增速	2023E	2024E	2025E
1	味知香	44.26	1.44	0.26%	1.69	17.94%	1.99	17.78%	30.83	26.14	22.19
2	安井食品	254.05	15.62	41.89%	18.88	20.85%	23.14	22.57%	16.26	13.46	10.98
3	千味央厨	41.87	1.47	44.51%	1.96	32.85%	2.50	27.94%	28.43	21.40	16.73

资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

注: 可比公司估值使用 Ifind 一致预期。

6. 风险提示

食品安全风险、产能利用不及预期风险、单店收入波动风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1099.82	1100.34	1121.88	1206.82	1336.48
现金	563.11	805.32	835.04	898.41	1030.11
应收账款	4.34	4.54	4.00	4.63	5.30
其他应收款	1.56	1.13	1.16	1.34	1.54
预付账款	14.48	53.17	29.34	34.29	39.55
存货	53.03	32.53	30.55	35.43	40.53
其他流动资产	463.31	203.65	221.78	232.72	219.45
非流动资产	124.69	204.42	250.56	229.81	210.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12.77	11.29	231.66	212.33	192.99
无形资产	9.50	9.49	9.35	9.20	9.05
其他非流动资产	102.42	183.64	9.55	8.28	7.99
资产总计	1224.51	1304.75	1372.43	1436.63	1546.50
流动负债	45.73	84.90	88.05	62.38	65.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14.85	17.23	18.15	21.00	24.06
其他流动负债	30.88	67.67	69.90	41.38	41.66
非流动负债	8.19	6.09	7.07	6.58	6.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.19	6.09	7.07	6.58	6.83
负债合计	53.92	90.99	95.12	68.96	72.54
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	100.00	138.00	138.00	138.00
资本公积	650.50	650.50	612.50	612.50	612.50
留存收益	420.08	463.26	526.81	617.17	723.46
归属母公司股东权益	1170.59	1213.76	1277.31	1367.67	1473.96
负债和股东权益	1224.51	1304.75	1372.43	1436.63	1546.50

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	128.29	157.01	171.85	134.74	176.46
净利润	132.64	143.18	143.55	169.31	199.41
折旧摊销	3.59	3.87	10.84	20.06	20.03
财务费用	-14.26	-16.50	-2.85	-4.65	-22.34
投资损失	-7.65	-15.81	-11.73	-13.77	-12.75
营运资金变动	-2.20	23.22	31.29	-36.45	-7.21
其他经营现金流	16.18	19.04	0.75	0.24	-0.68
投资活动现金流	-540.30	187.84	-65.13	3.01	25.99
资本支出	88.03	85.89	58.58	0.00	0.00
长期投资	460.00	-257.09	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	7.73	16.64	-6.55	3.01	25.99
筹资活动现金流	644.59	-102.63	-77.00	-74.38	-70.74
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	25.00	0.00	38.00	0.00	0.00
资本公积增加	621.62	0.00	-38.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2.02	-102.63	-77.00	-74.38	-70.74
现金净增加额	232.58	242.22	29.72	63.37	131.70

资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	764.65	798.29	823.67	959.64	1097.52
营业成本	572.68	606.04	605.03	707.11	815.53
营业税金及附加	1.82	2.30	3.46	3.84	4.39
营业费用	36.13	30.73	37.23	42.13	48.18
管理费用	34.36	31.14	36.24	40.59	46.43
研发费用	2.25	3.41	3.03	3.15	3.98
财务费用	-14.26	-16.50	-2.85	-4.65	-22.34
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.92	0.40	0.66	0.53	0.59
投资净收益	7.65	15.81	11.73	13.77	12.75
营业利润	141.08	159.93	155.52	183.14	216.04
营业外收入	6.01	0.03	0.02	0.03	0.02
营业外支出	1.38	0.01	0.60	0.43	0.37
利润总额	145.71	159.95	154.94	182.74	215.69
所得税	13.07	16.77	11.39	13.43	16.28
净利润	132.64	143.18	143.55	169.31	199.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	132.64	143.18	143.55	169.31	199.41
EBITDA	130.41	147.31	163.50	198.55	213.74
EPS (元)	1.33	1.43	1.04	1.23	1.44

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	22.84	4.40	3.18	16.51	14.37
营业利润(%)	6.53	13.36	-2.76	17.77	17.97
归属母公司净利润(%)	6.06	7.95	0.26	17.95	17.78
获利能力					
毛利率(%)	25.11	24.08	26.55	26.32	25.69
净利率(%)	17.35	17.94	17.43	17.64	18.17
ROE(%)	11.33	11.80	11.24	12.38	13.53
ROIC(%)	86.07	61.04	62.36	68.07	77.92
偿债能力					
资产负债率(%)	4.40	6.97	6.93	4.80	4.69
净负债比率(%)	4.64	2.42	2.48	3.31	3.19
流动比率	24.05	12.96	12.74	19.35	20.34
速动比率	22.89	12.58	12.39	18.78	19.72
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.63	0.62	0.68	0.74
应收账款周转率	187.70	154.12	145.39	167.61	166.72
应付账款周转率	38.84	37.78	34.20	36.12	36.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.04	1.04	1.23	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.14	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	8.48	8.80	9.26	9.91	10.68
估值比率					
P/E	33.37	30.91	30.83	26.14	22.19
P/B	3.78	3.65	3.46	3.24	3.00
EV/EBITDA	26.20	23.19	20.90	17.21	15.98

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188