

精选层企业专题报告 (三十六)

盖世食品 (836826) : 农业产业化国家重点龙头企业, 打造开胃凉菜领导品牌

2020 年 12 月 24 日

研究员: 卢文杰

报告摘要:

1. 公司概况: 盖世食品是农业产业化国家重点龙头企业, 公司主营业务为海洋食品和食用菌食品等即食开胃凉菜的研发、生产和销售, 致力于打造中国产业化预制开胃凉菜领导品牌, 其产品远销海外。公司产品种类丰富, 藻类和菌类产品为主要收入来源。公司实际控制人为盖泉泓, 其持股合计 84.93%。

2. 行业分析: 居民收入稳步上升推动居民饮食消费升级, 进而促进我国食品行业市场规模不断扩大。餐饮业保持回暖势头。外卖和连锁餐饮业发展促进开胃凉菜需求增加。开胃凉菜行业竞争格局分散, 行业集中度将逐渐上升。

3. 投资亮点: 海底捞和安井食品等大客户的快速增长将增加其对开胃凉菜等相关产品的需求, 这给盖世食品的发展带来驱动力。公司地处大连, 可以享受地处产业集聚区带来的品牌、技术、人力资源等溢出效应。盖世食品通过规模化生产降低生产成本, 构建行业竞争优势。

4. 财务分析: 公司经营业绩良好。2016 年-2019 年公司营业收入和净利润持续增长。公司 2017 年-2019 年营业收入的 cagr 高达 31.18%。公司 2017 年-2019 年净利润的 cagr 高达 58.80%。2017 年-2019 年公司销售毛利率和销售净利率持续上升。从三项费用来看, 公司费用控制良好, 三项费用率均维持在较低水平。2016 年-2020 年 H1, 公司的资产负债率持续下降, 由 2016 年的 45.91% 下降到 29.29%。销售净利率和净资产收益率领先同行业可比公司。

5. 风险提示: 公司来自主要客户的销售额占营业收入的比重相对较高, 存在对客户依赖的风险。新冠肺炎疫情影响下, 对国外市场的高度依赖也使得盖世食品的未来业绩表现存在较大不确定性。

研究领域

- ◆ TMT
- ◆ 先进制造
- ◆ 大健康
- ◆ 消费升级

新三板智库

政策研究、产业研究、
企业研究综合智库



电话: 86-020-34262289

微信: zhikumei

广州: 海珠区新港西路 135
号中大科技园 B 座 902北京: 海淀区厂洼路半壁
街长昆名居首层上海: 静安区南京西路中
信泰富广场 1008 室

目录

1. 农业产业化国家重点龙头企业，开胃凉菜领导品牌	3
1.1 开胃凉菜领导品牌，产品远销海外	3
1.2 产品种类丰富，藻类和菌类产品为主要收入来源	4
1.3 合同生产销售、自由品牌销售为主要销售模式	6
1.4 股本结构：股权高度集中	7
2. 消费升级促进增长，外卖和连锁餐饮业发展拉动需求	9
2.1 居民收入稳步上升促进食品行业市场规模不断扩大	9
2.2 外卖和连锁餐饮业发展促进开胃凉菜需求增加	10
2.3 竞争格局分散，行业集中度将逐渐上升	12
3. 受益于大客户优势和区域优势	13
3.1 大客户快速增长将带来驱动力	13
3.2 享受产业集聚区的溢出效应	14
3.3 规模化生产优势	14
4. 公司经营业绩良好	15
4.1 盈利增长：公司营业收入和净利润持续增长	15
4.2 研发、销售和管理费用率保持在较低水平	17
4.3 资产负债率持续下降	17
4.4 同行业对比	18
5. 风险提示	19
5.1 客户集中风险	19
5.2 新冠肺炎疫情背景下盖世未来业绩表现存在较大不确定性	19
重要声明	21

1. 农业产业化国家重点龙头企业，开胃凉菜领导品牌

1.1 开胃凉菜领导品牌，产品远销海外

盖世食品成立于 2002 年，公司主营业务为海洋食品和食用菌食品等即食开胃凉菜的研发、生产和销售，致力于打造中国产业化预制开胃凉菜领导品牌。公司于 2016 年在新三板挂牌上市。2020 年 11 月 20 日，盖世食品获全国中小企业股份转让系统挂牌委员会审核通过，其有望于 2020 年年底实现“新三板”精选层挂牌。

公司是农业产业化国家重点龙头企业、国家高新技术企业、国家食用菌加工技术研发分中心、国家农产品加工业示范中心、中国藻业协会副会长单位，是国标 GB2760 食用菌和藻类部分申请修订者。公司目前已获得专利 12 项（其中发明 3 项、实用新型 9 项）、计算机软件著作权 8 项、注册商标 26 项。公司现已取得食品安全管理体系 HACCP 认证和质量管理体系 ISO9001(2015) 认证，并获得美国 FDA 认证、欧盟水产品生产企业认证、英国零售商协会 BRC 认证和清真认证等多项国内外食品相关认证。

经过近二十年的不断地发展和积累，公司产品以良好的菜品口味、可靠的产品质量、便捷的用餐体验赢得了国内外餐饮连锁及广大消费者的认可。公司生产的日餐型海洋食品质量可靠，食用菌深加工食品基础牢靠，生产的产品远销日本、美国、德国、法国、英国、西班牙、丹麦、瑞典、荷兰、俄罗斯、新加坡、澳大利亚，2019 年还扩展到东南亚等五十多个国家和地区，也深受国内消费者喜欢。公司主要通过参加国际国内各种食品展会推销、公司直销、经销商分销、互联网平台销售等形式开拓业务，将公司的产品不断推向国际国内市场，为全世界消费者提供营养、美味的健康食品。其中主打产品调味裙带菜被评为辽宁省名牌产品，“盖世”商标被认定为辽宁省著名商标。

1.2 产品种类丰富，藻类和菌类产品为主要收入来源

公司的主要产品按照产品属性划分，包括藻类、菌类、山野菜、鱼籽及海珍味等系列开胃凉菜产品。按照加工方式划分，包括调味品类、干品类、冻品类、盐渍类产品。

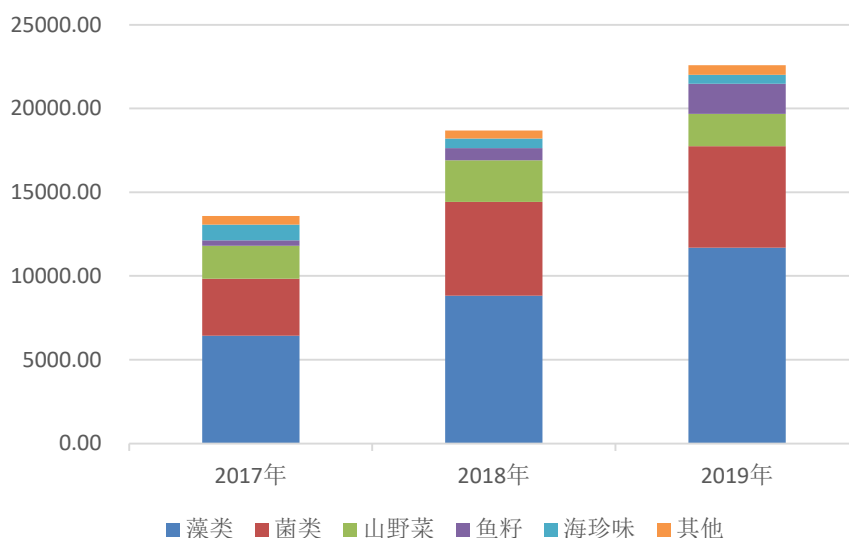
图表1 公司主要产品

产品种类	代表产品	代表图片
藻类系列	裙带菜、海带、羊栖菜	
菌类系列	杏鲍菇、滑子菇、姬菇	
山野菜系列	刺嫩芽、山蜇菜	
鱼籽系列	飞鱼籽、明太鱼籽、多春鱼籽	
海珍味系列	芥末章鱼、蚬子肉、扇贝裙边	

资料来源：公开发行说明书、新三板智库

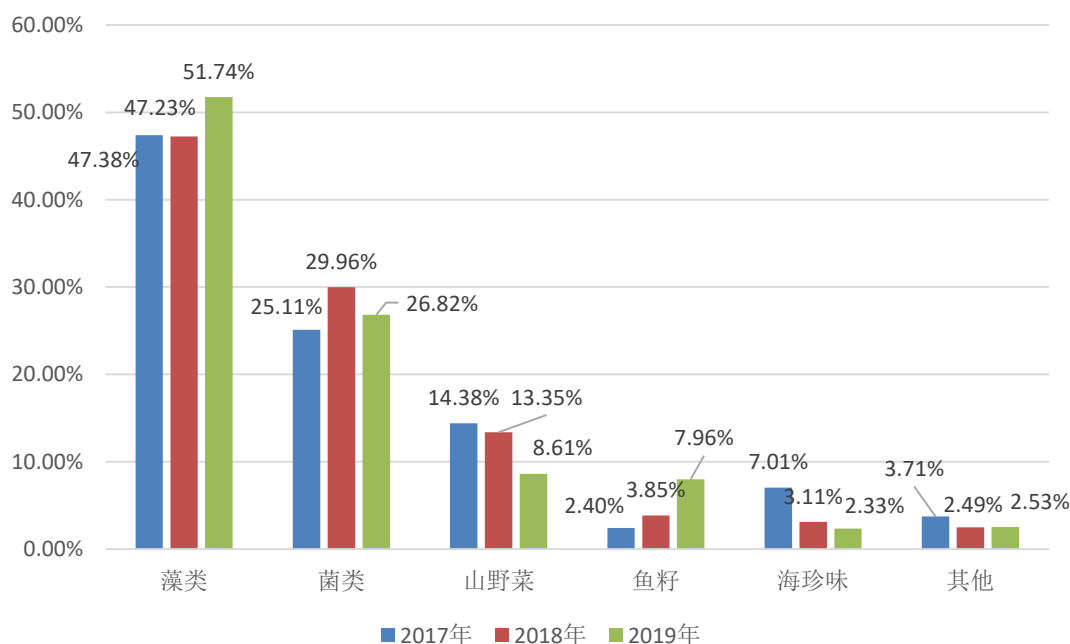
藻类和菌类产品销售收入为公司收入的主要来源。2017 年-2019 年，公司藻类产品销售收入分别为 6,434.48 万元、8,824.38 万元和 11,684.94 万元，占当期主营业务收入的比例分别为 47.38%、47.23%和 51.74%。2017 年-2019 年，公司菌类产品销售收入分别为 3,409.71 万元、5,597.86 万元和 6,056.53 万元，占当期主营业务收入的比例分别为 25.11%、29.96%和 26.82%。藻类和菌类产品销售收入合计占比公司收入的 70%上。

图表 2 公司主营业务收入具体构成（万元）



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

图表 3 公司主营业务收入占比（%）

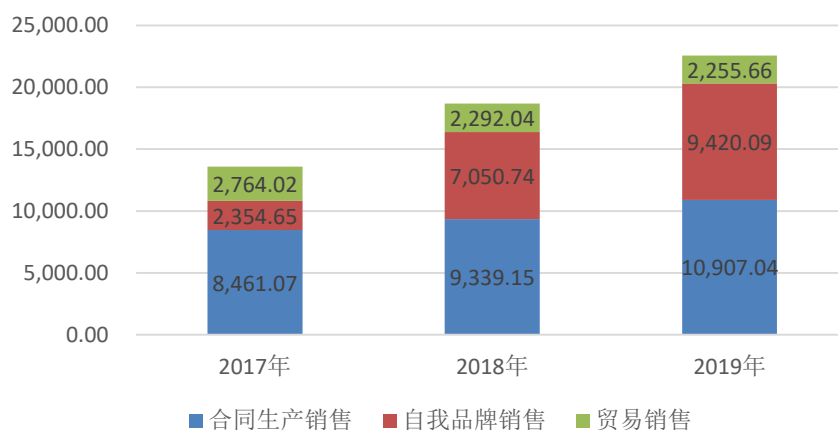


资料来源：公开发行说明书、新三板智库

1.3 合同生产销售、自由品牌销售为主要销售模式

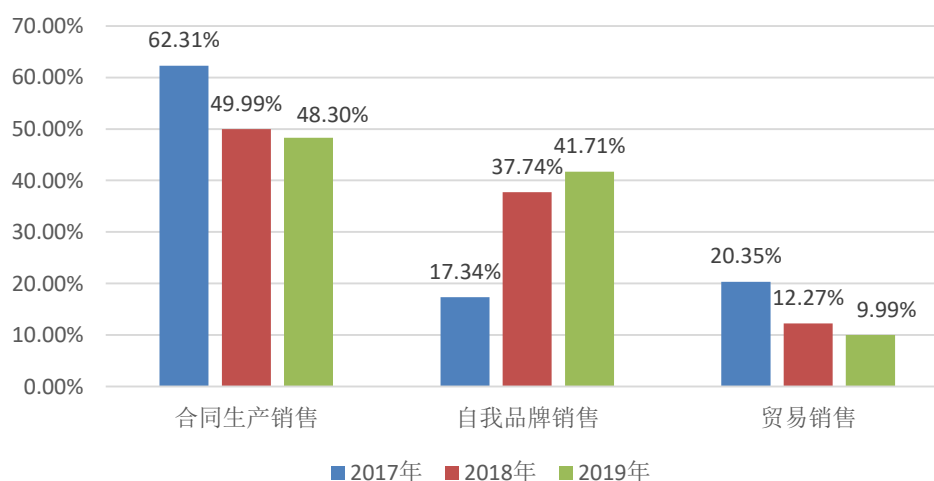
公司的销售模式主要分为合同生产销售、自有品牌销售和贸易销售三种类型。合同生产销售模式，公司根据客户需求特点，通过系统的市场调研与研发，向客户提供产品定位、配方研究及成品生产等全流程服务；自有品牌销售模式主要分为经销、直销和电商三种。直销客户以餐饮企业为主，经销客户以食品经销企业为主，电商客户以京东自营和公司天猫、淘宝、京东等电商平台旗舰店所面向的终端网购消费者为主；贸易销售模式下，公司主要通过购买产品后直接销售或简单包装后对外销售。2017年-2019年，公司合同生产销售模式的销售金额占比分别为62.31%、49.99%和58.30%，公司自有品牌销售模式的销售金额占比分别为17.34%、37.74%和41.71%。贸易销售模式和自由品牌销售模式的销售金额合计占比大于85%，二者为公司的主要销售模式。

图表4 公司不同销售模式的营收情况（万元）



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

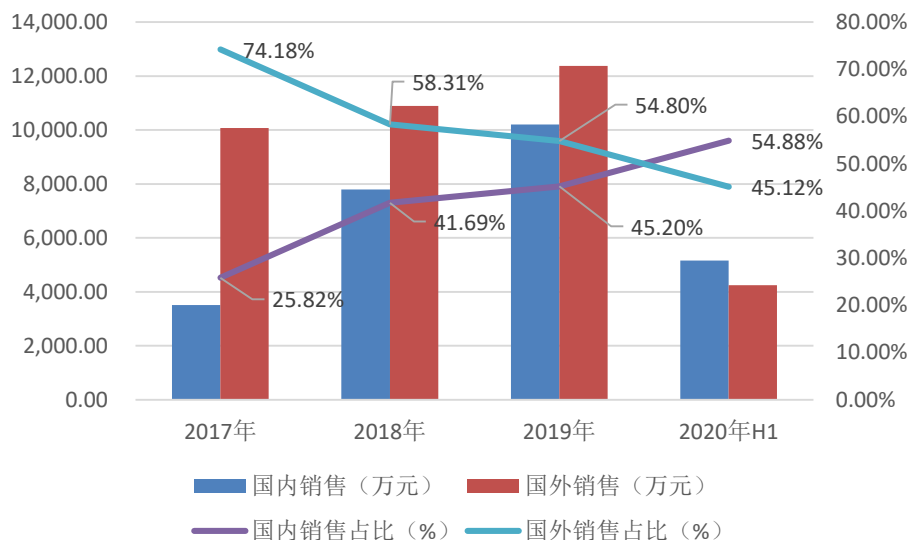
图表5 公司不同销售模式的营收占比（%）



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

在客户群体方面，合同生产销售模式以境外品牌商为主、境内品牌商为辅；自有品牌销售模式以境内餐饮企业或餐饮供应链企业为主、境外食品生产销售企业为辅。公司在海外的主要客户为日本兼贞食品株式会社、法国福迪克斯集团、荷兰海洋连接有限公司、杰夫西日本有限公司和西班牙康明达有限公司等公司。公司在国内的主要客户为海底捞国际控股有限公司和福建安井食品股份有限公司。2017 年-2020 年 H1，公司国外销售收入占比分别为 74.18%、58.31%、54.80%和 45.12%。2017 年-2019 年，公司国外销售收入占比均大于 50%。2020 年 H1 由于海外疫情的影响，海外采购客户取消或者延迟定单，导致公司国外销售收入占比降低至 45.12%。2017 年-2020 年 H1，公司国外销售收入占比呈现下降趋势，公司国内销售收入占比呈现上升趋势。2016 年以前，盖世主要以外贸业务为主，国内销售额始终不足 2000 万元，占公司营收比例在 20%以下。2016 年，盖世食品与海底捞、北方喜家德水饺连锁店和永和大王等多家国内顾客进行洽谈合作。2017 年，海底捞国际控股有限公司和大连喜家德水饺餐饮管理有限公司便出现在了盖世食品的前五大客户名单上。2018 年和 2019 年，海底捞始终为盖世食品的第一大客户。这是公司国内销售占比呈现上升趋势的原因之一。

图表 6 公司国内外销售营收情况



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

1.4 股本结构：股权高度集中

公司创始人盖泉泓持股合计 84.93%，对公司拥有绝对控制权。乐享食品持有公司 4694.36 万股股份，持股比例 73.33%，为公司控股股东。盖泉泓持有乐享食品 100.00% 股权，为公司实际控制人。另外，盖泉泓通过个人持有 742.37 万股股份，持股比例为 11.6%。盖泉泓直接及间接合计持有盖世食品股份 5436.73

万股，占比 84.93%。李泓颖持有公司 406.98 万股股份，持股比例 6.36%。其余股东持股比例均小于 1%。股权结构高度集中，有利于公司整体决策和发展战略高效制定。

图表 7 盖世食品前十大股东持股情况

股东名称	持股数量（万股）	持股比例(%)
大连乐享食品有限公司	4694.36	73.33
盖泉泓	742.37	11.60
李泓颖	406.98	6.36
盖守利	42.33	0.66
荆杰	32.07	0.50
江海证券有限公司	31.75	0.50
吴建军	30.98	0.48
刘淑晶	25.81	0.40
尹伟	25.81	0.40
张符	25.81	0.40
合计	6058.28	94.63

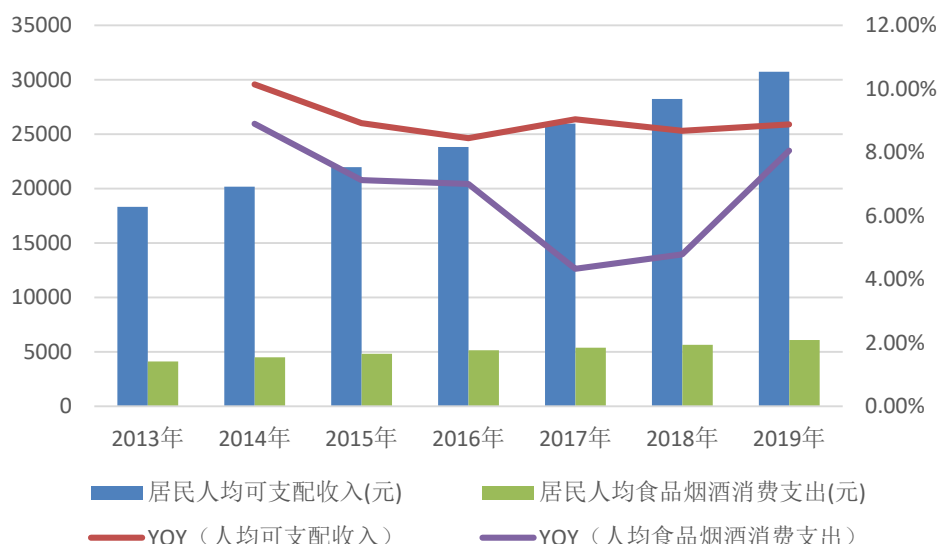
资料来源：东方财富、新三板智库

2. 消费升级促进增长，外卖和连锁餐饮业发展拉动需求

2.1 居民收入稳步上升促进食品行业市场规模不断扩大

我国经济的平稳增长使得居民人均可支配收入水平稳步上升，居民收入稳步上升推动居民饮食消费升级，进而促进了我国食品行业市场规模不断扩大。近年来，我国宏观经济从高速增长转变为中高速增长，国内经济结构逐步优化，消费成为需求增长的重要推动力，居民收入水平的增长则是社会消费能力提升的重要支撑。根据国家统计局数据，2013-2019 年，我国居民人均可支配收入从 18,311 元增长至 30,733 元，年均复合增长率达 9.01%。随着收入水平和消费能力的提高，我国居民人均食品烟酒消费支出整体呈上升趋势。根据国家统计局数据，2013-2019 年，我国居民人均食品烟酒消费支出从 4127 元增长到 6084 元，复合增长率为 6.68%。

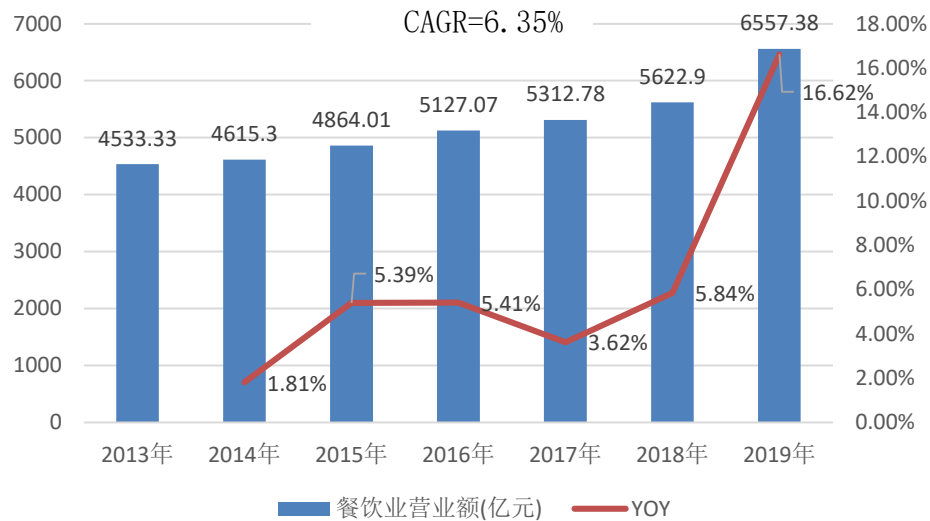
图表 8 中国 2013 年-2019 年人均可支配收入、人均食品烟酒消费支出情况 (单位：元)



资料来源：国家统计局、新三板智库

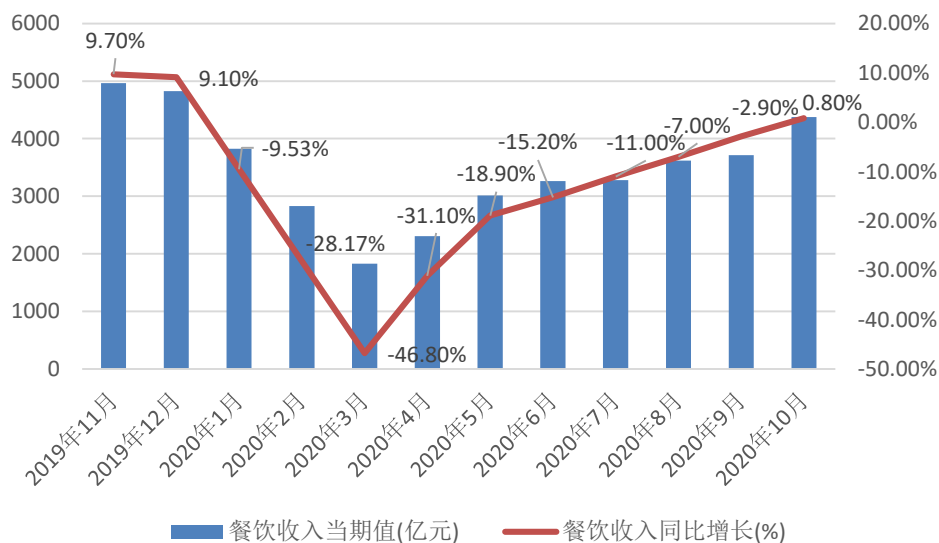
随着我国城镇化进程和人均可支配收入的不断增加，消费者外出就餐的频率和消费金额相应地提升，这促进了中国餐饮行业的快速发展。近些年来，中国餐饮业行业规模不断扩大。2013-2019 年，我国餐饮业营业额从 4533.33 亿元增长至 6557.38 亿元，年均复合增长率达 6.35%，其中 2019 年餐饮业营业额相比 2018 年增长 16.62%。另外，餐饮业保持回暖势头。随着国内疫情得到控制，我国餐饮行业持续回暖，根据国家统计局数据，2020 年 4 月起餐饮业收入同比降幅持续收窄，已连续 7 个月改善，2020 年 10 月收入同比由 9 月-2.9%上升至 0.8%。

图表9 中国 2013 年-2019 年餐饮业营业额及增速(单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局、新三板智库

图表10 中国 2019 年 11 月年-2020 年 10 月餐饮业收入当期值及增速(单位: 亿元)



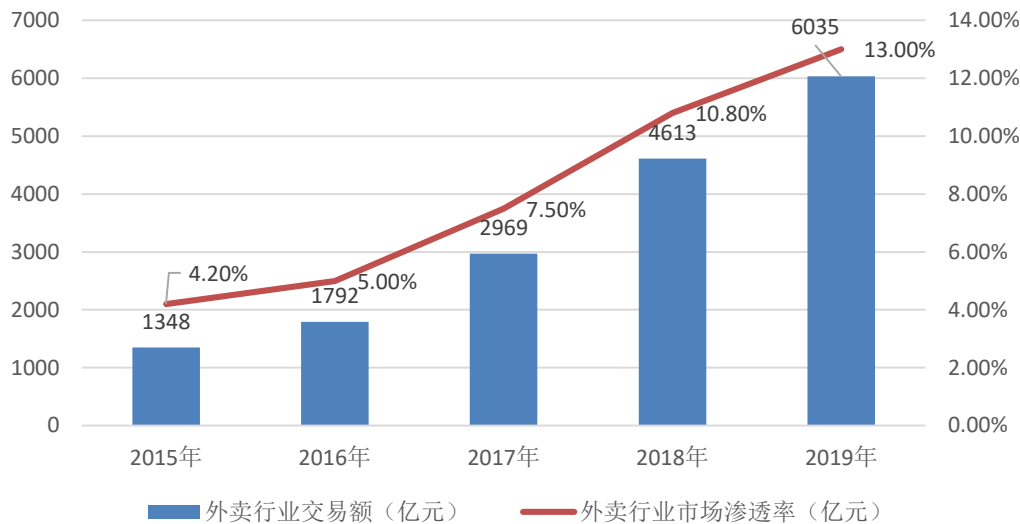
资料来源: 国家统计局、新三板智库

2.2 外卖和连锁餐饮业发展促进开胃凉菜需求增加

外卖行业的快速发展促进开胃凉菜需求增加。随着中国城市化、工业化、网络化进程的加快, 人口进一步向城镇集中。城市生活节奏加快, 快餐、外卖以及便利店即食食品等便捷类食品成为了多数上班族的选择。2013-2019 年, 我国外卖行业交易额从 1348 亿元增长到 6035 亿元, 复合增长率为 45.46%。伴随着外卖服务市场的迅速发展, 外卖行业交易额占全国餐饮收入比重逐年提升, 截至

2019 年底，中国外卖行业市场渗透率达 13%，比 2018 年底提升 2.2 个百分点。而开胃凉菜因其口味独特、绿色健康和存储方便的特点，成为外卖等便捷类食品重要的组成部分。因此，随着外卖行业的快速发展，开胃凉菜的需求也快速增加。

图表 11 中国 2015 年-2019 年外卖行业交易额及市场渗透率 (单位：万元)

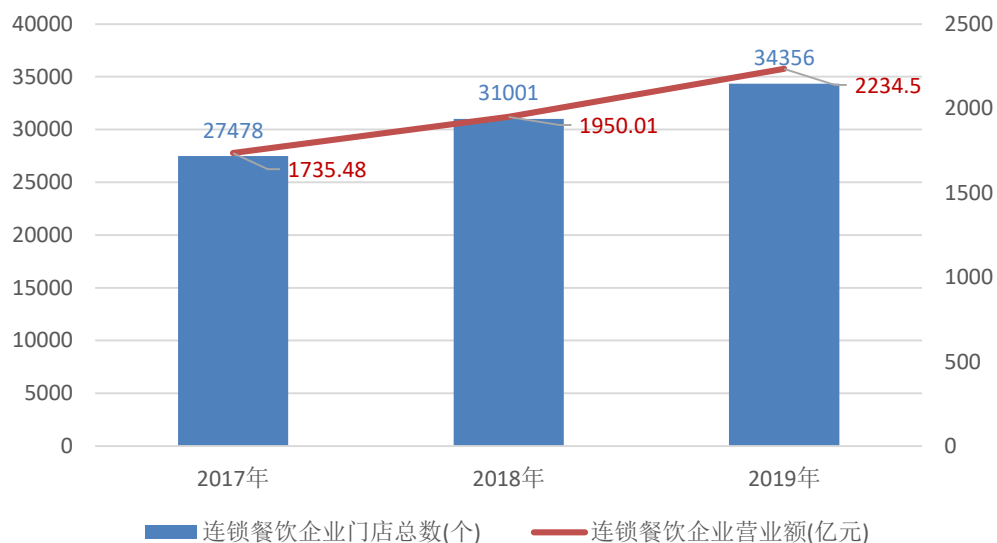


资料来源：中国产业信息网、新三板智库

连锁餐饮业的发展促进开胃凉菜需求增加。近些年来，我国连锁餐饮业门店总数快速增加，连锁餐饮行业营业额也不断快速增长。2017-2019 年，我国连锁餐饮企业门店总数从 27478 个增长到 2019 年的 34356 个。同时，2017-2019 年，我国连锁餐饮企业营业额从 1735.48 亿元增长到 2019 年的 2234.5 亿元。连锁餐饮企业一般具有更强大的资本平台、更高的品牌知名度和更好的食品安全管控，随着我国消费者对品牌声誉、食品安全和服务质量的愈发重视，连锁餐饮业将保持高度增长。**国内开胃凉菜行业目前下游客户主要是 B 端餐饮连锁企业，大型连锁餐饮和饭店往往会统一采购开胃凉菜。**例如，随着人工成本和场地租金的上涨，以及人们对食品安全、食品口味要求的提高，海底捞、喜家德等中式大型连锁餐饮逐渐减少或停止制作开胃凉菜，转为由专业凉菜企业加工配送，来保证产品质量和口味的稳定性。盖世食品最大的客户便是国内著名的火锅连锁店海底捞。大型连锁餐饮和饭店统一采购开胃凉菜的优势体现在：1) 凉菜加工企业会批量采购原材料，在食材采购、物流运输上具有更强的议价权，具备规模效应，有效降低原材料成本；2) 凉菜加工企业原材料周转要好于单个餐厅，冷藏及物流运输更有保障，食材更加新鲜安全；3) 凉菜加工企业标准化的生产流程保证菜品口味稳定；4) 减少后厨所需人员，避免专设凉菜操作间，在降低成本的同时，避免了繁琐的食材处理过程，使餐厅集中资源和精力打造独家菜品，凸显餐厅特色；5) 凉菜加工企业可以解决餐饮门店手工分散制作凉菜，导致微生

物容易超标，甚至中毒的食品安全风险。因此，随着我国连锁餐饮业的发展，消费市场对开胃凉菜的需求会进一步增加。

图表 12 中国 2013 年-2019 年连锁餐饮企业门店总数及营业额情况



资料来源：东方财富、新三板智库

2.3 竞争格局分散，行业集中度将逐渐上升

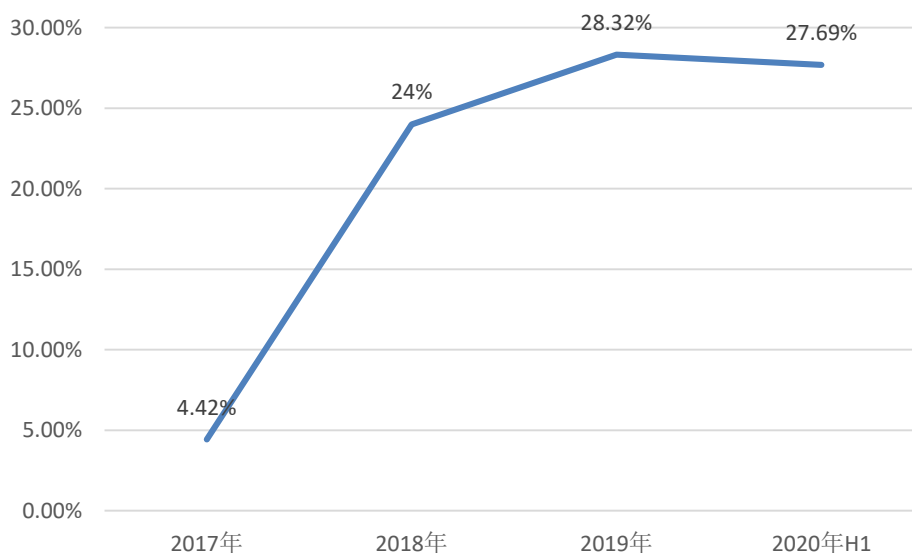
目前开胃凉菜行业企业众多，行业竞争格局分散。由于开胃凉菜加工行业进入门槛较低，主体数量众多，产品同质化严重，竞争较为激烈，这使得本行业的整体毛利率水平较低。这导致我国凉菜加工企业规模和整体水平还比较低。中小型加工企业较多，产业集中度较低。未来开胃凉菜行业集中度将逐渐上升。随着国家对安全环保监管力度加大和消费者对食品安全卫生的要求不断提高，开胃凉菜行业进一步调整分化，竞争更加激烈。开胃凉菜行业将进一步向高端化、品牌化、产业化发展。这将给品牌、市场、质量控制、产品研发、资金、人才及管理等方面具有明显优势的企业带来更多的发展红利和发展空间，企业间发展水平差距将进一步拉大，行业整合将会不断涌现，行业集中度将进一步提高。

3. 受益于大客户优势和区域优势

3.1 大客户快速增长将带来驱动力

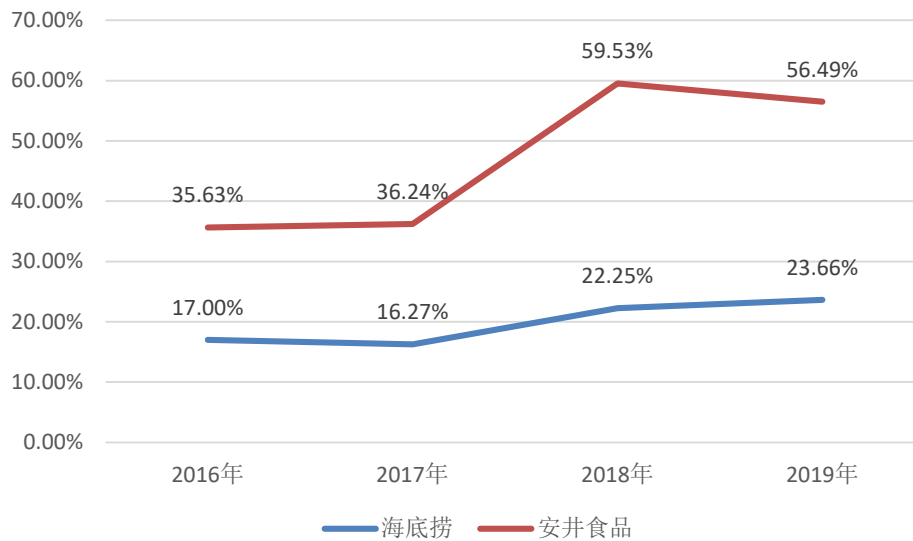
海底捞和安井食品等大客户的快速增长将增加其对开胃凉菜等相关产品的需求，这给盖世食品的发展带来驱动力。海底捞是国内最大的连锁火锅品牌。2017 年开始，海底捞成为公司的主要客户。2018 年公司对海底捞的销售额占营业收入比重由 2017 年的 4.42% 迅速增长至 2018 年的 24%。2018 年和 2019 年，海底捞连续两年位列盖世食品第一大客户，连续为公司贡献着超 20% 的营收，这推动了盖世食品的快速发展。2020 年依赖，疫情对餐饮业造成较大冲击，海底捞抓住市场供给出清的给予加快开店节奏，进行扩张，市场份额加速提升。根据 2020 年海底捞半年报显示，2020H1 公司新开门店 173 间，净新开 167 间。2015-2019 年海底捞营业总收入由 58 亿元增长至 266 亿元，随着全球门店的高速扩张，未来海底捞将保持高速增长。2020 年年初海底捞股价为 32 港元，2020 年最高涨至 63 港元，这也印证资本市场对海底捞的信心。海底捞的快速增长将直接增加海底捞对盖世食品相关产品的需求，带动盖世食品业绩的增长。另外，2019 年尚未在盖世食品前五大客户之列的福建安井食品股份有限公司于 2020H1 跻身公司前二大客户，盖世对安井食品的销售额占比上升至 13.22%。2020 年以来安井食品的股价上涨幅度超过 3 倍，未来盖世食品若能够和安井食品维系稳定的合作关系，这将给公司带来新的增长极。

图表 13 2017 年-2020 年 H1 公司对海底捞销售额占营业收入比重



资料来源：东方财富、新三板智库

图表 14 2016 年-2019 年海底捞和安井食品营业收入同比增长



资料来源：东方财富、新三板智库

3.2 享受产业集聚区的溢出效应

盖世坐落大连旅顺口区，不但有着丰富、优质、稳定的裙带菜原材料来源，而且可以享受地处产业集聚区带来的品牌、技术、人力资源等溢出效应，有利于增强市场竞争力和巩固公司市场地位。大连是中国东北对外开放的窗口和最大的港口城市，是辽宁沿海经济带的金融中心、航运物流中心，也是东北亚国际航运中心。大连地区的滑子蘑、裙带菜和东北山野菜资源比较丰富，是大连的优势出口产品。公司主打产品调味裙带菜被评为辽宁省名牌产品，“盖世”商标被认定为辽宁省著名商标。大连市地处中国东北辽东半岛最南端，东濒黄海，西临渤海，大连海域受黄海暖流影响，冬季不结冰，几乎不受台风侵扰，因此适宜裙带菜大面积浮筏养殖，2010 年中华人民共和国农业部批准对“大连裙带菜”实施农产品地理标志登记保护；2013 年大连市旅顺口区成为辽宁省裙带菜出口示范区；2014 年旅顺口区被国家质检总局正式批准为国家级示范区，进一步推动了公司裙带菜的出口。目前公司已取得管理体系注册证书（HACCP 体系）、管理体系注册证书（ISO9001:2015）等多项国内外食品相关认证，产品远销日本、美国等十几个国家和地区。

3.3 规模化生产优势

盖世食品通过规模化生产降低生产成本，构建行业竞争优势。开胃凉菜加工行业进入门槛较低，主体数量众多，产品同质化严重，产品之间销售价格差异较小，竞争较为激烈，这使得本行业的整体毛利率水平较低。企业需要通过规模化

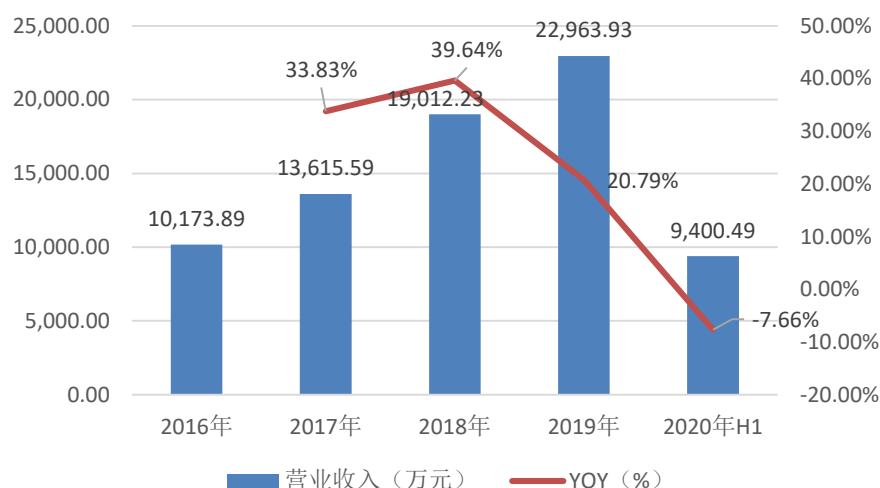
经营降低整体经营成本，获得合理的利润空间。对于行业新进入者来讲，不能实现规模化经营，则无法形成自身的竞争优势，在激烈的竞争中容易被淘汰。盖世食品于 2018 年开始引入了新技术、新设备、新工艺运用到生产过程中，自动化水平显著提高，提高了生产效率，节约了人工成本和能耗。2017 年-2019 年其销售毛利率和销售净利率持续上升。另外，公司于 2020 年 12 月份宣布本次拟向不特定合格投资者公开发行不超过 24,539,084 股新股以募资用于年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目和补充流动资金项目。该项目建设期为 1 年，全部建成后可形成年产 1 万吨食用菌及蔬菜调味冷冻食品的生产规模。其中，食用菌调味冷冻产品设计产能为 6000 吨/年，主要包括调味冷冻杏鲍菇、冷冻金针菇、冷冻双孢菇、冷冻蟹味菇等；蔬菜调味冷冻产品设计产能 4000 吨/年，主要包括调味冷冻莲藕、调味冷冻芥蓝黄豆等。在该项目建成后，公司的规模化生产优势将进一步得到巩固。

4. 公司经营业绩良好

4.1 盈利增长：公司营业收入和净利润持续增长

在 2016 年-2019 年公司营业收入持续增长的情况下，2020 年上半年公司营业收入同比下降 7.66%。在第二节中已经提到，2017 年-2019 年，公司国外销售收入占比均大于 50%，公司对国外市场高度依赖。新冠肺炎疫情爆发导致公司 2020 年第二季度海外订单大幅减少，这是导致盖世食品 2020 年上半年营业收入下降的主要原因。公司 2017 年-2019 年营业收入的 cagr 高达 31.18%。其中 2019 年度公司营业收入较 2018 年度增长 20.79%，达 22963.93 万元，主要是因为 1) **国内市场上**，内销部依靠公司的质量和加工优势，积极与国内大客户对接营销，在巩固已有销售渠道的基础上，产品在海底捞、康师傅、喜家德、味千、和府捞面、N 多寿司等餐饮大系统的销售不断增长。随着内销部销售区域的扩大，增强了公司在国内市场的影响，取得了较好的效果；2) **海外市场上**，在北美市场由于贸易战的原因销售有所下降的情况下，欧盟市场增长迅速，在弥补北美市场的损失情况下还有增长，东南亚市场也有了新的突破。当然，盖世食品整体规模体量较小也是其呈现快速增长态势的原因之一。

图表 15 公司 2016-2020 年 H1 营业收入及增速(单位: 万元)

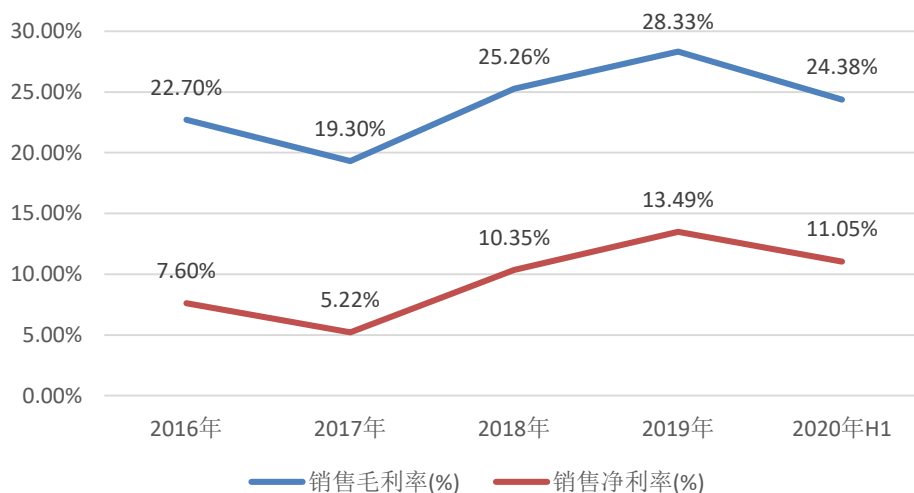


资料来源: 东方财富、新三板智库

2016 年-2019 年公司净利润持续增长。公司 2017 年-2019 年净利润的 cagr 高达 58.80%，其主要原因是 2018-2019 年新建并投入使用的自动化设备极大的降低了产品成本，使公司报告期内的销售毛利率从 2017 年的 19.30%，增加到 28.33%。受疫情冲击，2020 年上半年公司净利润同比下降-18.78%。

2017 年-2019 年公司销售毛利率和销售净利率持续上升，2020 年 H1 有所下滑。公司的销售毛利率和销售净利率在 2017 年有所下滑，主要原因是贸易类销售的增加。之后，公司的销售毛利率由 2017 年的 19.3% 增长到 2019 年的 28.33%，销售净利率由 2017 年的 5.22% 增长到 2019 年的 13.49%。

图表 16 公司 2016-2020H1 毛利率及净利率

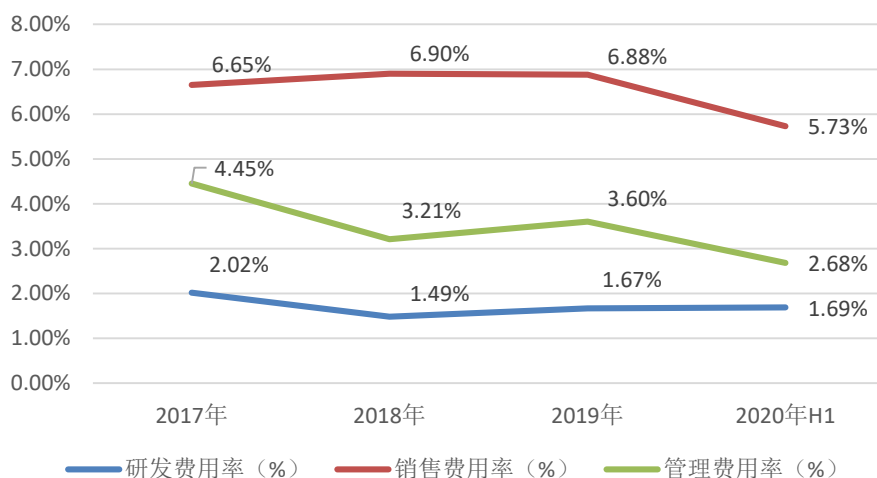


资料来源: 公司年报、新三板智库

4.2 研发、销售和管理费用率保持在较低水平

从三项费用来看，公司费用控制良好，三项费用率均维持在较低水平，2019 年销售费用率为 6.88%，管理费用率为 3.60%，财务费用率为 1.67%。2020 年上半年销售费用率为 5.73%，管理费用率为 2.68%，财务费用率为 1.69%。自 2018 年以来，公司导入阿米巴经营模式，增强全员经营核算和改善意识，以此带来业绩突破性的提高。整体来看，随着公司规模不断扩大，公司管理效率不断提高，费用控制能力不断提升。

图表 17 公司 2016-2020H1 研发、销售和管理费用率

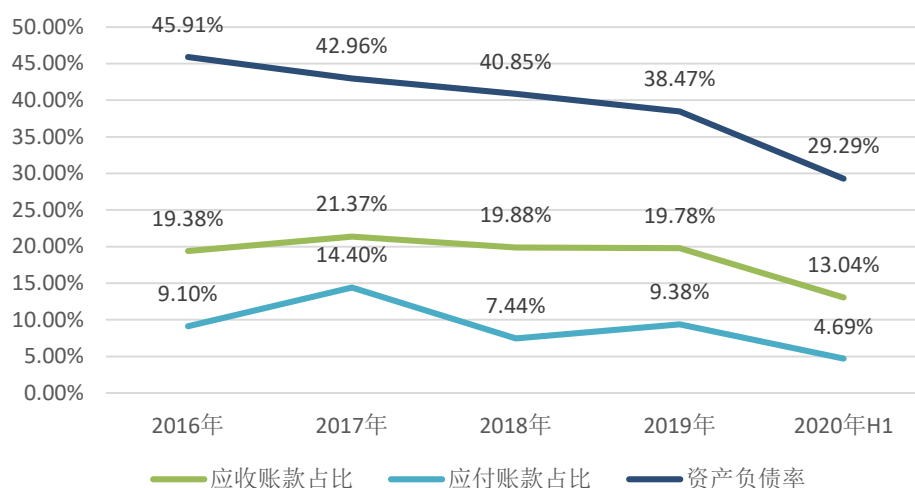


资料来源：公司年报、新三板智库

4.3 资产负债率持续下降

2016-2019 年，公司应收账款占比波动不大，维持在 19%-22% 的区间。2020 年 H1，公司应收账款占比下降至 13.04%，主要原因是受疫情影响，公司加强对应收款的管理，及时回笼上期应收款。2016 年-2020 年 H1，公司应付账款占比分别为 9.10%、14.40%、7.44%、9.38% 和 4.59%，处于较低水平，这说明公司付款能力较强，资金流转水平较好。2020 年 H1 期末应付账款占比显著下降，主要原因为：疫情阶段由于销售产品结构的调整，供应商及对应的结算方式也有相应的调整。2016 年-2020 年 H1，公司的资产负债率持续下降，由 2016 年的 45.91% 下降到 29.29%。整体来看公司账款控制能力较好。

图表 18 公司 2016 年-2020 年 H1 应付、应收及负债情况



资料来源：公开发行说明书、新三板智库

4.4 同行业对比

销售净利率和净资产收益率领先同行业可比公司。综合考虑公司业务模式、产品种类、业务区域、公司规模以及数据的可获得性等因素，选取海欣食品（002702.SZ）、安井食品（603345.SH）、惠发食品（603536.SH）作为同行业可比公司。2020 年 H1，盖世食品的销售毛利率为 24.38%，略低于海欣食品和安井食品，高于惠发食品。盖世食品的销售净利率为 11.05%，净资产收益率为 11.70%，均高于海欣食品、安井食品以及惠发食品，这说明公司的盈利能力高于行业平均水平。

图表 19 同行业 A 股及新三板公司（2020 年 H1）

公司	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	销售毛利 率	销售净利率	ROE
海欣食品	66780.79	4259.42	25.22%	6.38%	5.34%
安井食品	285269.95	25992.89	28.51%	9.11%	8.96%
惠发食品	47734.77	-757.83	17.81%	-1.59%	-0.89%
盖世食品	9400.49	1039.21	24.38%	11.05%	11.70%

资料来源：公开发行说明书、东方财富、新三板智库

5. 风险提示

5.1 客户集中风险

由盖世食品年客户销售占比可以看出，2017 年-2020 年 H1，公司前五名客户销售额占公司当期销售收入的比重持续增大，从 2017 年的 25.54% 增加到 2020 年 H1 的 51.54%。这其中的主要原因是从 2017 年开始海底捞成为了公司的主要客户。2017 年，盖世食品对海底捞方面的销售额为 601.48 万元，占公司年度营收的 4%。2018 年，公司对海底捞的销售收入便上升至 4562.23 万元，占公司年度营收的 24%。2019 年，公司对海底捞的营业收入已高达 6503.16 万元，占公司年度营收的 28.32%。此外，2018 年和 2019 年，海底捞始终为盖世食品的第一大客户。由此可看出公司来自主要客户的销售额占营业收入的比重相对较高，存在对客户依赖的风险。如果来自主要客户的收入大幅下降，或者客户决定终止与公司的合作关系，将对公司的经营业绩造成不利影响。这也引发了外界对于其过度依赖主要客户的担忧。今年一季度，海底捞对盖世食品的采购额为 1057.41 万元，不足去年全年的六分之一，并从公司第一大客户滑落至第二大客户。与此同时，盖世食品一季度的净利润同比下降超过 7%，这在一定程度上印证了公司和海底捞的业绩高度“捆绑”。在公开发行说明书（申报稿）中，盖世食品提到，海底捞控股有限公司和日本兼贞食品株式会社 2 家客户的业务对于公司生产经营影响较大，如果上述 2 家客户从公司采购开胃凉菜产品的数量和金额出现下降风险，可能导致公司营业收入下滑，从而对公司的生产经营造成一定程度的影响。

图表 20 2017 年-2020 年 H1 盖世食品前五大客户销售占比

客户	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 H1
第一名	9.29%	24%	28.32%	27.69%
第二名	4.42%	6.86%	5.70%	13.22%
第三名	4.18%	3.46%	4.03%	5.02%
第四名	3.94%	3.04%	3.65%	2.87%
第五名	3.71%	2.85%	2.97%	2.74%
前五名合计	25.54%	40.21%	44.67%	51.54%

资料来源：公开招股说明书、新三板智库

5.2 新冠肺炎疫情背景下盖世未来业绩表现存在较大不确定性

2017 年-2019 年，公司国外销售收入占比均大于 50%，公司对国外市场高度依赖。新冠肺炎疫情影响下，对国外市场的高度依赖也使得盖世食品的未来业绩表现存在较大不确定性。今年一季度，盖世食品海外市场营收为 2936.06 万元，

占总营收比重 51.19%。同期，盖世食品的净利润同比下降了 8.51%。盖世食品称，由于疫情自 3 月份起在全球范围内迅速蔓延，国外部分地区社会经济趋于停滞，导致公司 2020 年第二季度海外订单大幅减少。目前海外疫情延续时间尚不明朗，若疫情进一步持续或加剧，可能对公司的生产经营和盈利水平产生不利影响。

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，但新三板智库不对其准确性和完整性做任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映新三板智库于发布报告当日的判断。该等观点、意见和推测不需通知即可作出更改。在不同时期，或因使用不同的假设和标准、采用不同分析方法，本公司可发出与本报告所载观点意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成新三板智库对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成个人投资建议，且并未考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告版权归新三板智库所有，新三板智库对本报告保留一切权利，未经新三板智库事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得新三板智库同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新三板智库”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。