

得利斯 (002330.SZ)

2021 年 10 月 26 日

专注于肉制品深加工，稳步推进全国化

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

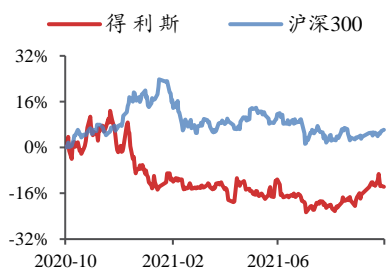
叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

日期	2021/10/25
当前股价(元)	5.79
一年最高最低(元)	7.58/5.13
总市值(亿元)	29.20
流通市值(亿元)	29.06
总股本(亿股)	5.04
流通股本(亿股)	5.02
近 3 个月换手率(%)	36.42

股价走势图



数据来源：聚源

● 专注于肉制品深加工，发力预制菜赛道，给予“增持”评级

公司未来将采用金字塔型产品策略，短期重点发力预制菜 B 端中大型餐饮企业，提升服务能力及品牌力；中期发力预制菜 C 端消费者；长期布局健康食品。公司着重发力毛利较高的业务，短、中、长期的增长动力明晰，自山东向全国市场扩张。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.5 亿元、0.8 亿元、1.3 亿元，同比增长 73.3%、61.5%、61.0%；EPS 分别为 0.10、0.16、0.26 元，当前股价对应 PE 为 57.9、35.8、22.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 预制菜行业仍处快速发展期，格局分散，前景广阔

2020 年伊始发生的新冠疫情促使预制菜行业加速发展。预制菜可解决 B 端餐饮企业租金高、人员成本高等痛点，可满足方便快捷、味道好、性价比高的 C 端用户需求。目前预制菜各区域发展程度不均衡，华东区域消费基数较强。行业参与者逐渐增加，但目前尚处跑马圈地阶段，还未出现全国性的龙头企业，竞争格局较为分散。预制菜行业需求旺盛，未来前景广阔。

● 优势区域具备产品力、品牌力、渠道力

公司构成护城河：（1）产品力：形成产品矩阵，未来按照金字塔型产品策略进一步完善产品布局。（2）品牌力：多品牌针对性运营，未来仍将通过线上、线下等多种方式进一步提升品牌力，建立“自营（旗舰店、直营店）+加盟”的多层次营销网络体系。（3）渠道力：采用经销商、直营、大客户模式运营，具备渠道力。

● 多元化布局，产能释放助力公司全国扩张

得利斯立足于屠宰业务，注重发展毛利率较高的肉制品深加工业务，短、中、长期增长动力明晰：（1）短期发展预制菜 B 端中大型客户；（2）中期布局预制菜 C 端市场；（3）长期顺应人口结构变化，布局健康食品。未来随着产能释放、渠道完善，公司可稳步自山东向外扩张。

● **风险提示：**经济下行、食品安全、原材料价格波动风险、市场拓张不及预期、产能投放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,346	3,281	4,270	5,270	6,582
YOY(%)	16.2	39.8	30.2	23.4	24.9
归母净利润(百万元)	8	29	50	81	131
YOY(%)	-0.1	264.1	73.3	61.5	61.0
毛利率(%)	10.4	6.8	8.1	8.5	9.4
净利率(%)	0.3	0.9	1.2	1.5	2.0
ROE(%)	0.6	2.1	3.4	5.5	8.1
EPS(摊薄/元)	0.02	0.06	0.10	0.16	0.26
P/E(倍)	365.3	100.3	57.9	35.8	22.3
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、深耕食品行业多年，为低温肉制品行业领先者	4
1.1、专注于肉制品行业，股权集中度高	4
1.2、冷却肉及冷冻肉占比较高，收入、利润快速增长	5
2、预制菜行业加速发展，格局分散，前景广阔	7
2.1、预制菜行业加速发展，自江浙沪向外拓张	7
2.2、预制菜解决 B 端、C 端痛点，需求逐渐释放	9
2.3、头部企业数量较少，行业竞争格局分散	12
2.4、发展空间广阔，万亿市场可期	13
3、采用金字塔策略，产品、渠道、品牌齐发力	14
3.1、具备区位优势，屠宰产能充足，保障原料供应	14
3.2、专注肉制品深加工，构建金字塔型产品战略	15
3.3、直销、经销模式并行，全渠道布局	19
3.3.1、以大客户部为主，优先开发 B 端大客户	20
3.3.2、直销、经销齐发力开拓 C 端市场，具备渠道力	20
3.4、品牌矩阵进一步完善，多方式提升品牌力	21
4、多元化布局，产能释放助力公司全国扩张	23
4.1、中短期以预制菜业务为主，B 端先行	23
4.2、长期顺应人口结构变化，布局功能性食品	24
4.3、产能陆续释放，稳步自山东向外扩张	27
5、盈利预测与投资建议	29
5.1、关键假设	29
5.2、投资建议	31
6、风险提示	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1：公司深耕肉制品行业多年	4
图 2：公司股权集中度较高，管理层与股东利益一致	5
图 3：公司 2021H1 营收降 10.28%至 16.04 亿元	6
图 4：公司 2021H1 归母净利增 126.93%至 2194 万元	6
图 5：公司净利率逐年改善	6
图 6：得利斯冷却肉及冷冻肉产品收入占比最高	7
图 7：得利斯 2021H1 山东地区占比达 40.4%	7
图 8：2015-2020 年冷藏和冷冻预制菜销售额快速增长	9
图 9：2015-2020 年预制肉制品的销售额快速增长	9
图 10：2020 年餐饮外卖行业占餐饮收入的 20.2%	10
图 11：2019 年在线外卖渗透率为 20.2%	10
图 12：原料、房租和人力成本占 75%	10
图 13：北上广深商铺租金在 2017-2018 年的增幅较大	10
图 14：住宿和餐饮业平均工资增速约 7%	11
图 15：2019 年外卖需求中正餐占较大比例	11
图 16：2019 年中国餐饮行业连锁店铺占比 10.3%	11

图 17:	2019 年美国餐饮行业连锁店铺占比 54.3%	11
图 18:	餐饮行业收入增速趋稳, 2020 年因疫情受挫	12
图 19:	餐饮百强企业营收占比不足 10%	12
图 20:	中国餐饮业连锁化率为 10%, 低于全球平均水平	12
图 21:	中国餐饮品牌 CR5 占比为 2%, 低于发达国家	12
图 22:	70 年代日本家庭调理食品消费金额快速增长	14
图 23:	80 年代日本家庭冷冻调理食品消费金额快速增长	14
图 24:	公司处于产业链中下游	15
图 25:	公司主要采用以销定产的生产模式	15
图 26:	低温肉制品和速冻调理产品毛利率较高	17
图 27:	公司产品战略呈金字塔形	18
图 28:	通过治愈系的动漫形象迎合年轻客群	19
图 29:	小规格的休闲食品更适合年轻客群	19
图 30:	B、C 端销售渠道分工明确	19
图 31:	公司销售以大客户渠道和经销商渠道为主	19
图 32:	公司销售费用率持续下滑	22
图 33:	公司 2020 年广告宣传费投入增加	22
图 34:	主题肉店为公司直营	23
图 35:	宾得利门店主要由经销商经营	23
图 36:	保健品上市需在市场监管总局注册	25
图 37:	2020 年中国保健品市场规模为 2019 亿元	26
图 38:	细分品类中运动营养品增速最快	26
图 39:	行业公司 CR3 不足 20%	27
图 40:	2020 年中国保健品行业品牌 CR10 为 22.5%	27
图 41:	中国未来 5-10 年将迎来退休高峰期	27
图 42:	公司山东区域占比逐年下降	28
图 43:	华北、华东及其他地区营收增速较快	28
图 44:	各区域毛利率水平差异较大	28
图 45:	2021H1 得利斯产销率达 127%	29
图 46:	公司存货周转情况良好	29
表 1:	公司股权激励业绩考核目标以收入增速为主	4
表 2:	公司授予 93 名中层管理人员及技术人员限制性股票	5
表 3:	预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四种类型	8
表 4:	得利斯产品品类齐全	16
表 5:	公司构建较为完善的产品矩阵	17
表 6:	2021H1 经销商数量增至 1078 家	21
表 7:	华北、华东及其他区域经销商数量增长较快	21
表 8:	公司构建品牌矩阵, 多品牌运营	22
表 9:	保健食品功能宣传规范明确	24
表 10:	预计 2022 年得利斯将有大量产能投产	29
表 11:	未来速冻调理类产品增速较快	30
表 12:	可比公司估值: 得利斯低于预制菜行业平均水平	31

1、深耕食品行业多年，为低温肉制品行业领先者

1.1、专注于肉制品行业，股权集中度高

专注于肉制品行业，为行业知名企业。得利斯成立于 2003 年，主要经营生猪屠宰、肉制品深加工、速冻调理产品加工、牛肉系列产品精细加工等业务，主要产品包括冷却肉、低温肉制品、牛肉系列产品、中式酱卤产品、发酵肉制品、速冻调理产品等。公司产品销售以公司直营、大客户、经销商、专卖店及商超等为主，同时建立了较为完善的冷链物流配送体系。得利斯品牌影响力深厚，“得利斯”品牌被国家商务部认定为“中国最具市场竞争力品牌”，公司产品具有良好的市场品牌效应以及品牌美誉度。

图1：公司深耕肉制品行业多年



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权集中度高，管理层与公司利益绑定。公司创始人郑和平先生通过诸城同路人投资有限公司和庞海控股有限公司共计持有公司 48.63% 的股份，并曾担任公司董事长职务，其女郑思敏女士于 2015 年接任董事长职务并在任至今。公司的股权集中度较高，管理层与股东利益一致。此外，公司 2021 年通过授予限制性股票的方式对公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员进行股权激励，有助于提高核心管理人员及业务人员的积极性，增强团队稳定性。

表1：公司股权激励业绩考核目标以收入增速为主

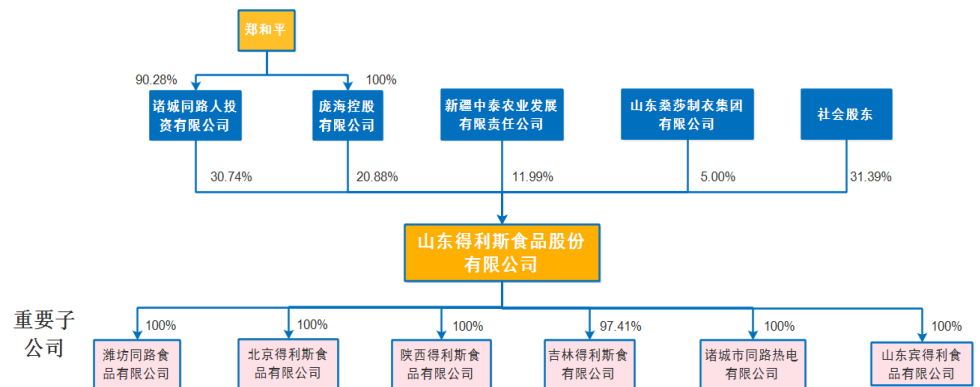
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2020 年度为基准年，2021 年度营业收入增长率不低于 30%
第二个解除限售期	以 2020 年度为基准年，2022 年度营业收入增长率不低于 60%
第三个解除限售期	以 2020 年度为基准年，2023 年度营业收入增长率不低于 100%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2: 公司授予 93 名中层管理人员及技术人员限制性股票

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
1	刘鹏	副总经理、董事会秘书	116,500	4.16%	0.0232%
2	柴瑞芳	董事、副总经理、财务总监	107,500	3.84%	0.0214%
3	公维永	董事	20,000	0.71%	0.0040%
中层管理人员及核心技术（业务）人员（93）人			2,049,500	73.20%	0.4083%
预留部分			506,500	18.09%	0.1009%
合计			2,800,000	100.00%	0.5578%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

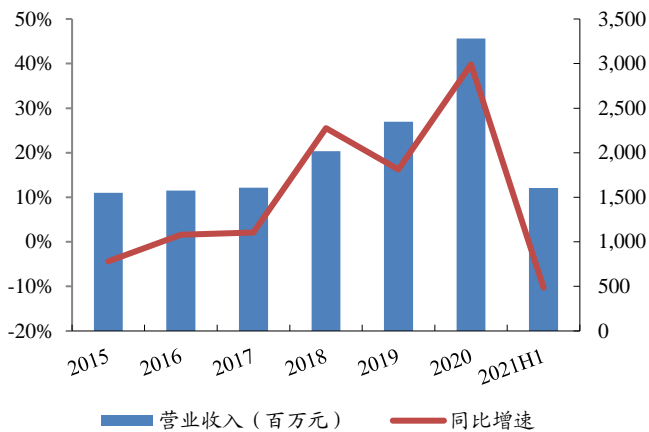
图2: 公司股权集中度较高，管理层与股东利益一致


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、冷却肉及冷冻肉占比较高，收入、利润快速增长

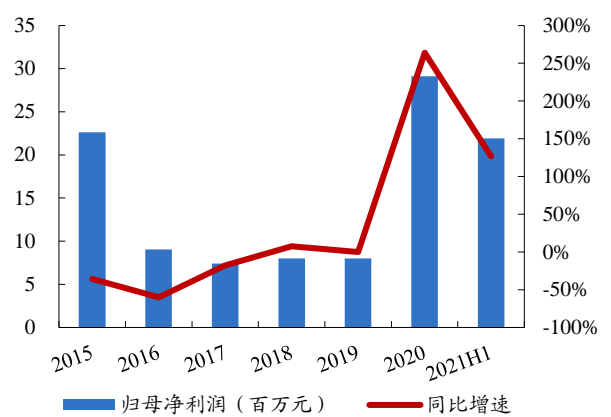
得利斯收入、净利快速增长。公司营收主要来源于生产销售冷却肉及冷冻肉、低温肉制品、牛肉系列产品、速冻调理类产品。得利斯通过产品升级、品类及产线扩张，营收、净利增速较快。公司营业收入自 2015 年的 15.51 亿元增长至 2020 年的 32.81 亿元，年复合增速约 20.6%；归母净利润自 2015 年的 2261 万元增长至 2020 年的 2910 万元，年复合增速约 6.5%。2021H1 受 2020 年同期高基数影响，营业收入同比下滑 10.28%；归母净利润为 2194 万元，同比增 126.93%。公司业绩大幅提升原因主因 2021H1 生猪价格大幅下跌，带动公司采购成本降低以及公司积极开拓深加工业务，市占率及盈利能力提升。

图3: 公司 2021H1 营收降 10.28%至 16.04 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

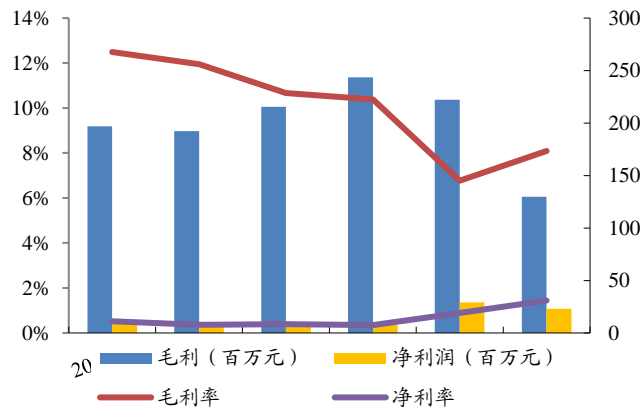
图4: 公司 2021H1 归母净利增 126.93%至 2194 万元



数据来源: Wind、开源证券研究所

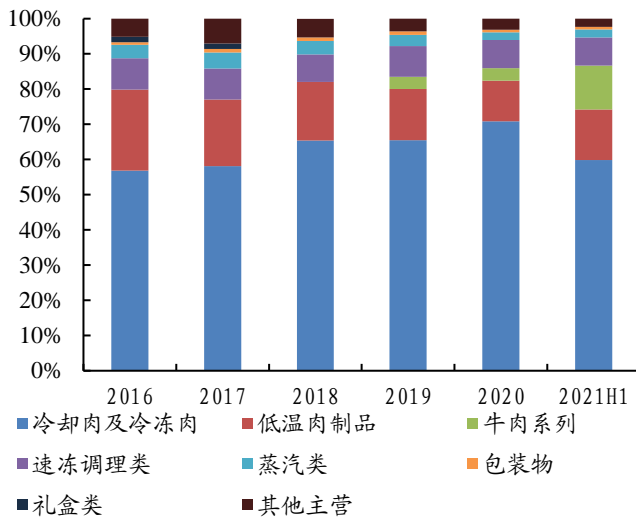
公司净利率近年逐步改善。公司屠宰业务占比最大，行业整体毛利水平低，拉低公司整体利润率水平。2020 年受生猪供应紧张、猪价上涨影响，公司屠宰业务面临生猪采购难、下游消费疲软的困境，导致 2020 年产能利用率不足。公司发力肉制品深加工业务，2021H1 屠宰业务规模已降至 60%以下，叠加 2021 年猪肉价格快速下行，生猪供应相对充足，公司利润改善明显。2021H1 公司毛利率为 8.1%，净利率为 1.44%。未来随着公司管理改善、肉制品业务占比提升，切入预制菜行业等，盈利能力有望进一步提升。

图5: 公司净利率逐年改善

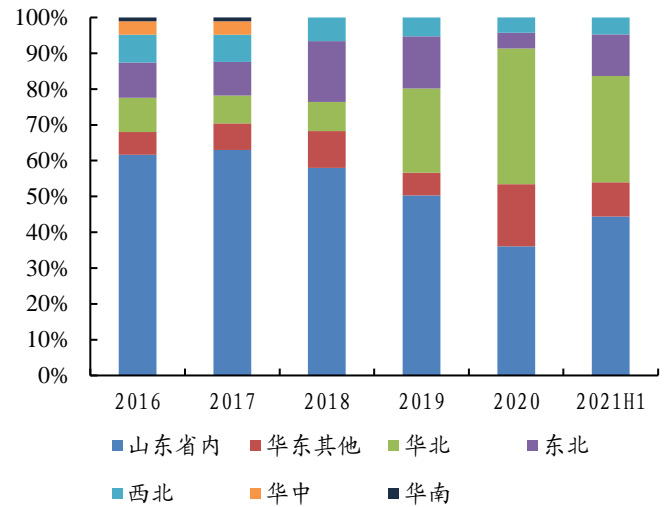


数据来源: Wind、开源证券研究所

冷却肉及冷冻肉为主要产品，主要销往山东及华北地区。分产品来看，得利斯的主要产品为冷却肉及冷冻肉、低温肉制品、牛肉系列产品和速冻调理类产品。其中，冷却肉及冷冻肉占比最高，2021H1 分别占比达 59.87%、14.3%。分地区来看，大本营山东省仍贡献了近半销售额，2021H1 山东及华北地区占比分别达 40.4%、29.67%，公司稳步自山东向外扩张，全国其他地区销售占比稳步提升。

图6：得利斯冷却肉及冷冻肉产品收入占比最高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：得利斯 2021H1 山东地区占比达 40.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、预制菜行业加速发展，格局分散，前景广阔

2.1、预制菜行业加速发展，自江浙沪向外拓张

预制菜产品分为四种类型，多数企业经营即热和即烹食品。预制菜通过简单加工即可食用，是以农、畜、禽、水产品为原料，同时配各种辅料，通过分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等预加工步骤制成的成品或半成品。预制菜通过需要加工的程度多少可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四类，其中即食食品是开封即可直接食用，而即配食品是需要自行配菜、调味及烹饪。若产品需要加工的程度越高，产品的口味可以越灵活地调整。目前大部分预制菜企业经营的主要是即热和即烹食品。

表3: 预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四种类型

种类	特点	消费群体	企业
即食食品	开封即可食用， 如即食凤爪、牛肉干、 八宝粥、罐头、卤味店 的部分产品等	C 端	银鹭、华文食 品、有友食品
即热食品	需要加热即可食 用的产品，有速冻水 饺、冷冻火锅料、便利 店快餐、方便面、卤味 店的部分产品等	C 端、B 端	安井食品、三全 食品、锅圈食汇、绝 味鸭脖、康师傅等
即烹食品	食材已经过一定 加工，按份分装，但是 为了恢复原味一般需要 入锅加工，几分钟即 可，另有搭配的调料可 以按需放入，如冷藏牛 排、冷藏宫爆鸡丁、面 向 B 端的料理包等	B 端、C 端	味知香
即配食品	经过筛选、清 洗、分切、按份封装的 净菜，需要自行烹饪和 调味	B 端、C 端	盒马

资料来源：餐饮界、开源证券研究所

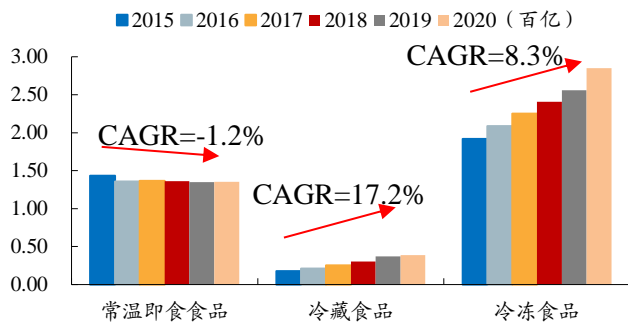
国内预制菜雏形为净菜，可分为早期引入、初步发展和加速发展三个发展阶段。

（1）早期引入：从 20 世纪 90 年代后期开始，由于麦当劳、肯德基等快餐店进入中国市场，净菜加工配送工厂开始出现；

（2）初步发展：2000 年左右开始，半成品菜生产企业开始出现，经济发展较快的地区开始出现手工作坊式的半成品菜企业，之后逐渐发展出规模化和工业化生产的企业；

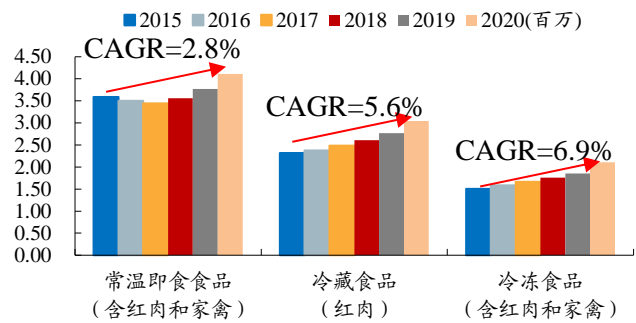
（3）加速发展：2020 年伊始发生的新冠疫情加速半成品菜发展。一方面，疫情期间，餐厅、外卖无法营业，生鲜蔬菜供应紧张，而预制菜专卖店和商超等是民生工程，政府允许且要求营业，促使部分人尝试消费预制菜。另一方面，消费者的卫生观念加强，更注重食品安全，对实行低价竞争策略的手工作坊造成一定冲击。此外，2021 年春节期间政府倡导就地过年、减少外卖，大量留在城市的年轻人选择购买小份预制菜、半成品菜年货来制作年夜饭，一些餐厅也推出了半成品菜年夜饭套餐外卖服务，消费者进一步接受预制菜。

图8：2015-2020 年冷藏和冷冻预制菜销售额快速增长



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图9：2015-2020 年预制肉制品的销售额快速增长



数据来源：欧睿、开源证券研究所

预制菜行业在华东地区从C端发展到B端餐饮,在华东地区以外的拓展从B端发力,C端发展较慢。华东地区的预制菜行业从上海农贸市场兴起,随后苏南、浙北地区逐渐发展起来,逐步自江浙沪向外扩张。预制菜行业起步于华东地区C端消费者,后发展延伸出面向B端的餐饮预制菜。预制菜在华东地区B端和C端均具备市场规模,在华东以外地区的发展上以B端为主,C端发展较慢。影响C端接受程度的主要是消费者观念和消费人群:

(1) 在消费观念上,由于华东地区的农贸市场预制菜发展较早,因此中老年人的接受度较高,已经将预制菜当作日常消费。

(2) 在消费人群上,华东地区经济发展较快,对新事物的接受程度较快,并且有较多的人因为工作压力、生活节奏较快而没有精力和时间做饭,因此需求较大。

(3) 华东以外的地区经济发展相对较慢,加班较少,年轻人外流,预制菜在这些地区的历史不长,因此需求释放较慢。

(4) B端客户主要是餐饮企业,餐饮企业需优化成本结构、提升运营效率、且连锁率持续提升,对于预制菜的需求较大,故华东地区外B端客户对预制菜的接受程度更高。

2.2、预制菜解决B端、C端痛点,需求逐渐释放

预制菜具备方便快捷、产品质量稳定、性价比高等特点。预制菜产品只需简单加工即可食用,方便快捷,并且产品品类多样、质量较为稳定,性价比较高,可针对性地解决B端、C端用户的痛点。目前中国预制菜市场B端和C端消费者的占比大约为8:2。

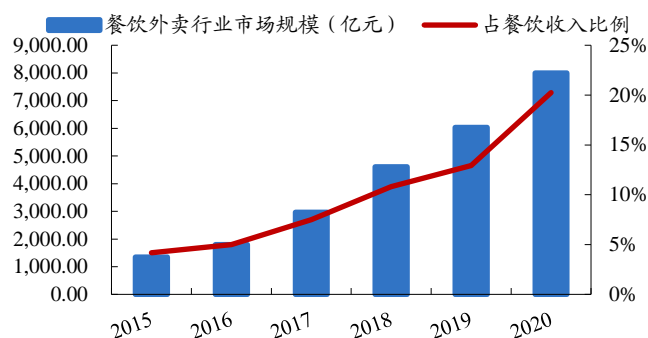
C端消费者:近年来C端消费者做饭成本提升,做饭便携化需求增加。(1)随着经济发展,居民生活节奏越来越快,工作、生活休闲等挤占了做饭的时间和精力,使做饭机会成本越来越大。(2)中青年对于饮食口味的要求逐渐提高。随着城镇化水平和经济水平的提高,人们对于餐厅和外卖的接受度越来越高,因而对于家常菜的口味要求也逐渐提高,但是自己在家要做到相似口味菜品的难度较大。(3)做饭能力逐渐下降。年轻人对于厨艺和食材挑选的掌握程度下降。(4)老龄化占比提升,2020年我国65岁及以上人口占比达13.5%,有时间但精力不足的老年人占比快速提升。(5)女性就业率提升。

预制菜有效降低C端消费者做饭负担,提升生活品质。预制菜具备多种特点:

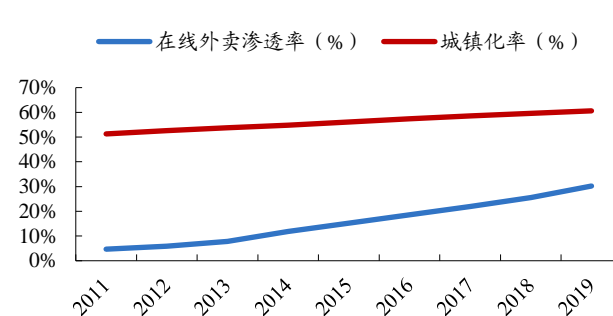
(1) 可散称、也可小包装销售,可满足不同用户需求;(2) 性价比高,价格低于餐

厅消费，且可低于散买材料自制；（3）加热即可食用，方便快捷；（4）也可根据个人口味自行调味，口味好。因此预制菜可满足方便快捷、味道好、性价比高的 C 端用户需求。

另外，除帮助消费者减轻做饭负担外，预制菜可以通过“轻加工，辅指导”的方式帮助年轻人找到烹饪乐趣，回归生活本质。

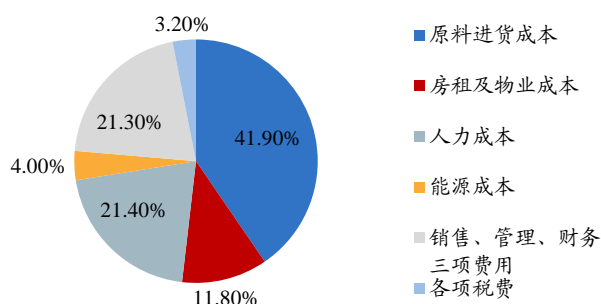
图10：2020 年餐饮外卖行业占餐饮收入的 20.2%


数据来源：观研天下、开源证券研究所

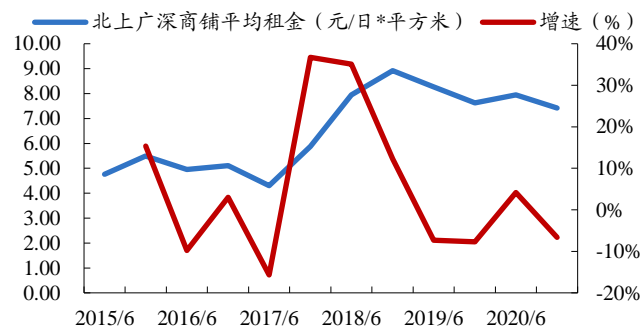
图11：2019 年在线外卖渗透率为 20.2%


数据来源：Wind、艾媒咨询、开源证券研究所

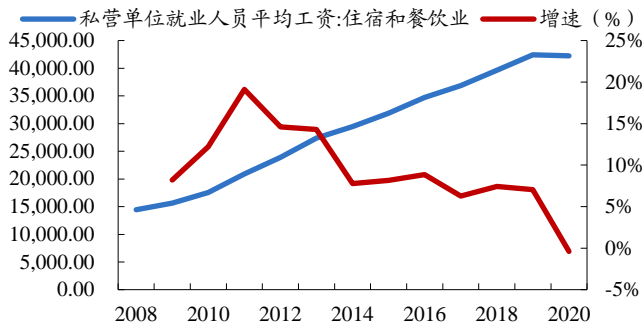
B 端客户：一方面，餐饮企业人工、租金成本较高，企业需要优化成本结构以增强盈利能力。餐饮企业的食材成本、员工工资、房租成本皆较高。根据中国饭店协会数据，原料进货成本、房租及物业成本、人力成本分别占 41.9%、11.8%、21.4%，合计共占约 75%。增长较快的员工及租金成本压缩餐饮企业盈利空间，使得餐饮企业有动力优化菜单及成本结构，标准化、流程化制餐并提高出餐效率以降低人工成本，压缩后厨面积以降低租金成本等。

图12：原料、房租和人力成本占 75%


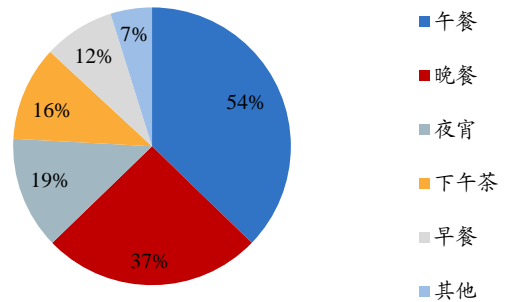
数据来源：中国饭店协会、开源证券研究所

图13：北上广深商铺租金在 2017-2018 年的增幅较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

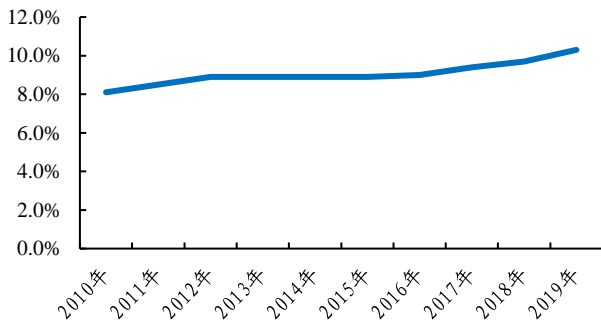
图14: 住宿和餐饮业平均工资增速约 7%


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

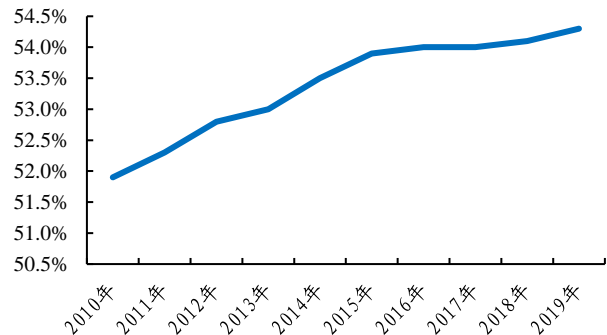
图15: 2019 年外卖需求中正餐占较大比例


数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

另一方面, 餐饮行业连锁化率不断提升, 需解决产品质量稳定、口味统一等问题。根据欧睿数据, 美国的餐饮连锁化率约 54.3%, 而中国餐饮业连锁化率自 2010 年的 8.1% 增 2.2pct 至 2019 年的 10.3%。目前我国餐饮业连锁化率远低于全球平均水平, 餐饮业集中度也较低, 2019 年餐饮百强企业营收占比不足 10%。由于中国各地饮食习惯差异较大, 餐饮业的连锁化率提升尚需一定时间。但连锁餐饮企业对菜品的标准化、规模化、工业化要求较高, 部分连锁餐饮企业如海底捞、广州酒家等已经自建中央厨房生产半成品菜。根据中国饭店协会数据, 目前超 74% 的连锁餐饮企业已经自建中央厨房, 其中超 50% 的连锁餐饮企业正在研发可加热即食的标准化半成品菜, 统一生产制作后低温保存、配送至门店, 再简单加工后出餐。但由于餐饮店菜品较为丰富, 若建设多品类生产线需要较大的前期投入, 因此轻资产运营、规模相对较小、菜品品类丰富的餐饮企业仍需考虑和预制菜公司合作。

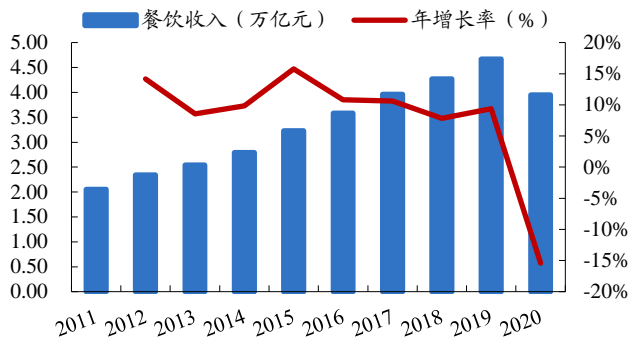
图16: 2019 年中国餐饮行业连锁店铺占比 10.3%


数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图17: 2019 年美国餐饮行业连锁店铺占比 54.3%


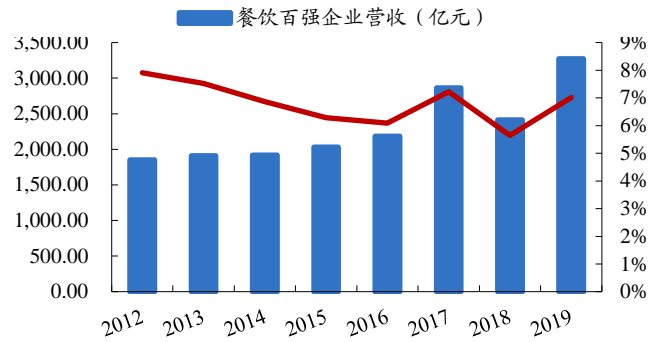
数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图18: 餐饮行业收入增速趋稳, 2020 年因疫情受挫



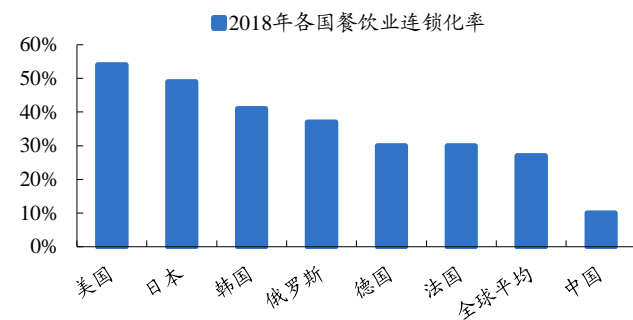
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图19: 餐饮百强企业营收占比不足 10%



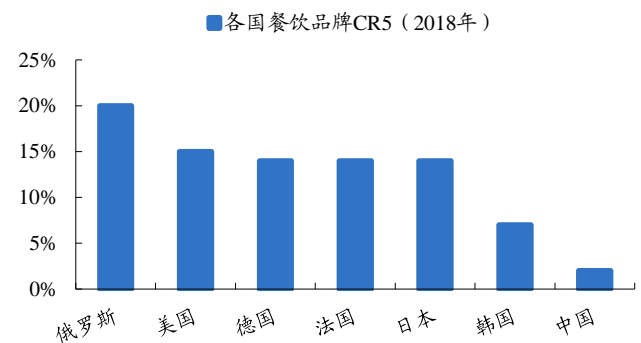
数据来源: 中国烹饪协会、前瞻研究院、开源证券研究所

图20: 中国餐饮业连锁化率为 10%，低于全球平均水平



数据来源: 锐观咨询、开源证券研究所

图21: 中国餐饮品牌 CR5 占比为 2%，低于发达国家



数据来源: 锐观咨询、开源证券研究所

预制菜标准化程度高、出餐快、性价比高，受 B 端客户青睐。使用预制菜可以降低食材采购和损耗的成本、减少后厨面积和人工成本、提高后厨出餐效率以及提高菜品毛利，可解决 B 端客户痛点：

（1）解决原料进货成本高的问题。预制菜企业有规模优势，具备对上游的议价权，可有效降低原材料成本。以味知香为例，其小黄瓜条、鸡大胸、猪肉等主要原材料采购价均低于市场均价。

（2）预制菜规模化生产，产品标准化程度较高，可保障菜品出品的一致性，降低餐饮企业的管理难度。

（3）解决用人成本高、房租高的问题，提升效率。预制菜免除了食材采购、清洗、加工等流程，简单处理几分钟即可出餐，并且份量有固定规格。因此，餐饮门店可减少后厨人员的数量，减少甚至取消厨师的配置，减少后厨面积，在有效节约用人及后厨租金成本的同时，提高出餐效率。

（4）提升菜品出新效率。一些餐厅可把半成品菜企业推出的新品迅速加入自身菜单中，在保证不断推出新品的同时把研发成本转嫁到上游企业中。此外，半成品菜制作上也仍可自行加入餐厅特色的调味料进一步制作，保留餐厅独特的口味。

2.3、头部企业数量较少，行业竞争格局分散

近年新注册预制菜企业数量较多。根据企查查数据，2011年-2020年预制菜相关企业的注册量逐年上升，2015年首次突破4000家；2018年首次突破8000家；2020年新注册1.25万家，同比增9%。

预制菜区域特征明显，多为小作坊形式。中国预制菜行业以中小规模企业为主，普遍受冷链运输、渠道和资金等限制，因此市场集中程度低、区域特征明显：（1）预制菜企业多在南方市场布局，消费者习惯购买小包装、量少的产品；北方市场预制菜发展尚不成熟，消费者更倾向于大批量采购产品；（2）目前我国冷链发展尚不成熟，预制菜需冷链配送，具有配送半径限制；（3）预制菜制作流程中工业化程度相对较低，企业多为手工作坊形式，规模化企业数量较少；（4）预制菜B端客户为餐饮企业，C端渠道多为农贸市场专卖店，渠道较为分散。

预制菜的进入壁垒不高，但向外扩张的壁垒高。新进入企业可以凭借1-2个系列菜品和流通渠道进入行业，使用低价策略参与竞争，但是较少的品类不足以支撑C端的专卖店形式，也难以培育品牌。而想要扩张品类、塑造品牌、开拓C端则需要大量投入在采购、物流建设、技术研发、渠道建设、品牌营销等，提升全方位的运营能力，因此预制菜企业向外扩张的壁垒相对较高。

仍处跑马圈地阶段，竞争格局较为分散。预制菜行业参与者逐渐增加，但目前尚处跑马圈地阶段，还未出现全国性的龙头企业，竞争格局较为分散。行业参与者主要包括：（1）预制菜企业，如味知香作为预制菜第一股已经于2021年4月上市，百胜、华莱士的供应商郑州千味央厨食品股份有限公司也已经上市；

（2）新兴预制菜品牌，如王家渡食品已完成近亿元融资并启动上市计划，珍味小梅园、找食材等已获得多轮投资；

（3）新零售企业，如盒马鲜生、每日优鲜等已经开始售卖自有品牌的预制菜产品；

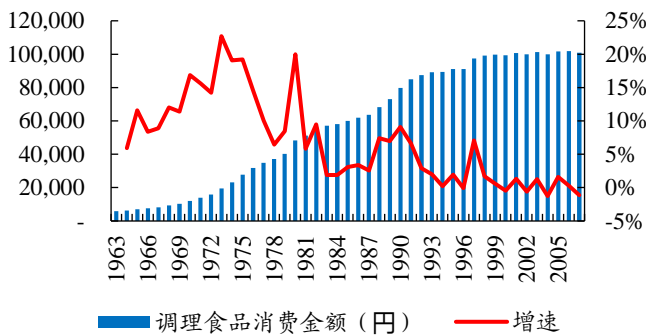
（4）传统速冻企业，如三全食品成立快厨系列公司，安井食品成立冻品先生科技公司，将进一步发展速冻菜肴系列产品；

（5）餐饮企业，如海底捞、西贝、外婆家等也在发展中央厨房和半成品零售业务。

2.4、发展空间广阔，万亿市场可期

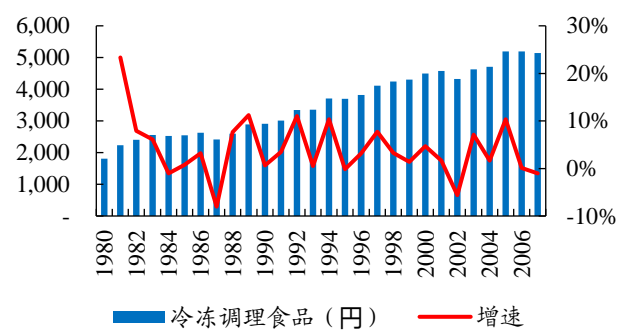
20世纪70年代末，日本预制菜行业快速发展。20世纪70年代末，日本经济快速发展、城镇化率持续提升、人们生活节奏加快，预制菜迎来高速发展期。根据日本总务省统计局数据，1973年日本家庭调理食品消费金额增22.7%至19515日元；1982年日本家庭冷冻调理食品消费金额增23.3%至2230日元。我国目前人均GDP、劳动人口结构、城镇化率等皆与当初的日本较为接近，中国预制菜行业或也将步入高速增长阶段。

图22：70年代日本家庭调理食品消费金额快速增长



数据来源：日本总务省统计局、开源证券研究所

图23：80年代日本家庭冷冻调理食品消费金额快速增长



数据来源：日本总务省统计局、开源证券研究所

目前我国预制菜行业约为千亿规模，B、C端齐发力下万亿规模可期。目前我国预制菜行业规模约3000亿元，2019年增速约20%。若对标日本预制菜消费均价，我国预处理肉类和水产消费均价为4.63美元，而饮食习惯相近的日本预处理肉类和水产消费均价为中国的3.1倍，我国预制菜行业仍有3倍弹性空间。若对标日本20世纪80年代预制菜快速发展时期，行业复合增速约20%，则未来随着B、C端用户需求释放，预制菜行业规模可达万亿。

3、采用金字塔策略，产品、渠道、品牌齐发力

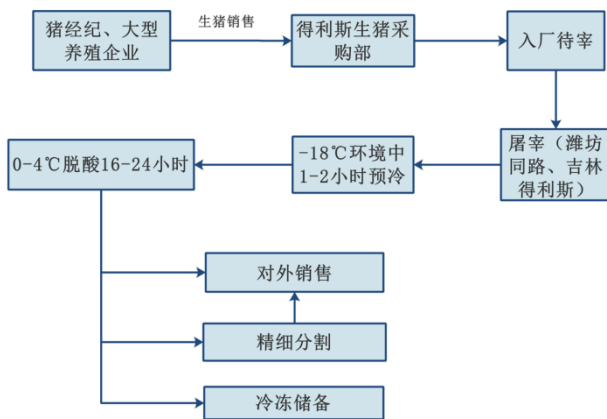
3.1、具备区位优势，屠宰产能充足，保障原料供应

布局屠宰业务，为肉制品加工业务提供保障。公司以“大加工，小屠宰”的思路布局产能，屠宰主要作为保障肉制品加工肉源的保障。目前公司的生猪来源主要为集团、农户、合作社，肉制品原料基本都是公司屠宰分割而来。得利斯现有屠宰产能300万头/年，本轮定增募投的咸阳得利斯200万头/年生猪屠宰及肉制品加工项目投产后，陕西地区将新增200万头/年的屠宰产能。公司屠宰产能充足，可以为肉制品加工业务提供稳定肉源。

公司屠宰产能区位优势。得利斯本部在山东，而山东是国内最大的生猪养殖及猪肉生产基地之一，是农业部规划的7个生猪养殖重点发展区之一，猪肉产量以及生猪出栏量均在全国位居前列。吉林得利斯位于东北地区的松辽平原，而东北区域为无规定动物疫病区且猪源充足，是生猪养殖的潜力增长区。此外，大型生猪养殖企业加码陕西产能建设，也可为公司的陕西屠宰工厂提供充足的猪源。得利斯优越的屠宰产能区位可以保障公司有充足稳定的生猪资源，有效支撑公司迅速扩大屠宰规模规划的实施。

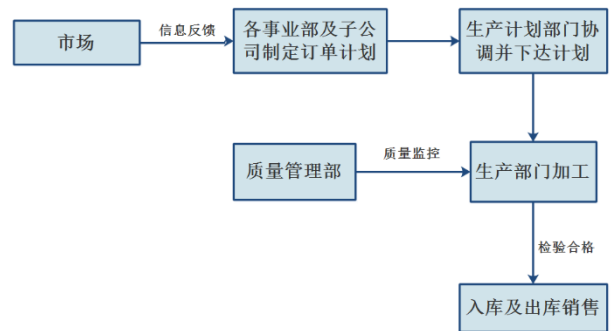
山东、吉林基地以生猪屠宰、肉制品加工为主，北京、陕西基地以肉制品加工为主。公司生猪屠宰业务由子公司潍坊同路、吉林得利斯承担，生猪采购部从猪经纪、大型养殖企业采购的生猪经过严格检验检疫后入厂待宰，屠宰后将猪胴体置于-18℃的环境下进行1-2小时预冷，后转入0-4℃的环境中脱酸排毒16-24小时，白条猪肉一部分直接对外销售，另一部分进行精细分割后对外销售，剩余部分根据市场行情进行冷冻储备。公司肉制品加工业务由公司本部及子公司北京得利斯、吉林得利斯、陕西得利斯承担，主要产品为低温肉制品、速冻调理产品。

图24：公司处于产业链中下游



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图25：公司主要采用以销定产的生产模式



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司可用多种方式平抑猪周期影响。得利斯深耕肉制品行业多年，经营经验较为丰富，可采用多种方式平抑猪周期影响：

- （1）公司目前所有的加工厂都配备有相应的储藏库，屠宰后的猪肉可放至储藏库储存。得利斯可根据猪肉市场价格变化来调整猪肉库存。
- （2）通过期货工具，在相关品种价格低位时买入期货，锁定低价。
- （3）集团具备自有生猪养殖产能，可在一定程度上保障公司的生猪供应。

3.2、专注肉制品深加工，构建金字塔型产品战略

品类多样，产品矩阵完善。经过多年发展，公司现已形成以生猪屠宰、肉制品深加工、速冻调理产品加工、牛肉系列产品精细加工为主的产业体系。公司主要生产、销售六大类产品：冷却肉及冷冻肉、低温肉制品、速冻调理产品、发酵肉制品、中式酱卤产品、牛肉系列产品。此外，结合餐饮行业连锁化和降本增效的趋势，并为消费者提供便捷、方便的烹饪及用餐解决方案，公司于2021年投资速冻米面项目，并于下半年推出了馄饨、水饺、夹心油条（牛奶、鸡蛋、黑芝麻、巧克力柠檬）、小锅焖面（猪肉香辣、猪肉扁豆、麻辣香锅、菌菇肉酱）以及鱼香肉丝、宫保鸡丁等口味的包子一系列产品，项目预计产能3万吨/年，实现年产值3亿元。利用自身研发、生产、仓储、物流优势，在餐饮供应链上持续发力。齐全的产品品类有利于增强消费者对公司品牌的依赖度。

表4: 得利斯产品品类齐全

产品类别	产品展示	
冷却肉		
低温肉制品		
发酵肉制品		
速冻调理产品		
中式酱卤产品		
牛肉系列产品		

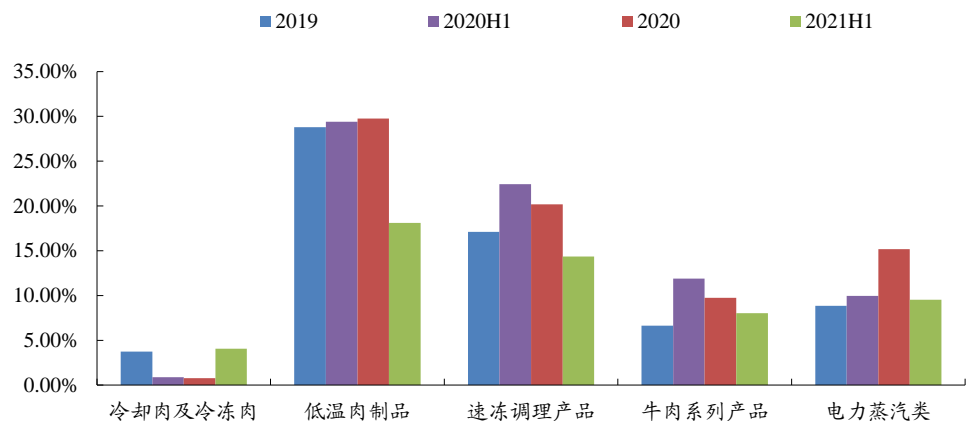
资料来源：公司官网、开源证券研究所

表5: 公司构建较为完善的产品矩阵

产品类别	设计产能
低温肉制品	布拉格火腿、无淀粉火腿、香嘴烤肠、圆火腿、孜然辣风味香肠、酱肉火腿
发酵肉制品	萨拉米发酵火腿、帕格斯火腿切片、帕格斯发酵火腿、库巴发酵火腿
冷却肉	小里脊、西施骨、五花肉、棒骨
牛肉制品	牛排、牛肚丝、肥牛卷、牛肉块
速冻肉制品	鲜美猪肉圆、鱼豆腐、密州香粽、菠菜鸡肉圆
中式酱卤类	猪蹄、密州烧鸡、酱牛肉、鸡爪、猪头肉
调味品	猪肉辣酱、香菇鸡肉酱、鲜椒牛肉酱、骨尔鲜

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司各类产品毛利率差异较大, 低温肉和速冻调理类毛利率较高。得利斯各类产品毛利率差异较大, 加工程度较高的产品如低温肉制品、速冻调理产品的毛利率较高。2020 年低温肉制品、速冻调理产品毛利率分别为 29.8%、20.2%。而屠宰业务毛利率较低, 2020 年毛利率为 0.8%。

图26: 低温肉制品和速冻调理产品毛利率较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司立足屠宰业务, 重点发展肉制品深加工业。公司的传统屠宰业务规模大, 但生鲜肉产品加工程度低, 毛利水平低, 经营情况受“猪周期”影响大, 且国内消费者偏好食用热鲜肉, 冷鲜肉市场培育需要较长时间, 行业增长相对较慢。公司未来立足于屠宰业, 控制低毛利的屠宰业务规模, 重点发展毛利率较高的肉制品深加工业。公司未来将大力发展调制类、预熟类食品等毛利水平较高的产品, 主要面向大中型 B 端餐饮客户。公司计划在大力扩张 B 端市场的同时, 持续发力 C 端渠道建设和产品研发, 扩充公司产品品类。目前得利斯形成了“金字塔”式的产品战略, 从下往上产品毛利率递增, 从上往下生产规模递增。

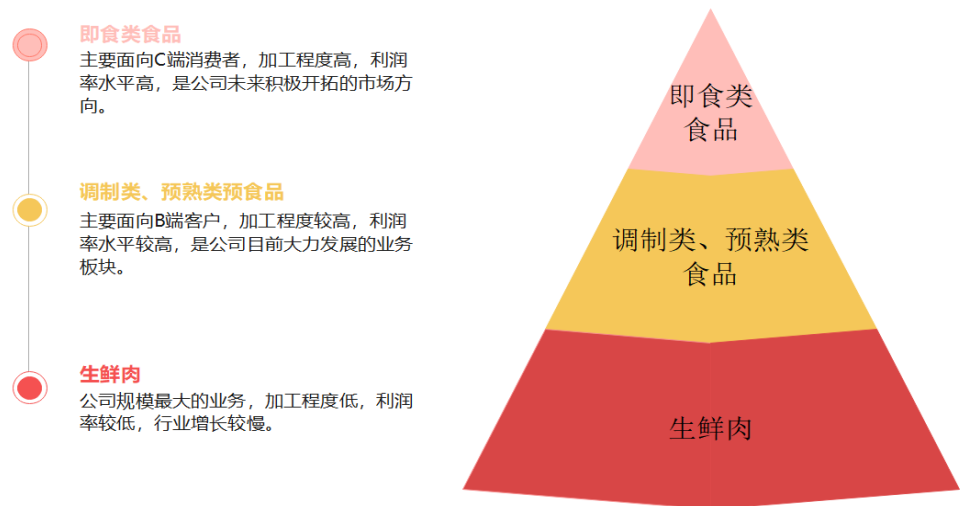
生鲜肉产品为金字塔产品策略的最底层产品。生鲜肉产品是公司在收购生猪进行屠宰、切割、冷处理后可以直接冷链运输至零售店进行销售的产品, 生产环节短, 加工程度低, 毛利空间小。公司不再以扩大生鲜肉业务为目的进行产能扩张, 将生鲜肉业务的优先级别放至金字塔策略的最底层。生鲜肉业务的消费场景主要是商超、农贸市场、电商平台及下游加工企业客户采购。公司未来几年会控制生鲜肉业务规

模。公司生鲜肉业务未来发展的主要驱动力为屠宰行业低端供给出清带来的产业集中化以及市场对冷却肉的认可度提升。

调制类、预熟类食品是金字塔中层产品，也是公司现阶段发力的产品。调制类、预熟类食品可解决餐饮企业租金高、人力成本高的痛点，B端市场较为成熟。公司目前采取大B端优先的策略，调制类、预熟类产品将成为公司近三年集中力量研发、生产、推广的产品。得利斯目前销售的调制类、预熟类食品包括各种牛肉制品和速冻肉制品。公司可根据B端大客户的口味、工艺方面的个性化需求提供定制化产品。目前公司已经与锅圈食汇等合作，也已经与海底捞在山东地区形成了良好的合作关系，后续也有望在全国其他地区对海底捞进行供货。此外，公司也成立了大客户部，可有效推动B端业务发展。

即食类食品是金字塔顶层产品，也是未来公司积极开拓的方向。即食类食品是预制菜中便利性最强的品类，适合面向C端消费者。即食类食品消费场景主要是家庭，产品的潜在毛利空间更大。公司计划在2023年左右转向C端市场，近期则主要通过线下零售门店扩张、电商渠道建设和增强B端市场影响力来为日后开拓C端市场夯实基础。公司目前在C端市场已有一定积累，销售的产品包括各种中式酱卤产品、以及为企业提供员工配餐，供给食堂或快餐类盒饭等。

图27：公司产品战略呈金字塔形



资料来源：公司公告、开源证券研究所

拥抱新生代消费者，推出新潮产品。公司重视年轻客群，公司在产品研发上下大力度开发休闲类、小规格、多口味的肉制品，迎合年轻人的消费需求。针对年轻客群体，公司丰富产品包装，推出“唐风肉肉”系列，迎合年轻客群对新颖包装的喜好。

“唐风肉肉”产品主要在线上渠道进行销售，包括抖音等新零售平台，符合年轻客群的消费习惯。

图28：通过治愈系的动漫形象迎合年轻客群



资料来源：公司官网

图29：小规格的休闲食品更适合年轻客群



资料来源：公司官网

3.3、直销、经销模式并行，全渠道布局

多渠道运营，大客户模式占比较高。公司主要采用经销商、直营、大客户模式运营，其中大客户模式占比较高。2021H1 公司大客户、经销、直销、其他模式占比分别为 43%、36%、12%、9%。由于公司生鲜肉主要通过大客户模式销售，故大客户模式占比较高；在肉制品业务上，公司经销商渠道占比较高，大客户渠道次之。具体来看：

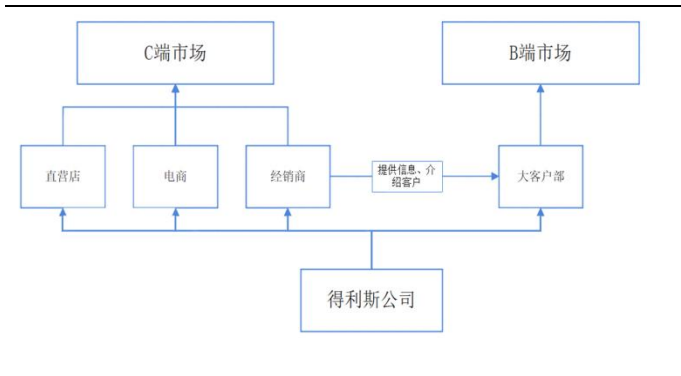
(1) 经销商模式：与经销商签订年度销售合同，主要销售渠道为专卖店、商超、批发市场等。经销商模式毛利率高于大客户模式，但低于直销模式，2021H1 毛利率为 9.1%。

(2) 直销模式：主要为得利斯自营的旗舰店、展示店及 KA 渠道，通常由公司的员工直接向消费者销售产品，并由内部员工进行客情维护。直销模式的毛利率最高，2021H1 毛利率约 21.3%。

(3) 大客户模式：与餐饮企业、事业单位等签订合同或订单，为其供货。大客户模式主要面对 B 端，毛利率较低，2021H1 毛利率约 3.9%。

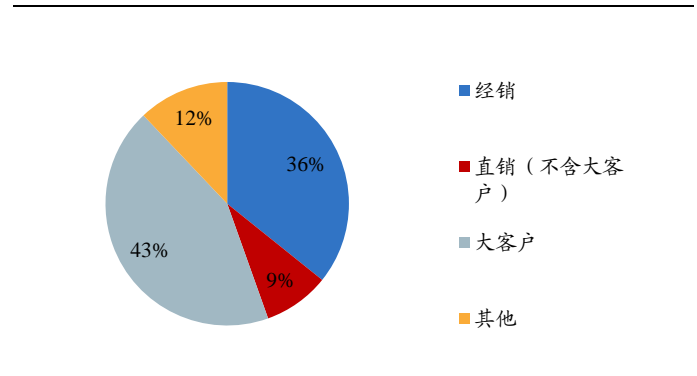
(4) 电商模式：公司目前线上店铺有天猫旗舰店、京东自营店与 POP 旗舰店、拼多多旗舰店、宾得利天猫旗舰店、抖音和快手小店等，主要销售冷却肉、低温肉制品、中式酱卤产品、牛肉系列产品等。此外，公司逐步开拓分销体系，也积极参与建设社区团购等新兴渠道。

图30：B、C 端销售渠道分工明确



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图31：公司销售以大客户渠道和经销商渠道为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3.1、以大客户部为主，优先开发 B 端大客户

目前预制菜市场仍以 B 端为主，C 端尚不成熟。餐饮连锁企业使用预制菜能够显著降低餐馆聘请高技能厨师的成本，缩小后厨占地以增加餐馆的有效面积，并相应地降低供应链及人员管理的成本。而 C 端预制菜目前尚不能够兼得优秀的风味还原度及有竞争力的价格，消费者消费即食类预制菜时可能在一定程度上牺牲了对食材风味的要求换取了经济和便利，不能很理想地解决 C 端消费者的需求和痛点。因此现阶段开发 B 端市场可以相对而言更有规模效应。

B 端大客户供应渠道稳定。B 端大客户的生命周期较腰部及以下企业更长，经营更稳健，双方实现长远合作的可能性较大，使公司的销售更加稳定。公司以其高品质的产品以及优良的服务水准通常能够实现与大 B 客户较为长期的合作。

B 端大客户价格敏感度较低。相较于 C 端消费者，餐饮企业更加注重成本控制，且终端消费者的品鉴能力有限，普通餐饮企业往往倾向于采购口感相近而更为廉价的原材料。而 B 端大客户自身拥有较好的品鉴能力，也更加重视品质，通常愿意为优质产品付出较高的价格。大 B 优先的策略能够有效避免公司陷入低端路线和价格战中。

以品质取信 B 端大客户，获取行业领先者背书。公司目前的预制菜客户开拓策略主要是积极挖掘中高端、中大型餐饮企业客户，如海底捞、正新、全家等连锁企业，以及一些三四星级酒店。公司为 B 端大客户服务、供应，相当于取得了行业领先者的背书，不仅能够增强公司的品牌知名度，也能在服务大客户的过程中积累自身服务、供应的经验，有利于日后开拓腰部餐饮企业和 C 端市场。

B 端开拓策略以中大型餐饮为主，由公司大客户部开展。公司 B 端开拓策略主要以中大型餐饮为主，首先与头部品牌合作扩大品牌影响力，再发力腰部餐饮企业：

（1）由于头部企业具备较强的供应链管理能力和要求供应商及时、充分地提供高质量产品，因此得利斯主要通过品质及较强的管理能力获得头部企业认可。此外，经销商开展 B 端业务会存在信息反馈链条较长、账期压力较大等问题，因此主要由大客户部进行 B 端市场的开发和维护，可迅速响应客户需求。

（2）腰部餐饮企业：主要通过品质及合理的价格开拓市场。

（3）尾部餐饮企业：由于尾部企业出现食品安全事故的风险较大，公司会从品质、健康、安全等方面进行考量。

3.3.2、直销、经销齐发力开拓 C 端市场，具备渠道力

直销、经销模式主要面向 C 端消费者。得利斯的直销和经销模式主要面向 C 端消费者。目前公司经销商层级为一层结构，虽然经销商也存在销售其他品牌和其他品类的情况，但是 90%以上的一级经销商是以经营得利斯品牌为主的经销商。经销商能够较好地把握当地消费者的偏好，公司不仅能够通过经销商扩大产品销量，而且能够借助经销商在当地的渠道资源，获取商业信息，介绍合作客户，进一步由公司大客户部对接。

经销商数量稳步增长，华北、华东区域经销商数量增长较快。2019 年至 2021H1 公司来自经销商渠道的营业收入分别为 10.13 亿元、9.28 亿元、5.73 亿元。经销商渠道收入在 2020 年受新冠疫情冲击后，在 2021 年重回增长轨道，2021 年有望实现正增长。2021H1 公司经销商数量达 1078 家，经销商数量稳步增长。分地区看，公司本

部所在的山东省经销商数量最多，2021H1 较 2020 年增长 46 家至 743 家。公司发力预制菜业务，开拓华东市场，华东及其他地区经销商数量增长最快，2021H1 经销商数量较 2020 年增长 61 家至 177 家。此外，华北地区经销商数量增长也较快，2021H1 较 2020 年增长 24 家至 70 家。

表6：2021H1 经销商数量增至 1078 家

时间	经销商渠道营收	经销商数量	经销商平均创收
2021H1	5.73 亿元	1078	53.2 万元（半年度）
2020	9.28 亿元	950	97.7 万元
2019	10.13 亿元	/	/

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：华北、华东及其他区域经销商数量增长较快

地区	2020 年末经销商数量	2021 年中经销商数量	增长数量
山东省内	697	743	46
东北地区	51	54	3
华北地区	46	70	24
西北地区	40	34	-6
华东及其他	116	177	61
合计	950	1078	128

数据来源：公司公告、开源证券研究所

借力经销商，轻资产快速扩张。公司生鲜肉及肉制品经销商的管理体系是分开的，但较多经销商二者皆有运营。得利斯经销商稳定程度较高，主因：（1）多数经销商自早期开始便与得利斯一同成长；（2）对经销商队伍进行培训，并会协助管理；（3）新经销商开发时，公司选择实力较强、品牌认可度及忠诚度较高的经销商。公司与经销商的合作模式主要是公司分享品牌和提供供应服务，经销商投资开店、经营店铺和扩大销路。公司能够借助经销商的资本投入，实现在轻资本运作的情况下线下门店数量快速增长，品牌影响力进一步扩大。

员工激励到位，积极性强。得利斯员工待遇在当地属中高水平，且公司激励机制完善：（1）年底超额完成目标有奖励；（2）采用事业合伙人制提高员工积极性，如公司与新加入的骨干共同出资成立区域营销公司。展望未来，市场开拓期销售人员数量仍会增加，但公司会通过数据化营销等方式，进一步提升效率。

3.4、品牌矩阵进一步完善，多方式提升品牌力

多品牌运营，构建品牌矩阵。“得利斯”包含冷却肉及冷冻肉、低温肉制品、速冻调理产品、中式酱卤产品等；“宾得利”为牛肉系列产品；“帕洛斯”为发酵肉制品；“肉食鲜汇”是以冷却肉及冷冻肉销售为主的生鲜肉店；“宾得利快厨”是以火锅、烧烤食材以及预制菜类产品为主的快厨门店。

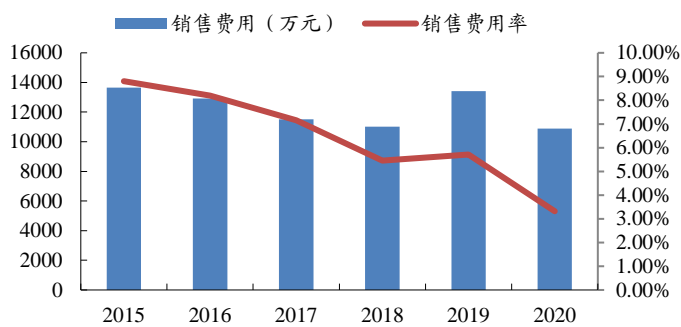
表8: 公司构建品牌矩阵, 多品牌运营

名称	代表产品
得利斯	冷却肉及冷冻肉、低温肉制品、速冻调理产品、中式酱卤产品等
宾得利	牛肉系列产品
帕洛斯	发酵肉制品
肉食鲜汇	以冷却肉及冷冻肉销售为主的生鲜肉店
宾得利快厨	火锅、烧烤食材以及预制菜类产品为主的快厨门店

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

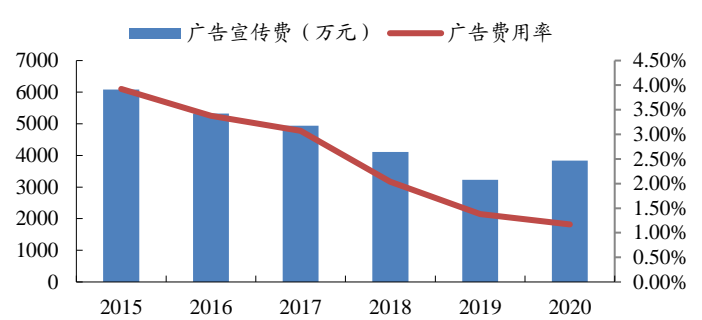
公司注重品牌建设, 2020 年广告宣传费用投入增加。2015 年至 2020 年间, 公司销售费用率自 2015 年的 8.8% 降至 2019 年的 5.7%。2020 年受疫情影响, 销售费用投放较 2019 年少, 且营收增速较快, 使得销售费用率降至 3.3%。得利斯注重品牌建设, 增加广告宣传投放以增强品牌影响力, 增强品牌影响力, 2020 年广告宣传费用同比增 18.7%。宣传费用投放效率较高, 广告费用率自 2019 年的 1.4% 降至 2020 年的 1.2%。

图32: 公司销售费用率持续下滑



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 公司 2020 年广告宣传费投入增加



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

根据不同消费群体塑造新品牌, 进一步完善品牌矩阵。2021H1 公司聘请了知名策划团队完成了得利斯品牌形象、企业 VI 视觉设计的全新更迭。公司计划未来以不同的品牌来针对不同目标客群, 使得公司能够针对不同客群采用更加有针对性的营销策略和产品策略:

(1) 沿用“得利斯”品牌面向 To B 和 To C 中的中老年人市场, 继续强调公司“品质高于一切”的价值观。

(2) 针对 To C 中的年轻人市场推出新的子品牌, 产品包装更加新颖, 产品内容和规格更加适合年轻人的消费场景。

(3) 针对线上渠道和未来可能进入的健康食品赛道会独立运营新品牌。

未来仍将发力品牌建设, 多方式提升品牌力。得利斯未来仍将通过线上、线下等多种方式进一步提升品牌力, 建立“自营(旗舰店、直营店)+加盟”的多层次营销网络体系:

(1) 在北京设立营销总部, 上海设立第二营销总部, 可及时了解到行业的最新动向, 并吸引优秀的专业人才。

(2) 通过与一些老字号企业合作, 丰富得利斯的品牌文化, 提升公司的品牌影

响力。

(3) 线下通过建立“自营(旗舰店、直营店)+加盟”的多层次营销网络体系提升品牌力,计划在山东、华北、西北、东北、华东等区域设立 50 家旗舰店、250 家直营店,吸引加盟商设立 1250 家加盟店,同时成立鲁豫、京津冀、江浙沪、黑吉辽、川陕云营销公司,实现百城万店。

门店类型多样,直营与经销加盟并行。得利斯旗下门店类型可分为公司直营和经销加盟两种类型:(1) 直营门店:直营门店主要包括主题肉店、旗舰店、直营店。主题肉店主要在商超内以店中店的形式开设,装修较为精美,产品陈列较为直观,可吸引线下商超的成熟客群。店中店具备较为统一的设计规范,可有效传播得利斯品牌影响力。主题肉店内产品品类丰富,基本覆盖得利斯旗下生鲜肉、速冻调理产品、发酵肉制品、中式酱卤产品等。

(2) 经销加盟类门店主要为宾得利快厨、肉食鲜汇专营店、体验店和其他经销商门店:

宾得利快厨主要由经销商经营,得利斯公司供货,主要服务社区居民,多开设于住宅密集区域。宾得利快厨销售火锅(包括肥牛片、鱼片、肉丸、虾滑、调味料等)、烧烤(各类烧烤串类食品)、鲜肉(包括欧得莱猪肉、安格斯牛肉等)、预制菜(包括粉面包点、预制牛排、酱卤食品等)等得利斯旗下产品。消费者可在宾得利快厨内进行一站式采购。公司对宾得利快厨管控较强,店面设计具备较为完整的风格系列。得利斯努力将经销商发展成加盟商,与其利益一致,进一步提升公司销售渠道的稳定性。未来三年宾得利快厨的总门店数或超 1000 家。

肉食鲜汇专营店主要开在社区、居民小区和主要商业区一带,门店规模相对较小,主要销售冷却肉、冷冻肉等生鲜肉品。

其他经销商门店的经营个性较强,销售产品种类繁多,存在销售其他品牌产品(包括得利斯竞品)、其他品类的情形。

体验店主要功能为展示、宣传,内部装修与展厅类似。目前公司的体验店设计风格不一,未来公司会设计 4-5 款模板,统一体验店的店门装修风格。

图34: 主题肉店为公司直营



资料来源: 开源证券研究所

图35: 宾得利门店主要由经销商经营



资料来源: 开源证券研究所

4、多元化布局,产能释放助力公司全国扩张

4.1、中短期以预制菜业务为主,B端先行

中短期重点发展预制菜业务，采取 B 端先行战略。得利斯的总体发展战略是以屠宰产业作为基础，不断扩大肉制品深加工产业规模，B、C 端共同发力，线上线下并行，具体来看，未来三年，公司以发展预制菜业务为主，采取 B 端先行战略。预制菜行业目前 To B 端和 To C 端的比列约 8:2，餐饮企业现阶段对预制菜的接受程度更高，可降低自身的供应链及人工成本，从预制菜中直接受益。而 C 端消费者对于预制菜的认知度仍较低。因此公司现阶段重点采取 B 端先行战略，提升产品覆盖率和市占率。

未来 3-5 年，随着 C 端市场逐渐成熟，公司预计发力 C 端。未来 3-5 年，随着消费者对预制菜的认知度提升、预制菜的加工技术提升，C 端预制菜或可价美物廉，市场逐渐成熟，渗透率稳步增长。通过多年的品牌积累，C 端消费者对得利斯的品牌认知度可提升；产品质量较优下品牌美誉度也较高。得利斯计划在 2023 年开始进一步发力 C 端市场，减少中间环节直达 C 端，开拓新的市场空间。

4.2、长期顺应人口结构变化，布局功能性食品

保健品是带有食品与药品二元属性的产品。保健品具有一般食品的共性，能调节人体的机能，适用于特定人群使用，但不以治疗为目的。相较于一般食品，保健品的监管准入更加严格；与药品相比，保健品不具备治疗疾病的功能，包装上必须标注“保健食品”标志（蓝帽子式样）以及“国食健字”（2016 年前注册）或“国食健注”（2016 年后注册）开头的批准文号。

国家对保健品监管较为严格。保健品产品上市需要在国家市场监督管理总局注册或备案，主要环节包括受理机构审查、技术审评、行政审批，通过所有环节才能获得国家市场监督管理总局的注册证书，生产销售产品。

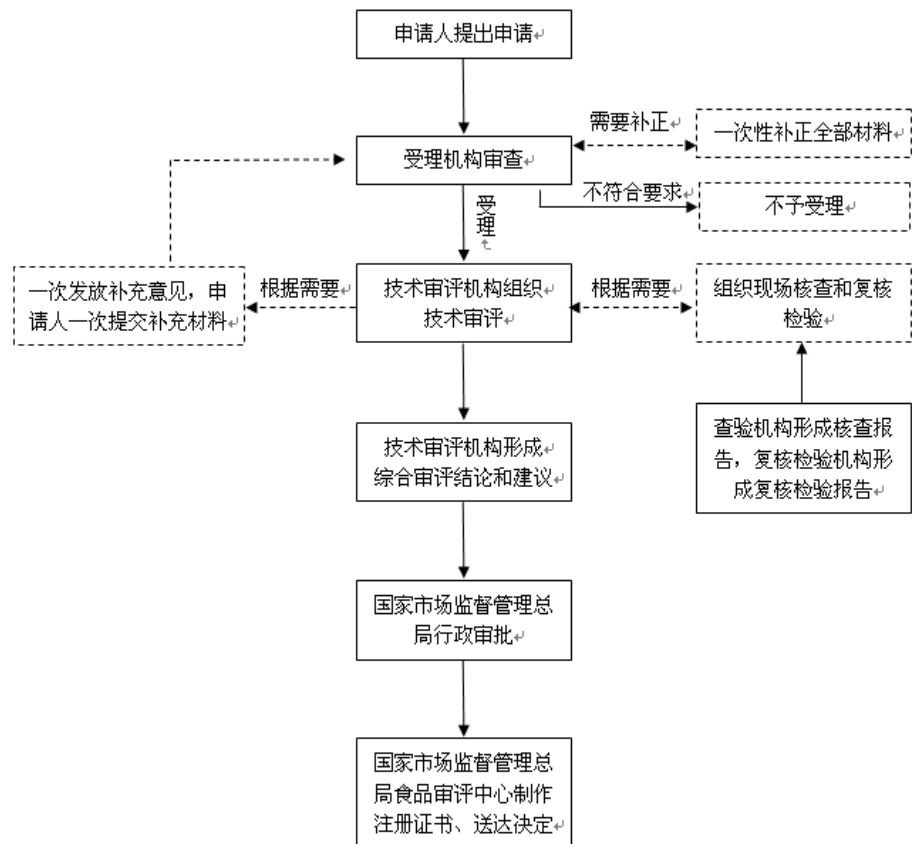
表9：保健食品功能宣传规范明确

保健功能	备注
补充钙	钙是人体骨骼和牙齿的主要组成成分，许多生理功能也需要钙的参与。 钙是骨骼和牙齿的主要成分，并维持骨密度。
补充镁	镁是能量代谢、组织形成和骨骼发育的重要成分。
补充铁	铁是红细胞形成的重要成分。 铁是红细胞形成的必需元素。 铁对血红蛋白的产生是必需的。
补充锌	锌是儿童生长发育的必需元素。 锌有助于改善食欲。 锌有助于皮肤健康。
补充维生素 A	维生素 A 有助于维持暗视力。 维生素 A 有助于维持皮肤和黏膜健康。
补充维生素 D	维生素 D 可促进钙的吸收。 维生素 D 有助于骨骼和牙齿的健康。 维生素 D 有助于骨骼形成。
补充维生素 B1	维生素 B1 是能量代谢中不可缺少的成分。 维生素 B1 有助于维持神经系统的正常生理功能。
补充维生素 B2	维生素 B2 有助于维持皮肤和黏膜健康。 维生素 B2 是能量代谢中不可缺少的成分。

保健功能	备注
补充维生素 B6	维生素 B6 有助于蛋白质的代谢和利用。
补充维生素 B12	维生素 B12 有助于红细胞形成。
补充烟酸	烟酸有助于维持皮肤和黏膜健康。 烟酸是能量代谢中不可缺少的成分。 烟酸有助于维持神经系统的健康。
补充叶酸	叶酸有助于胎儿大脑和神经系统的正常发育。 叶酸有助于红细胞形成。 叶酸有助于胎儿正常发育。
补充维生素 C	维生素 C 有助于维持皮肤和黏膜健康。 维生素 C 有助于维持骨骼、牙龈的健康。 维生素 C 可以促进铁的吸收。 维生素 C 有抗氧化作用。
补充泛酸	泛酸是能量代谢和组织形成的重要成分。
补充维生素 E	维生素 E 有抗氧化作用。

资料来源：国家市场监督管理总局、开源证券研究所

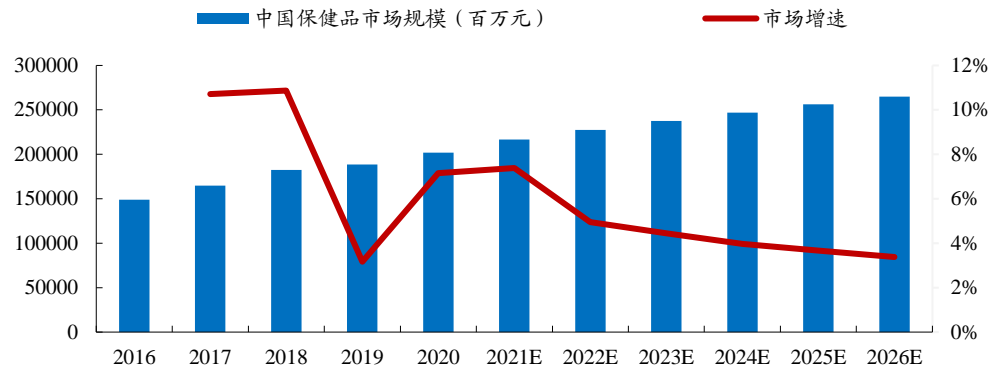
图36：保健品上市需在市场监管总局注册



资料来源：国家市场监督管理总局、开源证券研究所

保健品行业稳步增长，未来发展潜力大。根据欧睿数据，2016年至2020年中国保健品市场规模从1488亿元增长至2019亿元，除2019年受“百日行动”影响，增速下降至3.2%，其他年份增速都在7%以上。随着人口结构变化、人们健康意识提升，未来保健品行业发展潜力仍较大，预计2026年中国保健品市场规模将增3.4%至2600亿元以上。

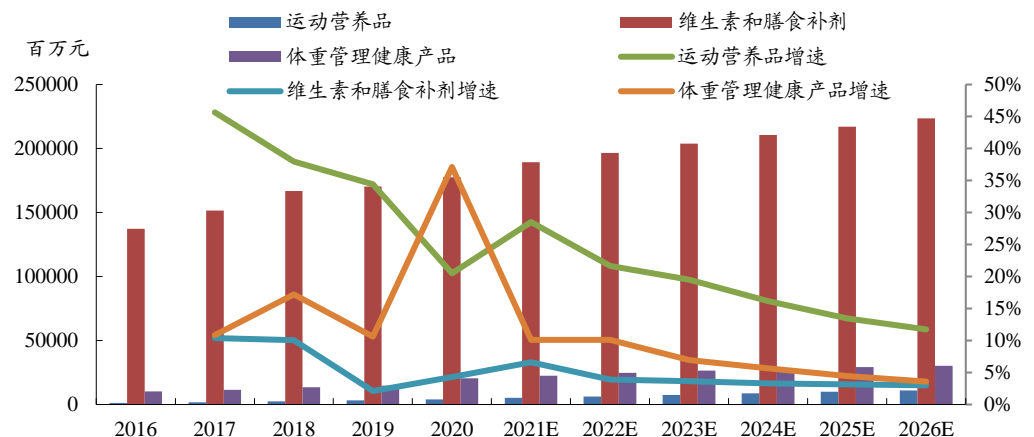
图37：2020年中国保健品市场规模为2019亿元



数据来源：欧睿、开源证券研究所

维生素和膳食补剂规模最大，运动营养品增速最快。目前官方并没有对保健品进行分类，我们根据欧睿统计口径将保健品分为三大子板块：维生素和膳食补剂、体重管理健康产品和运动营养品，其中维生素的规模占比最大，膳食补充剂次之，2020年分别占比为88%、10%、2%。占比最小的运动营养品增速最快，或将成为新加入行业的企业超车的细分赛道。

图38：细分品类中运动营养品增速最快

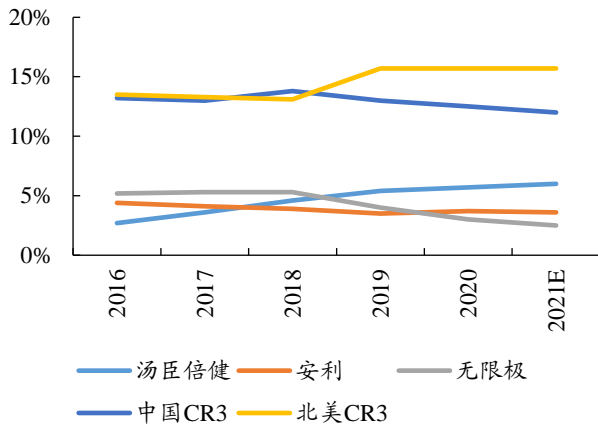


数据来源：欧睿、开源证券研究所

保健品企业差异化发展，行业集中度水平低。根据欧睿数据，中国保健品市场份额前三大公司分别为汤臣倍健、安利和无限极，2020年中国保健品市场公司CR3为12.5%，CR10为22.5%，而北美市场的行业CR3为15.7%。消费者对保健品的差异化需求是行业集中度水平长期偏低的主要原因，保健品品类十分丰富，保健品企业可在产品功能、原料、产地、包装规格等方面形成自身的特色，与头部企业错位竞

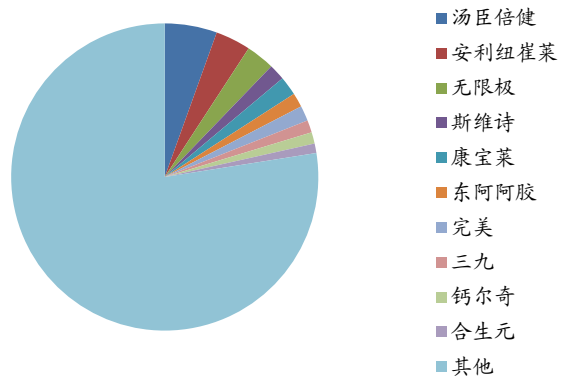
争。

图39：行业公司 CR3 不足 20%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图40：2020 年中国保健品行业品牌 CR10 为 22.5%

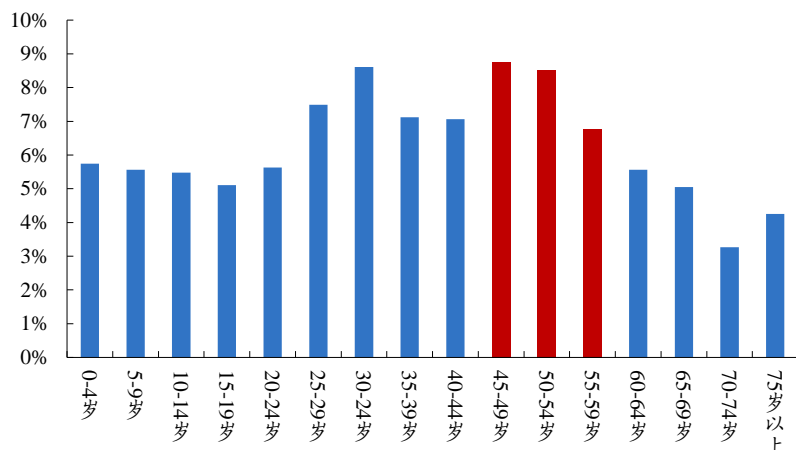


数据来源：欧睿、开源证券研究所

长期上，公司从健康养生放心着手，布局健康食品。根据第七次人口普查结果，2020 年末中国 60 岁以上人口占比提升 1pct 至 18.7%，中国人口老龄化程度日益严重，健康的老龄化将是发展趋势。公司从健康养生放心着手，计划在 2025 年前后推出契合中国人食补优于药补养生理念的功能性食品。得利斯的健康保健食品除了面向 C 端消费者，还可面向老年公寓、医院配餐等消费场景，为人们提供功能性食品、中医膳食等康养性食品，发展前景广阔。公司目前已有“玉脂研”胶原蛋白肽等产品。

图41：中国未来 5-10 年将迎来退休高峰期

2019年中国人口年龄构成



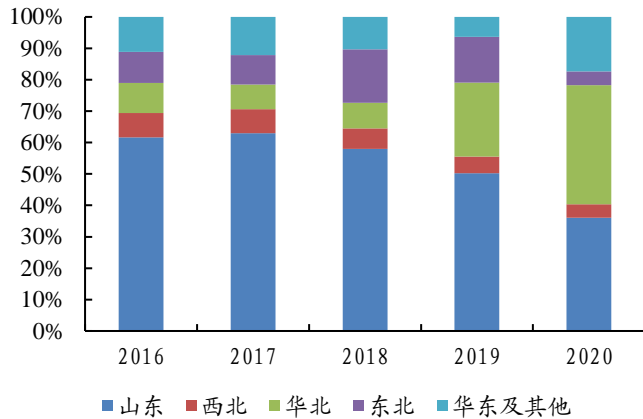
数据来源：Wind、开源证券研究所

得利斯集团层面已有健康保健食品业务储备。得利斯集团主要依托旗下山东北极神生物工程有限公司和山东得利斯生物科技有限公司开展健康保健食品业务，并生产有“北极神”系列保健食品。目前集团已经有保健食品的业务及技术储备，可为得利斯赋能。

4.3、产能陆续释放，稳步自山东向外扩张

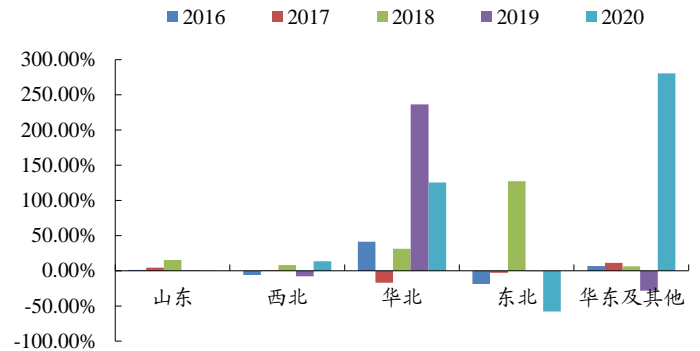
公司山东区域占比逐年下降，华北、华东区域营收增速较快。2019 年之前，公司山东省营收占比超过 50%。得利斯稳步自山东区域向外扩张，华北、华东及其他地区营收快速增长，2020 年营收增速分别达 125.4%、280.6%。华北地区、华东及其他地区的营收占比自 2019 年起显著提升，华北地区营收占比自 2016 年的 9.6%提升至 2020 年的 37.98%，首次超过山东地区，市场扩张初有成效。

图42：公司山东区域占比逐年下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

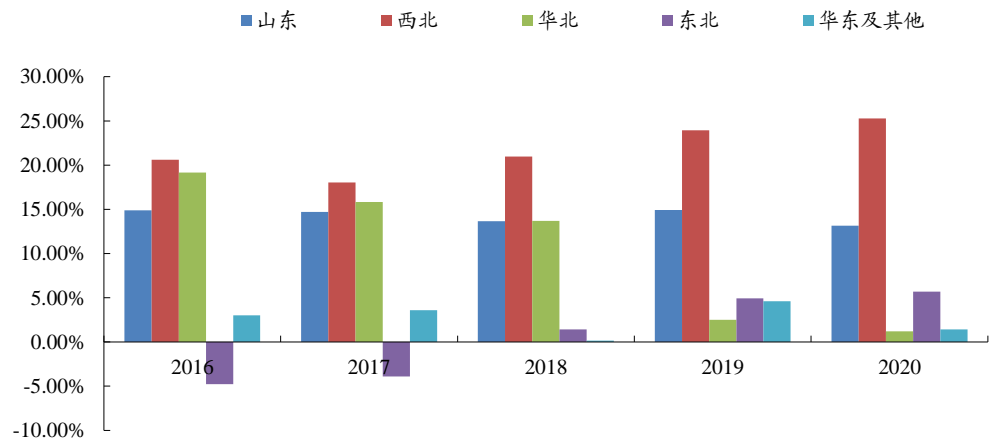
图43：华北、华东及其他地区营收增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

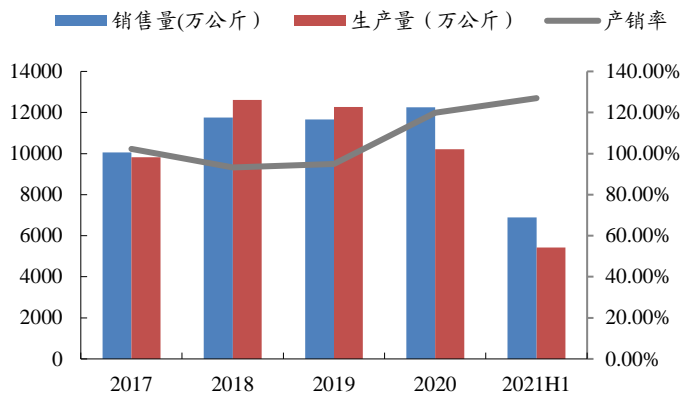
各区域市场培育阶段不同，主销产品各异，各区域间毛利率水平差异大。得利斯毛利率水平最高的区域为西北地区，2020 年毛利率分别为 25.29%、13.14%。公司在本部山东和陕西布局时间长，销售渠道成熟，品牌知名度较高，消费者肉制品消费习惯成熟，且公司在山东、陕西产能布局规模大，运输费用较低，产品推广受运输半径影响小。华北地区毛利率低，主要是因为该地区以大型 B 端生鲜客户为主，生鲜产品毛利率较低。

图44：各区域毛利率水平差异较大

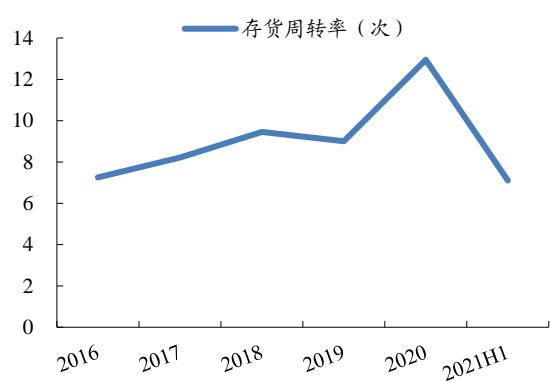


数据来源：Wind、开源证券研究所

产销率高，产品需求较好。2017 年至 2021H1，公司食品加工工业口径的生产、销售量较稳定，产销率在 100%的水平上下波动，2021H1 公司的产销率达 127%，产品需求较好。

图45：2021H1 得利斯产销率达 127%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：公司存货周转情况良好


数据来源：Wind、开源证券研究所

根据区域成熟度逐步开拓新市场。不同区域的消费习惯略有差异，公司根据区域的成熟度及消费习惯有针对性地开拓新市场：（1）华东区域和北京区域的预制菜接受相对较高，市场成熟度也较高。华北地区是公司未来大力开拓的市场区域，未来有望实现营收毛利双升。（2）西安和郑州区域发展较快，潜力较大。（3）西南地区人口密集，火锅文化下消费者更爱消费鲜肉，因此布局优先级相对较后。（4）华南地区主要依托经销商开发。未来公司将形成“立足鲁陕，向华北和长江流域两翼扩张，辐射东北华南”的区域发展格局。

产能多点布局，助力公司全国布局。生鲜类产品受运输半径限制大，产品无法长距离销售。公司计划在全国多个区域布局产能：（1）定增募投计划的山东得利斯 10 万吨/年肉制品加工项目预计 2021 年 11 月试生产，可扩大公司的速冻调理产品及油炸类产品产能；（2）定增募投计划的咸阳 200 万头/年生猪屠宰及肉制品加工项目预计 2022 年投产；（3）计划对吉林工厂进行部分改造，缩减传统肉制品加工区域，将部分生产线升级改造为预制菜加工产线，预计 2022 年完工；（4）计划 2022 年对北京工厂进行部分改造，增加预制菜加工能力。（5）力争 2022 年开工建设西南、华东以及珠三角工厂，争取 2023 年初投产。此外，公司正同步招聘销售人员，在项目布局区域的销售子公司均已设立。未来公司有望自山东向外扩张，预制菜有望实现全国七点布局，覆盖全国消费最旺盛的区域。

表10：预计 2022 年得利斯将有大量产能投产

项目名称	设计产能	预计投产时间
山东肉制品加工项目	10 万吨/年	2021 年年底
咸阳生猪屠宰及肉制品加工项目	200 万头/年	2022 年
丰得利速冻米面项目	3 万吨/年	2021 年 7 月已投产

数据来源：公司年报、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

2021 年公司速冻类产品及牛肉类产品增速较快，我们预计 2021 年公司营收增速

约 30.2%。2022-2023 年随着产能陆续释放，华东、华北等市场销售渠道逐渐完善，基地市场渠道持续精耕，公司预制菜业务预计可快速增长，我们预计公司 2022-2023 年营收增长分别为 23.4%、24.9%。

表11：未来速冻调理类产品增速较快

		2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
冷却肉及冷冻肉	收入（百万 元）	1,536.42	2,324.20	2254.47	2367.20	2485.56
	收入增速	16.48%	51.27%	-3.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	3.74	0.76	3.80%	3.00%	3.00%
低温肉制品	收入（百万 元）	341.03	378.50	397.43	417.30	438.16
	收入增速	0.96%	10.99%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	28.79	29.76	18.00%	19.00%	20.00%
牛肉系列产品	收入（百万 元）		115.89	550.48	853.24	1237.20
	收入增速			375.00%	55.00%	45.00%
	毛利率		9.73	8.00%	8.00%	8.00%
速冻调理类	收入（百万 元）	204.42	264.02	871.27	1437.59	2228.26
	收入增速	29.75%	29.16%	230.00%	65.00%	55.00%
	毛利率	17.09	20.18	14.00%	14.50%	15.00%
营业收入（百万元）		2346.47	3280.50	4269.85	5269.93	6582.25
收入增速		16.25%	39.81%	30.16%	23.42%	24.90%
毛利率		10.35%	6.77%	8.10%	8.54%	9.39%

数据来源：Wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比肉制品企业，预制菜行业的味知香、千味央厨的估值水平，可发现肉制品行业 2022 年平均估值较低，约 16 倍；预制菜行业平均估值水平为 43 倍，而得利斯估值约 36 倍 PE，未来发展潜力较大。

表12：可比公司估值：得利斯低于预制菜行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE		
		元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002726.SZ	龙大肉食	9.71	0.91	1.13	1.38	10.65	8.58	7.04
002840.SZ	华统股份	10.76	0.71	0.90	1.11	15.07	11.97	9.74
600073.SH	上海梅林	8.03	0.51	0.58	0.68	15.83	13.83	11.87
002515.SZ	金字火腿	5.30	0.11	0.16	0.23	48.18	33.13	23.04
000895.SZ	双汇发展	27.90	1.73	1.92	2.18	16.13	14.53	12.80
平均值						21.17	16.41	12.90
605089.SH	味知香	82.59	1.56	1.93	2.34	52.94	42.79	35.29
001215.SZ	千味央厨	60.31	1.07	1.42	1.81	56.17	42.57	33.41
平均值						54.56	42.68	34.35
002330.SZ	得利斯	5.79	0.10	0.16	0.26	57.89	35.85	22.27

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除金字火腿、双汇发展、味知香、得利斯外，其他企业均使用 Wind 一致预期

2、最新股价采用 10 月 25 日收盘价

5.2、投资建议

预制菜行业目前尚处快速发展阶段，可解决 B 端、C 端用户痛点。目前 B 端餐饮企业需求强，C 端消费者还处培育阶段，行业处于快速扩容期，发展潜力较大。得利斯立足于屠宰业务，重点发展肉制品深加工业务。目前公司在优势区域具备较强的产品力、品牌力、渠道力，未来将采用金字塔型产品策略，短期重点发力预制菜 B 端中大型餐饮企业，提升服务能力及品牌力；中期发力预制菜 C 端消费者，减少中间环节直接面向消费者；长期顺应人口老龄化趋势，布局健康食品。公司着重发力毛利较高的业务，短、中、长期的增长动力明晰，自山东向全国市场扩张，仍处发展黄金期。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.5 亿元、0.8 亿元、1.3 亿元，同比增长 73.3%、61.5%、61.0%；EPS 分别为 0.10、0.16、0.26 元，当前股价对应 PE 为 57.9、35.8、22.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

经济下行、食品安全、原材料价格波动风险、市场拓张不及预期、产能投放不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	735	881	1906	519	2588
现金	74	199	389	222	477
应收票据及应收账款	131	109	0	9	3
其他应收款	15	95	0	5	1
预付账款	27	29	312	51	549
存货	257	216	1028	54	1380
其他流动资产	230	232	177	178	179
非流动资产	1186	1133	1500	1758	1889
长期投资	1	1	1	1	0
固定资产	800	752	932	1138	1293
无形资产	196	219	224	232	243
其他非流动资产	189	160	343	387	353
资产总计	1920	2013	3406	2277	4477
流动负债	587	632	1980	772	2845
短期借款	230	320	35	97	24
应付票据及应付账款	146	154	1590	419	2355
其他流动负债	212	158	355	257	466
非流动负债	2	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	21	21	21	21
负债合计	590	653	2001	793	2866
少数股东权益	4	4	2	1	-0
股本	502	502	504	504	504
资本公积	487	487	487	487	487
留存收益	338	367	406	480	595
归属母公司股东权益	1327	1356	1403	1483	1612
负债和股东权益	1920	2013	3406	2277	4477

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	80	79	858	85	533
净利润	8	29	48	81	130
折旧摊销	59	60	62	79	96
财务费用	10	14	2	-8	-9
投资损失	-0	-23	-12	-17	-14
营运资金变动	-17	-20	742	-49	332
其他经营现金流	20	19	16	-1	-1
投资活动现金流	-191	-82	-379	-320	-213
资本支出	134	126	384	257	130
长期投资	-60	20	0	0	0
其他投资现金流	-118	64	5	-62	-82
筹资活动现金流	109	57	-289	68	-66
短期借款	100	90	-285	62	-73
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	2	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	9	-33	-7	6	7
现金净增加额	-2	54	190	-167	255

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2346	3281	4270	5270	6582
营业成本	2103	3058	3924	4820	5964
营业税金及附加	9	15	18	23	29
营业费用	134	109	171	222	290
管理费用	57	55	115	137	165
研发费用	2	2	3	3	4
财务费用	10	14	2	-8	-9
资产减值损失	-6	-10	-12	-16	-19
其他收益	2	11	6	9	7
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	0	23	12	17	14
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	3	46	68	115	182
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	7	3	3	3
利润总额	3	40	66	112	180
所得税	-5	11	18	31	50
净利润	8	29	48	81	130
少数股东损益	0	0	-3	-1	-1
归母净利润	8	29	50	81	131
EBITDA	74	114	130	186	269
EPS(元)	0.02	0.06	0.10	0.16	0.26

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.2	39.8	30.2	23.4	24.9
营业利润(%)	162.9	1400.6	45.9	69.1	59.3
归属于母公司净利润(%)	-0.1	264.1	73.3	61.5	61.0
获利能力					
毛利率(%)	10.4	6.8	8.1	8.5	9.4
净利率(%)	0.3	0.9	1.2	1.5	2.0
ROE(%)	0.6	2.1	3.4	5.5	8.1
ROIC(%)	2.3	2.3	3.4	4.8	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	30.7	32.4	58.8	34.8	64.0
净负债比率(%)	11.9	10.5	-23.7	-7.0	-26.8
流动比率	1.3	1.4	1.0	0.7	0.9
速动比率	0.5	0.7	0.2	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.7	1.6	1.9	1.9
应收账款周转率	14.4	27.2	1106.9	1209.4	1123.4
应付账款周转率	14.0	20.4	4.5	4.8	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.06	0.10	0.16	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.16	1.70	0.17	1.06
每股净资产(最新摊薄)	2.63	2.69	2.78	2.94	3.19
估值比率					
P/E	365.3	100.3	57.9	35.8	22.3
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	40.7	26.3	19.9	15.1	9.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

32 / 34

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn