



2021年11月5日

盖世食品(836826):国内开胃凉菜领导品牌 推荐(首次)

食品饮料

当前股价: 13.98 元

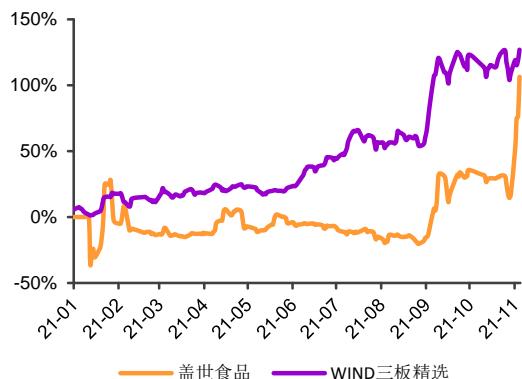
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	219	295	375	464
(+/-)	-4.7%	34.9%	27.1%	23.6%
营业利润	31	38	51	66
(+/-)	-15.3%	22.0%	35.4%	28.9%
归属母公司	27	33	44	57
净利润				
(+/-)	-13.9%	22.1%	35.4%	28.9%
EPS(元)	0.31	0.38	0.52	0.67
市盈率	44.8	36.7	27.1	21.0

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	8855/0
流通市值 (亿元)	0
每股净资产 (元)	2.26
资产负债率 (%)	23.8

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **国内开胃凉菜领导品牌。**公司前身为 1994 年在大连成立, 2016 年挂牌全国中小企业股份转让系统, 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, 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, 主要品牌包括“盖世”、“山珍源”、“北国之春”、“盖世香”, 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, 生产的海洋食品和食用菌食品远销日本、美国、加拿大、德国、西班牙、乌克兰、澳大利亚、新加坡、以色列、俄罗斯等十几个国家和地区。近年第一大客户为海底捞。

● **业绩保持稳定增长, 2020 年受疫情影响较为明显。**2018-2021Q3, 公司营业收入增长率分别为 39.64%、20.79%、-4.70% 和 50.24%, 净利润增长率 177.18%、57.41%、-14.14% 和 61.41%, 整体增长波动较大, 2020 年业绩不佳主要是受海外疫情严重、收入产品类型结构变化以及出口业务人民币升值等多重因素共同影响所致。公司销售毛利率和净利率基本维持稳定, 2021Q3 分别为 20.67% 和 12.50%, 冻品的毛利率相对较高。

● **行业持续快速发展, 集中度进一步提高。**随着行业消费对象快速扩大、产品不断推陈出新, 居民外出就餐的频度及快捷消费食品占食品支出的比例越来越高, 佐餐凉菜在日常生活中已不仅限于家庭佐餐的使用范围, 还成为酒店、食堂的配菜佳肴及日常休闲食品。行业将进一步向高端化、品牌化、产业化发展, 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, 集中度将进一步提高, 未来几年我国佐餐凉菜行业将迎来发展的良机。

● **公司利用自身优势与募投项目增强市场竞争力。**公司有着丰富、优质、稳定的资源, 享受地处产业集聚区的溢出效应, 通过自主研发、引进海外团队, 形成了一系列公司独有的核心技术, 优化生产工艺、提高效率的同时, 降低了生产成本, 也

使产品质量处于行业领先地位，赢得了海内外诸多知名大型连锁餐饮和食品生产企业的信任，保持着长期稳定的合作关系。海底捞、安井食品等大客户业务的快速发展也给公司未来的发展带来了良好的驱动力与业绩增长保证。公司拟使用募集资金1亿元在江苏省淮安市涟水县经济开发区建设年产1万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目，可充分利用江苏省食用菌资源优势和其周边广阔市场优势，有效缩短原料运输半径，降低运输成本，优化产能布局，不断提高公司整体生产能力和市场占有率，进一步巩固并扩大竞争优势。

- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2021-2023年实现归属于上市公司股东净利润分别为0.33、0.44和0.57亿元，对应EPS分别为0.38、0.52和0.67元，当前股价对应PE分别为36.7、27.1和21.0倍，首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**经济景气度下行、食品安全风险、客户过于集中、募投项目进度不达预期、汇率波动、原材料价格大幅波动的风险等。

## 目录

1. 公司介绍	5
1.1 公司概况	5
1.2 公司主营构成	5
2. 公司财务状况分析	7
3. 公司所处行业及产品分析	9
3.1 我国开胃凉菜行业持续快速发展	9
3.1.1 居民消费习惯变化带动开胃凉菜需求上升	9
3.1.2 餐饮企业对开胃凉菜需求增加	9
3.1.3 行业集中度有望进一步提升	10
3.2 公司利用自身优势增强市场竞争力	11
3.2.1 资源丰富、享受产业集聚效应	11
3.2.2 生产技术优势	11
3.2.3 渠道及品牌优势	12
3.2.4 募集资金助力公司扩大竞争优势	12
4. 盈利预测与投资评级	13
5. 风险提示	13

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构 .....	5
图表 2: 公司部分主要产品 .....	6
图表 3: 近年来公司营业收入构成-按属性分（%） .....	7
图表 4: 近年来公司营业收入构成-按加工方式分（%） .....	7
图表 5: 近年来公司营业收入和归母净利润及增长情况（亿元, %） .....	8
图表 6: 近年来公司盈利能力分析 .....	8
图表 7: 近年来公司各产品毛利率（%） .....	8
图表 8: 我国城镇人口数量及城镇化率（亿人, %） .....	9
图表 9: 公司大连基地 .....	11
图表 10: 公司前五大客户销售占比（%） .....	12

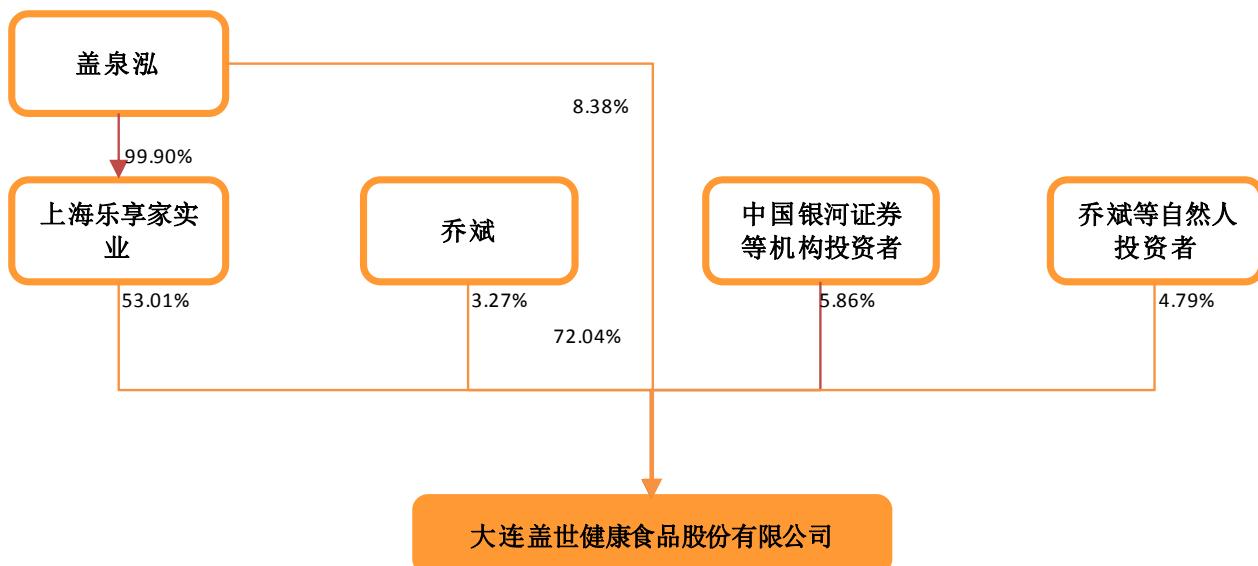
## 1.公司介绍

### 1.1 公司概况

公司前身为 1994 年在大连成立，2015 年完成股改成立股份制企业，2016 年挂牌全国中小企业股份转让系统，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 GB 2760 食用菌和藻类部分申请修订者，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，主要品牌包括“盖世”、“山珍源”、“北国之春”、“盖世香”，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，近年第一大客户为海底捞。

乐享食品为公司第一大股东，持股比例 53.01%，盖泉泓持有其 99.9%的股权，同时持有公司 8.38%，合计共持有公司 61.34%的股份，为公司的控股股东。公司持股比例集中，股权结构相对简单。

图表 1：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.2 公司主营构成

公司目前已取得欧盟、日本、美国等国内外一系列质量体系认证，生产的海洋食品和食用菌食品远销日本、美国、加拿大、德国、西班牙、乌克兰、澳大利亚、新加坡、以色列、俄罗斯等十几个国家和地区。



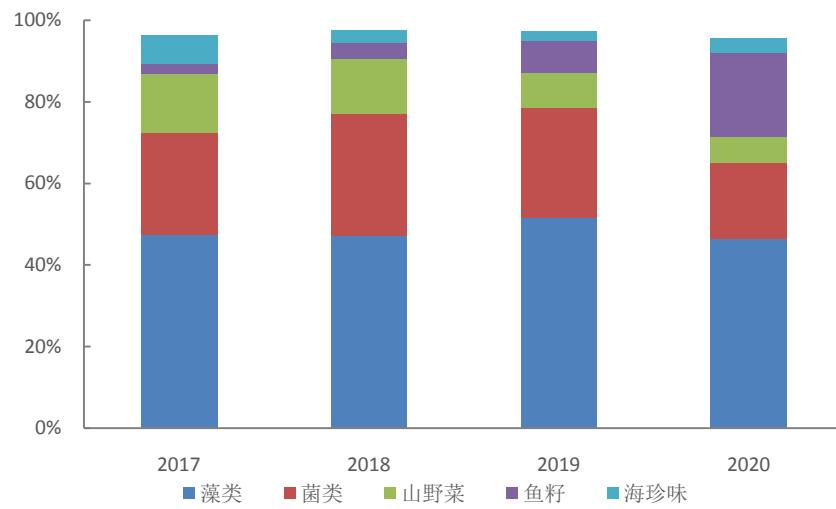
图表 2: 公司部分主要产品



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

产品按属性可分为藻类、菌类、山野菜、鱼籽和海珍味系列，2020年藻类、菌类、山野菜、鱼籽和海珍味系列收入占比分别为46.50%、18.51%、6.37%和20.73%，藻类产品占比相对稳定，鱼籽类产品增长迅速，已成功超越菌类成为了公司第二大产品类别。

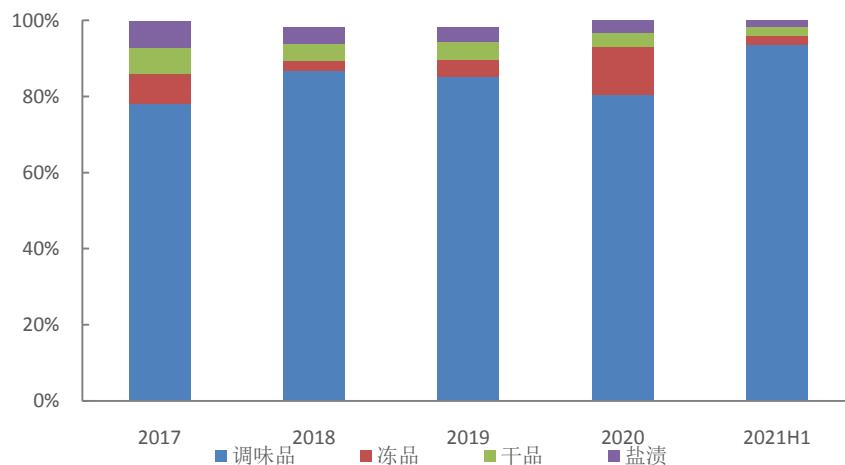
图表 3: 近年来公司营业收入构成-按属性分 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

按加工方式可将公司产品分为调味品、冻品、干品和盐渍类。2021 上半年公司调味品、冻品、干品和盐渍收入占比分别为 93.41%、2.57%、2.32% 和 1.67%，调味品销售占比逐年提升，由 2017 年的 78.01% 上升了 15.32pct 至 93.41%。

图表 4: 近年来公司营业收入构成-按加工方式分 (%)

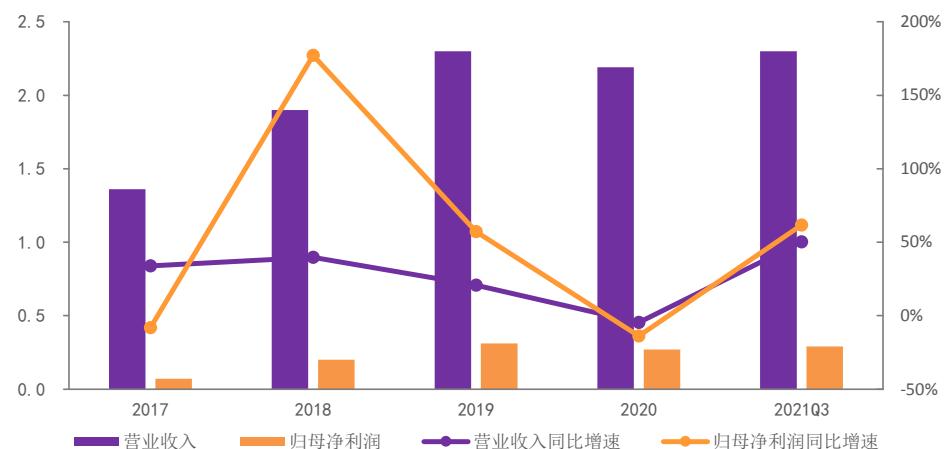


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 2.公司财务状况分析

2018-2021Q3，公司营业收入增长率分别为 39.64%、20.79%、-4.70% 和 50.24%，净利润增长率 177.18%、57.41%、-14.14% 和 61.41%，整体增长波动较大，2020 年业绩不佳主要是受海外疫情严重、收入产品类型结构变化以及出口业务人民币升值等多重因素共同影响所致。

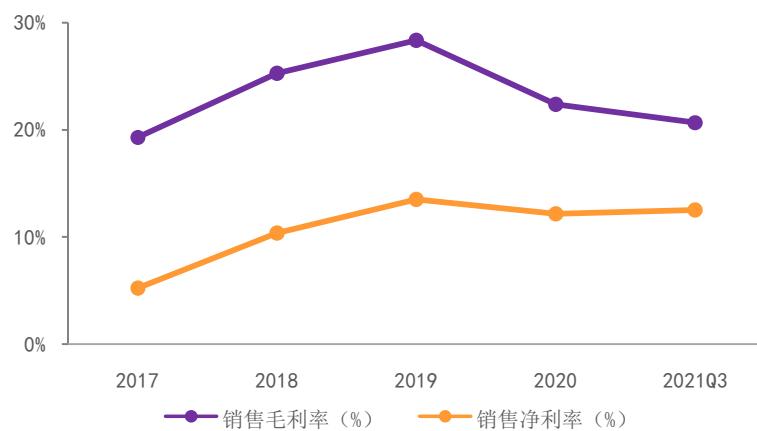
图表 5: 近年来公司营业收入和归母净利润及增长情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

公司销售毛利率和净利率基本维持稳定, 2021Q3 分别为 20.67% 和 12.50%。

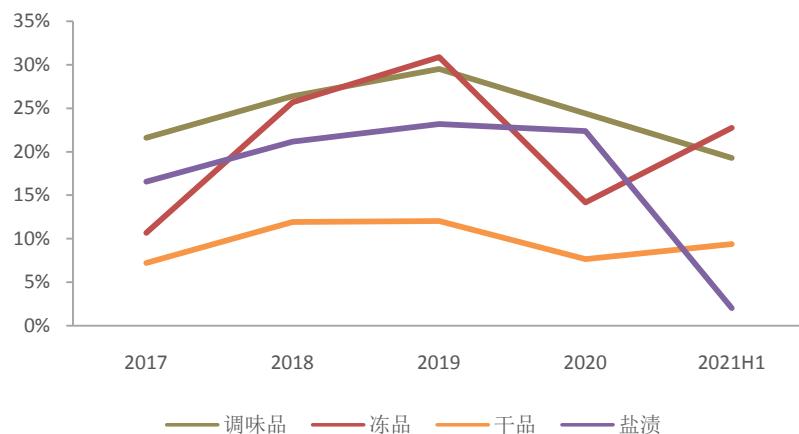
图表 6: 近年来公司盈利能力分析



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2021H1 毛利率下滑主要是受运输费用科目调整影响, 冻品的毛利率相对较高。

图表 7: 近年来公司各产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



### 3. 公司所处行业及产品分析

#### 3.1 我国开胃凉菜行业持续快速发展

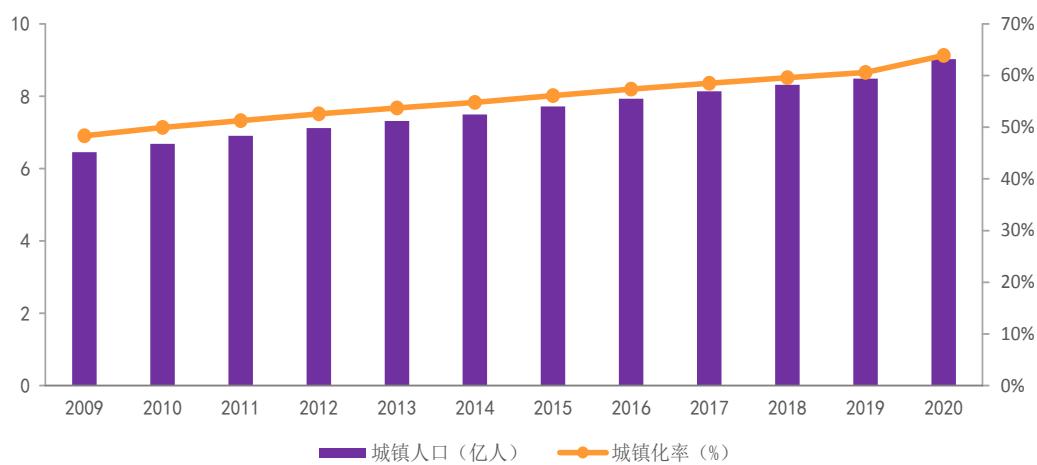
开胃凉菜是中华美食的重要组成部分，在我国有着悠久的历史，属于传统行业，主要以摊、店、柜形式或餐饮业方式出现。改革开放之后，由于我国市场经济的发展，佐餐凉菜企业迎来了前所未有的发展机遇，市场规模迅速扩大。在产品开发方面，通过不断的推陈出新，产品品种日益丰富；在销售规模方面，通过近几年的发展，我国佐餐凉菜生产企业销售金额快速提高，整个行业市场已具备了较大的市场规模。但与国外成熟市场相比，我国佐餐凉菜行业仍处于快速成长期。随着该行业消费对象快速扩大、产品不断推陈出新，未来几年我国佐餐凉菜行业将迎来发展的良机。

##### 3.1.1 居民消费习惯变化带动开胃凉菜需求上升

根据国家统计局数据显示，2020 年我国城镇化率已达到 60.60%，按照国际发达国家的发展经验，在城市化率超过 50%之后，居民消费类别和行为也会发生重大转变。

我国城乡居民的家庭消费过去主要以米、面及其制品为主，随着国内居民收入增加，人均可支配收入提升，生活水平得到明显提高，肉类、水产品和蔬菜的比重有所提升，人们的消费习惯发生了巨大的变化，对佐餐凉菜快捷消费食品的需求量越来越大。

图表 8：我国城镇人口数量及城镇化率（亿人，%）



资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

未来随着居民外出就餐的频度及快捷消费食品占食品支出的比例越来越高，佐餐凉菜在日常生活中已不仅限于家庭佐餐的使用范围，还成为酒店、食堂的配菜佳肴及日常休闲食品。



### 3.1.2 餐饮企业对开胃凉菜需求增加

凉菜是即食食品，制作过程及此后运输与保存等环节中的微生物指标控制，直接关系着食品安全这一大问题，凉菜生产难度实际上比热菜大。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，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。

相较于自己加工开胃凉菜，大型餐饮连锁企业统一采购开胃凉菜优势显著。开胃凉菜的主要原材料为农副产品，易受自然条件、市场供求等因素影响，价格存在一定的波动性，将影响凉菜加工企业的生产成本和盈利水平。专业的凉菜加工企业批量采购原材料，在食材采购、物流运输上具有更强的议价权，规模效应明显，原材料成本更低；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；专业凉菜加工企业标准化生产流程可保证菜品口味稳定。

此外，统一采购模式可减少餐饮连锁企业后厨所需人员，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。更重要的是，凉菜加工企业可以有效避免餐饮门店手工分散制作凉菜导致的微生物容易超标甚至中毒的食品安全风险。

当前中国餐饮连锁化率还很低，远低于美国等发达国家，这也是巨大的增量市场。在马太效应影响下，未来随着大型餐饮连锁企业市场规模越来越大，对凉菜的需求也将越来越高。

另外受益于移动互联网的快速发展，餐饮外卖市场增长迅猛，中商产业研究院相关数据显示，2014-2018年，外卖市场规模以132.15%的复合增长率增长至4,415亿元，预计2021年外卖市场规模将达到9,340亿元。凉菜食品依托外卖的快速发展份额得到进一步提升。

### 3.1.3 行业集中度有望进一步提升

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。

未来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，行业将进一步调整分化，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，部分优质开胃凉菜加工企业可以通过利用其在品牌、研发、规模化采购、



规模化生产及销售渠道等方面的优势，降低采购成本，提升管理效率，发展中高端产品，以不断提高利润水平和行业竞争力。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。

### 3.2 公司利用自身优势增强市场竞争力

#### 3.2.1 资源丰富、享受产业集聚效应

公司坐落于辽宁省大连市。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，不但有着丰富、优质、稳定的滑子蘑、裙带菜和东北山野菜资源，还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。

图表 9：公司大连基地



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

#### 3.2.2 生产技术优势

公司通过自主研发、引进海外团队，消化和再创造国外先进技术。同时与大连工

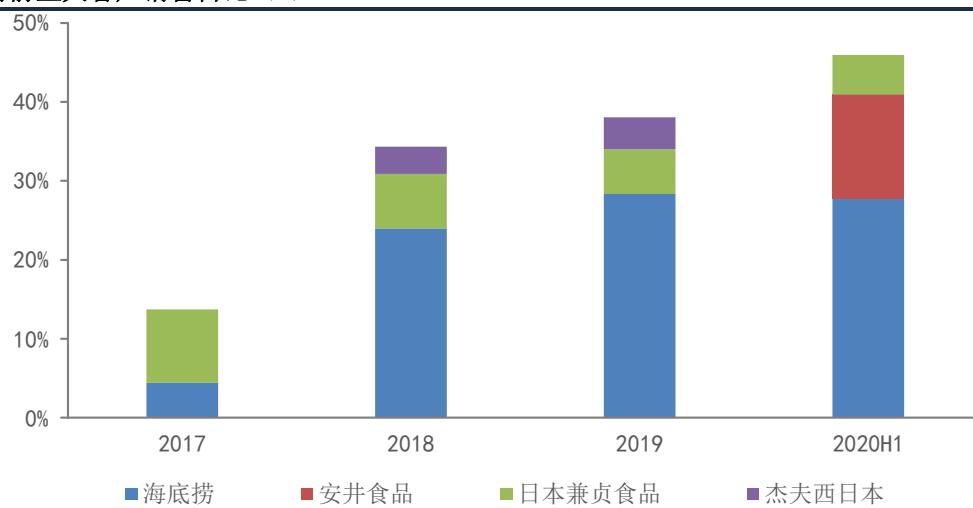
业大学、农业部农产品加工技术研发中心、辽宁省农科院等科研院所进行产学研合作，成立联合研发中心，形成了一系列公司独有的核心技术，优化生产工艺、提高效率的同时，降低了生产成本，也使产品质量处于行业领先地位。

### 3.2.3 渠道及品牌优势

公司主营藻类、菌类、山野菜、鱼子海珍味等四大系列定制化产品，300+种产品，1000+SKU，并充分利用国内、国外两个市场，以先进的生产技术、高质量的产品、优质的服务赢得了海内外诸多知名大型连锁餐饮和食品生产企业的信任，保持着长期稳定的合作关系。

在国际上，公司拥有全世界二十余个国家和地区日餐产品的销售渠道，都是当地国家很有知名度的销售商。消费者和渠道商对公司品牌形成了一定的认知，公司的品牌也已经有了一定的知名度。而在国内，海底捞、安井食品等大客户业务的快速发展也给公司未来的发展带来了良好的驱动力与业绩增长保证。

图表 10：公司前五大客户销售占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 3.2.4 募集资金助力公司扩大竞争优势

公司拟使用募集资金 1 亿元在江苏省淮安市涟水县经济开发区建设年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目。

据悉，该项目食用菌调味冷冻产品设计产能 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。



借助募投项目的实施，可充分利用江苏省食用菌资源优势和其周边广阔市场优势，有效缩短原料运输半径，降低运输成本，优化产能布局，更好地扩展华南、华东和中部等市场，不断提高公司整体生产能力和市场占有率，进一步巩固并扩大竞争优势。

## 4. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 0.33、0.44 和 0.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.52 和 0.67 元，当前股价对应 PE 分别为 36.7、27.1 和 21.0 倍，首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示

经济景气度下行、食品安全风险、客户过于集中、募投项目进度不达预期、汇率波动、原材料价格大幅波动的风险等。

图表 1：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>									
货币资金	118	100	116	139	营业收入	219	295	375	464
应收账款	20	35	44	53	营业成本	170	234	296	363
存货	33	42	52	62	营业税金及附加	1	2	3	3
其他流动资产	9	10	10	11	销售费用	5	7	9	11
流动资产合计	181	187	222	265	管理费用	7	10	12	15
<b>非流动资产:</b>									
金融类资产	0	0	0	0	财务费用	2	1	0	0
固定资产+在建工程	40	43	46	49	研发费用	4	5	6	8
无形资产+商誉	1	2	2	2	费用合计	18	23	28	34
其他非流动资产	0	0	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产合计	42	45	48	51	公允价值变动	0	0	0	0
资产总计	223	232	270	316	投资收益	1	1	1	1
<b>流动负债:</b>									
短期借款	25	8	8	9	<b>营业利润</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>66</b>
应付账款、票据	17	19	25	29	加: 营业外收入	0	0	0	0
其他流动负债	11	12	13	14	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债合计	52	39	46	52	<b>利润总额</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>66</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0	所得稅費用	4	5	7	9
其他非流动负债	1	1	1	1	<b>净利润</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>44</b>	<b>57</b>
非流动负债合计	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	53	40	47	53	<b>归母净利润</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>44</b>	<b>57</b>
<b>所有者权益</b>									
股本	85	85	85	85	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积金	42	42	42	42	<b>成长性</b>				
未分配利润	28	48	74	108	营业收入增长率	-4.7%	34.9%	27.1%	23.6%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润增长率	-15.3%	22.0%	35.4%	28.9%
所有者权益合计	170	193	224	263	归母净利润增长率	-13.9%	22.1%	35.4%	28.9%
负债和所有者权益	223	232	270	316	总资产增长率	57.0%	4.1%	16.4%	16.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>									
净利润	27	32	44	57	<b>盈利能力</b>				
折旧与摊销	5	5	6	6	毛利率	22.4%	20.6%	21.2%	21.7%
财务费用	2	1	0	0	营业利润率	14.1%	12.8%	13.6%	14.2%
存货的减少	-6	-9	-10	-10	三项费用/营收	8.3%	7.7%	7.4%	7.3%
营运资本变化	8	-13	-3	-5	EBIT/销售收入	14.5%	13.0%	13.7%	14.2%
其他非现金部分	-1	0	1	1	净利润率	12.2%	11.0%	11.7%	12.2%
经营活动现金净流量	34	17	38	48	ROE	15.6%	16.8%	19.7%	21.5%
投资活动现金净流量	-7	-8	-8	-9	<b>营运能力</b>				
筹资活动现金净流量	54	-27	-13	-17	总资产周转率	98.0%	127.0%	138.8%	146.7%
现金流量净额	81	-18	16	23	<b>资产结构</b>				
					资产负债率	23.8%	17.0%	17.3%	16.7%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.28	0.52	0.85	0.85
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	0.31	0.38	0.52	0.67
					每股净资产	1.99	2.26	2.62	3.09

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



## 分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

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提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部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。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>