

公司点评
盖世食品 (836826)
食品饮料 | 食品加工
预制凉菜领导品牌，发展仍有潜力

2021年11月11日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 15.0-17.5 元
交易数据

当前价格 (元)	16.68
52周价格区间 (元)	3.49-20.42
总市值 (百万)	1477.08
流通市值 (百万)	529.41
总股本 (万股)	8855.41
流通股 (万股)	3173.90

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
盖世食品	110.61	186.60	146.33
沪深300	-0.21	-1.74	-6.00

邹建军 分析师
 执业证书编号: S0530521080001 0731-84403452

杨苑 研究助理
 yangyuan@cfzq.com 0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	230	219	283	351	426
归母净利 (百万元)	31	27	34	44	55
每股收益 (元)	0.35	0.30	0.38	0.50	0.63
每股净资产 (元)	0.98	1.92	2.19	2.55	3.00
P/E	47.75	55.45	43.69	33.58	26.68
P/B	16.97	8.70	7.60	6.54	5.55

资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

投资要点:

- 盖世食品是预制凉菜行业领导品牌。**公司主要从事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，为行业领导品牌、国家重点企业。近年来公司收入规模快速增长，2015-2020年CAGR为27.9%。2020年受疫情影响，毛利率与净利率有所下滑，未来随着渠道扩张、规模效应显现、运营管理效率提升，盈利能力有望改善。公司股权集中度相对较高，创始人盖泉泓为实际控制人。
- 预制凉菜行业前景广阔，集中度有望提升。**近年来，人们生活节奏普遍加快，居民外出就餐频次提升、外卖需求显著增长，促进了餐饮产业的快速发展，同时带动上游餐饮食材市场规模不断扩大。另一方面，中国餐饮市场连锁化进程不断加快，餐饮连锁化发展趋势下对食材标准化要求提高，叠加人工成本和场地租金的持续上涨，许多餐饮企业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，预制凉菜行业迎来快速发展时期。由于预制凉菜行业仍处初级发展阶段、进入门槛相对较低，行业内企业众多且多为中小规模，产品同质化程度相对较高，导致竞争较为激烈，公司当前市占率不足1%。随着终端消费者对凉菜加工食品品牌和品质更加重视，叠加相关部门对食品安全监管趋严，行业头部企业在品牌、研发、规模化采购、规模化生产及销售渠道等方面的优势更为显著，行业集中度有望提升。
- 公司产品矩阵丰富，品牌势能向上，渠道开拓加快。**行业迎来发展机遇期，公司持续夯实根基，未来仍有较大发展潜力。1. 产品矩阵丰富，具备品牌基础，产品研发能力较强。公司产品范围包括海藻系列、菌菇系列、海珍味系列、鱼籽系列等，目前拥有300余种产品，1000余个SKU。2. 国内国外双市场发展，与知名餐饮客户建立合作关系。公司拥有海外二十余个国家和地区的销售渠道，国内市场开拓亦有序推进，与海底捞、安井食品、日本兼贞食品、喜家德、永和大王等大型企业建立了良好合作关系。3. 募投项目扩充产能，助力规模扩张。2020年公司申请公开发行募集资金用于年产1万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目及补充流动资金。募投项目实施完成将缓解产能瓶颈，完善产能布局，为公司在华南、华东、中部等市场的扩张提供支撑。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计2021-2023年公司营业总收入分别为2.8/3.5/4.3亿元，同比+29.4%/+24.1%/+21.2%；归母净利润分别为0.3/0.4/0.6亿元，同比+26.9%/+30.1%/+25.8%；EPS分别为0.38/0.50/0.63元/股。参考行业内可比公司安井食品、味知香估值水平，考虑到盖世食品目前规模相对较小、经营稳健性相对较弱，给予公司22年30-35倍PE，对应股价合理区间为15.0-17.5元，给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：食品安全风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；疫情反复风险。**

内容目录

1 公司简介：预制凉菜行业领导品牌.....	3
2 行业：预制凉菜行业前景广阔，集中度有望提升.....	5
3 公司优势：产品矩阵丰富，品牌势能向上，渠道开拓加快.....	5
4 盈利预测与投资建议.....	7
5 主要风险提示.....	7

图表目录

图 1：公司主要产品.....	3
图 2：公司营业总收入（亿元）与同比增长率.....	4
图 3：公司归母净利润（亿元）与同比增长率.....	4
图 4：公司毛利率水平.....	4
图 5：公司净利率水平.....	4
图 6：公司股权结构图（截至 2021 年 9 月末）.....	5
图 7：公司国内外市场营收占比.....	6
表 1：公开发行募集资金投向（单位：万元）.....	7

1 公司简介：预制凉菜行业领导品牌

公司从事即食开胃凉菜的研发、生产和销售，为行业领导品牌、国家重点企业。公司成立于2002年，2016年公司股票在全国股转系统挂牌公开转让。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。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。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。

图 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、山蛰菜	
鱼籽系列	飞鱼籽、明大鱼籽、多春鱼籽	
海珍味系列	芥末章鱼、蛭子肉、扇贝裙边	

资料来源：公司公告，财信证券

收入规模快速增长，盈利能力稳步提升。近年来公司营业收入快速增长，2015-2020年营业总收入从0.64亿元增长至2.19亿元，CAGR为27.9%，归母净利润从284.32万元增长至2663.57万元，CAGR高达55.2%。近年来公司毛利率与净利率水平呈持续上升态

势，表明公司盈利能力不断提升，2020年受疫情影响，毛利率与净利率有所下滑，未来随着渠道扩张、规模效应显现、运营管理效率提升，盈利能力有望改善。

图 2：公司营业总收入（亿元）与同比增长率



资料来源：Wind，财信证券

图 3：公司归母净利润（亿元）与同比增长率



资料来源：Wind，财信证券

图 4：公司毛利率水平



资料来源：Wind，财信证券

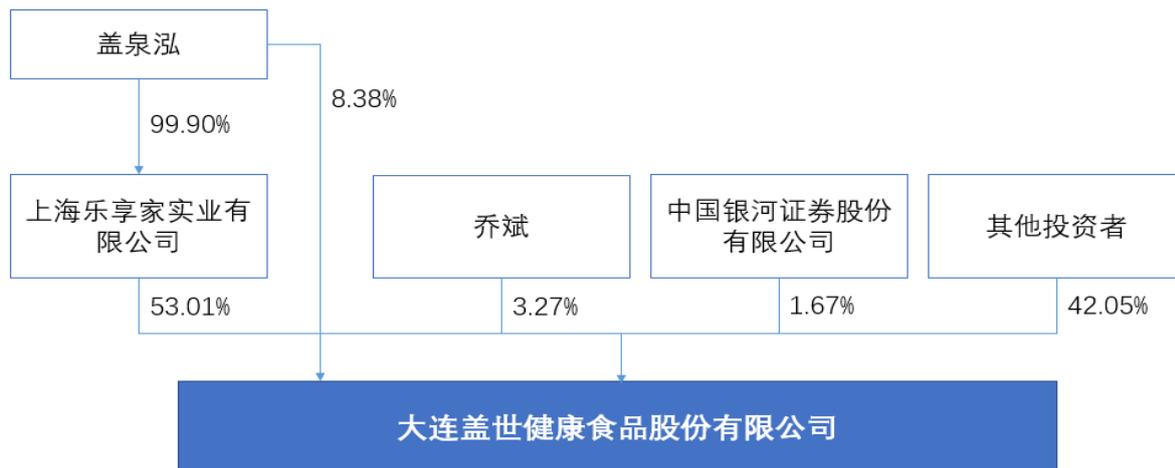
图 5：公司净利率水平



资料来源：Wind，财信证券

创始人盖泉泓为公司实控人，公司股权集中度相对较高。截至2021年9月末，公司第一大股东为上海乐享家实业有限公司，持有公司53.01%股份。创始人盖泉泓先生通过控股股东上海乐享家实业有限公司间接持有公司52.96%股份，同时，盖泉泓先生直接持有公司8.38%股份，为公司实际控制人。其余股东持股比例均在5%以下，公司股权集中度相对较高，利于战略决策高效执行。

图 6：公司股权结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：Wind，财信证券

2 行业：预制凉菜行业前景广阔，集中度有望提升

就餐快捷化以及餐饮连锁化趋势下，预制菜市场空间打开。开胃凉菜是指直接以农、林、牧、副、渔产品为原料按照中国传统工艺加工后低常温保存并可即食的菜品，产品主要以摊、店、柜形式或餐饮业方式出现。近年来，人们生活节奏普遍加快，居民外出就餐频次提升、外卖需求显著增长，促进了餐饮产业的快速发展，同时带动上游餐饮食材市场规模不断扩大。另一方面，中国餐饮市场连锁化进程不断加快，根据美团发布的《中国餐饮大数据 2021》统计显示，餐饮连锁化率已由 2018 年的 12.8% 增长至 2020 年的 15%，万店以上规模的餐饮连锁门店数占比从 2018 年的 0.7% 增长至 2020 年的 1.4%。餐饮连锁化发展趋势下对食材标准化要求提高，叠加人工成本和场地租金的持续上涨，许多餐饮企业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，预制凉菜行业迎来快速发展时期。

预制凉菜行业格局分散，未来行业集中度有望提升。由于预制凉菜行业仍处初级发展阶段、进入门槛相对较低，行业内企业众多且多为中小规模，产品同质化程度相对较高，导致竞争较为激烈，公司当前市占率不足 1%。展望未来，预制凉菜行业集中度有望提升：从 B 端需求角度来看，行业头部企业具备品牌、研发、规模化采购、规模化生产及销售渠道等方面的优势，可降低采购成本，提升管理效率，完善产品矩阵，以此提升下游餐饮客户的需求粘性。从 C 端需求角度来看，随着居民收入水平的提高，终端消费者对凉菜加工食品品牌和品质更加重视，叠加相关部门对食品安全监管趋严，行业内规模小、品质差的凉菜加工食品企业的市场份额将逐步被品质、品牌、渠道、管理更优的企业替代。

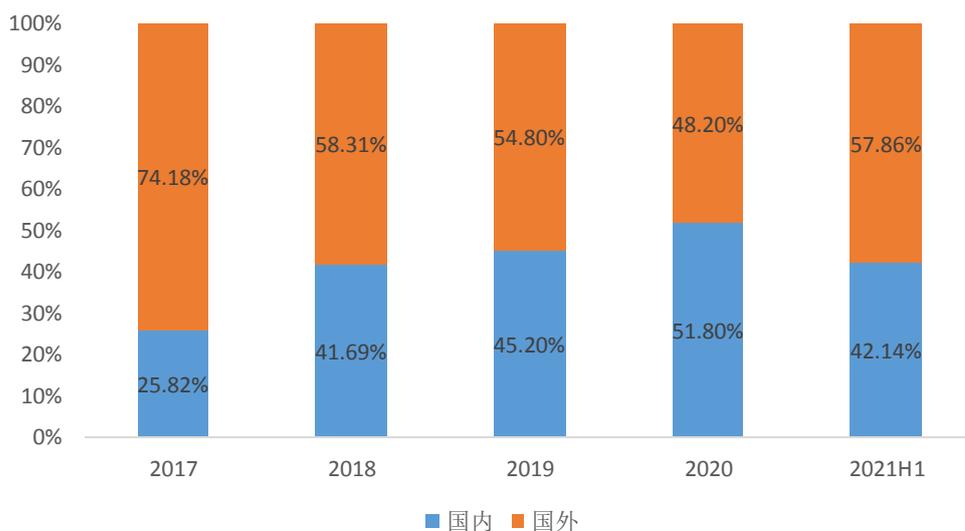
3 公司优势：产品矩阵丰富，品牌势能向上，渠道开拓加快

公司产品矩阵丰富，具备品牌基础，产品研发能力较强。公司聚焦预制凉菜行业，产品矩阵丰富，范围包括海藻系列、菌菇系列、海珍味系列、鱼籽系列等，目前拥有 300

余种产品，1000 余个 SKU。旗下拥有括“盖世”、“山珍源”、“北国之春”、“盖世香”等业内知名品牌，其中“盖世”商标被认定为辽宁省著名商标。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、国家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。公司目前已获得专利 20 项（其中发明 3 项、实用新型 17 项）、计算机软件著作权 8 项、注册商标 26 项，具备较强的产品开发创新能力，能充分满足消费者对不同类型、不同口味凉菜产品的需求。

国内国外双市场发展，与知名餐饮客户建立合作关系。公司产品远销日本、美国、欧洲和东南亚等国家和地区，海外拥有二十余个国家和地区的销售渠道。2016 年以来公司加快国内市场开拓步伐，国内市场销售贡献稳步提高。高品质的产品以及优质的客户服务为公司赢得了诸多大型餐饮客户和食品生产企业的信任，公司与海底捞、安井食品、日本兼贞食品、喜家德、永和大王等大型企业建立了良好合作关系。2018 及 2019 年，海底捞均为公司第一大客户，为公司的营收贡献超过 20%。拥有大品牌的背书，公司市场口碑不断积累、品牌力持续提升，未来有望加速开拓下游优质客户，拉动公司营收快速增长，并推动公司市占率不断提升。

图 7：公司国内外市场营收占比



资料来源：公司公告，财信证券

公司产品质量控制能力强。凉菜产品对技术工艺的要求较高，其产品配方、杀菌技术、保质期等技术指标对产品的品味、口感、色泽等具有决定性影响。公司重视食品安全和质量管理：采购端，公司建立了合格供应商名录，与主要原材料供应商建立了稳定的合作关系，在原材料选择、质量控制方面形成了完整有效的规范体系，能够保证原材料的供应和质量的稳定；生产端，公司配备了金属检测机、X 光异物检测机等检验检测仪器对产品质量进行监测和管控，并引入新技术、新设备、新工艺，提高生产自动化水平，不仅保证了产品品质稳定，更提高了生产效率，节约了人工成本和能耗。

冷链物流设施完善为公司市场开拓奠定良好基础。为保证预制凉菜产品的品质与口味稳定性，生产加工完成的凉菜产品需要通过冷链运输到下游客户或终端零售。近年来

我国冷链物流行业呈现网络化、平台化、科技化发展趋势，冷链物流市场规模不断扩大。据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会专家预测，2020 年我国冷链物流市场规模将达 3,832 亿元，市场增速将达 10.3%，冷链需求总量将突破 2.65 亿吨。“十四五”规划明确提出加快发展冷链物流，加强农产品仓储保鲜和冷链物流设施建设。冷链物流体系加速完善为公司未来开拓新市场以及渠道下沉奠定了良好的基础，助力公司国内市场占率的不断提升。

募投项目扩充产能，助力规模扩张。2020 年公司拥有藻类产品设计产能 7500 吨/年，菌类产品 4000 吨/年，山野菜产品 600 吨/年，海珍味产品 800 吨/年，鱼籽产品 1200 吨/年。2020 年公司申请公开发行募集资金用于年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目及补充流动资金。年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目建设期为 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，蔬菜调味冷冻产品设计产能 4000 吨/年。募投项目实施完成将缓解产能瓶颈，完善产能布局，为公司在华南、华东、中部等市场的扩张提供支撑。

表 1：公开发行募集资金投向（单位：万元）

序号	募集资金运用方向	项目投资额	拟投入募集资金金额
1	年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目	10,000.00	10,000.00
2	补充流动资金	2,000.00	2,000.00
合计		12,000.00	12,000.00

资料来源：公司公告，财信证券

4 盈利预测与投资建议

我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 2.8/3.5/4.3 亿元，同比 +29.4%/+24.1%/+21.2%；归母净利润分别为 0.3/0.4/0.6 亿元，同比 +26.9%/+30.1%/+25.8%；EPS 分别为 0.38/0.50/0.63 元/股。参考行业内可比公司安井食品、味知香估值水平，考虑到盖世食品目前规模相对较小、经营稳健性相对较弱，给予公司 22 年 30-35 倍 PE，对应股价合理区间为 15.0-17.5 元，给予“谨慎推荐”评级。

5 主要风险提示

1. 食品安全风险：食品安全问题的出现打击消费者信心，预制凉菜消费需求受挫从而影响公司盈利水平。
2. 原材料价格波动风险：预制凉菜加工的主要原材料为农副产品，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，农副产品的价格波动将影响公司的生产成本和盈利水平。
3. 行业竞争加剧风险：行业内竞争者采取激进的市场竞争政策或大量新玩家的进入将影响公司盈利能力。
4. 疫情反复风险：疫情扩散对公司的生产制造以及全球销售造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	99	181	183	220	265	营业收入	230	219	283	351	426
现金	38	118	106	124	151	营业成本	165	170	225	277	333
应收票据及应收账款	28	20	30	38	46	税金及附加	2	1	2	2	3
其他应收款	1	0	1	1	2	营业费用	16	5	7	9	10
预付账款	5	8	7	9	10	管理费用	8	7	7	9	10
存货	27	33	38	46	56	研发费用	4	4	5	6	7
其他流动资产	1	1	1	1	1	财务费用	1	2	0	0	0
非流动资产	43	42	47	50	53	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	信用减值损失	-1	0	0	0	0
固定资产	41	40	44	46	49	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1	1	2	3	3	投资净收益	1	1	0	0	0
其他非流动资产	0	0	1	1	0	营业利润	36	31	39	51	64
资产总计	142	223	230	270	318	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	55	52	35	43	51	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	25	25	0	0	0	利润总额	36	31	39	51	64
应付票据及应付账款	13	17	18	22	26	所得税	5	4	5	7	9
其他流动负债	16	11	17	21	25	净利润	31	27	34	44	55
非流动负债	0	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	31	27	34	44	55
其他非流动负债	0	1	1	1	1	EPS(元)	0.35	0.30	0.38	0.50	0.63
负债合计	55	53	35	43	52	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	46	85	85	85	85	营业收入(%)	20.8	-4.7	29.4	24.1	21.2
资本公积	0	42	42	42	42	归属于母公司净利润(%)	57.2	-13.9	26.9	30.1	25.8
留存收益	41	42	67	98	138	获利能力					
归属母公司股东权益	87	170	194	226	266	毛利率(%)	28.3	22.4	20.7	21.2	21.7
负债和股东权益	142	223	230	270	318	净利率(%)	13.5	12.2	11.9	12.5	13.0
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	35.5	15.7	17.4	19.5	20.8
经营活动现金流	29	34	31	39	50	ROIC(%)	47.7	33.1	38.9	42.8	46.1
净利润	31	27	34	44	55	偿债能力					
折旧摊销	3	5	5	5	6	资产负债率(%)	38.5	23.8	15.4	16.1	16.4
财务费用	1	2	0	0	0	净负债比率(%)	-14.3	-54.9	-54.7	-55.0	-56.5
投资损失	-1	-1	0	0	0	流动比率	1.8	3.5	5.3	5.2	5.2
营运资金变动	-7	2	-7	-10	-11	速动比率	1.2	2.7	4.0	3.8	3.9
其他经营现金流	1	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-13	-7	-9	-9	-9	总资产周转率	1.6	1.0	1.2	1.3	1.3
资本支出	13	7	9	9	9	应收账款周转率	8.2	11.0	9.3	9.3	9.3
长期投资	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.3	10.1	12.8	12.8	12.8
其他投资现金流	-26	-14	-18	-18	-18	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-6	54	-35	-12	-15	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.30	0.38	0.50	0.63
短期借款	0	0	-25	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.98	1.92	2.19	2.55	3.00
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	-6	54	-10	-12	-15	P/E	47.8	55.5	43.7	33.6	26.7
现金净增加额	10	81	-12	18	26	P/B	17.0	8.7	7.6	6.5	5.6

资料来源：同花顺 iFinD, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438 4