

龙大美食(002726)

“一体两翼”战略布局，预制菜乘风起势
——龙大美食首次覆盖报告

✍️ : 杨 骥 执业证书编号: S1230522030003
✍️ : 杜宛泽 执业证书编号: S1230521070001
☎️ : 17621373969
✉️ : duwanze@stocke.com.cn

报告导读

龙大美食深耕屠宰行业多年，已成为龙头企业，2021年战略升级为“一体两翼”，发展重心由屠宰转向以预制菜为核心的食品业务，依托公司在屠宰和养殖上的坚实基础，为食品快速突破提供重要支撑，预制菜业务有望成为龙大美食新的增长点，公司整体盈利能力将显著提升。

投资要点

□ 公司：“一体两翼”战略升级，预制菜乘风起势

- 1) 食品板块：**根据“一体两翼”战略指引，公司聚焦以预制菜为核心的食品业务，2021年食品收入为15.42亿元，其中预制菜收入为11.82亿元，食品产能达15.5万吨。预制菜可分为预制食材、预制半成品和预制成品，目前已出现黄喉、酥肉、培根等亿级规模单品，渠道以B端为主C端为辅，覆盖直营、加盟、代理，稳定的大客户包括百胜中国、海底捞、Tims等。
- 2) 屠宰板块：**是公司传统优势业务，也是最主要收入来源，2021年屠宰收入为137.61亿元，占比达70.54%，产能为1,100万头，实际屠宰量为641.1万头，仅次于双汇，是屠宰行业龙头企业。公司以精加工为主的模式提升产品竞争力，销售网络广泛，长期合作的客户超1,000家，在大B端渠道具备极大优势。
- 3) 养殖板块：**属于功能性布局，2021年生猪出栏量为39.89万头，设计产能最大可达300万头，为食品板块提供稳定原料来源，满足大客户溯源需求，同时控制成本，提升获利空间。

□ 行业：预制菜市场发展空间广阔，龙头企业有望持续受益

我国预制菜行业自2014年起驶入快车道，近年伴随B端餐饮需求增加、餐饮连锁化率的提升，以及降本增效的需求持续提升，在冷链技术完善的背景下，2021年行业规模达3,137亿元，得到了高速发展。但当前中国预制菜渗透率不足10%，参照日本60%的渗透率，行业还有巨大的发展空间。目前预制菜行业竞争格局分散，地域特征明显，处在“跑马圈地”的阶段，未来随着行业发展日益规范和食品监管逐渐严格，分散化区域化的局面将被打破，头部企业有望依靠规模效应和品牌效应持续扩大市场占有率，行业集中化趋势成为主线。

□ 成长：公司能否成功打造预制菜业务成为第二增长极？

我们认为预制菜能成为公司新的增长动力，主要基于以下几方面：

- 1) 供应链优势：**全产业链布局，屠宰养殖提供坚实基础。公司拥有1,500万头的屠宰产能和300万头的养殖产能，能为预制菜提供充足稳定的原材料；同时“源头把控、加工控制、出厂检验、冷链配送”的管控环节，全方位保障食品安全质量，从源头杜绝食品安全问题。
- 2) 产品优势：**高度重视产品研发，成本优势明显。公司建立山东、上海、四川“三位一体”的研发格局，进行不同口味的产品研发工作，致力于不断客户提供预制菜创新产品；食品工业化促进降本增效，食品产能持续扩张，预计可达33万吨，规模效应更加凸显，成本优势使得公司预制菜产品极具性价比。
- 3) 渠道优势：**全国化布局已形成，B端C端全面发展。2021年公司经销商数

评级

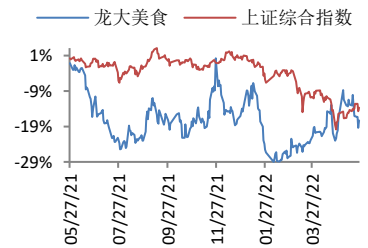
买入

上次评级	首次评级
当前价格	¥9.96

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.04
4Q/2021	-1.10
3Q/2021	0.00
2Q/2021	0.11



公司简介

公司主要从事生猪养殖，生猪屠宰，冷鲜肉、冷冻肉、熟食制品的生产加工及销售。经过多年经营发展，公司已逐步发展成为一家集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、肉食品加工及销售，以及食品安全检测为一体的“全产业链”肉食品加工企业。2021年公司战略升级为“一体两翼”，发展重心由屠宰转向以预制菜为核心的食品业务。

相关报告

量达 8,850 家，其中专业预制菜经销商超 400 家，基本上实现了全国化布局；针对 B 端 C 端客户推出差异化解决方案，巩固大 B 端客户，开拓中小 B 端客户，同时发掘 C 端消费者，目前已为超过 200 家大型企业提供定制化产品服务，获得泰森食品、百胜集团、海底捞等的高度认可。

□ 后续增长：食品板块高速增长，屠宰业务增长稳健

1) **食品板块：结构占比持续提升，未来将有效提升公司盈利能力。**公司食品/预制菜业务是后续主要发力的业务板块，产品端持续创新，B 端渠道加速渗透、C 端有序拓展，预计将保持高速增长。2021 年底公司拥有食品产能 15.5 万吨/年，其中预制菜占 76%，熟食占 23%。此外，海南自贸区食品工厂、巴中食品工厂项目已签约并加快推进落地，项目投产后预计将增加食品产能 17.5 万吨/年，产能的持续扩张有效确保食品板块的快速发展。从盈利能力来看，预制食材毛利率约 8%-10%，预制半成品 10%-15%，预制成品可达 25%，远高于屠宰业务，伴随食品板块占比的提升，未来公司整体盈利能力将得到显著提升。与此同时，也将减弱公司在猪周期下行过程中，存货减值对盈利端造成的影响。

2) **屠宰：提供稳定基本盘和安全边际。**屠宰行业集中度在政策推动下加速提升，公司作为屠宰龙头企业深度受益。屠宰是公司传统优势业务，目前拥有屠宰产能 1100 万头，此外公司还在江苏灌云、四川巴中等地新建屠宰工厂，投产后总产能将达到 1500 万头/年，充足的屠宰产能为下游的食品板块提供了强有力的支持，也为公司提供稳定基本盘和安全边际。展望后续猪价有望步入上行周期，静待屠宰收入回暖。

3) **养殖：审慎发展生猪养殖，根据客户需求合理进行产能配套，将养殖规模控制在屠宰量的 10%，预计未来逐渐摆脱猪周期影响，盈利水平将趋于稳定。**

□ 盈利预测及估值

由此，根据上述假设，我们预计公司 22-24 年营收实现 202.45 亿元、244.98 亿元、278.66 亿元，同比增长分别为 3.77%、21.01%、13.75%；实现归母净利润分别为 2.03 亿元、5.01 亿元、8.03 亿元，同比增长分别为 130.78%、146.90%、60.50%。预计 22-24 年公司 EPS 分别为 0.19/0.46/0.74 元，对应 PE 分别为 53.91/21.83/13.60 倍。2022 年行业可比公司平均估值为 60.88 倍，由此我们给予公司 22 年 60 倍 PE，对应现价仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：生猪价格波动风险、疫情反复风险、非洲猪瘟等带来的经营风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	19509.96	20244.66	24497.56	27866.46
(+/-)	-19.05%	3.77%	21.01%	13.75%
归母净利润	-658.57	202.72	500.52	803.33
(+/-)	-172.71%	130.78%	146.90%	60.50%
每股收益(元)	-0.61	0.19	0.46	0.74
P/E	-16.59	53.91	21.83	13.60

正文目录

1. 龙大美食：战略升级聚焦预制菜业务，屠宰业务同步发展	6
1.1. 发展历程：对日出口食品企业出身，发展历程坚持创新升级	6
1.2. 公司管理：实控人倾斜资源鼎力支持，高管团队经验丰富	7
1.3. 主营业务：全产业链布局，战略升级为“一体两翼”	8
1.4. 财务分析：公司业绩稳健增长，营运能力逐年攀升	9
2. 一体两翼：以预制菜为主体、以屠宰和养殖两翼支撑	11
2.1. 预制菜业务：战略升级重点发展，后续将成为公司核心业务	11
2.2. 屠宰业务：深耕多年，龙头地位稳固竞争优势显著	13
2.3. 养殖业务：功能性布局，提供原材料保障	16
3. 预制菜：万亿市场空间广阔，格局分散水大鱼大	16
3.1. 行业背景：预制菜在美国日本较为成熟，中国市场正处于导入期	16
3.2. 产业链：上游原材料成本占比高，下游渠道以 B 端餐饮为主	18
3.3. 竞争格局：预制菜行业分散程度高，蓝海市场空间广阔	19
3.4. 未来趋势：降本增效推动 B 端放量，头部企业将充分受益	21
4. 多维核心优势驱动预制菜业务成为第二增长级	22
4.1. 供应链优势：上游屠宰养殖产业提供重要支撑，可溯源机制保证质量	22
4.2. 产品优势：重视研发和产品创新，降本增效更具性价比	23
4.3. 渠道优势：全国化布局，B+C 渠道并行	24
5. 后续增长：食品板块高速增长，屠宰业务增长稳健	25
5.1. 食品板块结构占比持续提升，未来将有效提升公司盈利能力	25
5.2. 屠宰业务稳步发展，提供稳定的基本盘	27
5.3. 审慎发展养殖，减弱猪周期影响	29
6. 盈利预测及估值	29
6.1. 绝对估值	29
6.2. 相对估值	30
7. 风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：蓝润发展为公司控股股东（截至 2022Q1）	7
图 3：战略升级后食品业务占比迅速提升	9
图 4：2016-2021 年营收高速增长	9
图 5：2021 年净利润受行业周期影响下滑	9
图 6：2016-2021 年毛利率平稳运行	10

图 7: 2016-2021 年资产周转率稳步上升	10
图 8: 2020 年 ROE 增幅亮眼	10
图 9: 2021 龙大美食 ROE 位于行业中上水平	10
图 10: 公司近年预制菜收入快速增长	12
图 11: 预制半成品占比最高	12
图 12: 公司预制菜渠道以 B 端为主	13
图 13: 针对预制菜业务直营、加盟、代理三路并进	13
图 14: 2017-2021 年屠宰收入高速增长	13
图 15: 2021 年屠宰量大幅增加	13
图 16: 高标准生产工序保证产品卫生质量	14
图 17: 屠宰精加工满足不同市场需求	15
图 18: 公司在大 B 端渠道占据优势	15
图 19: 2019-2021 年生猪出栏量逐年递增	16
图 20: 公司拥有八大养殖基地	16
图 21: 美国预制菜行业处于成熟期	17
图 22: 日本预制菜市场规规模稳中有增	17
图 23: 我国预制菜行业处于导入期	18
图 24: 中国预制菜市场规规模高速增长	18
图 25: 预制菜行业产业链	19
图 26: 我国预制菜行业集中度较低	19
图 27: 我国餐饮化连锁率不断提升	21
图 28: 预制菜可显著降低餐饮成本	21
图 29: 预制菜消费者以中青年为主	22
图 30: 预制菜消费者主要分布在一二线城市	22
图 31: 公司屠宰产能全国化布局	23
图 32: 公司拥有强大的原料供给能力和完备的品控体系	23
图 33: 2021 年经销商数量大幅增加 (个)	24
图 34: 针对客户的需求提出差异化解决方案	25
图 35: 以自建、合作、并购方式扩充产能	26
图 36: 公司未来产能布局五大优势区域	26
图 37: 公司食品和预制菜业务的毛利率高于屠宰业务	27
图 38: 预制菜中预制成品毛利率最高 (%)	27
图 39: 我国屠宰行业高度分散	27
图 40: 大型屠宰企业市场份额小	27
图 41: 2021 年猪价持续下跌	28
图 42: 2021 年屠宰收入同比下滑	28
表 1: 蓝润发展三次收购龙大美食	7
表 2: 公司管理层年轻专业	8
表 3: 公司预制菜产品线齐全	11
表 4: 公司积极扩充屠宰产能	14
表 5: 知名预制菜企业对比	20
表 6: 公司新建项目扩大食品产能	26
表 7: 公司细分业务盈利预测	30

表 8: 可比公司相对估值	30
表附录: 三大报表预测值	32

1. 龙大美食：战略升级聚焦预制菜业务，屠宰业务同步发展

龙大美食是屠宰行业龙头企业，战略升级聚焦食品板块，重点发展预制菜业务。龙大美食前身“烟台龙大肉类加工厂”成立于1996年，2010年更名为山东龙大肉食品股份有限公司，2014年于深交所上市，多年深耕屠宰行业，2021年提出战略升级并改名为龙大美食，确立“以预制菜为核心的食品为主体、以养殖和屠宰为两翼支撑”的总体发展战略，致力于成为中国领先的食品企业。2021年公司实现营业收入195.1亿元，同比下降19.05%，其中屠宰业务占比为70.54%，食品业务占比为7.9%，食品占比同比增长21.73%。

1.1. 发展历程：对日出口食品企业出身，发展历程坚持创新升级

龙大美食在发展历程中可分为以下几个阶段：

1) 初创阶段(1996-2005)：龙大美食前身“烟台龙大肉类加工厂”成立于1996年，定位于对日出口食品加工企业，产品集中在日本正处于初期发展阶段的预制菜形态，是中国最早生产预制食品的企业之一。

2) 成长阶段(2005-2014)：2005年公司将主阵地从海外转向国内，向国内消费者提供产品以满足他们对于肉类日益增长的需求，依靠多年积累的经验和技术，公司进入快速成长期，立足山东大本营稳步向外扩张，品牌影响力也持续提高。2010年公司进行股份制改革，山东龙大肉食品股份有限公司正式成立，为上市做充足准备。

3) 高速发展阶段(2014-2019)：2014年龙大在深交所上市，屠宰产能加速布局，经营业绩节节攀升，自此进入高速发展期，业务逐渐覆盖集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、肉食品加工及销售，以及食品安全检测等肉食品加工“全产业链”。

4) 成熟阶段(2019-2021)：2019年蓝润集团正式成为公司控股股东，公司产值翻倍提升，形成以屠宰精加工和肉制品为核心，以生猪养殖和进口贸易为配套的“全产业链”经营发展模式，进一步巩固在屠宰行业的领先地位。

5) 战略升级阶段(2021至今)：2021年公司为顺应新时代的发展形势和中国消费市场高质量发展的要求积极推进战略升级，明确了“以预制菜为核心的食品为主体、以养殖和屠宰为两翼支撑”的“一体两翼”总体发展战略，致力于成为中华预制菜肴最佳供应商、中国领先的食品企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 公司管理：实控人倾斜资源鼎力支持，高管团队经验丰富

蓝润发展替代龙大集团成为控股股东。蓝润发展控股集团有限公司(原蓝润投资控股集团有限公司)分别在2018年6月、2018年8月、2019年5月以总对价320,018.04万元向龙大美食原控股股东龙大集团收购29.92%股份，溢价率高达102.13%，成为龙大美食新的控股股东。截至2022年第一季度，蓝润发展共持有29,388.58万股股票，占比27.17%。

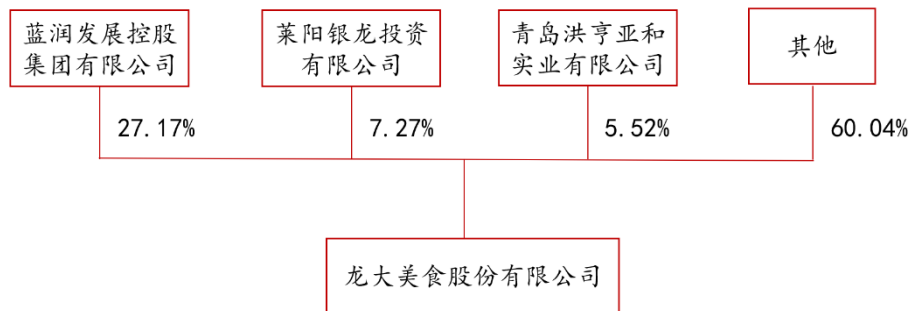
实控人资金雄厚，集中资源推动龙大快速发展。蓝润发展控股集团有限公司是蓝润集团有限公司的全资子公司，蓝润集团创始于1997年，多年深耕大消费领域，是一家以食品业为主的大型综合性产业集团，2020年集团产值高达710亿元。2019年蓝润集团正式成为龙大美食的实控人后，将资本、人力等资源向龙大美食倾斜，集中精力资源发展龙大美食，在蓝润集团的推动下，龙大美食陆续完成了四川巴中和海南的项目投资。

表 1：蓝润发展三次收购龙大美食

股份转让日期	股份转让数量(万股)	协议收购价(元/股)	转让价款总额(万元)	转让后持股占比	转让股份市值(万元)
2018年6月8日	7,560	10.06	76,053.60	10.00%	52,239.60
2018年8月17日	7,560.92	16	120,974.72	20.00%	46,348.44
2019年5月23日	7,485.68	16.43	122,989.72	29.92%	59,735.73

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：蓝润发展为公司控股股东（截至 2022Q1）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

高级管理层年富力强、充满干劲，其中多位拥有丰富的食品产业背景，同力协作实现公司战略目标。目前公司管理人员平均年龄为39.12岁，正值事业黄金期，能不断给企业带来源源不断的活力和创造力；同时，管理人员平均司龄达到11.6年，具有较强的忠诚度和专业度。为顺应战略升级公司于2022年4月18日举办高级管理层换届，聘请一批优秀人才管理公司，其中多人在食品加工领域拥有多年的从业经历，具有丰富的生产管理、品质管控和产品研发等经验，对于行业政策和消费趋势有高度把握和理解。此外，公司计划开展新一轮股权激励，深度绑定核心团队利益，提高管理人员的积极性，使之与企业共同发展成长。

表 2：公司管理层年轻专业

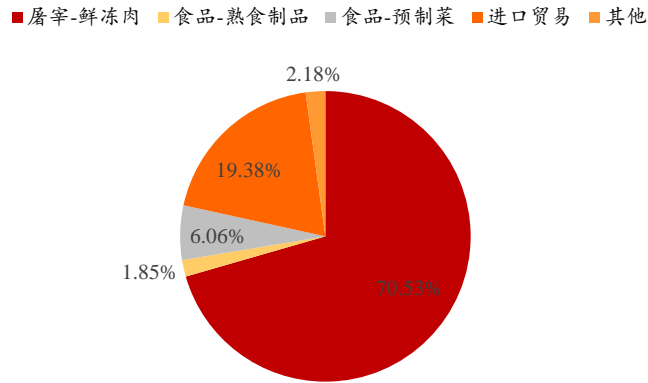
姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	年龄	持股数(万)	履历
余宇	董事长	2018年12月	男	硕士	1981	41	234	历任怡君控股有限公司总裁助理兼董事会办公室主任、运营管理中心总经理
王豪杰	董事、总经理	2022年4月	男	本科	1977	45		历任河南双汇投资发展股份有限公司集团副总裁兼事业部总经理
张瑞	董事、副总经理	2019年1月	男	本科	1981	41	156	历任怡君控股有限公司法务总监
祝波	董事	2022年4月	男	本科	1982	40		历任万腾实业集团有限公司开发报建部经理
张玮	监事会主席	2022年4月	女	本科	1984	38		历任四川蓝光发展股份有限公司招委会主任
刘婧	监事	2022年4月	女	本科	1988	34		历任成都高新区国家税务局税收协管员、蓝润集团有限公司董事会办公室任董办副主任、运盛(成都)医疗科技股份有限公司董事会秘书
张凌	财务总监	2022年4月	女	本科	1978	44		历任花样年集团(中国)有限公司地产集团副总裁和助理总裁、中国集团资金部总经理、蓝润集团有限公司首席财务官
何爽	副总经理	2022年4月	女	硕士	1982	40		历任可口可乐(中国)饮料有限公司中国南区组织发展经理、阿里巴巴集团客户体验事业部组织发展专家、朗基地产集团有限公司人力行政总经理、蓝润集团有限公司人力行政总经理和董事会办公室主任

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.3. 主营业务：全产业链布局，战略升级为“一体两翼”

公司业务覆盖全产业链，2021年提出战略升级将发展重心由屠宰转向以预制菜为核心的食品。公司业务包括种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、食品（预制菜与熟食制品）加工及销售，以及食品安全检测，基本覆盖饲料-养殖-屠宰-加工-仓储-物流等各个环节，全产业链发展。为了顺应新时代的发展形势和中国消费市场高质量发展的要求公司于2021年实施战略升级，提出“以预制菜为核心的食品为主体，以屠宰和养殖为两翼支撑”的“一体两翼”总体发展战略。根据战略指引及时调整产品结构，单独拆分食品业务，根据2021年公司年报，屠宰（鲜冻肉）业务依然是最主要的收入来源，占比为70.54%，其次是进口贸易，收入占比接近20%，食品板块占总营收比重迅速提升至7.9%，占比同比增长21.73%，其中预制菜占比达6.06%，占比同比增长29.49%。

图 3：战略升级后食品业务占比迅速提升



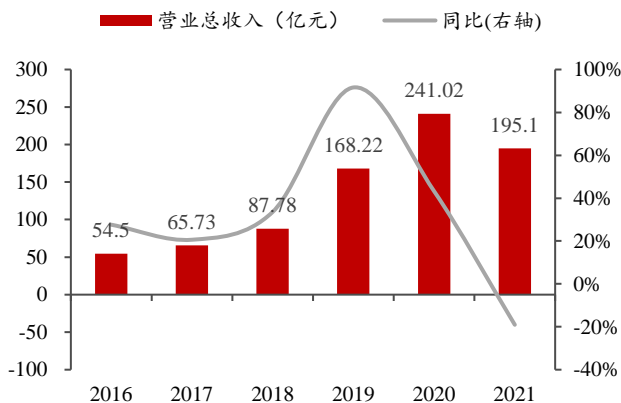
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4. 财务分析：公司业绩稳健增长，营运能力逐年攀升

1) 经营业绩：2016-2020 年业绩保持稳定高速增长，2021 年受猪周期影响有所调整。2016-2020 年公司营业收入每年保持高速增长，从 54.5 亿元上升至 241.02 亿元，CAGR 高达 45.02%，同期归母净利润也从 2.33 亿元增长至 9.06 亿元，CAGR 为 40.42%，其中 2020 年净利润突飞猛进增速高达 276.06%。

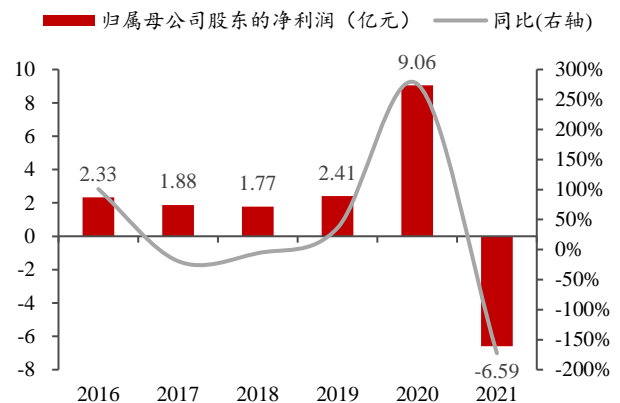
2021 年因猪价下跌和冻品库存计提等因素导致屠宰业务深度调整。全年总营收同比下降 19.05%，归母净利润在前三季度达到 3.28 亿元，四季度由于成本价与市场价出现倒挂导致经营性亏损，全年归母净利润转为亏损 6.59 亿元，不过公司战略升级后将逐渐摆脱猪周期影响，盈利能力将趋于稳定。

图 4：2016-2021 年营收高速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2021 年净利润受行业周期影响下滑

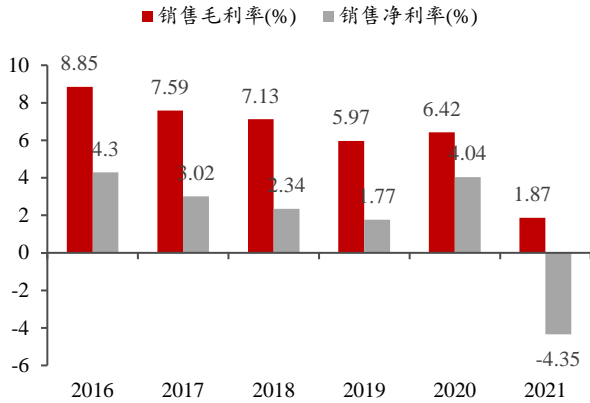


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 盈利能力：毛利率基本保持稳定，净利率有待改善。2016-2020 年毛利率分别为 8.85%/7.59%/7.13%/5.97%/6.42%，在 6-8% 的区间平稳运行，略高于行业平均毛利率水平 5%，2021 年受猪价下跌影响下滑至 1.87%。2016-2019 年净利率由于净利润增速不及营收增速出现逐年下滑趋势，2020 年净利率明显改善回升至 4% 以上，但 2021 年存货和资产大幅减值导致净利率下跌至 -4.35%。

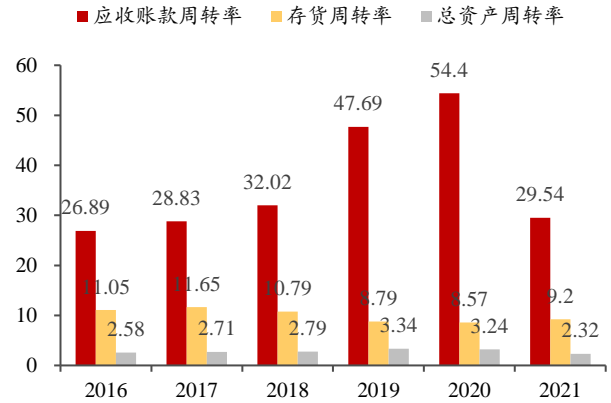
3) 营运能力: 资产周转效率逐年提升, 营运能力稳中趋好。2016-2020 年应收账款周转率逐年提升, 从 26.89 翻倍增长至 54.4, 说明公司对于下游经销商的管控能力增强, 回款速度加快, 资金占用情况改善, 短期流动性风险下降。存货周转率连年保持稳定, 2021 年有小幅提升, 存货管理更加高效。总资产周转率也呈现稳步递增趋势, 资产利用效率和流动性不断提高, 公司整体营运能力稳中有升。

图 6: 2016-2021 年毛利率平稳运行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

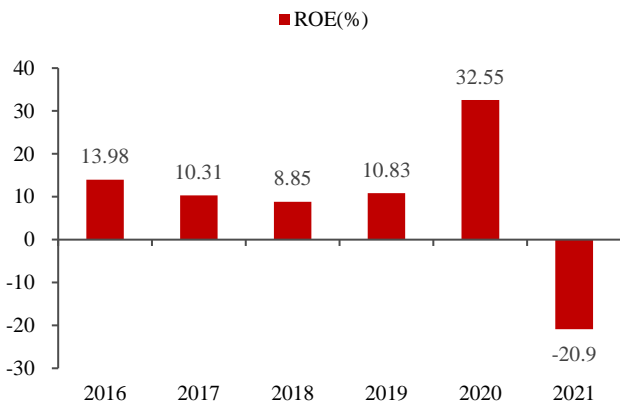
图 7: 2016-2021 年资产周转率稳步上升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

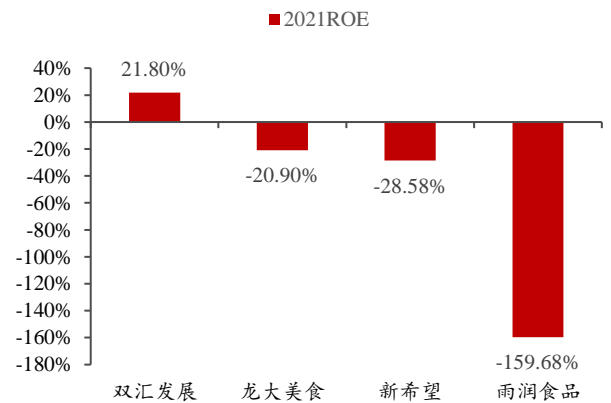
4) ROE 杜邦分析: ROE 在 2020 年迅速上升, 2021 年又大幅回落, 总体优于行业同比公司。2016-2019 年 ROE 基本保持稳定, 分别为 13.98%/10.31%/8.85%/10.83%, 2020 年骤升至 32.55%, 上升幅度为 21.72pct, 主要由销售净利率和财务杠杆迅速提高驱动。2021 受行业周期影响净利率大幅下跌, ROE 回落至 -20.9%, 但与行业内其他公司相比, 龙大美食 ROE 处于中间偏上水平。

图 8: 2020 年 ROE 增幅亮眼



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 2021 龙大美食 ROE 位于行业中上水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 一体两翼：以预制菜为主体、以屠宰和养殖两翼支撑

2.1. 预制菜业务：战略升级重点发展，后续将成为公司核心业务

1) 产品矩阵：公司拥有丰富多样的预制菜产品，按照预制化程度不同分为预制食材、预制半成品和预制成品三大系列。当前龙大美食的预制菜产品超过 1000 种，按照食材、口味和工艺分为预制食材、预制半成品和预制成品，形成了完整丰富的产品矩阵。黄喉、酥肉、培根类及火腿类的大单品已达亿级规模。

预制食材：指经过清洗、分切等初步加工而成的小块肉等，预制化程度 30%，如五花肉类、精肉类、骨类、火锅食材类等。

预制半成品：指需要经过加热，或是相对深加工（炒制或浅炸）后加上调味品进行调理的食品，预制化程度 60%，如酥肉类、丸子/肠类、培根类、速烹类、面粥酱类产品，主要面向餐饮企业。

预制成品：指开封后可以直接食用的预制调理制品，预制化程度 90%，已推出红烧牛腩、红烧肉、佛跳墙等大单品。

表 3：公司预制菜产品线齐全

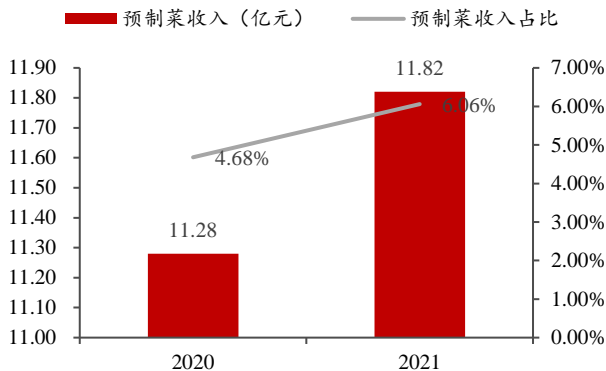
	预制食材	预制半成品	预制成品
定义	免去洗、切的环节，经过搭配和炒制后可食用的预制食品	免去洗、切、搭配环节，经过简单炒煎或加热即可食用的预制食品	免去洗、切、搭配、烹饪环节，简单加热或者打开包装即可直接食用的预制食品
预制程度	30%	60%	90%
核心优势	上游养殖和屠宰精加工有效控制成本	内部研发结合外部智慧创新菜品口味	食品工业化、标准化、规模化
举例	 猪黄喉  猪脑花  猪肋排  猪精肉片	 酥肉  经典培根	 咕啫肉  飘香掌中宝  鲍鱼捞汁  佛跳墙  红烧牛腩  红烧肉

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2) 收入规模：“一体两翼”指引下公司预制菜业务实现快速突破，收入占比快速提升。2021 年公司预制菜业务实现逆势增长，销售额达 11.82 亿元，同比增长 4.75%，占总营收比重为 6.06%，同比提升 1.38pct，占比同比增长 29.49%。公司将预制菜细分为预制食材、预制半成品和预制成品，2021 年各收入分别为 3.72/6.75/1.35 亿元，

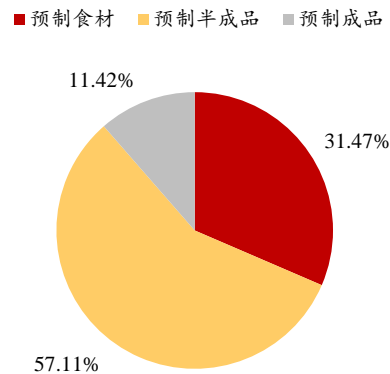
占预制菜收入比重分别为 31.47%/57.11%/11.42%。伴随后续公司在预制菜业务中的发力，公司预制菜占比有望持续提升，并成为公司后续核心业务。

图 10：公司近年预制菜收入快速增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：预制半成品占比最高



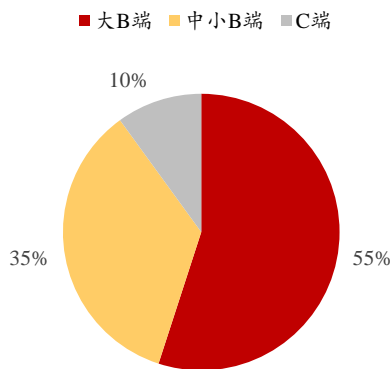
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3) 产能布局：食品产能迅速提升，基本实现全国化布局。公司以战略为指引，聚焦食品业务前端，在全国范围布局工厂，除原有莱阳食品工厂的产能 5 万吨，以及与屠宰工厂配套的食品加工产能 5.5 万吨（莱阳 2.3 万吨，河南 1.72 万吨，聊城 0.3 万吨，潍坊 0.35 万吨，安达 0.28 万吨，灌云 0.55 万吨），公司 21 年在莱阳新投产食品工厂，新增 5 万吨产能，**2021 年底食品产能达到 15.5 万吨/年，其中预制菜占比 76% 以上。**

4) 生产经营模式：采用“以销定产”经营模式，根据市场订单、产品库存及市场预测情况等合理制定生产计划。在实际生产过程中，基于对市场的把控和客户的实际需求进行订单预测，由销售部门提报产品需求，通过系统计算用料需求，导出理论采购量，同时分析原辅料库存、各车间领用及请购情况，下达原辅物料采购计划给采购部，下达生产计划给生产部。

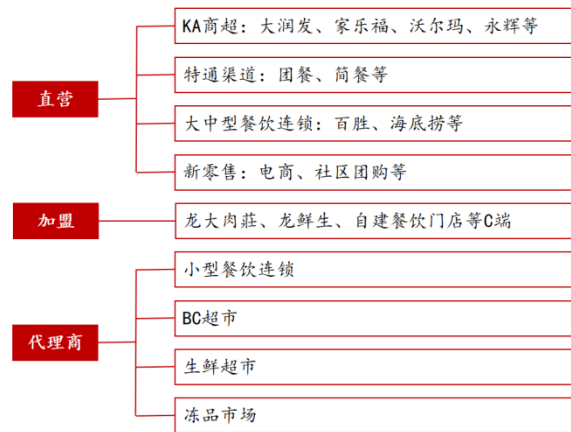
5) 销售渠道：B 端为主，C 端为辅，餐饮、商超、零售全渠道覆盖。渠道主要为 B 端大客户，占比约 55%，包括肯德基、必胜客、麦当劳、海底捞、西贝莜面村、五芳斋、康师傅、半天妖烤鱼、Tims 等国内外知名餐饮，以及家乐福、大润发、佳世客、永辉、银座、家家悦等大型商超系统，以直销为主；中小 B 端约占 35%，包括生鲜市场、冻品市场、农贸市场、中小型餐饮连锁，以经销为主；C 端占比较低，为 10%，京东自营店、钱大妈、美菜、橙心优选、美团优选等电商、社区团购等新零售品牌和龙大肉庄、龙鲜生门店，前者为直销，后者为自营和加盟模式。

图 12：公司预制菜渠道以 B 端为主



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：针对预制菜业务直营、加盟、代理三路并进

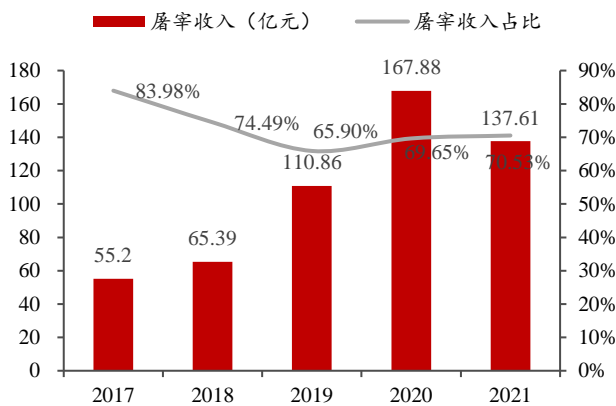


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2. 屠宰业务：深耕多年，龙头地位稳固竞争优势显著

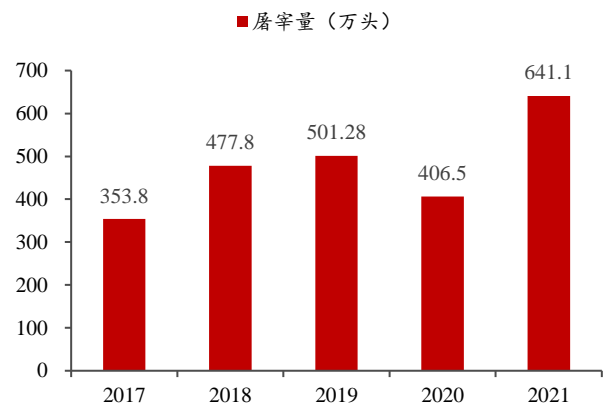
1) 收入规模：屠宰是公司最主要的收入来源，过去五年规模高速增长。2021 年屠宰业务实现收入 137.61 亿元，受行业周期影响同比下降 18.03%，收入比重达 70.54%，是公司最重要的收入来源。2017-2021 年屠宰收入规模实现高速增长，CAGR 高达 25.65%，屠宰量也呈稳步增长趋势，2021 年屠宰量为 641.1 万头，同比增长 57.7%，行业内仅次于双汇发展，目前已发展成为屠宰行业龙头企业。

图 14：2017-2021 年屠宰收入高速增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 15：2021 年屠宰量大幅增加



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2) 产能布局：屠宰产能全国化布局加速，规模效应优势更加凸显。目前龙大美食生食事业部下设山东莱阳工厂、山东莒南工厂、山东蓬莱富龙工厂、山东聊城工厂、山东潍坊振祥工厂、河南龙大牧原工厂、内蒙古通辽金泉工厂、黑龙江安达工厂、四川成都工厂、湖北工厂 10 个现代化屠宰工厂，设计屠宰产能约为 1100 万头/年。此外公司还在江苏灌云、四川巴中等地通过投资建设和股权收购的方式新建屠宰工厂，加速全国化产能布局，其中灌云产能 300 万头、巴中 100 万头，投产后总产能将达到 1500 万头/年。未来公司将进一步加大屠宰产能布局，产能持续扩张进一步强化规模效应和扩大成本优势。

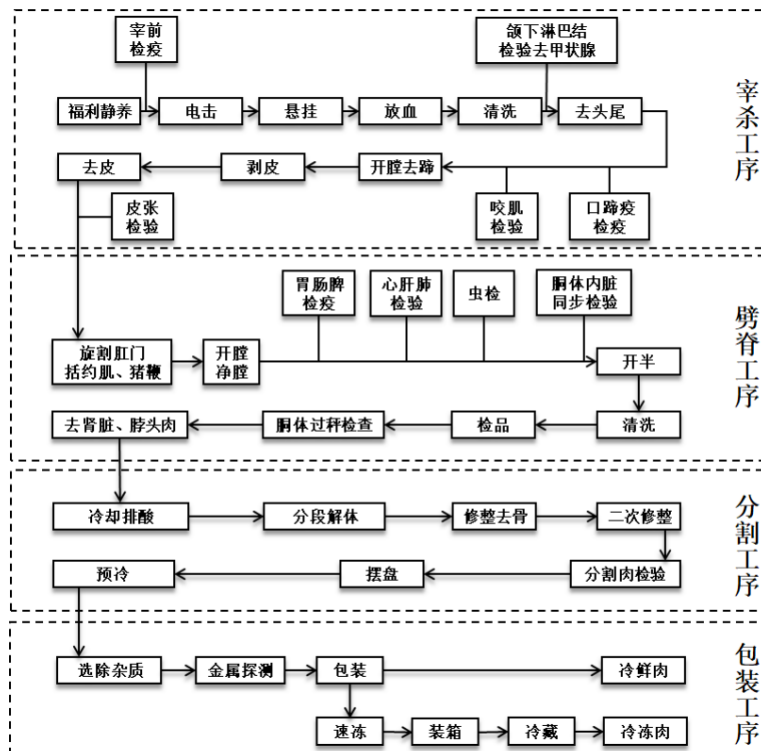
表 4：公司积极扩充屠宰产能

公告时间	新建工厂地点	新增产能	建设周期
2020 年 12 月 18 日	江苏灌云	年屠宰生猪 300 万头， 即日屠宰毛猪 9000 头	分两期建设，一期为生猪屠宰项目主体部分（新增日屠宰 5000 头生产线、日分割 2000 头生产线），建设期约 12-18 个月；二期为生猪屠宰项目剩余部分（新增日屠宰 4000 头生产线、日分割 2000 头生产线），建设期约 12 个月
2021 年 12 月 23 日	四川巴中市恩阳区	年屠宰生猪 100 万头	建设期限为 12 个月

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3) 产品生产：生产过程全程管控可追溯，产品质量比肩国际高标准。屠宰对外销售的产品主要为冷鲜肉和冷冻肉。冷鲜肉和冷冻肉的主要原材料是生猪，屠宰所需生猪主要来自于公司自养的生猪、合作伙伴养殖场供应的生猪以及向第三方生猪供应商采购的生猪，从原材料到冷鲜肉及冷冻肉需经过宰杀、劈脊、分割和包装等工序，采用国际一流进口设备实现全自动生猪屠宰和分割，生产过程全封闭、无菌式管理，以确保产品符合国际高标准的卫生要求，全程冷链直达终端销售，有效控制微生物等菌类生长繁殖，从而保证产品质量的稳定性，真正实现从养殖场到终端的全程管控可追溯。

图 16：高标准生产工序保证产品卫生质量



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

4) 经营模式：屠宰精加工模式提升产品竞争力，并改善盈利能力。公司的屠宰分成两种模式：

① **传统屠宰模式**：即简单转化以原料肉的形态进行销售，依靠猪周期和区域价格差赚取利润；

② **精加工产品模式**：生猪经过宰杀分割后通过一番精细化后端操作形成，即根据客户需求规格、尺寸、口味，为客户深度定制猪肉精加工定制服务，满足不同渠道不同市场的供应需求。

由于客户采购精加工产品后可直接进行投料使用，免去了大量前端加工工序和后端甄选精修环节，极大节省了人力成本和生产空间，所以公司把精加工模式作为经营重点，不仅可以增强产品的核心竞争力，还能提高生猪的单头价值，从而增厚毛利率，改善公司整体的盈利能力和抗周期能力。

图 17：屠宰精加工满足不同市场需求



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5) **销售渠道**：销售网络广泛，在大 B 端渠道独具优势。公司不断加强销售渠道拓展和品牌建设，形成了覆盖较为广泛的销售网络，主要包括加盟店、商超、批发商、食品加工企业、餐饮企业和新零售（线上、线下渠道）等，长期主要合作的客户在 1000 家以上。农贸批发市场是冷鲜肉最主要的销售渠道，其次是加盟店、商超和食品加工企业等，农贸批发市场相比其它渠道的优势是货物流通速度快、交易量大。冷冻肉产品凭借卓越的品质管理和完善的供应链管理体系常年服务国内顶级的食品加工企业客户和餐饮企业客户，如百胜中国、麦当劳系统、荷美尔（中国）、上海梅林、海底捞、通用磨坊、康师傅、益海嘉里、顶新国际等知名企业。目前，公司在大 B 端渠道的收入规模、客户数量、客户质量、产品种类、产品品质和研发能力等方面均处于行业领先水平。

图 18：公司在 B 端渠道占据优势

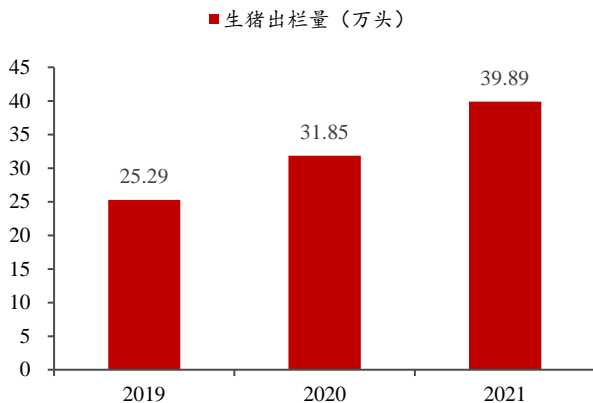


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.3. 养殖业务：功能性布局，提供原材料保障

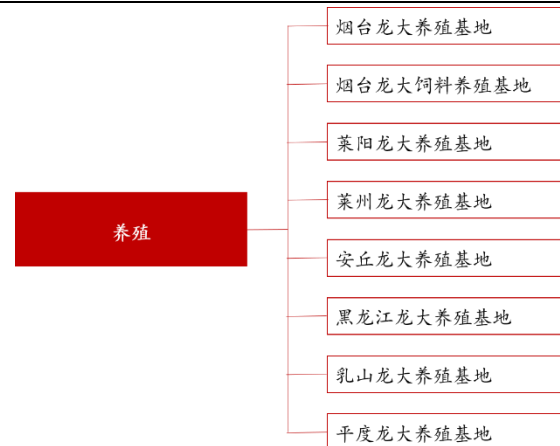
1) 产能规模：生猪出栏量逐年攀升，养殖产能充足。2021年龙大生猪出栏量为39.89万头，同比增长25.24%，其中大部分供应内部屠宰工厂使用，少量对外销售。公司拥有八大养殖基地：烟台龙大养殖基地、烟台龙大饲料养殖基地、莱阳龙大养殖基地、莱州龙大养殖基地、安丘龙大养殖基地、黑龙江龙大养殖基地、乳山龙大养殖基地、平度龙大养殖基地，整体设计产能控制在屠宰量的10%以内，根据食品业务的发展动态调整，目前为100万头/年，具备强大的原料供应能力。

图 19：2019-2021 年生猪出栏量逐年递增



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 20：公司拥有八大养殖基地



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2) 养殖模式：有“公司+农户”和公司自养两种。在“公司+农户”的模式下，公司通过委托代养的方法与农户合作，采取规划、猪种、饲料、防疫、保健和检测全方位统一标准保障生猪养殖品质，不断推进均衡生产，开展配种创新，强化种猪管理；在自养的模式下，公司对养殖场实施完全控制，涵盖了从种猪到育肥猪的整个养殖过程，还自建饲料公司自产饲料进行喂养，仔猪全部由公司自繁自育进行生产。

养殖业务属于功能性布局，目的是降低成本、满足大客户溯源需求。公司发展养殖业务一方面为了控制食品加工原材料成本，在屠宰、加工环节中降低原材料采购成本，提升获利能力；另一方面，养殖业务保障产品质量，满足下游客户对于上游原材料溯源的需求，通过推进均衡生产，动态调整养殖产能，依据大客户需求变化，调配生猪养殖规模。与行业其他公司相比，公司养殖业务在养殖指标、生物安全防控和成本控制等具备一定的竞争优势。

3. 预制菜：万亿市场空间广阔，格局分散水大鱼大

3.1. 行业背景：预制菜在美国日本较为成熟，中国市场正处于导入期

预制菜起源于美国，在西方国家和日本盛行。预制菜又称为半成品菜，是以农产、畜禽、水产品等为主要原料，经过洗、切及配制加工等处理，随后采取冷冻或真空等一系列方式进行包装保存、购买后只需简单烹调加热的菜品，具备便捷、新鲜、健康等特点。其最早起源于美国，在1960s实现商业化经营，1980s在日本、加拿大及部分欧洲国家也开始兴起，最初供应餐饮行业，之后也面向家庭、个人零售。

- 美国预制菜行业已经进入成熟阶段，发展历程可分为三个阶段：

1) **萌芽期(1940—1950)**: 工业化程度加深和人口密度增加推动餐饮业发展和速冻技术的提升,速冻食品销量快速增长,根据欧睿国际数据,在此阶段行业规模 CAGR 达到了 35%以上。

2) **成长期(1950—1970)**: 餐饮需求激增和各大美式快餐巨头成立加速食材标准化,为预制菜发展提供契机,根据欧睿国际数据,此阶段 CAGR 在 10%以上。

3) **成熟期(1970 至今)**: 随着预制菜在餐饮行业、大众消费市场的渗透率逐渐接近天花板,行业增速趋缓,根据欧睿国际数据,此阶段行业规模 CAGR 稳定在 2%左右。但 2020 年受疫情影响预制菜行业迎来第二增长曲线,市场规模迅速拉升至 454 亿美元,增速超过 20%。

● **日本预制菜行业发展历程可分为四个阶段:**

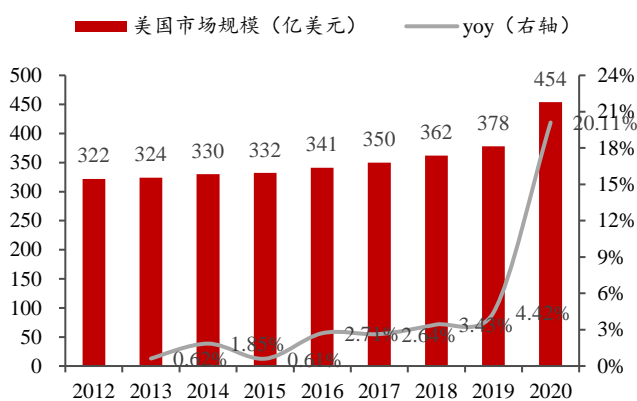
1) **萌芽期(1950—1970)**: 日本政府大力扶持速冻食品企业和积极建设物流冷链,叠加现代商业化加深,冷冻食品的需求剧增,根据欧睿国际数据,在此阶段行业规模 CAGR 在 45%以上。

2) **成长期(1970—1990)**: 日本城镇化率提升、女性工作比例提高、食品工艺技术进步等多重因素加快了预制菜在 B/C 端的渗透,根据欧睿国际数据,在此阶段 CAGR 达到 10%左右。

3) **调整期(1990—2010)**: 日本经济泡沫破裂,居民收入与消费支出下滑,餐饮行业需求低迷,预制菜需求增长停滞甚至出现负增长,冷冻预制菜人均消费量由 2000 年的 9.73 千克下跌至 2010 年的 9.23 千克。同时行业进入洗牌期,集中度迅速提升。

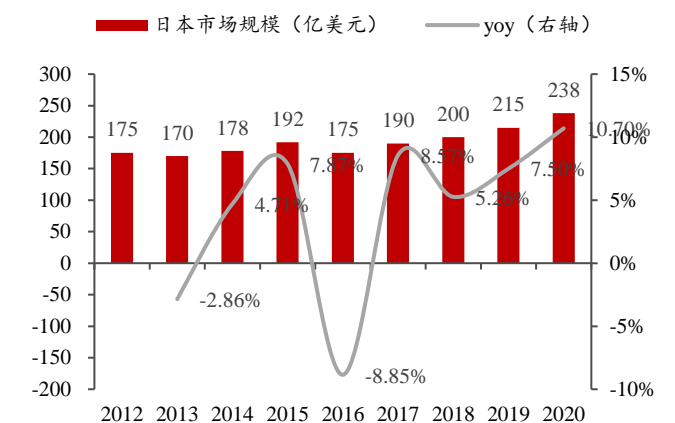
4) **成熟期(2010 至今)**: 人口老龄化程度加深和单身人口数量增加导致家庭烹饪习惯改变,预制菜因食物烹饪难度较低受到市场青睐,需求回暖实现正向增长,根据欧睿国际数据,2020 年日本人均消费预制菜回升至 11.04 千克,预制菜市场规模同比增长 10%达 238.5 亿美元,行业渗透率超过 60%。

图 21: 美国预制菜行业处于成熟期



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图 22: 日本预制菜市场规模稳中有增

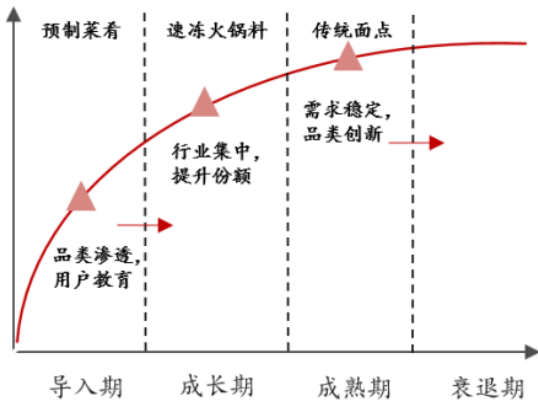


资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

我国预制菜市场方兴未艾, 万亿规模势不可挡。当前,我国预制菜行业还处于导入期,根据 NCBD 餐宝典数据,2020 年预制菜市场规模达 2527 亿元,2015-2020 年的 CAGR 为 31.19%,2021 年预计达到 3137 亿元,并有望在后续保持快速增长。从渗透率来看,目前我国预制菜的渗透率不足 10%,远低于日本 60%的行业渗透率,

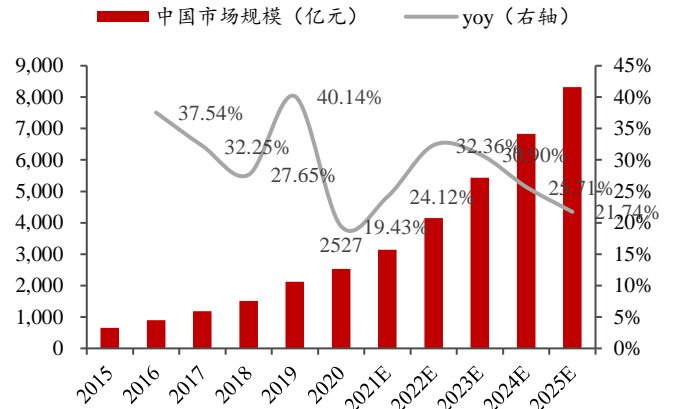
未来我国预制菜行业将继续保持 20% 以上的高速增长，根据 NCBD 餐宝典的数据，预计 2025 年市场规模突破 8300 亿元，长远来看行业空间有望超过万亿元。

图 23：我国预制菜行业处于导入期



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图 24：中国预制菜市场规模高速增长



资料来源：NCBD 餐宝典，浙商证券研究所

3.2. 产业链：上游原材料成本占比高，下游渠道以 B 端餐饮为主

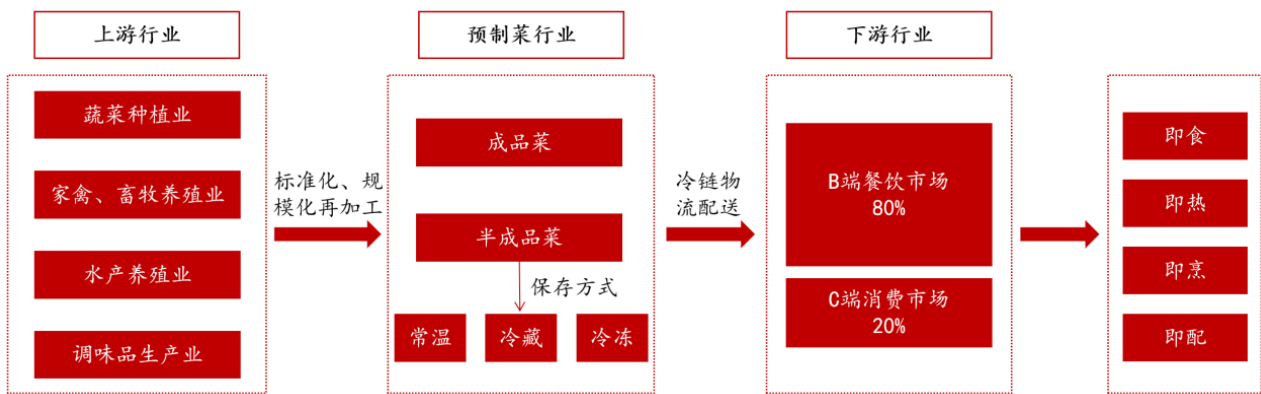
上游原材料价格对预制菜行业利润有重要影响。预制菜的上游行业包括蔬菜种植、家禽养殖、畜牧养殖、水产养殖以及调味品生产，直接材料成本（包括主材、辅材及调味品等直接原材料投入）**占总成本的 90% 以上**，因此原材料价格波动主导预制菜成本变化，进而影响预制菜企业的利润水平。上游的主要供应商有金龙鱼、圣农发展、龙大美食、国联水产等。

渠道以 B 端为主，C 端市场疫情背景下稳步扩容。预制菜行业的下游是 B 端餐饮市场及 C 端消费市场，按照市场需求和用途可分为即食类、即热类、即烹类以及即配类预制菜，速冻食品是最早被大众接受的预制菜品，这也是当前发展最为成熟的细分领域。

1) B 端：餐饮是主要渠道，占比高达 80%，因为餐饮企业的日常经营成本较高，预制菜能够实现标准化并有效降低成本，提升生产经营效率，因而逐渐成为餐饮市场热门的采购品种。

2) C 端：预制菜在 C 端的渗透率还较低，渠道占比仅为 20%，但自 2020 年受疫情催化影响，预制菜逐步从 B 端餐饮走向 C 端家庭消费场景，在各大电商购物节及春节期间中预制菜销售火爆，成交额指数级增长，预制菜能够契合消费者对快捷方便绿色健康食品的需求，随着消费习惯培育，C 端消费市场逐步扩容，预计其比重将持续提升。

图 25：预制菜行业产业链



资料来源：消费界，浙商证券研究所

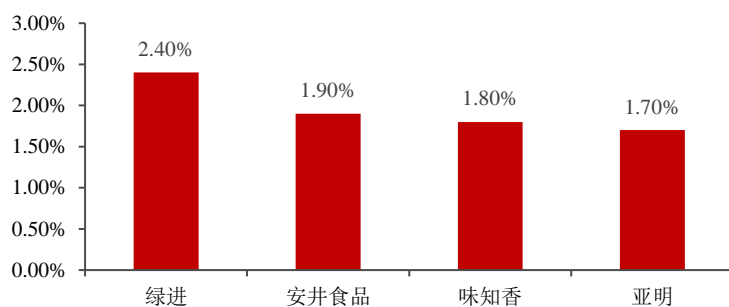
3.3. 竞争格局：预制菜行业分散程度高，蓝海市场空间广阔

预制菜生产企业众多、地域特征较为明显、产品同质化使得竞争激烈。主要体现在如下特点：

1) **地域特征明显**。由于我国幅员辽阔、人口众多，地区之间的地形位置、气候条件、物产种类存在差异，因此各地居民饮食习惯及口味不一致。并且预制菜产品对于冷链运输依赖性强，物流成本及产品新鲜度的高要求限制了单个企业产品配送范围，所以预制菜企业通常只能覆盖一定区域，呈现出显著的地域性。

2) **行业集中度低，规模化企业较少**。全国范围内预制菜生产商数量众多，其中大部分属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。根据前瞻产业研究院数据，2020 年我国预制菜行业 CR4 为 7.8%，CR10 仅为 14.2%，绿进/安井/味知香分别占据行业前三，市场份额分别为 2.4%/1.9%/1.8%，行业集中度较低。

图 26：我国预制菜行业集中度较低



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

3) **市场化程度高，垄断竞争格局**。由于预制菜行业进入门槛相对较低，行业内企业众多，市场化程度高。预制菜领域的玩家可分为五类：

①**传统的预制菜企业**，研发、生产、销售一体，专业性较强，深耕多年，产品丰富，渠道成熟，包括主要服务于 B 端餐饮、酒店和团餐的千味央厨、厦门绿进、亚明食品、易太食品等，以及 C 端零售渠道为主的味知香、真滋味、好得睐等。

②**上游农牧水产企业**，由原材料端向下游食品拓展，依托初加工产品进一步深加工，具有供应链优势，原材料质控严格，规模化生产能力和研发能力强，主要服务于B端，C端品牌效应较弱，如圣农发展、国联水产、龙大美食、得利斯等。

③**餐饮零售化转型企业**，发挥线下门店品牌优势，开发和打造以厨师菜为代表的半成品或成品菜，产品口味及还原度较好，但由于自建中央厨房成本较高，因此产品售价偏贵，如广州酒家、云海肴和同庆楼等知名连锁餐饮企业。

④**传统速冻食品企业**，自建工厂规模化生产标准化产品，发展较成熟，具备规模化优势，渠道分销能力强，具有一定品牌知名度，如安井食品、三全食品、巴比食品等。

⑤**OEM模式平台**，产品主要为自主研发或者与当地的餐饮、食品企业合作，主要面向C端零售市场，如生鲜超市盒马、叮咚买菜等。

部分知名预制菜企业经过多年发展位于行业领先地位，具备一定区域知名度。以味知香、千味央厨为代表的先进预制菜厂商已经开始采购自动化设备实现规模化生产，并着力打造自身品牌影响力，建立粘性更高的销售渠道，以此加强竞争优势和竞争壁垒。

表 5：知名预制菜企业对比

公司		预制菜产品	销售渠道	2021 年预制菜收入 (亿元)
传统预制菜企业	味知香	建立了“味知香”和“饌玉”核心产品体系，包括黑椒牛排、奥尔良烤翅等肉禽类、铁板鱿鱼须、水晶虾仁等水产类。	以经销（批发和零售）为主，少量直销，买断式销售。“味知香”产品为零售，面向个人消费者；“饌玉”产品为批发，面向酒店、餐厅、食堂等。	7.54
	千味央厨	油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类，包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸以及卡通包等。	主要为餐饮企业、团餐、酒店、宴席提供定制化和标准化的速冻面米制品，对经销客户主要销售通用用品，对直营客户主要销售定制产品。	12.74
上游农牧水产企业	龙大美食	预制菜产品超 1000 种，包括黄喉、五花肉等预制食材，酥肉、培根、脆皮肠等预制半成品，佛跳墙、红烧牛腩、红烧肉等预制品。	以经销为主，直销为辅，长期合作的客户在 1000 家以上，为超过 200 家大客户如百胜、海底捞提供定制化产品，为中小客户提供标准化产品。	11.82
	国联水产	预制菜品以对虾、小龙虾、鱼类为主，以“小霸龙”品牌构建了完善的预制菜产品体系，涵盖快煮、裹粉、米面、调理、火锅、小龙虾、风味鱼等系列。	直营是主要销售模式，包括餐饮重客、商超、电商直营等渠道，大客户有盒马、永辉超市、沃尔玛、大张超市、山姆会员店、赛百味、汉堡王等。	8.41
	得利斯	速冻调理产品、牛肉系列产品、即食休闲类产品、速冻米面制品四大类，包括红烧肉、椒麻小酥肉、四喜丸子、胡椒猪肚鸡、段段香肥肠等。	为大型餐饮集团、快餐连锁提供团餐等，如海底捞、佳农、圣农、锅圈食汇、正新鸡排、全家、便利蜂等。	4.47
餐饮零售化转型企业	广州酒家	陈皮鸭、广式咸香鸡、广式鼓油鸡、广式靚汤、腊味炒饭等广式特色食品，核桃包、流沙包、虾饺等速冻食品。	全渠道销售体系，包括实体门店、经销商、商超、电子商务。	8.48

	同庆楼	臭鳊鱼、红焖牛肉、松茸菌焖猪手、四川毛血旺、青椒小海鲜等预制菜。	线上电商平台、线下商超、渠道代理。	
传统速冻食品企业	安井食品	千夜豆腐、蛋饺、虾滑、小龙虾、藕盒、黑鱼片、天妇罗鱼虾、酸菜鱼等速冻菜肴制品。	大润发、永辉、沃尔玛、苏果、家乐福等大型商超，以及呷哺呷哺、海底捞、彤德莱、永和大王等特通餐饮。	14.29
	巴比食品	包子、馒头、粗粮点心等馅料系列产品，粥品、饮品、肉粽、马拉糕等外部采购系列产品。	特许加盟为主，直营店、团餐销售为辅，同时通过电商平台线上销售，拥有19家直营店、3461家加盟店。	8.74

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

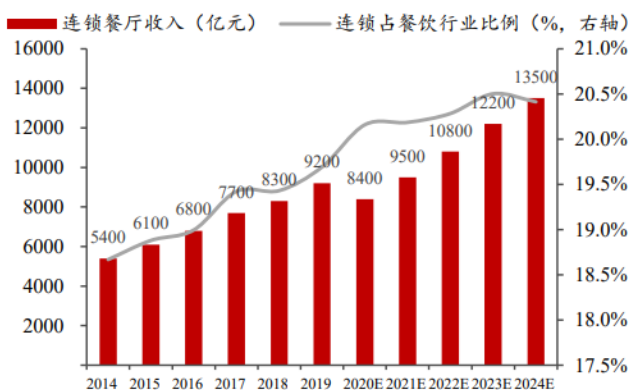
3.4. 未来趋势：降本增效推动 B 端放量，头部企业将充分受益

- 降本增效推动 B 端放量，以连锁店为代表的餐饮企业对第三方代工菜品需求增加。

① 餐饮企业存提效需求。据中国连锁经营协会（CCFA）与华兴资本联合发布的《2021 年中国连锁餐饮行业报告》数据显示，2018-2020 年国内餐饮连锁化率分别为 12.8%、13.3% 和 15.0%，行业连锁化率在逐年提升。目前美国和日本的餐饮连锁化率分别达 54% 和 49%，而中国餐饮连锁化率不到 20%，较美日仍有提升空间。在国内餐饮企业连锁化水平加速提高的情况下，连锁店的标准化管理对出菜速度、菜品品质稳定性需求将显著促进预制菜渗透率提升。

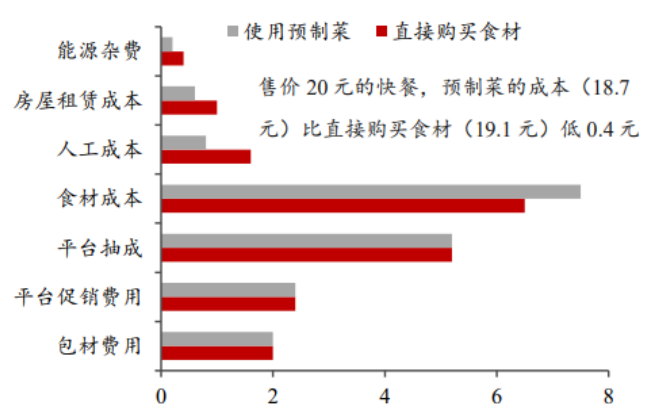
② 餐饮端降本需求急迫。根据华经产业研究院数据，2019 年我国正餐类企业原材料成本/人力成本/房租成本分别占比 40%/22%/10%，而房租成本、人力成本不断增长，餐饮端降成本需求提升。预制菜可缓解餐饮企业房租和人力成本压力，节约 70%-80% 餐厅后厨空间，减少后厨人员。根据美团测算数据，以售价 20 元/份的快餐为例，预制菜成本比直接购买食材低 0.4 元。预制菜的深入渗透将有助解决餐饮行业面临的租金高、人工高、原料成本高和利润低的“三高一低”痛点，因此越发高企的餐饮成本或将促使餐饮企业加速拥抱预制菜。

图 27：我国餐饮化连锁率不断提升



资料来源：百胜中国招股书，浙商证券研究所

图 28：预制菜可显著降低餐饮成本



资料来源：美团，浙商证券研究所

③ 冷链物流配送能力进一步加强，头部企业全国化布局加速。生鲜物流领域的兴起有力推动我国冷链运输行业发展，在专业物流企业的带动下，低温保鲜技术、车辆设计制造技术、信息化物流配送技术更加精湛完善，成本大幅降低。预制菜行业也受

益于冷链物流技术的提升,组建自有冷链运输车队、购置信息化物流系统的成本大幅下降,在先进的物流配送体系下,预制菜产品的配送范围进一步扩大,配送效率显著提升,行业区域化分散化局面被打破,尤其是头部预制菜企业深度受益,在冷链技术的推动下加速全国化进程。

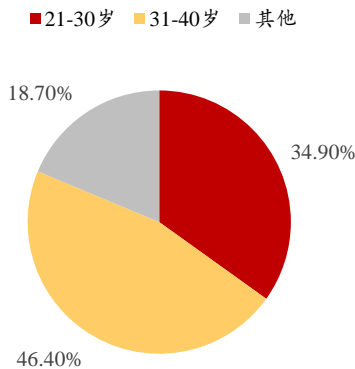
● **我们认为渠道竞争逐步转化为品牌竞争,知名企业品牌效应更强。**

预制菜企业主要客户是区域内各加盟商,包括生鲜食品店、农贸市场摊贩、超市等,少部分产品直销至餐厅、终端消费者,存在零售性强,覆盖范围小,产品推广力有限等问题。目前各预制菜企业将重点从渠道拓展逐渐转向品牌建设,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,打造健康、绿色、美味的品牌特点吸引消费者,提高企业的核心竞争力,走出激烈的价格竞争,提升产品附加值。行业知名领先企业经过多年发展已具备一定的品牌影响力,在竞争中更有可能脱颖而出,扩大市场占有率。

● **产品紧跟市场消费偏好多样化发展。**

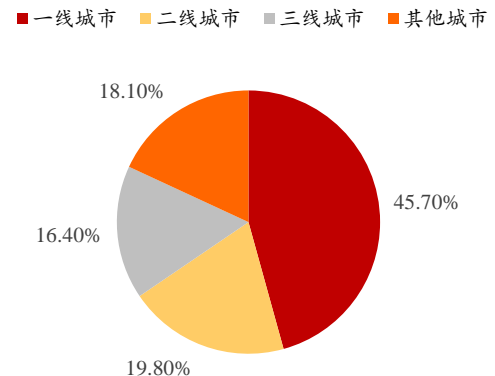
根据艾媒咨询调研数据,预制菜的C端消费者以中青年群体为主,超过80%的用户年龄位于21-40岁,其中31-40岁年龄层占比最高达46.6%,分城市线级来看,一二线城市用户居多,45.7%/19.8%的用户分布于一线城市/二线城市。一二线城市的中青年人群热衷于新兴热门菜品,因而预制菜企业需要密切跟踪市场动态,预知消费者的口味和偏好,及时研发并推出迎合年轻人的产品,例如近年来一些企业紧跟消费偏好逐步推出西餐类、油炸类、火锅类等多样预制菜产品。

图 29: 预制菜消费者以中青年为主



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

图 30: 预制菜消费者主要分布在一二线城市



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

4. 多维核心优势驱动预制菜业务成为第二增长级

4.1. 供应链优势: 上游屠宰养殖产业提供重要支撑, 可溯源机制保证质量

公司具备产业链一体化, 供应链具备优势。屠宰和养殖产业为预制菜提供了稳定充足的原材料来源, 控制成本稳定利润。预制菜的主要原材料是肉禽及水产等食材, 成本占比达90%以上, 由于肉禽及水产的产量易受到自然条件等不可抗力的影响, 并通过市场供求关系影响原材料价格, 进而影响到企业的生产成本和利润水平。

龙大美食在屠宰领域深耕多年，目前拥有屠宰工厂 12 个，设计产能约为 1500 万头，已形成规模化、品牌化、品质化的生产模式，在屠宰产能、屠宰量和技术工艺等方面均处于行业前列，拥有强大的原料供给能力。公司在产品研发、渠道拓展和品牌建设等积累了一定的规模和经验，和屠宰板块一起为食品提供共享客户、生产基地和经营网络，为预制菜业务稳定发展奠定了良好的基础。此外公司还布局了上游的养殖产业，逐步扩大自有标准化生猪养殖基地规模，产能约 100 万头，整体规模控制在屠宰量的 10% 以内，根据食品业务的发展动态调整产能规模，为食品业务提供原材料成本保障，稳定利润水平。

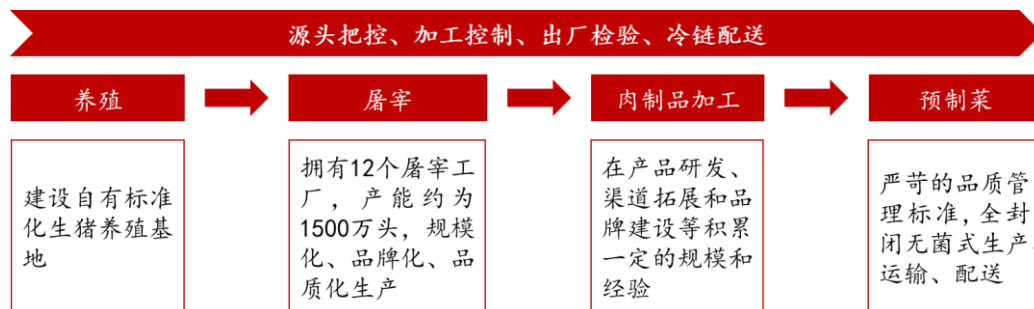
图 31：公司屠宰产能全国化布局



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

上游食材可溯源可从源头杜绝食品安全问题。龙大美食拥有完备的品质管控体系和严苛的管理标准，通过了 ISO9001 国际质量管理体系和 ISO22000 食品安全管理体系的认证，聚焦“源头把控、加工控制、出厂检验、冷链配送”四大管控环节和“一整套全面管理监督体系”，自建养殖、屠宰工厂为下游预制菜提供优质可控的原材料，在采购-生产-加工-运输-销售的每一个环节配备专职质量监督人员以实施全方位的食品安全质量保障，全资子公司杰科检测为专业从事食品安全检测的国家级检测机构，负责原料、半成品、成品和辅料等全方位检测，保证产品符合国际化高标准的卫生要求，从源头上保证零风险，使产品质量和食品安全具有可追溯性。

图 32：公司拥有强大的原料供给能力和完备的品控体系



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 产品优势：重视研发和产品创新，降本增效更具性价比

公司高度重视产品创新研发，依托研发中心、研发机构、科研院，持续优化产品。龙大美食打造“三位一体”的研发格局，分别在山东、上海、四川建设行业领先的预制产品研发中心，进行不同口味的产品研发工作。2021年上市新品总产能超过20,000吨，储备产品超过100款；利用引进新材料新技术，优化产品工艺，产品创新增效近20项。

- 山东研发中心：负责酱卤产品和高低温产品的研发；
- 上海研发中心：负责B端餐饮产品和创新性产品研发；
- 四川研发中心：主要负责川渝口味产品和休闲食品的研发。

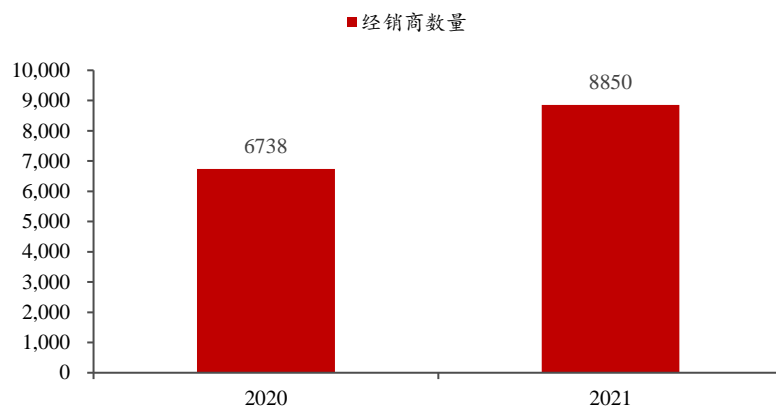
公司还与外部研发机构、科研院和大数据机构深度合作，根据市场需求动态，研判消费者的口味偏好：与西华大学合作成立川菜工业化技术研究院，推动川式预制菜工业化关键技术的突破；与20位知名厨师达成了合作共识，实现预制菜对大厨口味的还原度达90%以上。

食品工业化促进降本增效，公司预制菜产品更具性价比。龙大美食通过引进奥地利LASKA、西班牙美达奎米亚、德国GEA等国际一流生产设备，构建国内领先的现代化食品加工基地，一整套分割、加工、检测、包装的智能化生产线，相比传统的生产线节省80%以上的人工成本，规模化生产不仅降低成本摊薄费用，同时也提升了产品工艺和生产效率，成本优势使得龙大美食的预制菜相较于其他竞品更具性价比。

4.3. 渠道优势：全国化布局，B+C渠道并行

公司积极拓展销售网络，扩大经销规模。2021年公司经销商数量达到8,850家，同比增长31.34%。山东省外经销商数量实现大幅增长，其中，西南地区增长118家，同比增长99.16%；华中地区增长577家，同比增长33.12%；华南地区增长149家，同比增长201.35%。公司在原有经销商的基础上选择部分（约25-30%）优质经销商进行预制菜业务的拓展，目前预制菜专业经销商为400家，基本上覆盖了优势区域重点城市。

图 33：2021 年经销商数量大幅增加（个）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

依托全国化布局，公司完善供应系统，加强响应机制的优化建设，加快对市场订单的响应速度。在全国每个生产基地和食品加工厂周边配备5个以上的配送站，密切地与商超、供应商、专卖店、食品企业和餐饮服务企业等客户沟通交流，提供及时、

精准、高效的配送服务，保证食品的新鲜和安全，节约终端供货的物流成本，进一步扩大食品业务的市场占有率。

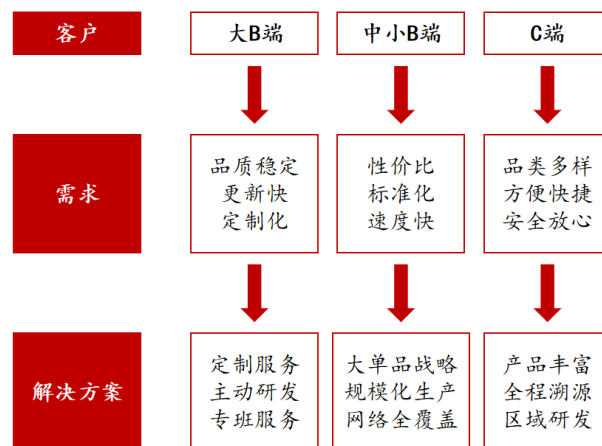
B端C端逐个突破全面发展。预制菜板块实行直营、加盟、代理商“三路并进”的渠道全驱模式，持续扩大市场渠道覆盖面，巩固大B端客户，开拓中小B端客户，同时发掘C端消费者资源，存量和增量并举。针对不同客户的不同需求，推出了差异化的服务解决方案，不断深化渠道优势，以B端为重点发力方向，C端作为业务补充，形成BC两端全面发展的路径规划：

1) 大B端：大型餐饮企业追求的是品质稳定、更新快、定制化产品，以实现客群的稳定。对此公司为大B端客户提供定制化产品服务，通过组织专业服务团队，为每一个大客户在售前、售中、售后配置至少3名服务人员，确保快速响应大客户需求，保证主要订单的稳定性。目前公司已为超过200家大型企业客户提供定制化产品服务，获得泰森食品、百胜集团、海底捞等大客户的高度认可，未来与大客户的合作将进一步深化。

2) 中小B端：中小B端企业的诉求是性价比、标准化、速度快。对此公司实行大单品战略，以全产业链布局和规模化生产的优势，提供高性价比、高稳定性、标准化的产品；同时，通过全国工厂布局和完善的销售网络为客户提供快速便捷的服务。目前，公司已经为中小客户提供500余种产品，另有近100种产品进行储备。

3) C端消费者：消费者的需求是品类多样、方便快捷、安全放心的产品，对便捷性、安全性和口味要求极高。对此公司一方面为消费者提供多样化选择，另一方面根据在B端积累的市场经验打造爆品；同时通过布局全产业链，有效保障原材料的品质，全程可追溯，从源头上杜绝食品安全问题。

图 34：针对客户的需求提出差异化解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5. 后续增长：食品板块高速增长，屠宰业务增长稳健

5.1. 食品板块结构占比持续提升，未来将有效提升公司盈利能力

龙大美食未来将聚焦食品/预制菜业务，预计后续规模保持高速增长：

1) 产品端：面对预制菜市场的广阔空间，公司持续扩大食品产能，为预制菜业务高质量发展奠定坚实基础。

“一体两翼”战略下，龙大美食着重扩张食品板块产业，2021 年底公司拥有食品产能 15.5 万吨/年，其中预制菜占 76%，熟食占 23%。此外，海南自贸区食品工厂、巴中食品工厂项目已签约并加快推进落地，项目投产后预计将增加食品产能 17.5 万吨/年，并且通过海南工厂进口并经过加工可享受免征进口关税优惠政策，协同规模效应，进一步增强成本优势。公司计划通过自建、合作、并购的方式布局华北、华东、华南、华中和西南优势区域，建设 20 多个源头保障基地和食品加工基地、10 多个现代化科技食品加工厂，充分释放优质产能以满足市场对于预制菜日益增长的需求。

表 6：公司新建项目扩大食品产能

公告时间	新建工厂地点	新增产能	建设周期
2021 年 12 月 1 日	海南省洋浦经济开发区	加工肉类产品 4.5 万吨/年，加工调味类产品 1.5 万吨/年	18 个月
2021 年 12 月 13 日	巴中市恩阳食品工业园	肉制品深加工 6 万吨/年	一期 18 个月，新增 3.5 万吨产能，二期新增 2.5 万吨产能

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35：以自建、合作、并购方式扩充产能



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 36：公司未来产能布局五大优势区域



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2) 渠道端：优先发力 B 端餐饮客户，C 端业务稳步发展，全国化销售网络助力预制菜业务快速增长。

① 大 B 端：公司将深度挖潜存量 B 客户，扩充品类供给，积极开发增量大客户资源。当前海底捞、必胜客等大型餐饮都是公司的重要客户，未来公司将对标头部餐饮，开发腰部餐饮、区域性连锁餐饮，保证大 B 渠道每年稳定 20% 以上的增长；

② 中小 B 端：快速拓展中小 B 端客户规模，组建预制菜专业销售团队，聚焦全国 5 大区域（华东、华中、华北、华南、西南）12 个重点城市，打造区域样板市场，

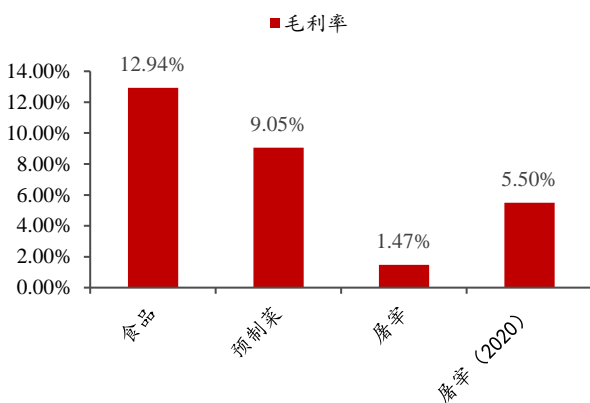
实现核心优势区域全覆盖，开拓预制菜专业销售渠道，加快经销商网络构建，实现全国范围渠道拓展，扩大市场占有率；

③ C端：打造爆品，根据B端的销售情况，选择部分大单品进一步改良标准化后推向C端，提高公司的品牌知名度。

3) 食品/预制菜毛利率远高于屠宰，公司盈利能力得到显著提升。

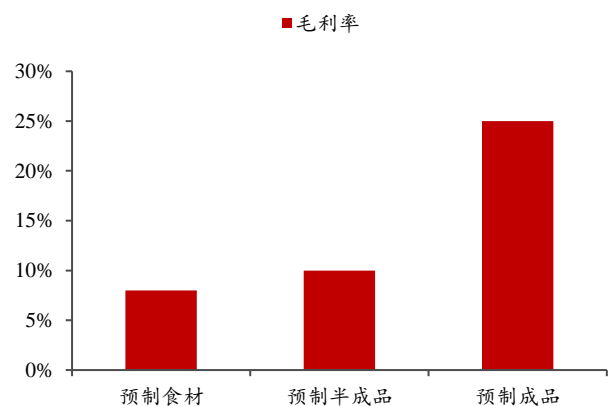
2021年食品/预制菜的毛利率分别为12.94%/9.05%，远高于屠宰业务1.47%的毛利率水平（2020年为5.5%），随着食品板块占比持续提升，公司的整体毛利率水平也将不断抬升。此外，从预制食材往预制成品方向毛利率不断递增，预制食材毛利率约8%-10%，预制半成品10%-15%，预制成品可达25%。目前公司的预制菜处于前期开拓阶段，毛利率还有较大的提升空间，未来随市场份额增加、品牌溢价能力加强、半成品和成品的占比提升，公司盈利能力将进一步提升。与此同时，伴随公司食品/预制菜业务占比的快速提升，将有效减弱公司在猪周期下行过程中，存货减值对盈利端造成的影响。

图 37：公司食品和预制菜业务的毛利率高于屠宰业务



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 38：预制菜中预制成品毛利率最高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

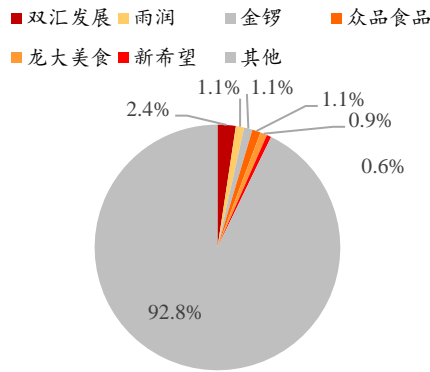
5.2. 屠宰业务稳步发展，提供稳定的基本盘

- 行业来看：屠宰行业竞争格局分散，集中度后续向头部集中，龙大美食作为头部企业也将持续受益

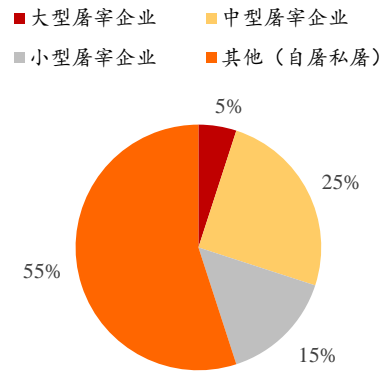
我国生猪屠宰行业高度分散，私屠私宰现象普遍。2021年我国屠宰行业CR5仅为6.6%，行业龙头双汇发展市占率为2.4%，雨润、金锣和众品食品紧随其后，市占率均为1.1%左右，市场集中度远小于西方肉类消费大国，例如美国屠宰行业CR5超过70%，荷兰和丹麦CR2则达95%以上。此外，我国大型屠宰企业市场份额仅为5%，私屠私宰现象泛滥，其占比超过50%，主要是因为各猪肉主产区的屠宰场与政府关系紧密，地方保护主义现象严重，导致外地企业很难进入当地市场，所以难以形成超大规模全国性屠宰企业。

图 39：我国屠宰行业高度分散

图 40：大型屠宰企业市场份额小



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

屠宰行业受政策推动集中度加速提升，龙大美食作为头部企业将因此受益。非洲猪瘟爆发以来，国务院、农业农村部等部门发布多项文件，要求坚决关闭不符合设定条件的生猪屠宰企业，压缩落后产能，严厉打击私屠滥宰等违法行为，鼓励优势屠宰企业整合产业链，加快推进生猪屠宰的清理整顿和标准化创建。一系列政策导致中小屠宰场环保和检疫成本大幅提升，规模小、盈利能力弱、不合标的企业陆续退出，私屠滥宰行为得以有效整治，产能向头部聚集，行业集中度中长期加速提升。随着屠宰标准化程度加深、全国产能布局逐步完善、冷链流通和配送体系逐渐健全，双汇发展、龙大美食、新希望等头部屠宰企业进一步实现生猪养殖、屠宰、加工、配送、销售一体化，未来将充分发挥规模效应优势，统筹全国的生猪资源，降低猪周期对于屠宰收益的冲击，提高企业盈利水平。

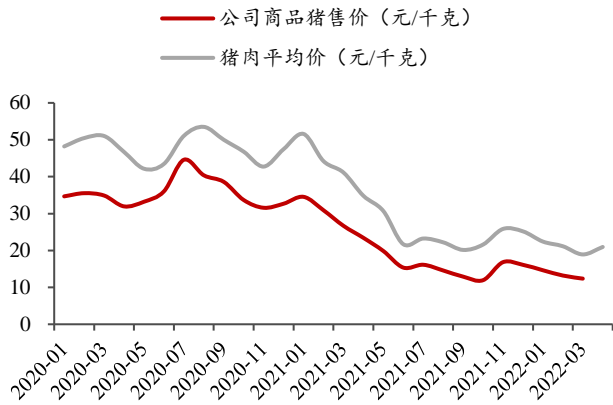
● **公司：产能持续扩张，上行周期静待回暖。**

屠宰产能有序扩张，为食品提供稳定保障。公司目前拥有屠宰产能 1100 万头，此外公司还在江苏灌云、四川巴中等地新建屠宰工厂，其中灌云产能 300 万头、巴中 100 万头，投产后总产能将达到 1500 万头/年，充足的屠宰产能为下游的食品板块提供了强有力的支持，同时，屠宰业务为食品提供共享客户、生产基地和经营网络，保障食品业务稳定高质量发展。

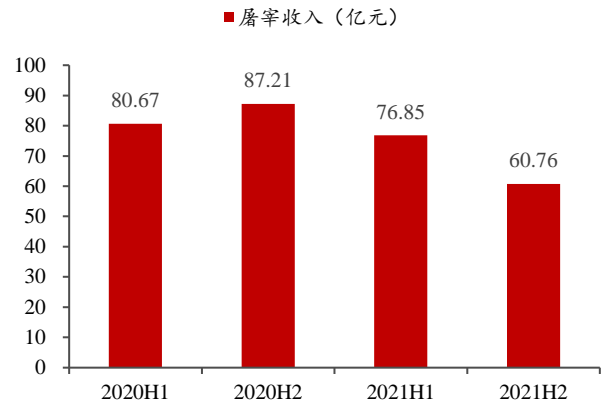
猪价有望步入上行周期，静待屠宰业务回暖。公司的屠宰产品是冷鲜肉和冷冻肉，其售价与全国猪肉平均价的走势基本一致。2020 年商品猪价格呈震荡走势，下半年均价整体略高于上半年，因此 2020H2 屠宰收入环比增速为 8.1%；2021 年之后猪价持续走低，2021 年 12 月公司商品猪售价为 16.11 元/千克，相较年初下降了 53.4%，2021H1/H2 公司屠宰收入受到冲击分别同比下滑了 4.7%/30.3%。2022Q1 猪价依然处于低位，2022 年 4 月全国猪肉均价稍有回升至 20.95 元/千克，环比增速为 10.7%，预计 2022H2 猪价会步入上行周期，公司的屠宰收入也将逐步回升。

图 41：2021 年猪价持续下跌

图 42：2021 年屠宰收入同比下滑



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.3. 审慎发展养殖, 减弱猪周期影响

龙大美食对生猪养殖采取审慎发展的策略, 合理规划养殖产能。养殖业务板块为功能性布局, 并非公司重点发展的板块, 主要为食品业务提供品质溯源和原材料成本保障, 为食品板块发展提供坚实支撑。但是另一方面生猪养殖作为周期性窗口, 盈利水平较大程度受到猪价波动影响, 2021 年养殖收入受猪周期扰动大幅下跌, 拖累公司总体业绩, 因此公司采取审慎发展的策略, 根据客户的实际需求, 合理进行产能配套, 将养殖总体规模控制在屠宰量的 10%, 预计未来猪周期对公司业绩的影响将有所减弱, 盈利水平将趋于稳定。

6. 盈利预测及估值

6.1. 绝对估值

根据公司相关情况, 我们进行如下假设:

1) 屠宰业务: 当前公司屠宰产能在 1100 万头/年, 考虑到公司屠宰业务后续的产能扩张, 即在江苏灌云、四川巴中等地通过投资建设和股权收购的方式新建屠宰工厂, 投产后总产能将达到 1500 万头/年。与此同时伴随公司预制菜业务的快速增长, 以及原有客户和新客户对于屠宰业务产品的需求, 预计后续公司屠宰业务的产能利用率将持续提升, 我们给予公司 70% 左右的产能利用率, 由此预计 22-24 年公司屠宰业务屠宰量增速分别为 25%/29%/11%。参考正常年份下公司的头均单价, 我们给予公司后续头均单价在 1700-1800 元之间, 由此预计 2022-2024 年屠宰业务收入增速分别为 2%、30%、14%。

2) 食品业务: 食品业务是公司后续重点发力的业务板块, 预计将保持快速增长。具体来看, 熟食品我们给予其较为平滑的预计, 22-24 年收入增速分别为 12%、10%、8%; 预制菜业务由于基数较低, 且公司产能持续提升, 由此我们给予较高的增速预期; 22-24 年收入增速分别为 45%、47%、49%;

3) 进口贸易和其他: 养殖及进口贸易等业务波动较大, 但总体来看, 公司该部分业务将采取审慎发展的状态, 预计后续规模和占比将有所下降。

4) 其他主营业务: 主要系养殖和检测等业务, 由于对于养殖业务公司采取审慎的态度, 后续规模预计会有所减小。

表 7：公司细分业务盈利预测

(百万元, %)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
屠宰板块					
收入	16788	13761	14065	18287	20761
YOY	41%	-18%	2%	30%	14%
屠宰量 (万头)	407	641	804	1035	1152
YOY	-19%	58%	25%	29%	11%
单位均价 (元/头)	4130	2146	1749	1767	1802
YOY	87%	-48%	-19%	1%	2%
食品板块					
收入	1147	1542	2119	2962	4219
YOY	-	34%	37%	40%	42%
熟食品	436	360	403	444	479
YOY	-	-17%	12%	10%	8%
预制菜	711	1182	1716	2519	3740
YOY	-	66%	45%	47%	48%
预制食材		372	528	761	1103
YOY		-	42%	44%	45%
预制半成品		675	992	1469	2203
YOY		-	47%	48%	50%
预制成品		135	196	290	435
YOY		-	45%	48%	50%
进出口贸易					
收入	5568	3782	3593	2874	2587
YOY	37%	-32%	-5%	-20%	-10%
其他主营业务收入	599	425	468	374	299
YOY	-35%	-29%	10%	-20%	-20%
营业总收入	24102	19510	20245	24498	27866
YOY	43%	-19%	4%	21%	14%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

由此,根据上述假设,我们预计公司 22-24 年营收实现 202.45 亿元、244.98 亿元、278.66 亿元,同比增长分别为 3.77%、21.01%、13.75%;实现归母净利润分别为 2.03 亿元、5.01 亿元、8.03 亿元,同比增长分别为 130.78%、146.90%、60.50%。预计 22-24 年公司 EPS 分别为 0.19/0.46/0.74 元,对应 PE 分别为 53.91/21.83/13.60 倍。

6.2. 相对估值

由于公司具备屠宰业务和预制菜业务,我们选取行业内业务较为相似的可比公司圣农发展、国联水产、安井食品、味知香进行可比公司的估值对比,2022 年行业可比公司平均估值为 60.88 倍,由此我们给予公司 22 年 60 倍 PE,对应现价仍有空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 8：可比公司相对估值

代码	标的	净利润 (亿元)	PE (倍)
----	----	----------	--------

		2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002299.SZ	圣农发展	3.03	5.67	15.61	18.70	38.29	13.90	11.60
300094.SZ	国联水产	-0.09	0.36	0.47	0.71	128.25	99.02	65.51
603345.SH	安井食品	7.13	9.65	12.36	15.37	40.81	31.85	25.62
605089.SH	味知香	1.40	1.63	2.03	2.53	36.15	28.96	23.20
平均值		2.87	4.33	7.62	9.33	60.88	43.43	31.48
002726.SZ	龙大美食	-6.59	2.03	5.01	8.03	53.91	21.83	13.60

数据来源: Widn, 浙商证券研究所

7. 风险提示

生猪价格波动风险。公司屠宰业务的主要关联指标为生猪价格,对于公司成本影响较大,从而影响公司利润端的水平。若生猪价格出现大幅波动,将对公司的经营业绩稳定性造成影响。

疫情反复风险。公司下游客户多为大型餐饮或食品制造企业,若疫情出现反复,将会影响下游客户需求,从而影响公司出货量,继而影响公司业绩水平。

非洲猪瘟等带来的经营风险。此前行业由于非洲猪瘟等影响导致生猪产量降低,也对消费者的需求形成不利影响。若非洲猪瘟复发导致大规模流行,将影响公司经营业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5014	5534	6131	6525	营业收入	19510	20245	24498	27866
现金	2162	1759	2106	2009	营业成本	19144	19591	23415	26371
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	15	12	12	14
应收账款	903	608	789	1008	营业费用	237	223	245	279
其它应收款	34	27	32	41	管理费用	286	239	269	279
预付账款	344	597	609	654	研发费用	8	4	5	6
存货	1567	2388	2488	2725	财务费用	71	(50)	(60)	(89)
其他	5	155	108	89	资产减值损失	557	0	0	0
非流动资产	3219	3328	3846	4320	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	(89)	39	52	60
固定资产	1155	1450	1744	2020	营业利润	(896)	266	664	1068
无形资产	108	123	146	174	营业外收支	(5)	6	6	6
在建工程	981	1023	1148	1291	利润总额	(901)	272	670	1074
其他	976	731	809	835	所得税	(53)	11	25	40
资产总计	8233	8861	9977	10845	净利润	(848)	261	644	1034
流动负债	3700	4388	4670	4513	少数股东损益	(189)	58	144	231
短期借款	1920	2379	2483	2086	归属母公司净利润	(659)	203	501	803
应付款项	1009	963	1138	1323	EBITDA	(682)	471	903	1322
预收账款	0	318	128	194	EPS (最新摊薄)	(0.61)	0.19	0.46	0.74
其他	771	729	921	910	主要财务比率				
非流动负债	1143	790	980	971		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	207	207	207	207	成长能力				
其他	936	583	773	764	营业收入	(19.05%)	3.77%	21.01%	13.75%
负债合计	4843	5178	5650	5484	营业利润	(191.96%)	129.66%	149.69%	60.88%
少数股东权益	156	214	358	589	归属母公司净利润	(172.71%)	130.78%	146.90%	60.50%
归属母公司股东权益	3235	3469	3970	4773	获利能力				
负债和股东权益	8233	8861	9977	10845	毛利率	1.87%	3.23%	4.42%	5.37%
					净利率	(4.35%)	1.29%	2.63%	3.71%
					ROE	(18.59%)	5.73%	12.50%	16.58%
					ROIC	(14.17%)	5.97%	11.23%	15.83%
					偿债能力				
					资产负债率	58.82%	58.44%	56.63%	50.56%
					净负债比率	47.22%	50.96%	48.87%	43.55%
					流动比率	1.36	1.26	1.31	1.45
					速动比率	0.93	0.72	0.78	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	2.32	2.37	2.60	2.68
					应收账款周转率	29.54	28.61	36.75	32.84
					应付账款周转率	39.76	40.96	44.12	43.76
					每股指标(元)				
					每股收益	(0.61)	0.19	0.46	0.74
					每股经营现金	(0.08)	-0.12	0.51	0.73
					每股净资产	3.00	3.22	3.68	4.42
					估值比率				
					P/E	(16.59)	53.91	21.83	13.60
					P/B	3.38	3.15	2.75	2.29
					EV/EBITDA	(17.07)	25.58	13.27	9.04

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>