

**盖世食品 (836826.BJ) 瞄准海产预制菜 C 端市场，新工厂扩容菌菇+蔬菜**

2024 年 10 月 08 日

**——北交所首次覆盖报告**
**投资评级：增持（首次）**
**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/10/8
当前股价(元)	9.50
一年最高最低(元)	14.00/4.30
总市值(亿元)	13.35
流通市值(亿元)	5.92
总股本(亿股)	1.41
流通股本(亿股)	0.62
近 3 个月换手率(%)	369.03

**● 公司情况：国内外市场双轮驱动，近 5 年总营收 CAGR 21%**

盖世食品以海藻、食用菌、鱼籽等海珍品为主要食材，为国内、外餐饮企业提供预制凉菜，下设大连和江苏淮安两个工厂，年产能 3 万吨，合作数千亩海域原料产地；产品已出口 60 多个国家和地区，主营亚欧。藻类产品营收占比最高。近五年公司总营收 CAGR 21%，经典产品调味裙带菜 2021 年全国市占率达 36.19%。我们预计公司 2024 年-2026 年的归母净利润为 0.40/0.45/0.53 亿元，EPS 为 0.29/0.32/0.38 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 28.5/25.3/21.7 倍。考虑到公司新工厂建设产能将获得较大提升，C 端占比可能逐步提高，整体销售结构变化或将拉动毛利率提升等，业绩具备上涨空间，首次覆盖给予“增持”评级。

**● 行业情况：2025 年规模有望增至 6000 亿，行业竞争较激烈**

2014 年，预制菜市场 B 端步入放量期，2020 年 C 端的预制食品开始迎来消费加速期。2021 年我国预制菜行业市场规模约为 2,100 亿元，到 2025 年行业规模有望增长至 6,000 亿元左右，销售渠道 85% 以上集中于 B 端。目前，我国预制凉菜行业参与企业众多，竞争格局较分散。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，行业进一步调整分化，竞争更加激烈。

**● 公司亮点：海底捞、安井、喜家德稳定合作，募投有序推进**

目前，盖世食品产品远销全球六大洲，市场范围广泛。近年，公司对大部分大客户销售金额提升，同时每年新客户带来一定增量。公司募投项目年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造（加工）项目，2023 年 9 月已经启动试生产，公司大连工厂依托大连港口优势；淮安新工厂将凭借地理位置优势扩展华南、华东和中部等市场，有效缩短原料运输半径，扩大产品市场辐射范围，降低运输成本，更好地服务国内市场。

**● 风险提示：**海外收入占比较高的风险、主要客户产品替代风险、政策调整风险。

**财务摘要和估值指标**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	364	490	542	609	670
YOY(%)	5.6	34.8	10.6	12.4	10.1
归母净利润(百万元)	32	35	40	45	53
YOY(%)	-24.7	8.1	15.7	12.6	16.5
毛利率(%)	17.6	19.3	18.5	18.5	18.8
净利率(%)	8.9	7.1	7.4	7.5	7.9
ROE(%)	10.4	10.9	11.8	12.3	13.1
EPS(摊薄/元)	0.23	0.25	0.29	0.32	0.38
P/E(倍)	35.6	33.0	28.5	25.3	21.7
P/B(倍)	3.7	3.6	3.4	3.1	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

北交所研究团队

北交所研究

北交所首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

## 目录

1、 公司情况：国内外市场双轮驱动，近 5 年营收 CAGR 21%.....	5
1.1、 产品梳理：菌菇+水产，藻类收入占近半，鱼籽产品营收增长最快.....	5
1.1.1、 藻类：海藻沙拉（裙带菜）火爆大单品，2023 年营收同比增长率为 24.36%.....	5
1.1.2、 菌类：江苏新工厂助推菌类产能、营收提升，2023 年营收同比增长 6.92%.....	7
1.1.3、 鱼籽：大脑和骨髓的良好补充剂、滋长剂，2023 年营收同比增长 98.63%.....	9
1.1.4、 山野菜：2023 年营收同比提升速度为 17.54%，毛利率为 17.50%.....	10
1.1.5、 海珍味：横向拓展水产类预制菜，2023 年营收同比增长速度为 89.23%.....	11
1.2、 发展历程：辽宁省“专精特新”，大连、淮安双工厂.....	12
1.3、 商业模式：合同销售、自有品牌销售占主导，主营亚洲与欧洲.....	15
1.4、 财务分析：2023 年 Q2 盈利情况转好，近五年归母净利润 CAGR 12%.....	17
2、 预制菜：2025 年规模有望增至 6000 亿，行业竞争较分散.....	20
2.1、 概念解析：目前 To B 占主导约 80%，水产类占总体预制菜 27%.....	20
2.2、 发展情况：2021 年市场规模约 2100 亿，2020 年 C 端迎来消费加速.....	21
2.3、 增长逻辑：B 端预制菜使用比例增加，C 端新市场逐步放量.....	24
2.3.1、 C 端：居民收入与形态变迁驱动，快节奏生活与小单位家庭助推.....	24
2.3.2、 B 端：连锁餐饮推高预制菜使用比例，冷链运输技术打破区域限制.....	24
2.4、 竞争格局：盖世食品 ROE 稳列前二，期间费用管理较严格.....	26
3、 亮点：海底捞、安井、喜家德稳定合作，募投有序推进.....	29
3.1、 客户优势：客户市场广泛，远销全球六大洲，大客户销售金额提升.....	29
3.2、 募投：公开发行业+定增投入年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造建设.....	31
4、 盈利预测与建议.....	32
5、 风险提示.....	33
附：财务预测摘要.....	34

## 图表目录

图 1： 2018-2023 年鱼籽产品营收 CAGR 为 71.61%.....	5
图 2： 2023 年藻类营收占比 42.81%.....	5
图 3： 公司藻类产品主要包括裙带菜、海带、羊栖菜.....	5
图 4： 2024H1 藻类产品营收同比增长率 8.80%.....	6
图 5： 2023 年藻类毛利率 25.59%.....	6
图 6： 经典预制凉菜海藻沙拉荣登“中国餐饮供应链爆品 TOP20”金榜.....	6
图 7： 公司菌类藻类产品主要包括杏鲍菇、滑子菇、姬菇等.....	7
图 8： 2023 年菌类产品营收同比增长率 6.92%.....	8
图 9： 2023 年菌类毛利率为 21.44%.....	8
图 10： 盖世食品淮安新工厂以菌菇类产品为主要生产产品，背靠江苏菌菇类产地.....	8
图 11： 公司鱼籽系列主要包括飞鱼籽、明太鱼籽、多春鱼籽等.....	9
图 12： 2023 年鱼籽产品营收同比增长率 98.63%.....	10
图 13： 2024H1 鱼籽产品毛利率为 17.80%.....	10
图 14： 公司山野菜产品包括刺嫩芽、山蜇菜等.....	10
图 15： 2023 年山野菜产品营收同比增长率 17.54%.....	11
图 16： 2023 年山野菜毛利率为 17.50%.....	11

图 17: 公司海珍味产品主要包括芥末章鱼、蚬子肉、扇贝裙边等.....	11
图 18: 2022 年盖世食品接连推出新品爆品.....	11
图 19: 2023 年海珍味产品营收同比增长率 89.23%.....	12
图 20: 2023 年海珍味毛利率为 17.75%.....	12
图 21: 盖世食品 2021 年北交所上市, 成为预制凉菜第一股.....	12
图 22: 盖世食品 26 届渔博会发布 5 款新产品: 南极磷虾刺身、鱼子块沙拉、希鲮鱼子、油醋脆藕、油焖金钱菇.....	13
图 23: 下设大连、江苏淮安两个工厂, 合作有数千亩海域原料产地.....	13
图 24: 拥有国内先进的冷冻调味品智能生产线.....	14
图 25: 盖世食品控股股东为大连乐享家实业有限公司.....	14
图 26: 2023 年, 合同生产销售营收占一半以上.....	16
图 27: 2019 年合同生产销售收入中直销占比接近九成.....	16
图 28: 2020 年以来公司国内外收入占比相近.....	17
图 29: 近年国外毛利率高于国内销售毛利率 (%).....	17
图 30: 2023 年公司营收同比增长 34.75%.....	17
图 31: 2023 年公司第三季度的营收占比相对较高.....	17
图 32: 2023 年归母净利润 3487.15 万元, 同比+8.09%.....	18
图 33: 2023 年第二季度盈利情况开始转好.....	18
图 34: 2023 年公司毛、净利率分别为 19.28%、7.12%.....	18
图 35: 2023 年期间费用率分别为 8.18%.....	19
图 36: 2023 年销售费用率为 3.34%.....	19
图 37: 2023 年管理费用率为 3.44%.....	19
图 38: 2023 年财务费用率为 0.03%.....	19
图 39: 2023 年研发费用率为 1.37%.....	19
图 40: 预制菜上游为原材料种植、养殖业.....	20
图 41: 肉禽类占比最高, 超过了 50%.....	20
图 42: 预制菜行业在上世纪的美国兴起, 发展历史较长.....	21
图 43: 目前, 餐饮企业进入“万店时代”, 餐饮连锁化发展进程正在加快.....	22
图 44: 全国居民人均食品烟酒消费持续增长.....	24
图 45: 餐饮业原料、用工、房租成本较高, 降本增效是重要课题.....	25
图 46: 中国餐饮连锁化率逐年增加, 且增长率逐步加快.....	25
图 47: 2021 年中国冷链物流市场规模达 5699 亿元.....	26
图 48: 我中国冷库总容量不断增加, 2021 年超 5 千万吨.....	26
图 49: 规模以上农副食品加工业企业单位数近年来增速放缓, 竞争激烈(家).....	26
图 50: 选择海欣食品、安井食品、惠发食品、味知香为同行业可比上市公司.....	27
图 51: 盖世食品的毛利率与可比公司均值基本持平.....	27
图 52: 盖世食品的净利率较稳定与安井食品相近.....	27
图 53: 盖世食品近五年营收 CAGR 在可比公司中位列第二, 达到 21%.....	28
图 54: 盖世食品 ROE 与安井食品较为相近 (%).....	28
图 55: 盖世食品期间费用率低于可比公司均值.....	28
图 56: 盖世食品销售费用率是可比公司中最低的.....	29
图 57: 盖世食品销售费用率维持在 3%左右, 相对较低.....	29
图 58: 盖世食品客户市场范围广泛.....	29
图 59: 2020 年的第一大客户为海底捞, 销售额与占比不断提高.....	30
图 60: 2023 年 9 月盖世食品江苏淮安新工厂已经启动试生产.....	32

表 1: 裙带菜具有极高的营养价值及药用价值.....	7
表 2: 杏鲍菇营养丰富.....	8
表 3: 适量食用菌菇类食品对人健康有益.....	9
表 4: 公司高管团队共 3 人, 均在各自领域深耕多年.....	15
表 5: 销售模式主要分为合同生产销售、自有品牌销售和贸易销售三种.....	15
表 6: 境外销售交货方式有三种方式.....	16
表 7: 预制菜按照主要原料可以分为四大类.....	20
表 8: 预制菜按照主要使用途径可以分为四大类, 主要面向的市场不同.....	21
表 9: 我国预制菜行业 2010 年以前处于萌芽与初步成长时期.....	21
表 10: 各地发布预制菜行业发展领域相关政策促进行业规范化发展.....	22
表 11: 不同市场客户特点不同, 盖世食品针对性选择不同的发展模式.....	30
表 12: 与主要客户稳定合作.....	30
表 13: 2021 年募投项目主要用于两个项目.....	31
表 14: 技术园区建成后生产规模为年产 1 万吨食用菌及蔬菜调味冷冻食品.....	31
表 15: 2022 年向特定对象发行股票募资用于 4 个项目.....	31
表 16: 可比公司 PE TTM 均值为 53X.....	32

## 1、公司情况：国内外市场双轮驱动，近5年营收CAGR 21%

### 1.1、产品梳理：菌菇+水产，藻类收入占近半，鱼籽产品营收增长最快

盖世食品的主营产品可以分为藻类、菌类、鱼籽、山野菜、海珍味五大产品系列，300+种产品，1000+SKU。

营收占比上来看，2023年藻类收入占比最高42.81%，其次为鱼籽产品，占比21.85%。2018-2023年增长速度上，鱼籽类产品的营收年复合增长速度最快，达到71.61%，其次为海珍味的46.23%。

图1：2018-2023年鱼籽产品营收CAGR为71.61%

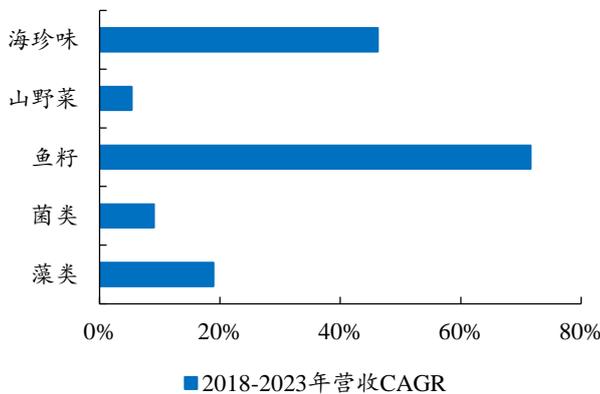
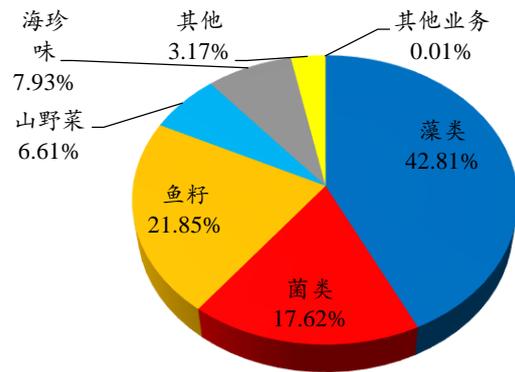


图2：2023年藻类营收占比42.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 1.1.1、藻类：海藻沙拉（裙带菜）火爆大单品，2023年营收同比增长率为24.36%

盖世食品的藻类产品主要包括裙带菜、海带、羊栖菜等。

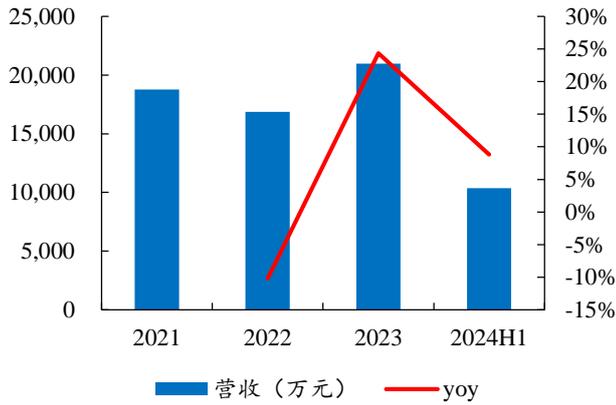
图3：公司藻类产品主要包括裙带菜、海带、羊栖菜



资料来源：公司官网

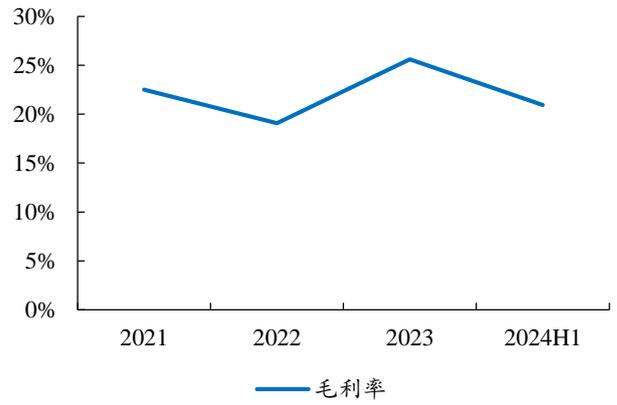
从营收端来看，公司藻类产品2021年营收规模已经达到1.88亿元，2022年略有收缩，2023年上半年重新恢复增长，同比增长率为19.00%。同期藻类产品的毛利率在2022年也出现小幅度下滑，2023年H1回升至23.86%，超过了2021年的毛利率水平22.49%。

图4：2024H1 藻类产品营收同比增长率 8.80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年藻类毛利率 25.59%



数据来源：Wind、开源证券研究所

以海藻沙拉为代表的裙带菜系列产品是公司藻类产品中销量大单品。经典预制凉菜海藻沙拉荣登“2021-2022 中国餐饮创新双年大会”的 2021 年和 2022 年“中国餐饮供应链爆品 TOP20”金榜。

图6：经典预制凉菜海藻沙拉荣登“中国餐饮供应链爆品 TOP20”金榜



资料来源：公司官网、公司官方公众号

我国是全球最主要的裙带菜生产国，2021 年我国裙带菜产量达到 21.2 万吨（千重），辽宁和山东是我国裙带菜主要生产区域。

藻类产品主要原料裙带菜的产季为每年的 3-4 月份、海带的产季为每年 4-5 月份，由于原材料大部分已经实现了原材料半成品化初加工，盐渍品保质期较长，可达 24 个月，储存方便且储存成本低，年度内半成品原料供应相对稳定，原材料市场采购受季节性限制较小。

裙带菜具有极高的营养价值及药用价值，不仅含有丰富的蛋白质，维生素和矿物质，还含有褐藻胶、褐藻糖胶、甘露醇、高不饱和脂肪酸、岩藻甾醇、有机碘、甾醇类化合物、膳食纤维等多种具有独特生理功能的活性成分。这些活性成分具有多种生物活性作用，在抗病毒、抗肿瘤、降血压、减肥以及心脑血管疾病治疗等方面具有很好的功效。

裙带菜还含有人体健康不可缺少的矿物质元素，裙带菜中含有丰富的钙与碘，钙的含量为 1.3g/100g 干燥裙带菜，含钙量是“补钙之王”牛奶的 10 倍以上；碘的含量为 0.6g/100g 干燥裙带菜，完全可以满足人们对碘的需求。除此之外，裙带菜还含有镁、铁、锌、钠、钾等微量元素。

表1：裙带菜具有极高的营养价值及药用价值

作用物质	作用
褐藻糖胶	调节血脂，降低胆固醇；增强免疫，预防癌症；抗凝血功能，预防心血管疾病
岩藻甾醇	增强免疫，预防癌症
裙带菜孢子叶	对肺癌具有明显的抑制作用
膳食纤维	预防大肠癌的发生

资料来源：中国水产品公众号、开源证券研究所

此外，裙带菜的做法十分丰富，可以和许多食材搭配食用，不同的组合带来不同的口感和功效，符合多个国家的口味和需求。日本的饮食中，裙带菜最常见的吃法是和豆腐、味噌酱一起，再加葱末、胡萝卜，做成味噌汤；也可以直接加醋凉拌，做成凉拌裙带菜；或者和鲑鱼肝一并作为开胃菜。韩国料理则更喜欢用裙带菜做汤，也常用于炒、煮等多种做法。法国人则喜欢把裙带菜点缀在鹅肝和上，丰富口感的同时能够解油腻。

### 1.1.2、菌类：江苏新工厂助推菌类产能、营收提升，2023 年营收同比增长 6.92%

盖世食品的第二大产品系列为菌类，主要包括杏鲍菇、滑子菇、姬菇等。

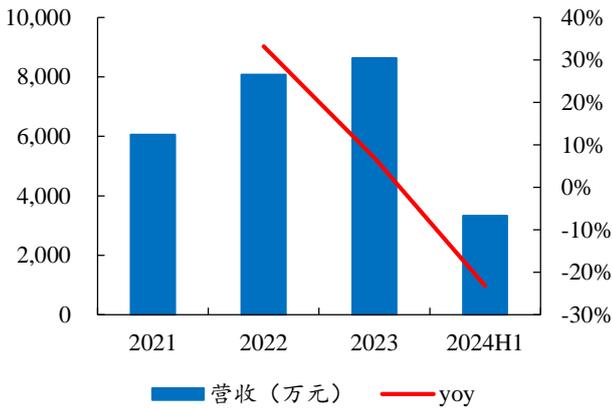
图7：公司菌类藻类产品主要包括杏鲍菇、滑子菇、姬菇等



资料来源：公司官网

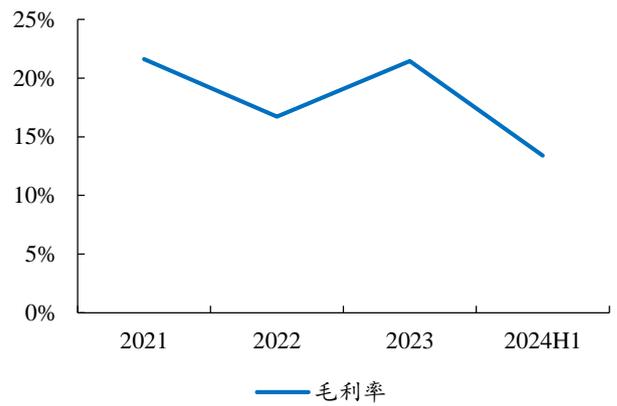
公司大客户采购菌类产品数量增加，菌类产品 2022-2023 年增长速度较快，2022 年营收规模达到 8072.32 万元，同比增长 33.16%；2023 年实现营收 8630.79 万元，同比增长率 6.92%，对应的毛利率水平为 21.44%。

图8：2023年菌类产品营收同比增长率6.92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023年菌类毛利率为21.44%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年，公司在募投项目“年产1万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目”的基础上启动“年产1.5万吨预制凉菜智能制造（加工）项目”建设，有助于公司转移菌类、蔬菜类等产品的生产能力，缓解大连生产基地产能不足的局面。

根据公司投资者关系活动披露，盖世食品的江苏新工厂，资金已经投入完毕，江苏工厂达产后年总产能预计不低于1.5万吨。目前公司江苏工厂的调味食用菌部分产线已可以生产，其余产线已进入调试状态，未来会陆续正式生产，有望对公司菌类产品产能、营收占比的提升形成有效推动力。

作为募投项目新工厂主要发力点的菌菇和蔬菜类产品或将为盖世食品的未来新增长点。

图10：盖世食品淮安新工厂以菌菇类产品为主要生产产品，背靠江苏菌菇类产地



资料来源：公司官方公众号

以调味菌类的重要原材料杏鲍菇为例，其营养丰富，富含蛋白质，碳水化合物，维生素及多种矿物质，钙 142.4 μg/g、镁 1214.3 μg/g、铜 11.5 μg/g、锌 79.6 μg/g、锰 13.4 μg/g、铁 101.8 μg/g、钾 1.81%、磷 1.45%。

表2：杏鲍菇营养丰富

元素	含量	比较
粗蛋白	20%	茶薪菇 23.11%、香菇 25.27%、木耳 6.83%
粗脂肪	3.50%	茶薪菇 6.5%、香菇 4.40%、木耳 0.76%
粗纤维	13.28%	茶薪菇 10.4%、姬松茸 6.11%

元素	含量	比较
灰分	6.10%，说明矿物质含量较高	
多糖	6.3%	茶树菇 2.3%、香菇 5.7%、姬松茸 6.5%
17 种氨基酸	15.85%	
人体必需氨基酸	6.65%	

资料来源：探秘千菌方公众号、开源证券研究所

适量使用菌菇类食品可以提高人体免疫功能，对人体具有抗癌，降血脂，润肠胃以及美容等作用。

**表3：适量食用菌菇类食品对人健康有益**

作用	原理
祛脂降压	软化和保护血管，有降低人体中血脂和胆固醇的作用
提高免疫力	杏鲍菇蛋白质是维持免疫机能最重要的营养素，为构成白血球和抗体的主要成分
消食	杏鲍菇有助于胃酸的分泌和食物的消化，宜于治疗饮食积滞证
防病	对胃溃疡、肝炎、心血管病、糖尿病也具有一定的预防和治疗作用
美容养颜	改善身体新陈代谢

资料来源：中国食用菌协会公众号、开源证券研究所

在消费者对健康饮食，减少肉类摄入量的背景下，蘑菇作为肉的一种高蛋白替代品在众多替代品中脱颖而出，食用菌市场也在逐年扩大。根据中国食用菌协会数据，2021 年全国食用菌总产量 4133.96 万吨（鲜品），比 2020 年增长 1.79%；2021 年总产值 3475.63 亿元，比 2020 年增长 0.29%；2022 年全国食用菌总产量 422.54 万吨，总产值 3887.22 亿元。

### 1.1.3、鱼籽：大脑和骨髓的良好补充剂、滋长剂，2023 年营收同比增长 98.63%

盖世食品的鱼籽系列主要包括飞鱼籽、明太鱼籽、多春鱼籽等。

**图11：公司鱼籽系列主要包括飞鱼籽、明太鱼籽、多春鱼籽等**



资料来源：公司官网

鱼籽有很高的营养价值，含有卵清蛋白、球蛋白、卵类粘蛋白和鱼卵鳞蛋白等人体所需的营养成分，而且味道鲜美。鱼籽含有的大量的蛋白质、钙、磷、铁、维生素、核黄素、胆固醇，是人类大脑和骨髓的良好补充剂、滋长剂。

鱼籽每 100 克含有水分 63.85~85.29 克；脂肪 0.63~4.19 克；粗蛋白质 12.08~33.01 克；粗灰分 1.24~2.06 克。粗灰分中又含有大量的磷酸盐和石灰质，其中磷酸盐的平均含量达到了 46% 以上，是人脑及骨髓的良好滋补品。卵中维生素 A、B、D 的含量

也很丰富、而维生素 A 可以防止眼疾，维生素 B 可防治脚气和发育不良，维生素 D 可防治佝偻病。此外，鱼卵中还含有丰富的蛋白质和钙、磷、铁等矿物质，以及大量的脑磷脂一类营养。这些营养素对人体，尤其是对儿童生长发育极为重要，又是日常膳食中比较容易缺乏的。

营收端上，鱼籽产品为近年营收增长最快的产品，2023 年营收规模已经达到 1.07 亿元，同比增长速度为 98.63%，在总营收中的占比从 2017 年的 2.40% 提升至 2023 年的 21.85%。2024H1 实现营收 5448.23 万元，同比增长 14.63%。

盈利能力上，2021 年鱼籽产品毛利率为 23.70%，2022 年毛利率略有下滑，由于 2023 年一季度多春鱼籽单价下降幅度较大，2023 年的鱼籽产品毛利率下滑至 7.67%，随着高价鱼籽存货的消耗，2024H1 毛利率回升至 17.80%。

图12: 2023 年鱼籽产品营收同比增长率 98.63%

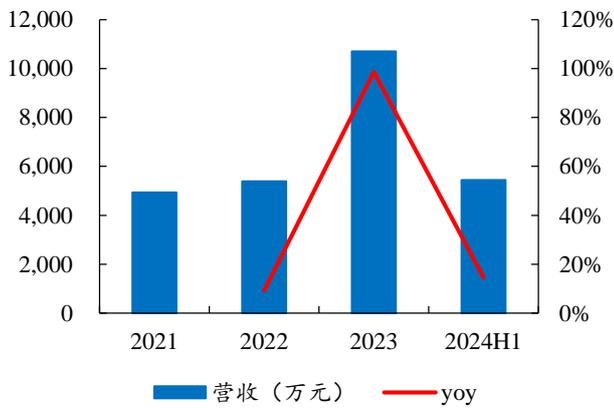
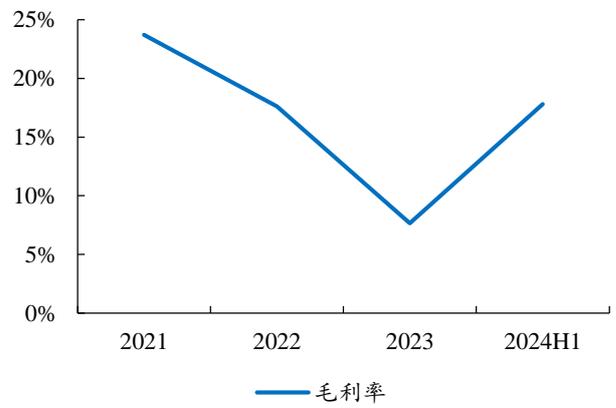


图13: 2024H1 鱼籽产品毛利率为 17.80%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.1.4、山野菜: 2023 年营收同比提升速度为 17.54%，毛利率为 17.50%

山野菜产品包括刺嫩芽、山蜇菜等。

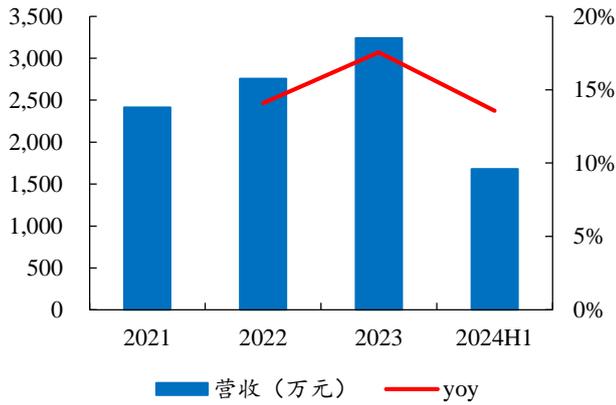
图14: 公司山野菜产品包括刺嫩芽、山蜇菜等



资料来源: 公司官网

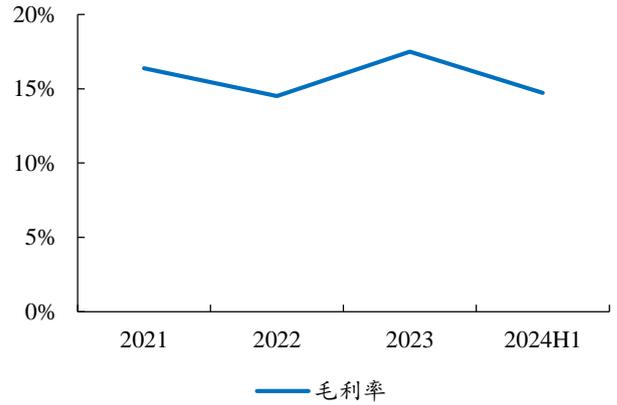
营收规模上，山野菜类产品维持稳定增长，2023 年营收规模达到 3238.84 万元，同比提升 17.54%，对应毛利率 17.50%；2024H1 实现营收 1678.46 万元，同比增长 13.57%。

图15: 2023 年山野菜产品营收同比增长率 17.54%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023 年山野菜毛利率为 17.50%



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.1.5、海珍味：横向拓展水产类预制菜，2023 年营收同比增长速度为 89.23%

盖世食品的海珍味产品主要包括芥末章鱼、蚬子肉、扇贝裙边等。

图17: 公司海珍味产品主要包括芥末章鱼、蚬子肉、扇贝裙边等



资料来源: 公司官网

除了经典海藻类预制菜以外，盖世食品还在不断横向拓展水产类预制菜的产品种类，2022 年接连推出新品爆品，先后推出了鲟鱼鱼子酱、美式煮海鲜、东北酸菜鱼等新的预制菜品类，许多直播机构及顶流主播纷纷带货盖世海味馆美式煮海鲜，根据盖世公众号数据，年底一场带货的单场直播，销量超过 17000 份。不断推出的新品类也让盖世食品的产品覆盖从“即食食品”类别的预制凉菜逐步向广义预制菜中主要面对 C 端的“即热食品”类别扩展。

图18: 2022 年盖世食品接连推出新品爆品

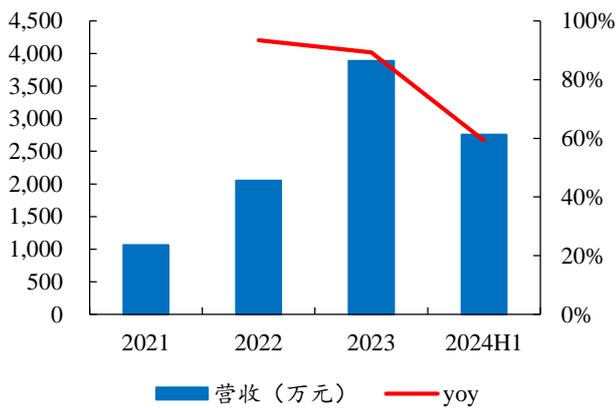


资料来源: 公司官方公众号

盖世最新研发的创新预制菜“金汤东北酸菜鱼”在 2021-2022 中国餐饮创新双年大会上获得“中国餐饮供应链爆品”荣誉，该产品是国内首款以东北酸菜为主要原料之一且已获得成功的酸菜鱼预制菜，打破了百亿级酸菜鱼预制菜市场“南方酸菜一统天下”的格局。

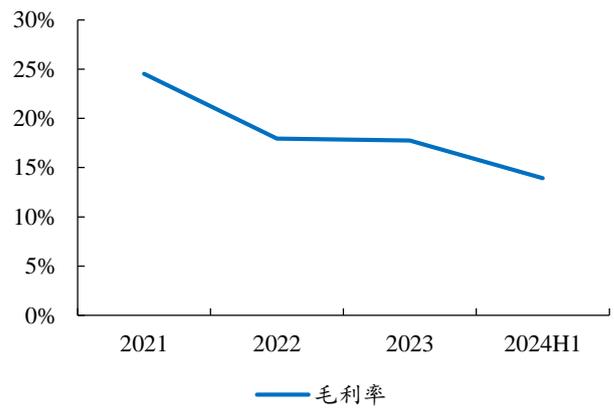
营收上，海珍味 2022-2024H1 增长较快，同比增速分别为 93.37%、89.23%、59.28%。2023 年海珍味产品营收规模达到 3886.98 万元，对应毛利率为 17.75%。2022 年海珍味营收增长幅度较大主要原因为公司大力拓展新客户，海珍味产品客户数量较 2021 年增加 133.33%，2023 年公司在拓展客户的基础上蓄力发展公司战略产品。

图19：2023 年海珍味产品营收同比增长率 89.23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2023 年海珍味毛利率为 17.75%

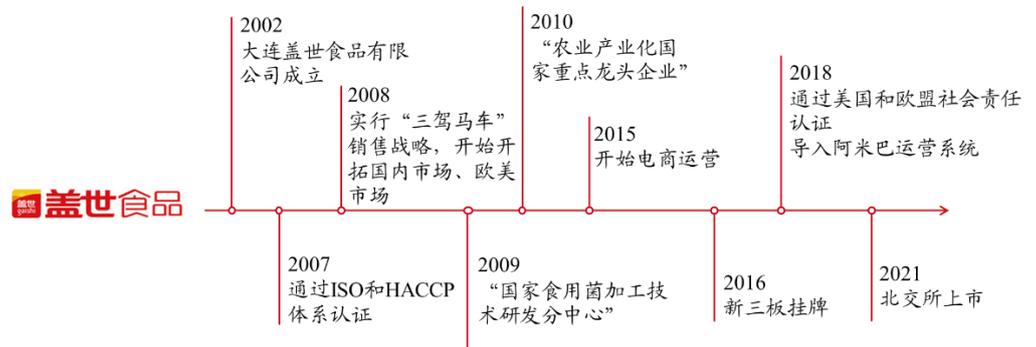


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、发展历程：辽宁省“专精特新”，大连、淮安双工厂

盖世食品成立于 2002 年，以海藻、食用菌、鱼籽等系列海珍品为主要食材，为国内、外餐饮企业提供预制凉菜的高新技术企业。2016 年 4 月，公司在新三板挂牌，2021 年 11 月 15 日登陆北交所，成为预制凉菜第一股。

图21：盖世食品 2021 年北交所上市，成为预制凉菜第一股



资料来源：公司官网、开源证券研究所

2022 年 1 月，盖世食品出口日本的一批预制凉菜获得了旅顺海关签发的大连市旅顺关区首份 RCEP 原产地证书，公司由此成为旅顺关区享受 RCEP 协定和经核准出口商双重利好政策的首家企业，促进公司国际业务发展进一步提速。

2022 年 11 月，盖世食品参展第五届中国国际食品博览会，迈出了强力拓展长三

角市场的重要一步，受到了全国各地乃至国外预制菜买手、专业观众以及 C 端客户的高度关注。

2023 年 10 月 25 日，盖世食品亮相第 26 届中国国际渔业博览会和中国国际水产养殖展览会，并于渔博会首日举办了“盖世食品新品发布会”，发布 5 款新产品：南极磷虾刺身、鱼子块沙拉、希鲮鱼子、油醋脆藕、油焖金钱菇。

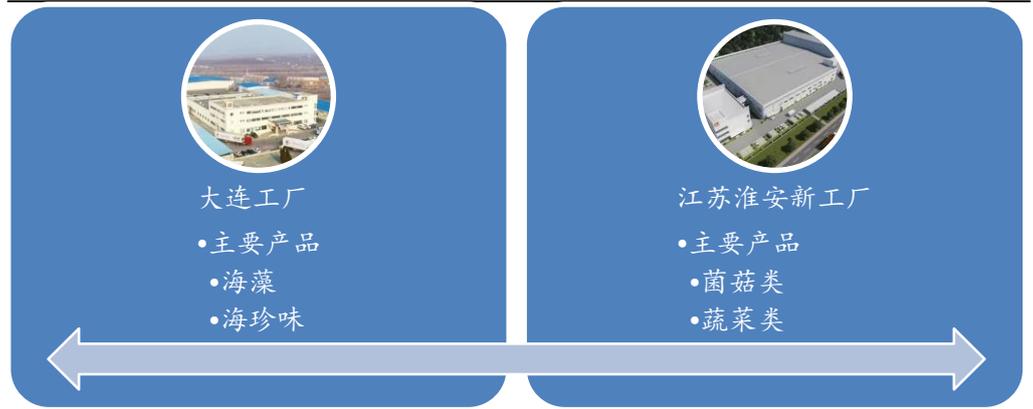
图22：盖世食品 26 届渔博会发布 5 款新产品：南极磷虾刺身、鱼子块沙拉、希鲮鱼子、油醋脆藕、油焖金钱菇



资料来源：公司官网

目前，盖世食品下设大连和江苏淮安两个工厂。

图23：下设大连、江苏淮安两个工厂，合作有数千亩海域原料产地

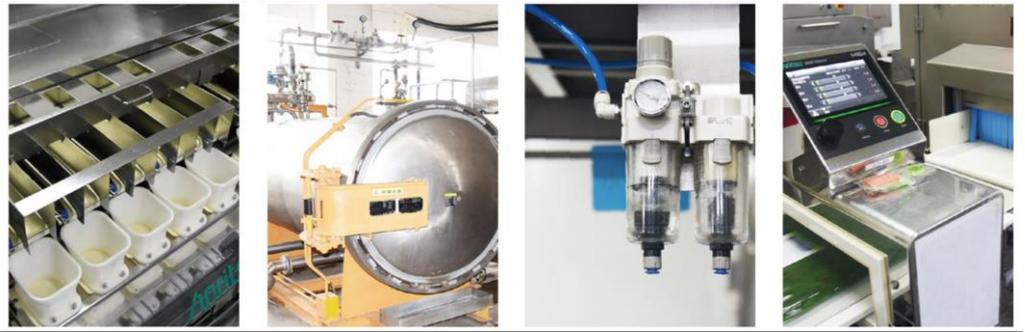


资料来源：公司官网、开源证券研究所

盖世食品所在的旅顺口区为辽宁省裙带菜出口示范区，并于 2014 年被国家质检总局正式批准为国家级示范区。江苏工厂坐落于全国工厂化食用菌生产聚集地，背靠山东广大的蔬菜生产基地，主要是生产菌类、蔬菜类产品，发挥江苏菌菇类、山东蔬菜类产地优势；地处广阔的长三角市场，500 公里半径内 GDP 总量达到全国的四分之一。

盖世食品拥有全自动裙带菜生产线、全自动杏鲍菇生产线、全自动速冻生产线等先进生产设备；国内先进的冷冻调味品智能生产线，引进先进加工设备配合先进加工工艺，提升产品生产效率，保证产品质量。

图24：拥有国内先进的冷冻调味品智能生产线



资料来源：公司官网

公司先后被国家、省、市各部授予国家级农业产业化重点龙头企业、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、国家科技兴海产业示范基地核心企业、全国主食加工业示范企业、大连市食品安全示范企业、2022年度辽宁省专精特新“小巨人”企业等。

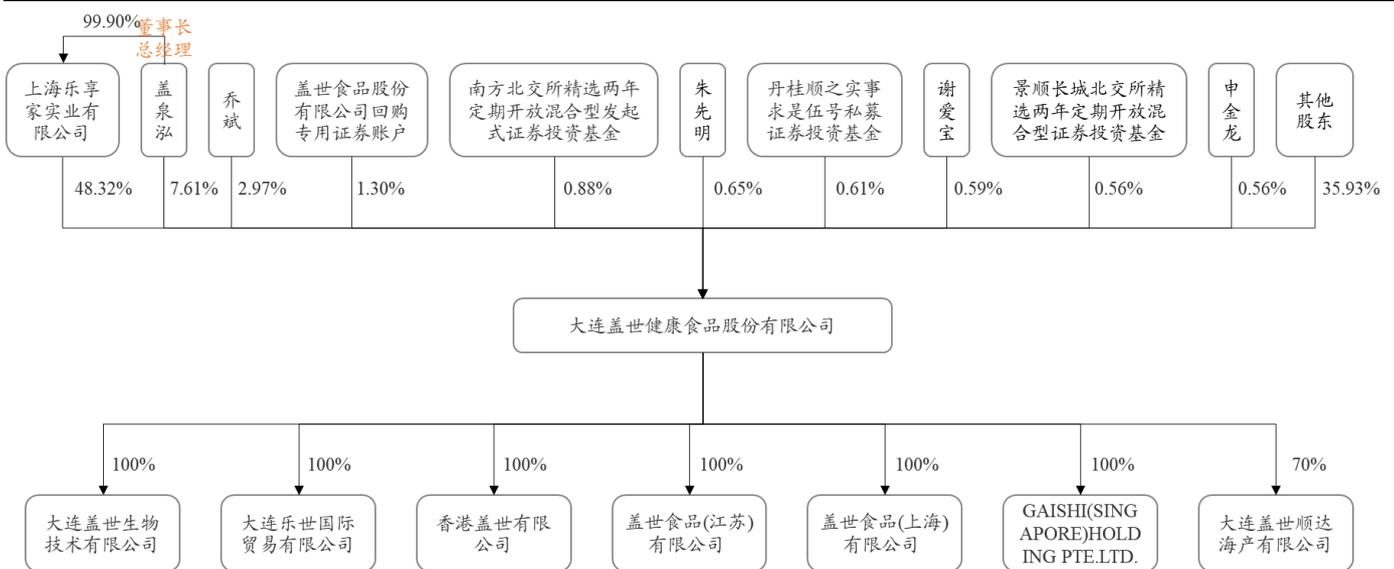
此外，在NCBD（餐宝典）2022年7月发布的“2022中国餐饮金饕奖 中国预制菜企业TOP50”榜单中，盖世食品高居第8位。

在促进行业发展方面，公司成功推动国家卫计委修订国标GB2760，使得调味裙带菜标准与世界接轨，促进预制凉菜行业国际化发展。

在研发方面，公司通过自主研发，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。根据公司2024年半年度报告披露，截至2024年6月30日，公司已获得专利35项（其中发明6项、实用新型29项）。

截至2024年7月22日，盖世食品的控股股东为上海乐享家实业有限公司，持股比例为48.32%；实际控制人为盖泉泓，直接持股比例7.61%，还通过持有上海乐享家实业有限公司99.90%的股份对盖世食品形成间接持股。

图25：盖世食品控股股东为大连乐享家实业有限公司



资料来源：Wind、开源证券研究所（股东数据截至2024年7月22日，参控股数据截至2024年6月30日）

根据公司2024年4月公告，盖世食品拟联合凯宇星辉、金桥食品成立合资企业江苏盖世肉大厨食品有限公司（以最终工商登记信息为准），将以肉类食品加工及销售为主业，聚焦牛肉、羊肉类的原料贸易、初加工品、调理制品、预制菜品等的加工及销售业务，拓展国内外上下游进销货渠道及大宗贸易、经销商、餐饮供应链、餐饮直供等线上线下并行的业务渠道。

公司高管团队共3人，均在各自领域深耕多年。

**表4：公司高管团队共3人，均在各自领域深耕多年**

职位	姓名	持股数（万股）	简历
董事长	盖泉泓	1,069.01	男，1966年6月出生，硕士学历，中国国籍，无境外永久居留权。1989年9月至1993年12月任辽宁省对外贸易(集团)公司农产品部经理。1994年1月至2002年3月任大连格林食品有限公司总经理。2002年4月至2015年9月任大连盖世食品有限公司董事长，总经理。2015年10月至今任股份公司董事长，总经理。
财务负责人	黄先锋	-	男，1979年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002年8月至2004年3月，任辽宁华曦集团会计；2004年3月至2005年6月，任大连精工电子有限公司成本会计；2005年6月至2013年7月，任大连大显泛泰通信有限公司财务负责人；2013年8月至2017年4月，任大连辽机路航特种车制造有限公司财务总监；2017年5月至2019年2月，任大连鸿峰生物科技有限公司财务总监；2019年3月至2022年6月，任大连奇凯医药科技有限公司财务总监；2022年7月至2024年4月，任大连科利德半导体材料股份有限公司财务副总监；2024年4月加入盖世食品股份有限公司，负责财务部门相关业务。
董秘	杨懿	22.32	女，1982年07月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中级会计师。2005年毕业于大连民族大学，本科学历。2007年4月至今任职于大连盖世健康食品股份有限公司财务部。

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：持股数据截至2024H1）

### 1.3、商业模式：合同销售、自有品牌销售占主导，主营亚洲与欧洲

目前公司的销售模式主要分为合同生产销售、自有品牌销售和贸易销售三种类型。自有品牌销售模式主要分为经销、直销和电商三种。直销客户以餐饮企业为主，经销客户以食品经销企业为主，电商客户以京东自营和公司天猫、淘宝、京东等电商平台旗舰店所面向的终端网购消费者为主。

**表5：销售模式主要分为合同生产销售、自有品牌销售和贸易销售三种**

销售模式	主要服务	具体内容/分类	客户
合同生产销售	向品牌运营商提供产品开发、生产和技术服务	根据客户需求特点，通过系统的市场调研与研发，向客户提供产品定位、配方研究及成品生产等全流程服务	境外品牌商为主、境内品牌商为辅
自有品牌销售	通过大型餐饮企业和食品经销企业等渠道销售公司产品	经销	食品经销企业
		直销	餐饮企业为主
		电商	京东自营、公司天猫、淘宝、京东等电商平台旗舰店所面向的终端网购消费者
贸易销售	通过购买产品后直接销售或简单包装后对外销售		

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

目前，合同销售、自有品牌销售占比占主导，2023 年分别占比 50.43%、38.95%；贸易销售占比相对较小。自有品牌销售的分类中，直销模式是主要的自有品牌销售模式，电商占比较小。

图26：2023 年，合同生产销售营收占一半以上

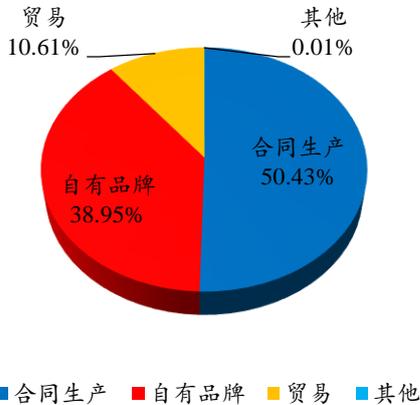
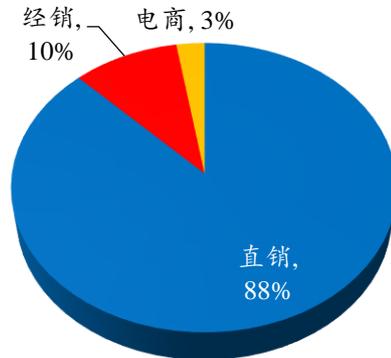


图27：2019 年合同生产销售收入中直销占比接近九成



数据来源：公司 2023 年年报、开源证券研究所

数据来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

公司境外产品销售范围比较广，主要集中在亚洲和欧洲。在境外销售交货方式上，主要分为 FOB、CIF 及 CFR 三种方式，具体的模式选择主要依据客户的偏好，三种模式对应的营收比例每年变化较小。

表6：境外销售交货方式有三种方式

境外销售交货方式	解析
FOB	船上交货价，也称为“离岸价”指当货物在指定的装运港越过船舷，并办理了出口清关手续，卖方即完成交货。
CIF	成本加保险费加运费，货价的构成因素中包括从装运港至约定目的地港的通常运费和约定的保险费，装运港被装上承运人船舶时即完成交货。
CFR	成本加运费，指在装运港船上交货，卖方需支付将货物运至指定目的地港所需的费用。但货物的风险是在装运港船上交货时转移。

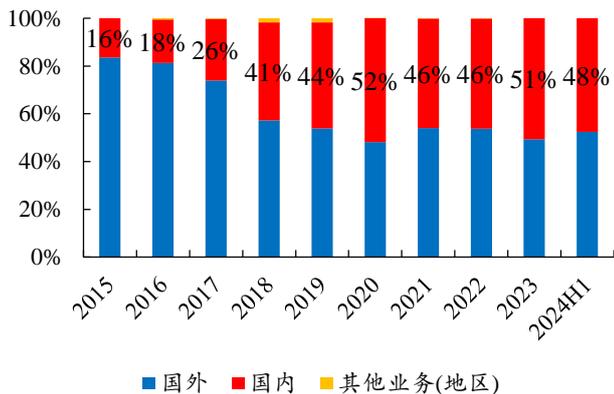
资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

国内的销售网络分布来看，盖世食品主要销售地区为长三角、大湾区、京津冀等地区。公司在开拓华南地区的同时，积极布局华中、华东两大区，分别在北京、上海设立子公司；同时，公司的互联网销售网络逐步搭建中，继京东、淘宝等传统电商平台开设专卖店外，抖音直播、小红书入驻等渠道也在逐步实施。

营收端占比上，2015-2020 年，公司国内收入占比不断增加；2020 年以来，公司国内外收入占比维持相近水平。2024H1，公司内销收入占比 47.55%。

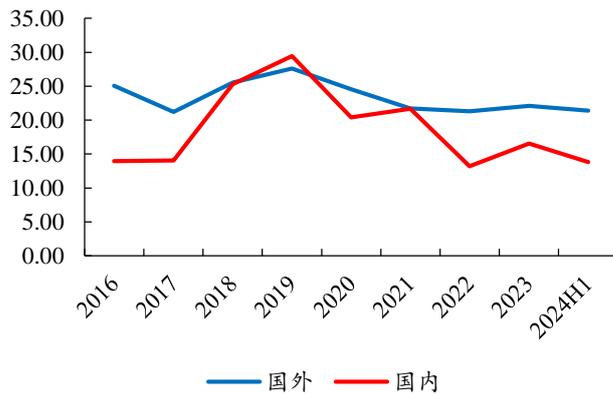
盈利能力上，2022 年至今的内销销售毛利率相对平稳，略低于国外销售的毛利率。2023 年，公司国内、国外销售毛利率分别为 16.56%、22.09%。

图28：2020年以来公司国内外收入占比相近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：近年国外毛利率高于国内销售毛利率 (%)

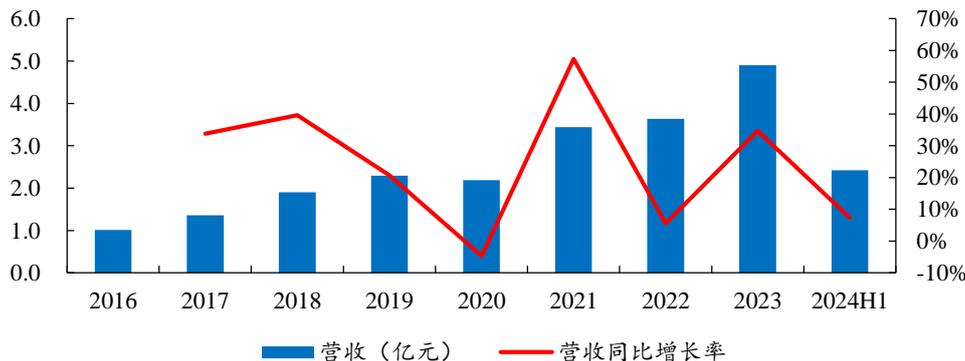


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.4、财务分析:2023年Q2盈利情况转好,近五年归母净利润CAGR 12%

公司的总营收自2018年至2023年的CAGR为20.84%，2023年营收达到4.90亿元，同比增长34.75%；2024H1公司营收2.42亿元，同比增长7.39%。

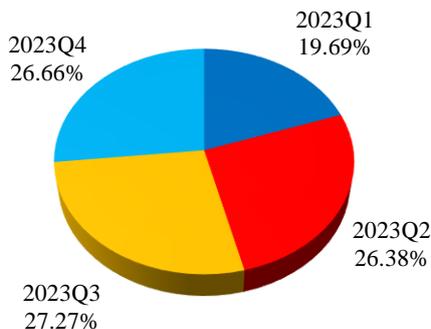
图30：2023年公司营收同比增长34.75%



数据来源：Wind、开源证券研究所

从营收的全年分布来看,2023年公司第三季度的营收占比相对较高,达到27.27%,下半年的营收合计占比全年的53.93%。

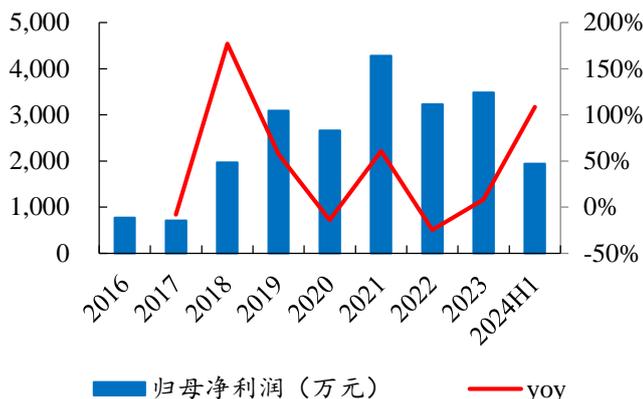
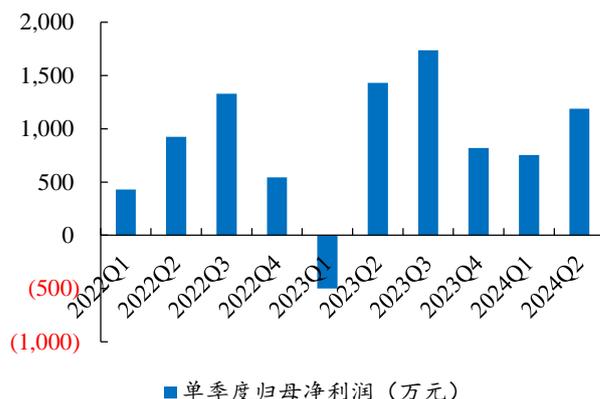
图31：2023年公司第三季度的营收占比比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上看,2018年,公司的归母净利润大幅提高,2018年至2023年的CAGR为12.12%,2023年实现归母净利润3487.15万元,同比变化率为8.09%;2024H1公司实现归母净利润1942.03万元,同比增长108.39%。

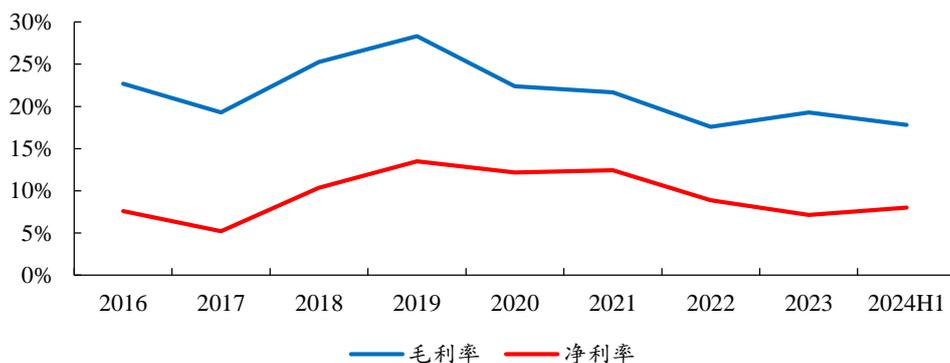
从单季度情况来看,2023年第一季受到多春鱼鱼籽价格较大幅下降影响,归母净利率为-500.01万元,后续第二季度、第三季度、第四季度单季度盈利情况逐渐改善,单季度归母净利润分别同比提升54.90%、30.67%、50.67%。

**图32: 2023年归母净利润3487.15万元,同比+8.09%**

**图33: 2023年第二季度盈利情况开始转好**


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

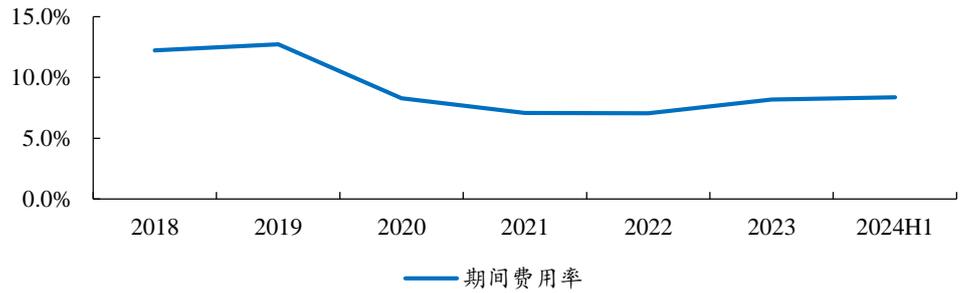
公司2019年毛利率较高,达到28.33%,此后回落至2022年17.57%,2023年有所提升,毛利率为19.28%。2018年以来,公司净利率基本在10%附近波动,2023年净利率为7.12%。

**图34: 2023年公司毛、净利率分别为19.28%、7.12%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

从期间费用管理方面,2019-2021年盖世食品的期间费用率有所下降,随后较为平稳。2023年期间费用率分别为8.18%。

图35：2023年期间费用率分别为8.18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着公司销售地区的扩展和渠道拓展，公司销售费用逐年增加，2023年提升至1638.07万元，总营收中占比提升至3.34%，同比增长46.8%，后续随着销售网络的铺开，销售人员或将逐渐增加。2023年管理费用为1684.25万元，占总营收的比例基本保持稳定，2023年管理费用率为3.44%。

图36：2023年销售费用率为3.34%

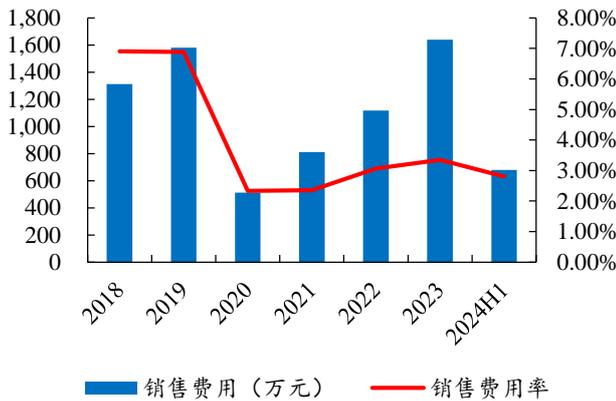
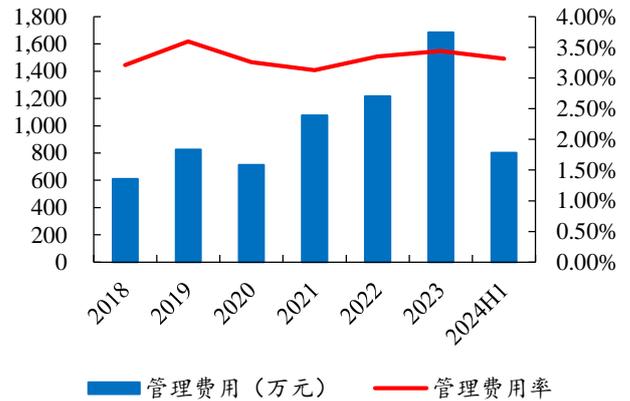


图37：2023年管理费用率为3.44%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司研发费用率基本在1.6%上下波动，2023年研发费用为672.76万元，在总营收中占比1.37%；2024H1研发费用517.47万元，总营收中占比提升至2.13%。

图38：2023年财务费用率为0.03%

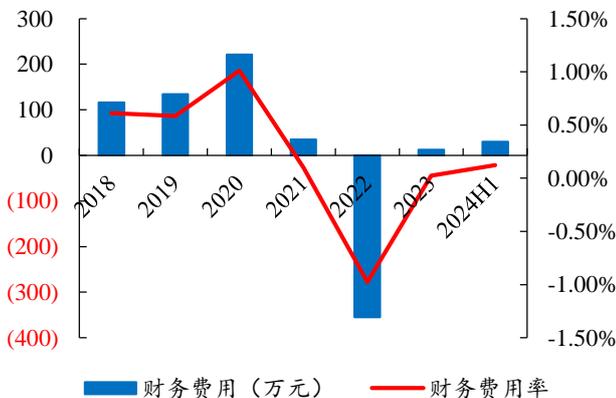


图39：2023年研发费用率为1.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

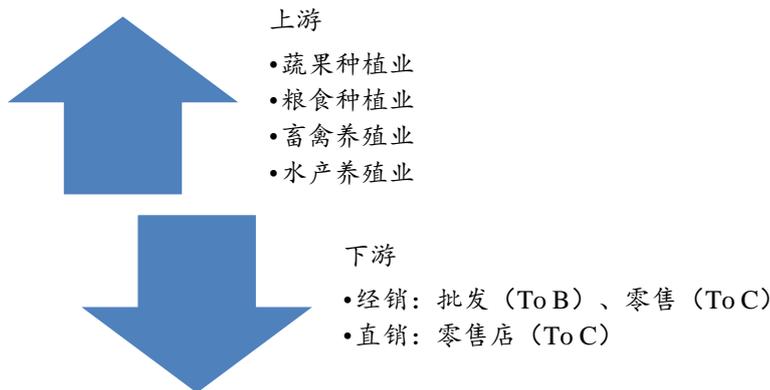
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、预制菜：2025 年规模有望增至 6000 亿，行业竞争较分散

### 2.1、概念解析：目前 To B 占主导约 80%，水产类占总体预制菜 27%

盖世食品主营业务是海洋食品和食用菌食品等预制即食预制凉菜的研发、生产和销售，所属行业为农副食品加工业。预制菜实质以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，经预加工（如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味）而成的成品或半成品。

**图40：预制菜上游为原材料种植、养殖业**



资料来源：红餐产业研究院、开源证券研究所

具体细分上，预制菜可以按照主要原料可以分为肉类、水产类、粮食类、果蔬菌四大类。

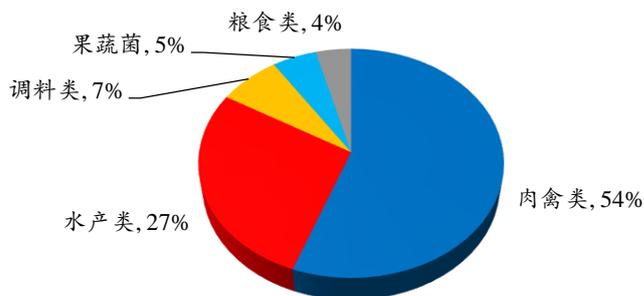
**表7：预制菜按照主要原料可以分为四大类**

分类	产品
肉类	猪牛肉家禽类预制菜肴，腊肠，香肠，火腿，肉丸等
水产类	海鲜水产菜肴、水产调理食品及深加工制品等
粮食面点类	面店预制菜、速冻水饺、包子、馒头等
蔬果菌类	即炒即食净菜、速冻蔬菜、调理菜、酱菜、食用菌类等

资料来源：红餐产业研究院、开源证券研究所

从原料分类的占比来看，肉禽类的占比最高，其次是盖世食品主营的水产类预制菜。

**图41：肉禽类占比最高，超过了 50%**



资料来源：红餐产业研究院、开源证券研究所

从使用方式角度，预制菜可以分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四大类。

**表8：预制菜按照主要使用途径可以分为四大类，主要面向的市场不同**

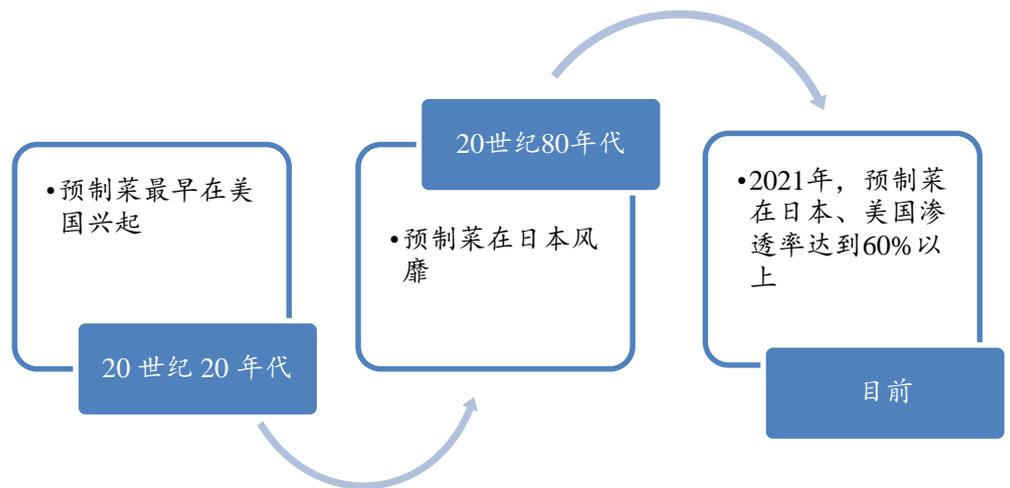
分类	特点	典型产品
即食食品	开袋即食，主要面向 C 端	预制麻辣小龙虾、佛跳墙等
即热食品	C 端为主，大包装料理包会流向 B 端市场	水产料理包、酸菜鱼、烤鱼
即烹食品	2020 年以前以 To B 为主，目前向 To C 市场转变，属于深加工水产制品	鱼丸、虾球、虾饺等
即配食品	To B 为主，C 端主要流入 KA 超市	生虾仁、鱼片等

资料来源：红餐产业研究院、开源证券研究所

## 2.2、发展情况：2021 年市场规模约 2100 亿，2020 年 C 端迎来消费加速

国外预制菜行业最早在美国兴起，起源于上个世纪，发展历史较长。目前，国外预制菜产品类别丰富，几乎涵盖所有食品及原材料，包括鲜冷冻肉、海鲜、家禽、果蔬等，海外预制菜市场发展更为成熟。

**图42：预制菜行业在上世纪的美国兴起，发展历史较长**



资料来源：财经网、开源证券研究所

广义预制菜来说，于上世纪 80、90 年代在我国出现，2000 年左右开始出现预制菜企业，近年发展速度逐步加快。

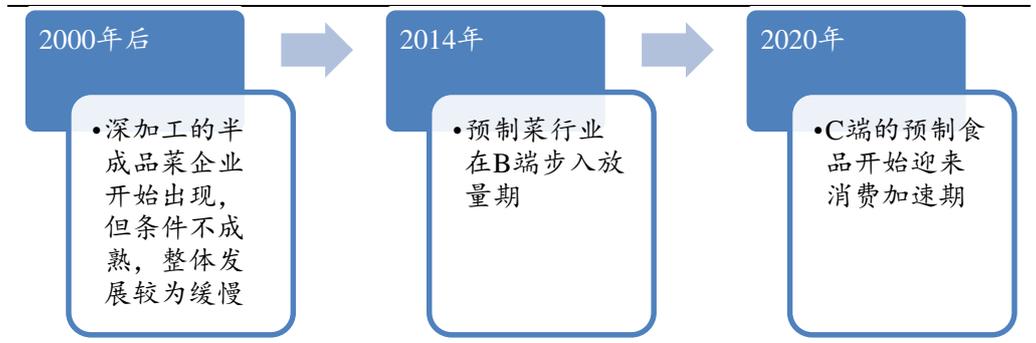
**表9：我国预制菜行业 2010 年以前处于萌芽与初步成长时期**

阶段	生产方	需求方	产品特点
萌芽期（80、90 年代）	代工厂为主，无明确品牌	西式快餐品牌引入，催生对净菜或统一性的快餐半成品需求	西式快餐用的处理过的食材净菜
成长期（2000 年-2009 年）	品牌出现：预制菜：味知香、彭记坊、新聪厨；餐饮：全聚德、新雅；供应链：乐禾食品	中式餐厅需要净菜和半成品，消费者偶尔购买老字号餐饮预制菜	主要是一些处理过的食材净菜、还有即食、即烹食品

阶段	生产方	需求方	产品特点
快速发展初期（2010-2019年）	出现专业预制菜企业	餐厅规模化、连锁化，需要大量半成品和成品食物，外卖 B 端需求大量预制菜。C 端消费者生活节奏加快，偏好预制菜	食品种类更广，形式增多。四类预制菜大多依旧流入 B 端市场，C 端市场发展迅猛
快速发展期（2020 年至今）	预制菜第一股上市：味知香	餐饮企业连锁化加剧，降本增效需求。疫情改变消费习惯、家庭结构转变，宅经济一人食对预制菜需求增加	品类更广，菜系种类日渐丰富，更便捷更美味预制菜备受欢迎

资料来源：红餐产业研究院、开源证券研究所

图43：目前，餐饮企业进入“万店时代”，餐饮连锁化发展进程正在加快



资料来源：公司 2021 年年度报告、《2021 年中国连锁餐饮行业报告》、开源证券研究所

根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》显示，2021 年我国预制菜行业市场规模约为 2,100 亿元，到 2025 年行业规模有望增长至 6,000 亿元左右，销售渠道 85% 以上集中于 B 端。京东发布的《2023 春节假期消费趋势》显示，春节期间预制菜成交额同比增长超 6 倍。

2022 年 11 月 5 日，中国保护消费者基金会预制菜工作委员会成立仪式在北京举行。预制菜工委将组织预制菜行业专家、龙头企业共同推动“预制菜行业标准建设”，搭建预制菜产业链大数据平台，完善产品溯源体系，推动消费安全保险等，让消费者做到“买得放心，用得安心”。

同时，各地也在预制菜行业发展领域发布相关政策，促进预制菜行业快速、高效、健康发展。

表10：各地发布预制菜行业发展领域相关政策促进行业规范化发展

时间	相关政策/措施	发布主体	重点内容与意义
2023 年 2 月 6 日	颁发全市首张包含“预制菜”的食品生产许可证	上海市浦东新区市场监管局	2 月 1 日《上海市预制菜生产许可审查方案》实施后，全市首张包含“预制菜”的食品生产许可证。
2023 年 1 月	《上海市预制菜生产许可审查方案》	上海市市场监管局	该方案是全国首个真正意义上的预制菜领域生产许可审查规范性文件，明确了上海市范围内 8 大类 23 小类食品纳入预制菜范围，速冻、冷冻、冷藏、常温预制菜确认了相应生产许可分类目录及审查依据，特别增设了“其他食品：非即食冷藏预制菜”

时间	相关政策/措施	发布主体	重点内容与意义
			品种明细,助力上海市率先实现预制菜全品类产品的准产落地,消费者更为关心的、品质相对较高的冷藏预制菜将实现全面供应。
2022年11月	《落实食品安全主体责任二十条》	重庆市市场监管局	从生产、销售、餐饮各环节、全链条规范预制菜生产经营活动。
2022年11月中旬	《加快推进预制菜产业高质量发展的措施》	福建省商务厅、福建省市场监管局等9部门	到2025年,建设30个现代农业产业园、20个优势特色产业集群。培育一批富有特色、全国知名的预制菜品牌。到2025年建设农产品产地冷藏保鲜设施150个。搭建预制菜公共服务平台。构建预制菜品牌营销渠道。建立预制菜创新企业、优质企业名单发布制度。
2022年11月14日	《预制菜术语及分类要求》《粤菜预制菜包装标识通用要求》《预制菜冷链配送规范》《预制菜感官评价规范》《预制菜产业园建设指南》	广东省市场监管局积极与广东省农业农村厅、广东省商务厅等	率先全国立项制定预制菜五项基础性关键性地方标准。直面产业发展难点痛点,按照构建全产业链的方式,面向社会、面向产业公开征集预制菜地方标准的参编单位,在广东全省乃至全国范围内遴选从事预制菜生产经营或标准化研究工作,有成功经验和先进技术的企事业单位、专家参与标准编制,能够进一步提高标准的通用性、适用性和先进性,加快构建预制菜从田头到餐桌的标准。

资料来源:中国消费网、政府官网、各地市监局官网、开源证券研究所

预制凉菜行业的技术壁垒主要分为机械自动化与安全控制两个方面。

**设备机械化、自动化方面:**凉菜是传统中式工艺的代表之一,制作加工过程中机械化、自动化水平普遍不高对生产效率产生了较大限制。近年来,业内领先企业加大技改力度,将机械化、自动化水平的提高与统一、标准、规范化的操作流程相结合,从而确保产品的质量和品质的统一。

**食品安全控制能力与相关杀菌技术方面:**预制凉菜产品配方、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,因此企业对建立完善食品安全控制体系的重视程度越来越高。具体技术上,传统的杀菌方式如臭氧因由于杀菌不彻底等原因已被逐渐淘汰。行业内部分企业引入国外广泛用于食品储藏保鲜的辐照技术,对特定农产品和食品进行消毒、杀菌、防霉等处理,以达到提高食品卫生质量,保持营养品质及风味的目的。

**资质贸易壁垒。**各个国家设置了种种制度限制不合格产品流入市场,保护消费者的安全健康,如美国FDA、欧盟IFS、BRC和水产注册认证制,犹太KOSHER洁食认证,东南亚清真HALAL认证,中国CIQ备案和SC生产许可证制度等。这些资质认证要求与贸易制度的要求提高了凉菜加工企业的进入标准,同时无形中形成了行业的进入壁垒。

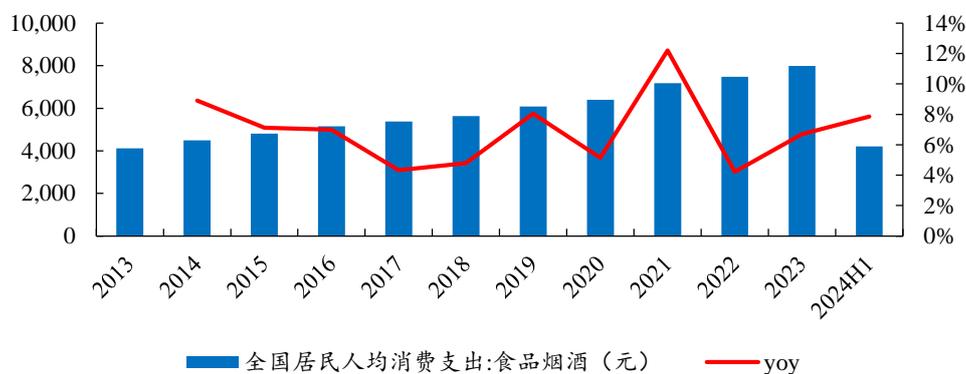
## 2.3、增长逻辑：B端预制菜使用比例增加，C端新市场逐步放量

### 2.3.1、C端：居民收入与形态变迁驱动，快节奏生活与小单位家庭助推

现代社会生活形态变迁，预制凉菜需求上升。目前我国城镇居民消费水平已由“温饱型”迈向了“小康型”，不再是仅为了温饱的低水平食物消费，饮食质量有了显著提高。个人旅行、公务差旅、商务活动、居家消费、休闲娱乐等都会对餐饮消费形成促进作用，预制凉菜也将突破传统的家庭餐食范畴，进一步拓展到休闲、自助、宴席、礼品等领域，人们对预制凉菜的需求量变得越来越大。

居民收入水平提高，为预制凉菜的消费奠定经济基础。在此背景下，我国居民人均食品消费支出整体呈上升趋势，2024H1达到4,214元，同比增长7.86%。

图44：全国居民人均食品烟酒消费持续增长



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

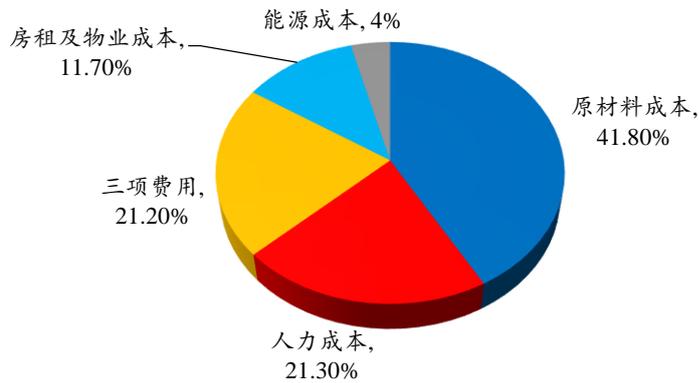
快节奏生活及工作压力导致职场工作者缺乏足够的时间和精力去制作三餐，快餐、外卖以及便利店即食食品等便捷类食品成为了多数人的选择，预制菜因其口味独特、绿色健康和存储方便的特点成为便捷类食品重要的组成部分。

家庭小型化促进了外出就餐比例以及预制菜渗透率的提高。与此同时，婚育年龄的逐渐推迟，生育意愿的下降使得我国家庭小型化趋势明显。全国人口普查结果显示，从1982年第三次全国人口普查至今，中国家庭户规模越来越小，2020年，我国平均家庭户规模逐渐降至2.62人。家庭户人较多时，家庭烹饪更加经济，随着我国家庭规模的缩小，人均可支配收入的增加，越来越多的家庭更多的选择外出就餐与购买预制菜烹饪。

### 2.3.2、B端：连锁餐饮推高预制菜使用比例，冷链运输技术打破区域限制

餐饮企业对预制凉菜需求增加，连锁餐饮更趋于选择预制菜。近年来，泡菜、榨菜、下饭菜、日式小菜等作为深受消费者喜爱的预制凉菜品类，整体保持了较为稳健的发展。由于餐饮行业的“三高”压力，海底捞、喜家德等中式大型连锁餐饮逐渐减少或停止自己制作凉菜，减少后厨所需人员，避免专设凉菜操作间，转为由专业凉菜企业加工配送，以降低成本、提高坪效。

图45：餐饮业原料、用工、房租成本较高，降本增效是重要课题

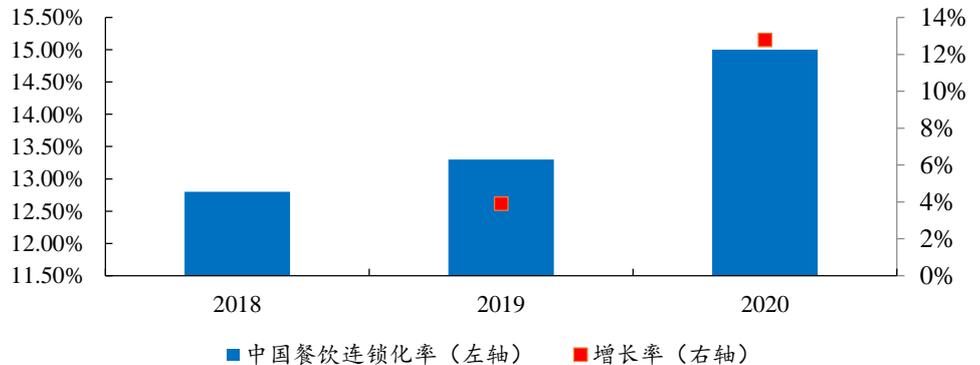


数据来源：中国餐饮协会、艾媒数据中心、开源证券研究所

此外，统一使用专业预制菜企业产品也有利于保证产品质量标准化和口味的稳定性。2020年，真功夫、吉野家、西贝、小南国等连锁餐饮企业预制菜占比高达80%以上。

根据中国连锁经营协会（CCFA）《2021年中国连锁餐饮行业报告》的数据，中国餐饮行业连锁化率和集中度的提升空间较大。目前国内餐饮行业竞争格局比较分散；根据美团披露的数据，2018-2020年国内餐饮连锁化率分别为12.8%、13.3%和15.0%，一线城市连锁化率已突破20%，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与之相比较低。未来随着连锁率的上升，使用专业预制菜企业供货的企业增加，预制菜的市场有望进一步扩大。

图46：中国餐饮连锁化率逐年增加，且增长率逐步加快



数据来源：美团、《2021年中国连锁餐饮行业报告》、开源证券研究所

冷链物流发展为预制凉菜行业发展提供支撑。冷链物流技术和设备逐渐完善，保证了餐饮食材在运输、仓储环节的品质。“十四五”规划提出到2025年，初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络，基本建成符合我国国情和产业结构特点、适应经济社会发展需要的冷链物流体系，调节农产品跨季节供需、支撑冷链产品跨区域流通的能力和效率显著提高，对国民经济和社会发展的支撑保障作用显著增强。依托农产品优势产区、重要集散地和主销区，布局建设100个左右国家骨干冷链物流基地；围绕服务农产品产地集散、优化冷链产品销地网络，建设一批产销冷链集配中心；聚焦产地“最先一公里”和城市“最后一公里”，补齐两端冷链物流设施短板，基本建成以国家骨干冷链物流基地为核心、产销冷链集配中心和两端冷链物流设施为支撑的三级冷链物流节点设施网络，支撑冷链物流

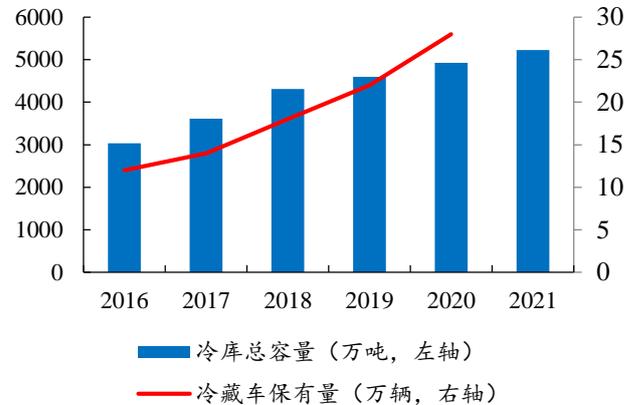
深度融入“通道+枢纽+网络”现代物流运行体系，与国家物流网络实现协同建设、融合发展。

图47：2021年中国冷链物流市场规模达5699亿元



数据来源：艾媒数据中心、中物联冷链委、开源证券研究所

图48：我中国冷库总容量不断增加，2021年超5千万吨

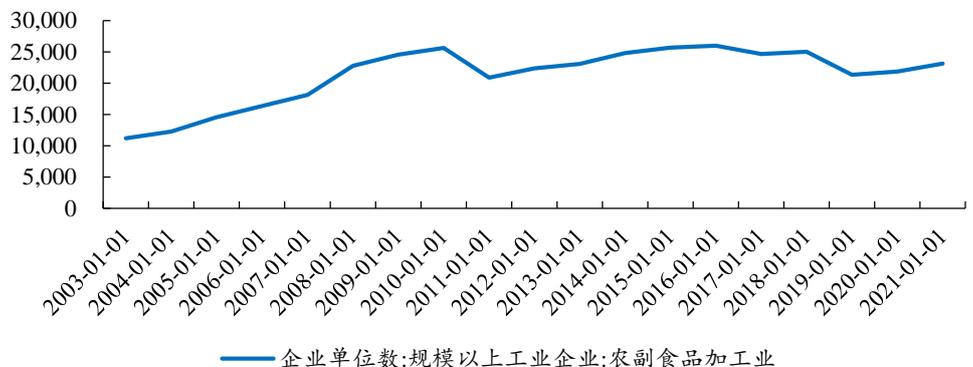


数据来源：艾媒数据中心、中物联冷链委、开源证券研究所

## 2.4、竞争格局：盖世食品 ROE 稳列前二，期间费用管理较严格

目前，我国预制凉菜行业参与企业较多，目前竞争格局相对分散。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，行业进一步调整分化，竞争更加激烈。

图49：规模以上农副食品加工业企业单位数近年来增速放缓，竞争激烈（家）



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

大连现有水产品加工企业 800 多家，年加工以海鲜为主的预制菜产值 1000 亿元以上，居国内前列，盖世食品、瑞驰食品等企业已跨入国内预制菜赛道第一阵营。根据公司的问询回复，盖世食品的“调味裙带菜”在 2021 年的全国细分市场中达到了 36.19% 的市占率，排名第一。

综合考虑公司业务模式、产品种类、业务区域、公司规模以及数据的可获得性等因素，选取海欣食品(002702.SZ)、安井食品(603345.SH)、惠发食品(603536.SH)、味知香(605089.SH)作为同行业可比公司。

图50：选择海欣食品、安井食品、惠发食品、味知香为同行业可比上市公司

**海欣食品**

- 国家农业产业化重点龙头企业，致力于用现代科技改造传统海产品加工业，先后获得“高新技术企业”、“全国农产品加工业示范企业”和“国家鱼糜制品加工技术研发分中心”等认定
- 产品：火锅鱼丸、鲜虾脆、火锅饺等

**安井食品**

- 速冻食品生产企业，荣获了“国家级企业技术中心”、“农业产业化国家重点龙头企业”和“全国主食加工业示范企业”等多项殊荣
- 产品：火锅料制品（包馅类、肠类、丸类、仿蟹类、油炸类）、面米制品（汤圆、水饺、点心、花卷）、菜肴制品（四喜丸子、蛋饺、鸡翅、小酥肉等）

**惠发食品**

- 为国内大型速冻调理肉制品生产基地，荣获“中国农产品市场畅销品牌”、“高新技术企业”、“山东省农业产业化重点龙头企业”、“中国(青海)国际清真食品及用品展览优秀企业”等多项荣誉称号
- 产品系列：预制菜系列、鲜厨系列、浅油炸系列、肽系列、涮煮系列、调理系列、水产系列

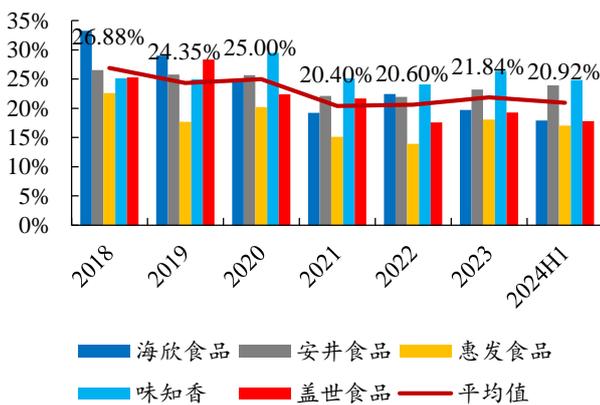
**味知香**

- 行业领先的半成品菜生产企业之一，专注于半成品菜的研发、生产和销售，为消费者提供健康绿色、便捷美味的半成品菜肴。
- 建立了以“味知香”和“饕玉”两大品牌为核心的产品体系，公司产品包括肉禽类、水产类及其他类，涵盖数百种菜品。

资料来源：Wind、开源证券研究所

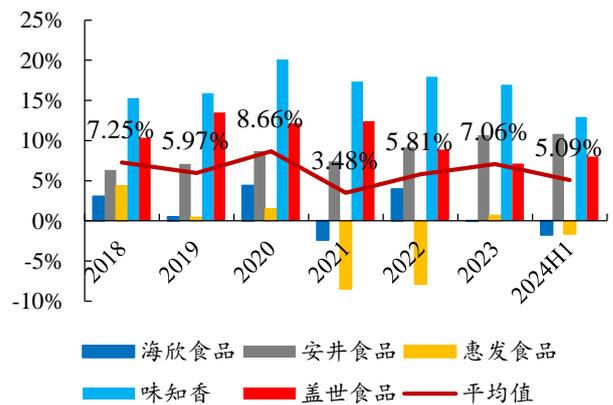
盈利能力上来看，公司毛利率与同行业可比公司的均值基本持平。净利率方面，公司则表现较优秀，整体基本保持稳定，2018-2021 年公司在可比公司中位列第二；2022-2024H1，安井食品净利率赶超盖世食品。

图51：盖世食品的毛利率与可比公司均值基本持平



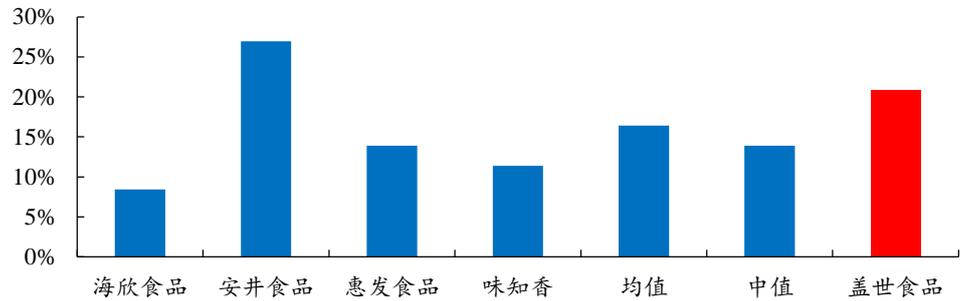
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：盖世食品的净利率较稳定与安井食品相近



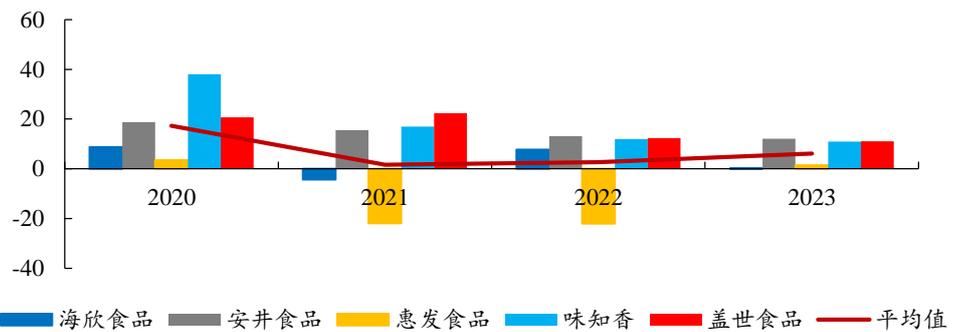
数据来源：Wind、开源证券研究所

从增长率上看，2018-2023 年，盖世食品营收年复合增长率达到 20.84%，在同行业可比公司中位列第二，仅次于安井食品的 26.95%，整体增速保持在较快水平。

**图53: 盖世食品近五年营收 CAGR 在可比公司中位列第二, 达到 21%**


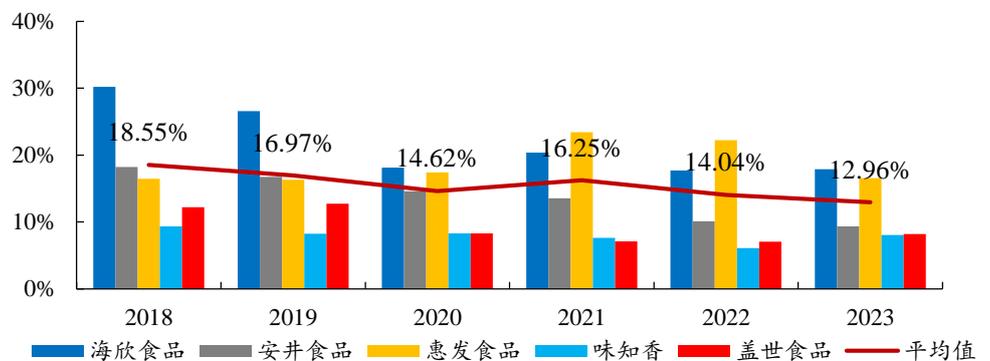
数据来源: Wind、公司官网

净资产收益率上, 盖世食品的表现也较优秀, 是可比公司中前两位, 与安井食品的 ROE 水平较为相近。2021 年以后部分可比公司出现负值, 盖世食品的 ROE 水平与安井食品、味知香较为相近。

**图54: 盖世食品 ROE 与安井食品较为相近 (%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

费用管理方面, 盖世食品的费用管理相对比较优秀, 明显低于同行业可比公司的期间费用率。

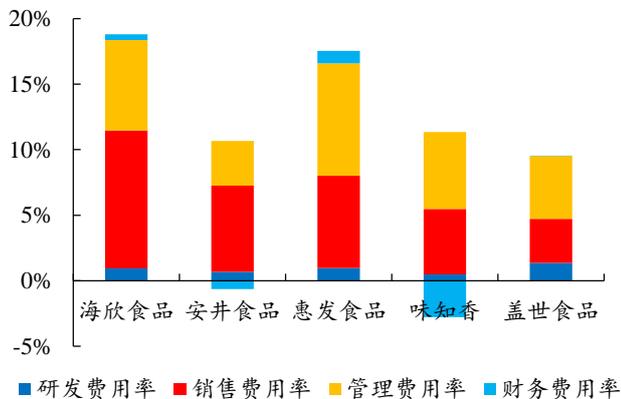
**图55: 盖世食品期间费用率低于可比公司均值**


数据来源: Wind、开源证券研究所

具体费用上, 主要是由于盖世食品销售费用率比较低, 这与公司合同生产销售模式为主导, 且自有品牌销售也以直销销售模式为主比较相关。可比公司中海欣食品和安井食品存在商超销售, 因此销售费用中存在商超费用或进场费用, 而公司客

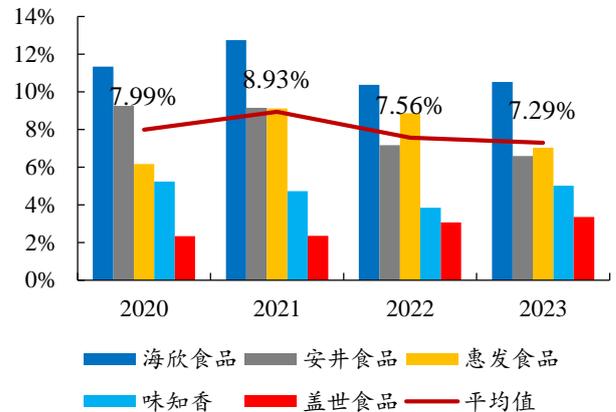
户主要为贸易商或大型连锁餐饮企业，不存在商超销售费用，且销售人员占比较低。

图56：盖世食品销售费用率是可比公司中最低的



数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：盖世食品销售费用率维持在3%左右，相对较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、亮点：海底捞、安井、喜家德稳定合作，募投有序推进

#### 3.1、客户优势：客户市场广泛，远销全球六大洲，大客户销售金额提升

自成立以来，一直以先进的生产技术、高质量的产品、优质的服务与国内外的客户建立起长期的合作关系，在客户中树立起良好的品牌形象。主要品牌包括“盖世”、“山珍源”、“北国之春”、“盖世香”，在食用菌和海藻类加工领域享有较高的知名度。

目前，盖世食品产品远销全球六大洲，日本、美国、欧洲和东南亚等 60 多个国家和地区，市场范围广泛。

图58：盖世食品客户市场范围广泛



资料来源：公司官网

具体合作模式上，客户群体比例方面，合同生产销售模式以境外客户为主，境

内客户为辅；自有品牌销售模式以境内客户为主，境外客户为辅。

**表11：不同市场客户特点不同，盖世食品针对性选择不同的发展模式**

市场特点	境外市场	国内市场
自有品牌发展	打造难度较大、成本较高	打造难度相对较小、成本相对较低
客户特点	重视自身品牌建设	餐饮企业或餐饮供应链企业客户主要注重的是食品品质及口味
模式选择	选择境外品牌商，销售产品根据品牌商客户要求使用客户品牌	致力于在国内市场打造公司自有品牌，提升市场影响力和品牌知名度

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

盖世食品与销售占比较高的主要客户保持稳定合作的关系。

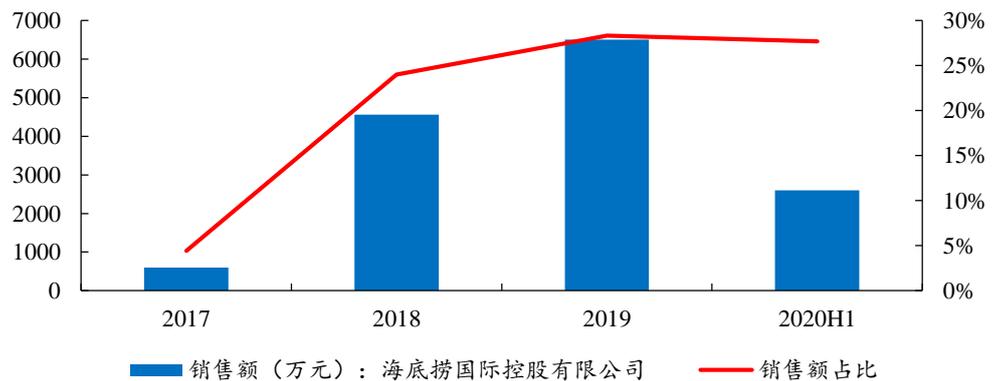
**表12：与主要客户稳定合作**

主要客户	合作历史	销售模式
海底捞国际控股有限公司		自有品牌销售
福建安井食品股份有限公司	自 2018 年起合作，客户来自于展会推广	合同生产销售
日本兼贞食品株式会社	自 2002 年起合作，客户来自于老顾客口碑推广	合同生产销售
杰夫西日本有限公司	自 2014 年起合作，客户来自于网络推广	合同生产销售
法国福迪克斯集团	自 2015 年起合作，客户来自于展会推广	合同生产销售
青岛崎阳轩国际贸易有限公司	自 2020 年起合作，客户来自于老顾客口碑推广	合同生产销售

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

2020 年第一大客户海底捞国际控股有限公司的销售占比约为 28%，公司向主要客户海底捞销售的主要产品为藻类产品、菌类产品。近年来，公司对大部分大客户销售金额有所提升；同时，公司积极开发新客户，每年新客户均有增量。

**图59：2020 年的第一大客户为海底捞，销售额与占比不断提高**



数据来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

同时盖世食品也在积极拓展品牌合作，2023 年 10 月 13 日，盖世食品与益海嘉里金龙鱼在青岛签订战略合作协议，双方在品牌合作、资本合作、渠道合作、供需合作四大方面协同联手，共享资源，互促增长。2023 年 11 月，盖世食品凉菜产品入驻盒马鲜生 App。

### 3.2、募投：公开发行+定增投入年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造建设

2021 年公司向不特定合格投资者公开发行股票并在北交所挂牌，拟投入募资金额 7331.33 万元，主要用于“年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目”。

**表13：2021 年募投项目主要用于两个项目**

项目	项目投资额(万元)	拟投入募集资金金额(元)
年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目	10,000	61,094,412.55
补充流动资金	2,000	12,218,882.51
合计	12,000	73,313,295.06

资料来源：公司公开发行说明书、公司公告、开源证券研究所

年产 1 万吨食用菌及蔬菜冷冻调味食品项目位于江苏省淮安市涟水县，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。

**表14：技术园区建成后生产规模为年产 1 万吨食用菌及蔬菜调味冷冻食品**

产品分类	新增产能(吨/年)	主要产品
食用菌调味冷冻产品	6000	调味冷冻杏鲍菇、冷冻金针菇、冷冻双孢菇、冷冻蟹味菇
蔬菜调味冷冻产品	4000	调味冷冻莲藕、调味冷冻芥蓝黄豆

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

本项目税后投资回收期（含建设期 1 年）为 4.85 年，项目投资所得税后财务内部收益率为 21.69%。

大连工厂与淮安新工厂将形成不同的功能定位：大连工厂将依托大连港口优势，全面做好出口贸易业务；淮安新工厂将凭借地理位置优势扩展华南、华东和中部等市场，有效缩短原料运输半径，扩大产品市场辐射范围，降低运输成本，更好地服务国内市场。两家工厂相互协同，实现国内业务与国际业务双轮驱动。

2022 年公司向特定对象发行 9,280,572 股，募资净额 7,239.05 万元，计划用于 3 个项目。

**表15：2022 年向特定对象发行股票募资用于 4 个项目**

产品分类	拟投入募集资金金额(元)
年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造（加工）项目	44,547,998.31
研发及检测中心建设项目	6,125,349.77
补充流动资金	21,717,149.17
合计	72,390,497.25

资料来源：公司公告、开源证券研究所

其中，“年产 1.5 万吨预制凉菜智能制造建设项目”是公司 2021 年募投项目中“年产 1 万吨食用菌及蔬菜调味冷冻食品项目”基础上的扩容，建设项目实施期为两年，2023 年 9 月已经启动试生产。

此外，淮安新工厂还引进了螺旋速冻设备、流态床、双孢菇前处理线、调味生产线、制冷机组含冷库板、环保设备等，快速形成年产 1.5 万吨预制菜生产加工规模。

**图60：2023年9月盖世食品江苏淮安新工厂已经启动试生产**


资料来源：公司官网

随着项目的建成及达产，公司产品将能够进一步辐射山东、江苏、安徽、上海、浙江等华东地区，本募投项目有利于优化公司产能布局，实现产品结构的均衡发展。

#### 4、盈利预测与建议

**水产预制菜：**2022年，公司推出“美式煮海鲜”等高端海鲜食材新产品为水产预制菜产品带来新的增长点，并且在产品设计较贴合C端客户的包装和规格需求；此外，2022年，公司还推出了新品“金汤东北酸菜鱼”，与市面上绝大多数酸菜鱼使用南方酸菜不同，该产品优选传统发酵工艺制作的东北酸菜，以秘制金汤调味，使得东北酸菜与黑鱼的香气及鲜味相互融合，彼此激发，成就了该款填补市场空白、超越经典的预制菜。

**蔬菜菌菇类预制菜：**公司募投项目的淮安新工厂背靠山东广大的蔬菜生产基地和江苏菌菇类产地，快速形成年产1.5万吨预制菜生产加工规模；加之工厂辐射覆盖广阔的长三角市场，或为公司的蔬菜菌菇类产品的市场渗透与营收增长提供有力支撑。

公司以系列海珍品和菌菇类为食材的预制凉菜为主要业务，募投项目的有序推进，直播电商、经销商等C端渠道的不断铺设，相应客户的不断拓展，B端客户的维护与稳定发展，有望带动公司业绩的进一步提升。

我们预计公司2024年-2026年的归母净利润为0.40/0.45/0.53亿元，EPS为0.29/0.32/0.38元/股，对应当前股价的PE分别为28.5/25.3/21.7倍。考虑到公司新工厂建设产能将获得较大提升，C端占比可能逐步提高，整体销售结构变化或将拉动毛利率提升等，业绩具备上涨空间，首次覆盖给予“增持”评级。

**表16：可比公司 PE TTM 均值为 53X**

公司名称	股票代码	收盘价(元/股)	市值(亿元)	PE TTM	EPS (元/股)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
海欣食品	002702.SZ	3.82	21.23							
安井食品	603345.SH	99.34	291.36	18.85	5.6	6.38	7.16	17.7	15.6	13.9
惠发食品	603536.SH	9.79	23.95	110.68						
味知香	605089.SH	22.28	30.75	29.84	0.66	0.69	0.74	33.8	32.0	30.1

公司名称	股票代码	收盘价 (元/股)	市值 (亿元)	PE TTM	EPS (元/股)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
		中值	27.35	29.84	3.13	3.54	3.95	25.77	23.80	22.01
		均值	91.82	53.12	3.13	3.54	3.95	25.77	23.80	22.01
盖世食品	831726.BJ	9.35	9.52	59.56	0.29	0.32	0.38	28.5	25.3	21.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价、市值截至 2024 年 9 月 30 日，味知香盈利预测来自开源证券，安井食品盈利预测来自 Wind 一致预测）

## 5、风险提示

海外收入占比较高的风险、主要客户产品替代风险、政策调整风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	292	241	359	349	394
现金	85	72	108	91	101
应收票据及应收账款	35	46	63	59	73
其他应收款	2	1	3	1	3
预付账款	7	6	8	7	9
存货	145	57	119	129	143
其他流动资产	19	58	58	61	64
<b>非流动资产</b>	151	213	214	216	217
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	195	196	199	198
无形资产	9	9	10	11	13
其他非流动资产	102	10	8	6	6
<b>资产总计</b>	443	454	573	565	611
<b>流动负债</b>	131	106	208	177	194
短期借款	83	36	154	79	124
应付票据及应付账款	32	53	29	72	42
其他流动负债	15	17	24	26	28
<b>非流动负债</b>	1	28	23	17	12
长期借款	0	27	21	16	11
其他非流动负债	1	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	132	134	230	194	206
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	98	117	141	141	141
资本公积	113	93	70	70	70
留存收益	100	120	145	170	199
<b>归属母公司股东权益</b>	311	320	343	370	405
<b>负债和股东权益</b>	443	454	573	565	611

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-33	145	-47	102	5
净利润	32	35	40	45	53
折旧摊销	5	6	12	13	14
财务费用	-4	0	5	5	2
投资损失	-0	-1	-1	-1	-0
营运资金变动	-73	90	-103	39	-63
其他经营现金流	7	15	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-55	-91	-12	-15	-15
资本支出	100	57	13	16	15
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	45	-33	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	113	-67	-50	-28	-31
短期借款	78	-47	118	-75	45
长期借款	0	27	-5	-5	-5
普通股增加	9	20	23	0	0
资本公积增加	64	-20	-23	0	0
其他筹资现金流	-38	-47	-162	52	-70
<b>现金净增加额</b>	27	-12	-108	58	-40

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	364	490	542	609	670
营业成本	300	395	441	496	544
营业税金及附加	2	3	3	4	4
营业费用	11	16	19	21	24
管理费用	12	17	19	21	24
研发费用	6	7	9	11	13
财务费用	-4	0	5	5	2
资产减值损失	-0	-14	0	0	0
其他收益	1	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	37	41	47	53	61
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	37	41	47	52	61
所得税	5	6	6	7	8
<b>净利润</b>	32	35	40	45	53
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	32	35	40	45	53
EBITDA	42	46	60	67	76
EPS(元)	0.23	0.25	0.29	0.32	0.38

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.6	34.8	10.6	12.4	10.1
营业利润(%)	-26.1	11.3	13.9	12.6	16.3
归属于母公司净利润(%)	-24.7	8.1	15.7	12.6	16.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.6	19.3	18.5	18.5	18.8
净利率(%)	8.9	7.1	7.4	7.5	7.9
ROE(%)	10.4	10.9	11.8	12.3	13.1
ROIC(%)	8.2	9.0	7.9	9.9	9.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.8	29.5	40.2	34.4	33.7
净负债比率(%)	0.0	-2.1	21.6	2.8	10.0
流动比率	2.2	2.3	1.7	2.0	2.0
速动比率	1.0	1.5	1.1	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	8.8	12.1	9.9	10.0	10.2
应付账款周转率	8.4	9.4	10.8	9.9	9.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.29	0.32	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	1.03	-0.33	0.72	0.04
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.28	2.44	2.64	2.88
<b>估值比率</b>					
P/E	35.6	33.0	28.5	25.3	21.7
P/B	3.7	3.6	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	27.1	23.8	19.6	16.6	15.0

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

## 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R4（中高风险），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，属于商业秘密材料，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3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9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